

철강

중국과 한국, 더욱 높아진 공급 개혁에 대한 요구

I. 중국 철강 수급, 절대적 수준보다 방향성이 관건

'10년대 대비 낮아진 '20년대 초과 조강 생산능력, 그러나 방향성은?

'20년대 중국 초과 조강 생산능력은 '10년대 보다 낮은 수준이나 업황 개선과는 거리 있어. 중국 철강업체 수익성은 오히려 '20년대 들어 더 악화된 것으로 관측. 초과 조강 생산능력의 절대적인 수치보다는 방향성이 중요하다고 판단. 중국 정부는 3월 양회에서 철강산업의 감산과 생산능력 축소 언급. 8월에는 공업신식화부 등 주요 부처가 '25~'26년 기간 신규 생산능력 억제, 생산량 축소, 도태 및 비효율적 설비 퇴출 등을 담은 문건을 작성한 것으로 파악. 중국의 주요 수출국가 등이 중국산 철강재에 AD 관련 제재에 나서고 있어 내수 수급에 대한 부담이 가중됨에 따라 철강산업 구조조정 필요성 더욱 높아진 상황.

II. 한국, 변화하는 것과 변화가 필요한 것

최소한의 방어막 구축 중, 수입산 열연 AD 효과 4Q25부터

한국은 철강재 순수출 국가임에도 소비 대비 수입 비중이 약 30% 달해. '24년 한국 수입산 철강재 중 중국산+일본산 비중은 92%. 한국은 8월 중국산 후판에 가격약속 및 관세율 34%가 적용된 AD 최종판정을, 7월 중국 및 일본산 열연강판에 약 30% 내외의 관세율을 부과하는 예비판정 발표. 9월부터는 잠정조치 시행 예정. 후판은 조선항과 일본산이 제외됐지만 열연강판은 양 국가 모두 적용되며 대부분 관세 영향을 받을 것으로 추정. 열연강판은 내수 시장에서 차공정 비중이 높은 바 가격 상승 시 냉연강판까지 영향을 미칠 것으로 판단. 자발적인 노력과 함께 도움도 필요한 상황

한국 초과 조강 생산능력은 '16년 이후 '24년 최고치 기록. 전로와 전기로 모두 '20년대 들어 가동률이 하락했으며 전기로 하락 속도가 더 가팔라. 전기로 업체 중 다수는 건설업종과 밀접한 철근 등을 생산하는 것으로 추정. 철근은 대표적인 공급과잉 품목 중 하나지만 국내 주요 철근업체들의 재무제표는 상대적으로 양호하여 자체적인 구조조정 가능성은 높지 않아. 9월 중 발표될 정부의 철강산업 고도화 방안에서 철강업체들의 부담을 줄여주며 공급측 구조조정을 유도할 수 있는 방안이 발표된다면 수급 개선에 대한 기대도 가져볼 수 있어.

III. 미국 철강 관세, 최대 피해는 강관이 될 것

관세율 25%까지는 긍정적 관점이었으나 50%는 다른 이야기

'24년 한국의 미국향 철강재 수출 중 39%가 강관이었으며 한국 강관 수출 중 미국 비중은 59%. 유정용강관과 송유관 수출 중 미국향 비중은 '24년 각각 98%, 63% 수준으로 추정. 물량 쿼터 해제는 긍정적 이슈였으나 현지 수요가 개선되지 않는 상황에서 50%의 관세율은 수출에 큰 걸림돌로 작용. 또한 강관 소재인 열연강판 가격이 내수 시장에서 상승할 시 원가 부담도 존재. 이에 따라 국내 강관업체들은 내수 판매가격 인상 및 미국향 수출에서 수요자에게 가격 전가를 노력하고 있으나 실적 회복에는 다소 시일이 걸릴 것으로 판단.



이현수 철강/비철금속
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

종목	투자의견	목표주가 (원)
POSCO 홀딩스	매수 (M)	440,000 (M)
현대제철	매수 (M)	50,000 (M)
세아제강	중립 (I)	130,000 (I)

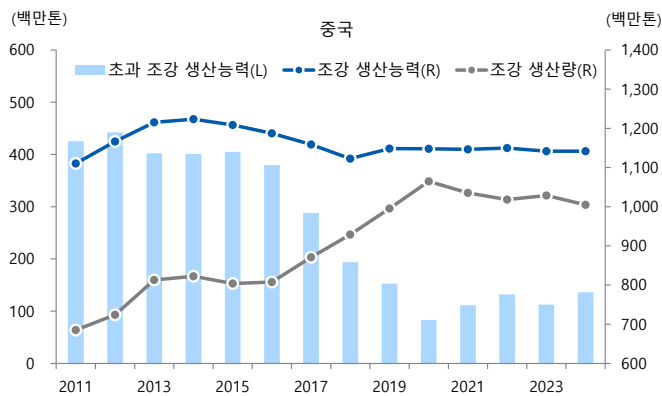
I. 중국 철강 수급, 절대적 수준보다 방향성이 관건

'10년대 대비 낮아진 '20년대 초과 조강 생산능력, 그러나 방향성은?

OECD에 따르면 중국 조강 생산능력은 '15~'18년, 4년 연속 전년대비 축소됐으나 '19년 확대된 이후 '24년까지 유사한 수준에서 유지되고 있다. 반면 조강 생산량은 2010년대 꾸준히 증가했으나 '21년 이후에는 하향 추세를 나타내고 있다.

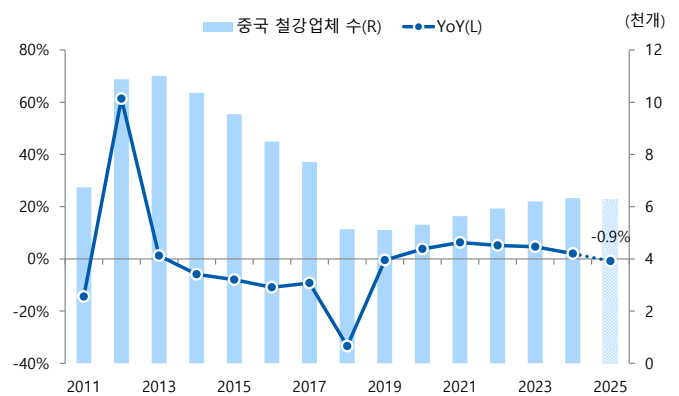
2020년대 들어서 조강 생산능력은 유지, 조강 생산량은 감소했지만 오히려 2010년대 대비 초과 조강 생산능력은 전체적으로 축소된 상황이다. 철강업체 수 또한 감소했다. 2013년 10,000개가 넘어가던 중국 철강업체 수는 2020년대 6천여개에 머무르고 있다.

[그림-1] 중국 조강 생산능력 및 조강 생산량



자료: OECD, National Bureau of Statistics, 유안타증권 추정

[그림-2] 중국 철강업체 수



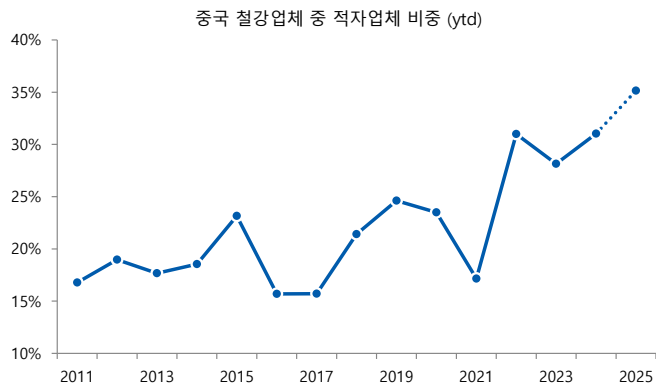
자료: National Bureau of Statistics. 주: '25년 증감률은 7월 기준 전년 말 대비

초과 조강 생산능력 축소, 철강업체 감소에도 불구하고 2020년대 중국 철강 업황은 2010년대 대비 개선됐다고 이야기하기에는 어려움이 있어 보인다.

'22년 크게 증가한 적자업체 비중이 '25년까지 이어지고 있으며 업계 평균 OPM 역시 상대적으로 낮은 수준을 나타내고 있기 때문이다.

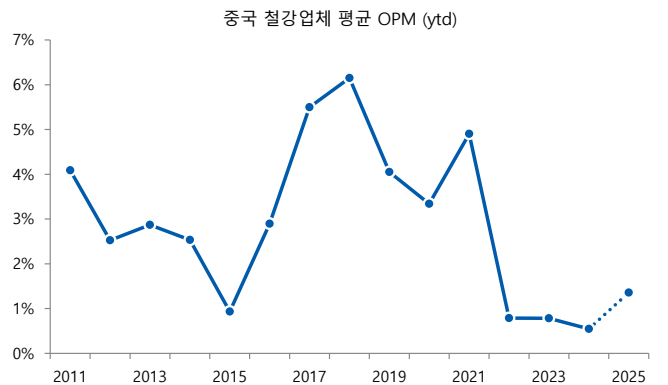
초과 조강 생산능력을 기준으로 수급을 바라본다면 절대적 수준보다는 방향성이 더 업황을 잘 설명하고 있다는 판단이다.

[그림-3] 중국 철강업체 중 적자업체 비중



자료: National Bureau of Statistics. 주: '25 년은 7 월 누적 기준

[그림-4] 중국 철강업체 평균 OPM

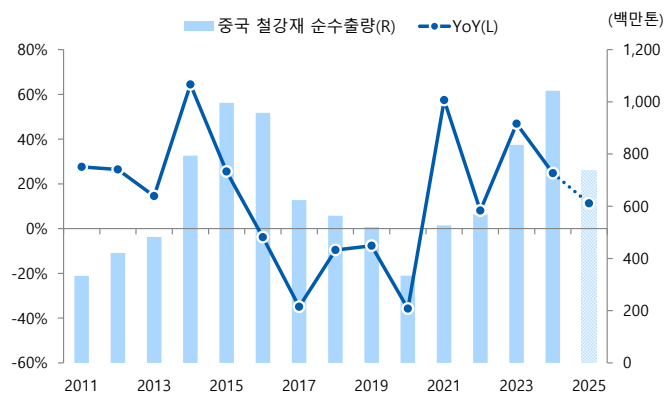


자료: National Bureau of Statistics. 주: '25 년은 7 월 누적 기준

이는 조강 생산능력과 철강 소비량으로 산출한 초과 조강 생산능력에서 더 뚜렷하게 확인이 가능하다. '20년을 저점으로 '24년까지 중국 철강 순수출량은 지속적으로 증가하며 당사 추정 초과 조강 생산능력은 '20년 0.9억톤에서 '24년 2.4억톤까지 확대됐다.

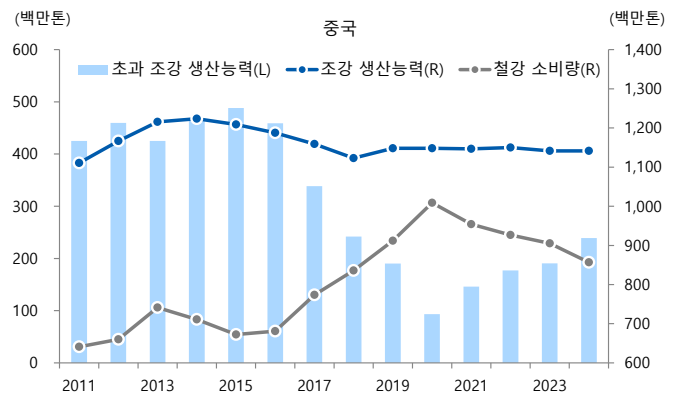
중장기적으로 중국 철강 소비량은 점차 감소할 것으로 전망되는 가운데 조강 생산능력의 변화가 없다면 초과 조강 생산능력은 점차 증가할 것으로 예상되는 바 업황의 어려움은 지속될 수 있다.

[그림-5] 중국 철강재 순수출량



자료: General Administration of Customs. 주: '25 년은 8 월 누적 기준

[그림-6] 중국 조강 생산능력 및 철강 소비량



자료: OECD, National Bureau of Statistics, 유안타증권 추정

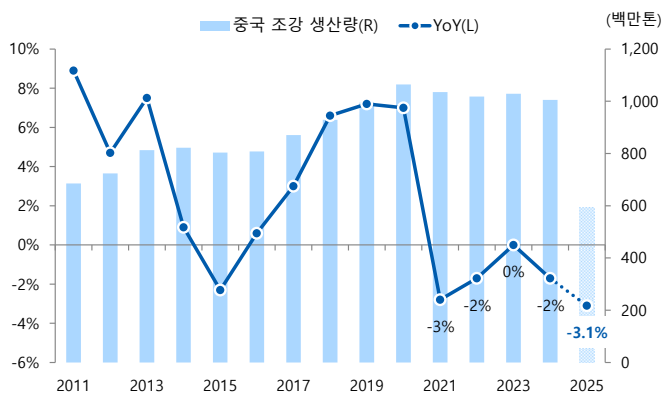
중국 국가발전개혁위원회(NDRC)는 지난 3월 양회에서 철강산업에 대해 생산 및 생산능력 축소와 관련된 내용을 보고한 바 있으며 시진핑 주석 역시 7월 공급과잉 산업의 과당경쟁에 대해 우려를 표명한 바 있다.

로이터(Reuters)에 따르면 8월 중국 공업신식화부(MIIT) 등 주요 부처는 자국 철강산업에 대해 신규 생산능력 억제, 생산량 축소, 도태 및 비효율적 설비 퇴출 등이 담긴 문건을 작성한 것으로 알려졌다. 다만 생산량 축소 및 생산능력 퇴출에 대한 구체적인 수치는 언급되지 않은 것으로 파악된다.

수치적인 목표가 정해지지 않았다는 점에 대해 일부 실망하는 시각도 있지만 방향성이 전환될 가능성은 지난 몇 년 대비 상대적으로 높아졌다고 사료된다.

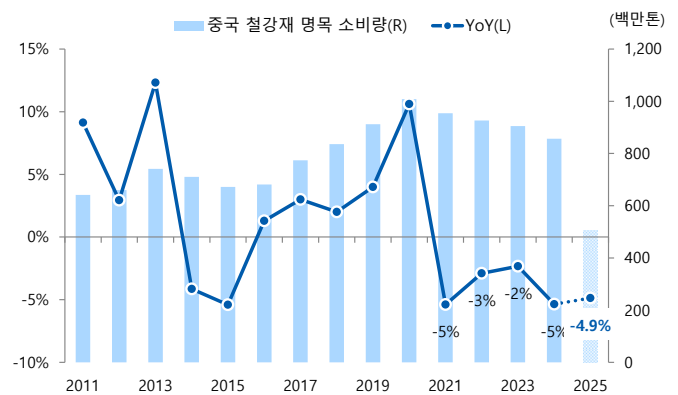
단순 감산이 업황 개선에 도움이 되지 않는다는 사실은 이미 경험하고 있는 사항이다. 중국 조강 생산량은 '20년을 고점으로 매년 축소 또는 유지되었지만 철강 소비가 상대적으로 더 큰 폭으로 감소하며 수급 측면의 부담이 가중되었다.

[그림-7] 중국 조강 생산량



자료: National Bureau of Statistics, 유안타증권 추정. 주: '25 년은 7 월 누적 기준

[그림-8] 중국 철강재 명목 소비량

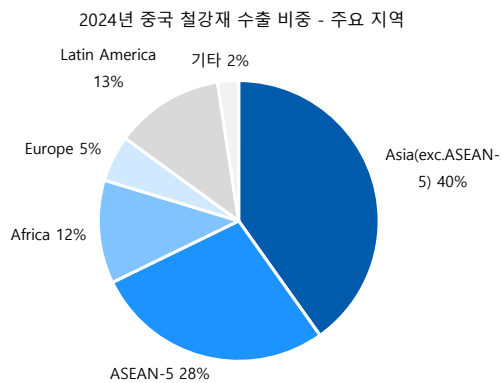


자료: World Steel Association, 유안타증권 추정. 주: '25 년은 7 월 누적 기준

내수 부진을 수출로 확대시킬 수 있는 여건도 점차 악화되고 있다. '24년 기준 중국 철강 수출 국가 중 첫 번째와 두 번째를 차지했던 베트남과 한국은 중국산 철강재에 대해 반덤핑 제재를 강화하고 있는 추세이다.

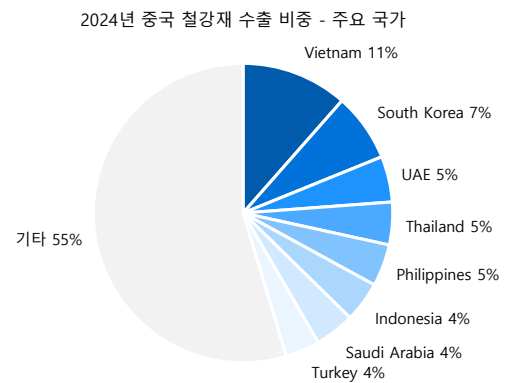
물론 타 지역으로 수출 확대를 통해 대응할 것으로 예상되지만 해당 국가들 역시 베트남 및 한국과 마찬가지로 자국 철강산업 보호를 위한 조치에 나설 가능성이 높다.

[그림-9] 2024년 중국 철강재 수출 비중 - 주요 지역



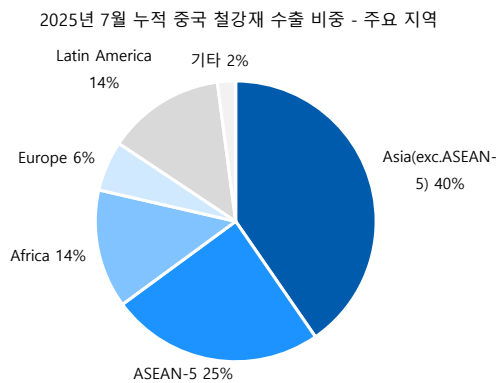
자료: General Administration of Customs. 주: 물량 기준

[그림-10] 2024년 중국 철강재 수출 비중 - 주요 국가



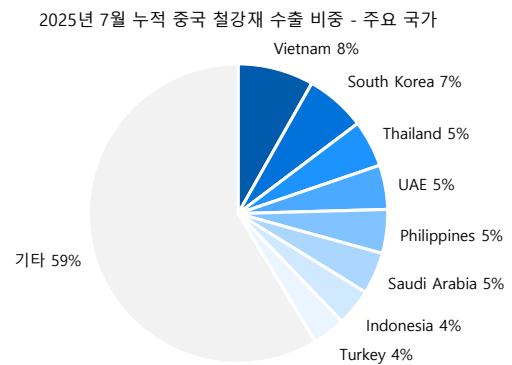
자료: General Administration of Customs. 주: 물량 기준

[그림-11] 2025년 7월 누적 중국 철강재 수출 비중 - 주요 지역



자료: General Administration of Customs. 주: 물량 기준

[그림-12] 2025년 7월 누적 중국 철강재 수출 비중 - 주요 국가



자료: General Administration of Customs. 주: 물량 기준

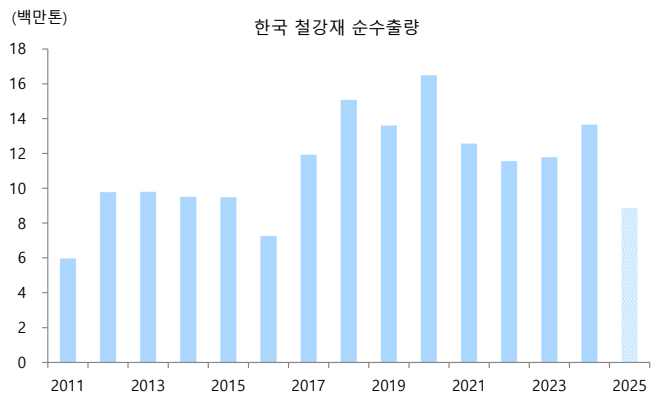
II. 한국, 변화하는 것과 변화가 필요한 것

최소한의 방어막 구축 중, 수입산 열연 AD 효과 4Q25부터

'02~'10년까지 철강재 순수입(수입량)수출량) 국가였던 한국은 '11년 순수출 국가로 변모했으며 그 이후 '25년까지 철강재 수출량이 수입량보다 많은 모습을 줄곧 유지하고 있다.

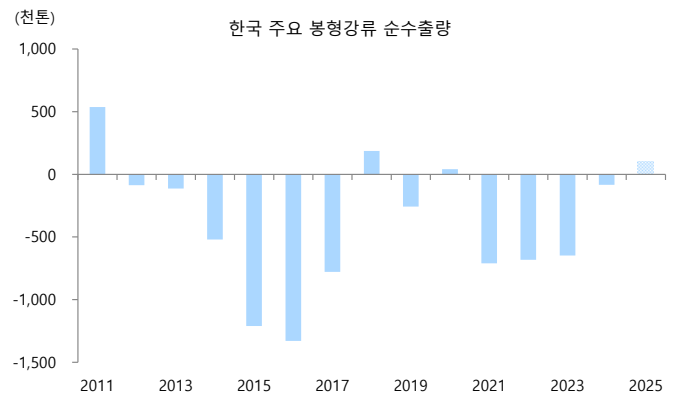
주요 강종별로는 판재류와 강관이 봉형강류 대비 상대적으로 순수출량 규모가 많은 것으로 파악된다. 봉형강류는 오히려 지난 25년 동안 순수출이었던 시기보다 순수입이었던 시기가 더 길었다.

[그림-13] 한국 철강재 순수출량



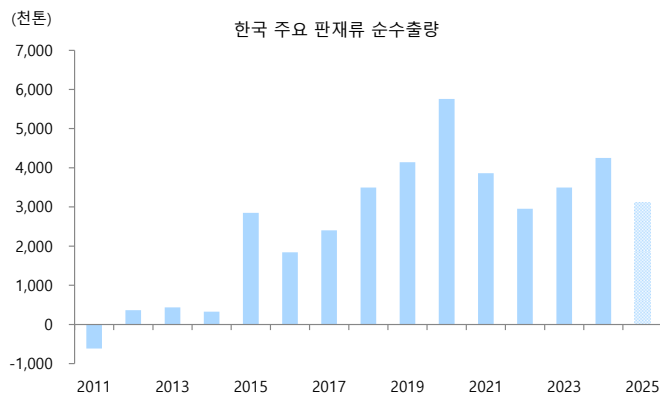
자료: 한국철강협회, 유안타증권 정리. 주: '25 년은 1~8 월

[그림-14] 한국 주요 봉형강류 순수출량



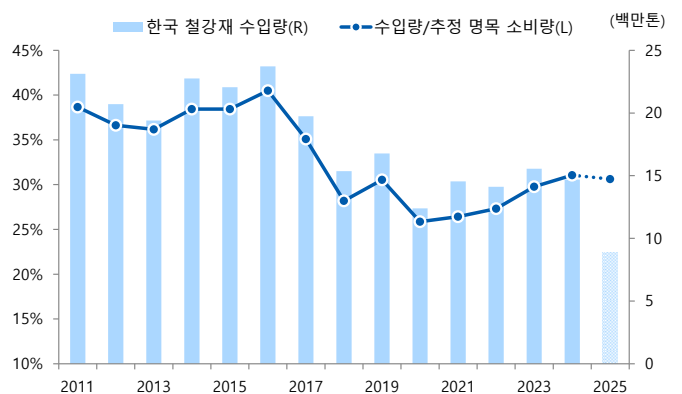
자료: 한국철강협회, 유안타증권 정리. 주: '25 년은 1~8 월

[그림-15] 한국 주요 판재류 순수출량



자료: 한국철강협회, 유안타증권 정리. 주: '25 년은 1~8 월

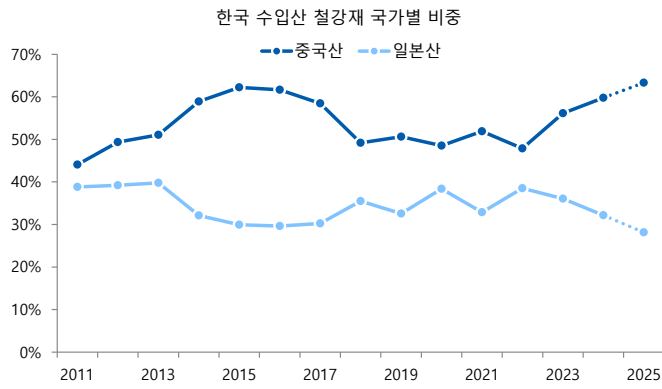
[그림-16] 한국 철강재 수입량 및 추정 명목 소비량 대비 비중



자료: 한국철강협회, 유안타증권 추정. 주: '25 년 수입량은 1~8 월, 비중은 1~7 월

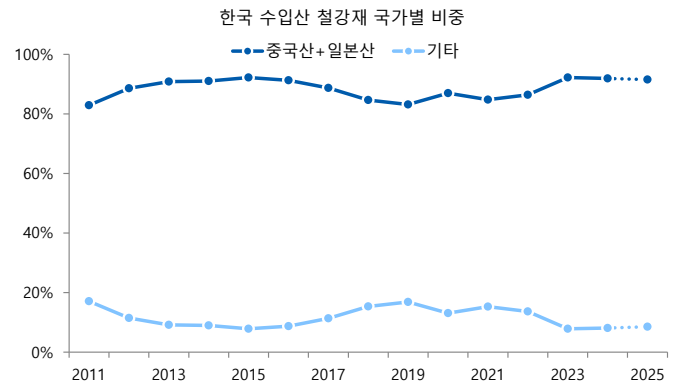
한국은 철강재 순수출 국가임에도 불구하고 소비량 대비 수입량 비중이 '24년 약 30%에 달했던 것으로 추정되며 수입된 철강재의 원산지는 대부분의 강종에서 중국산과 일본산이 그 자리를 대체했다.

[그림-17] 한국 수입산 철강재 국가별 비중 I



자료: 한국철강협회, 유안타증권 정리. 주: '25 년은 1~8 월

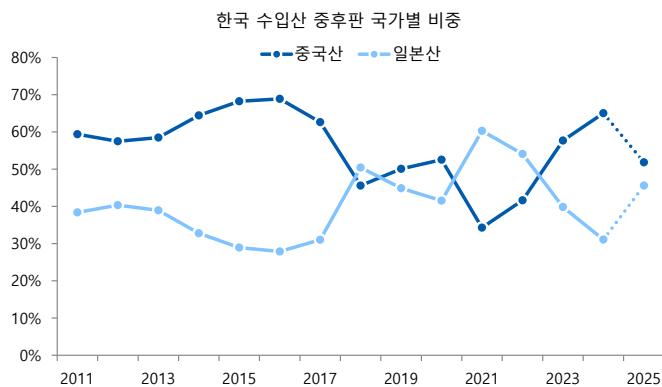
[그림-18] 한국 수입산 철강재 국가별 비중 II



자료: 한국철강협회, 유안타증권 정리. 주: '25 년은 1~8 월

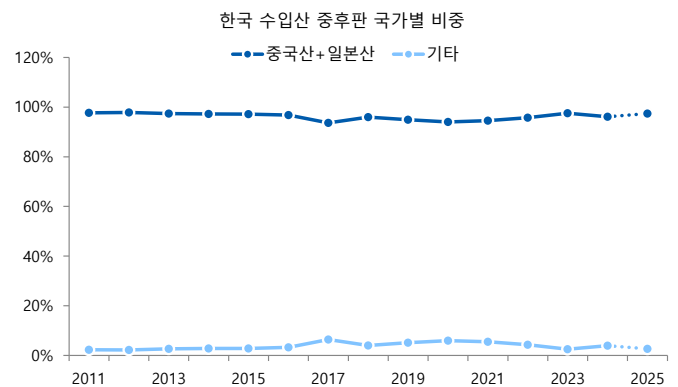
'24년 수입산 후판에서 중국산+일본산 비중은 96%에 이르고 있으며 '25년 역시 8월 누적 기준 97%를 보이고 있다. 수입산 열연강판의 경우 '24년 중국산+일본산 비중이 96%, '25년 역시 8월 누적 기준 96%를 기록 중이다.

[그림-19] 한국 수입산 중후판 국가별 비중 I



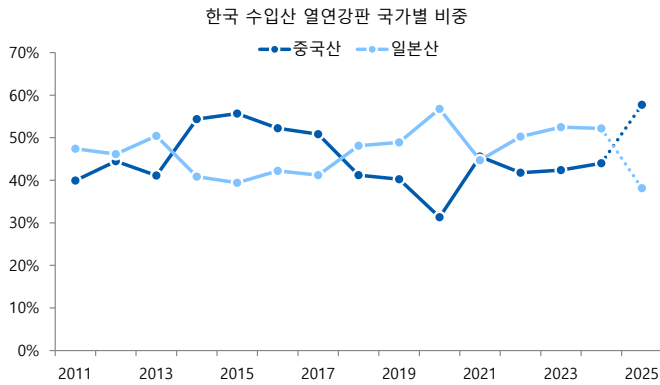
자료: 한국철강협회, 유안타증권 정리. 주: '25 년은 1~8 월

[그림-20] 한국 수입산 중후판 국가별 비중 II



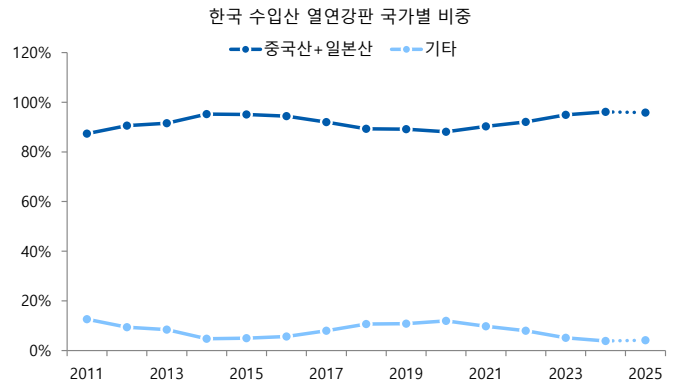
자료: 한국철강협회, 유안타증권 정리. 주: '25 년은 1~8 월

[그림-21] 한국 수입산 열연강판 국가별 비중 I



자료: 한국철강협회, 유안타증권 정리. 주: '25 년은 1~8 월

[그림-22] 한국 수입산 열연강판 국가별 비중 II



자료: 한국철강협회, 유안타증권 정리. 주: '25 년은 1~8 월

수입산 철강재는 국산 대비 상대적 가격 우위를 가지고 국내 시장에 진입하고 있으며 이는 국내 업체들에게는 물량과 가격 측면에서 모두 부담이 되었다.

이에 현대제철은 '24년 7월과 12월 각각 중국산 후판과 중국 및 일본산 열연강판에 대한 덤핑 조사신청을 진행했으며 중국산 후판은 '25년 2월 예비판정에 이어 8월 최종판정에서도 덤핑이 인정되며 9개사의 가격약속 시행과 그 외 공급자에 대한 34.1% 관세 부과가 결정됐다.

중국 및 일본산 열연강판 역시 '25년 7월 예비판정에서 중국산 28.2~33.1%, 일본산 31.6~33.6% 관세 부과가 결정되었으며 9월 중 잠정조치가 예상된다.

후판의 경우 예외 적용을 받는 조선용 후판과 일본산 후판의 점유율 확대가 반덤핑 조치에 대한 효과의 크기를 다소 축소시키는 요인이 되고 있지만 열연강판의 경우는 상황이 다르다.

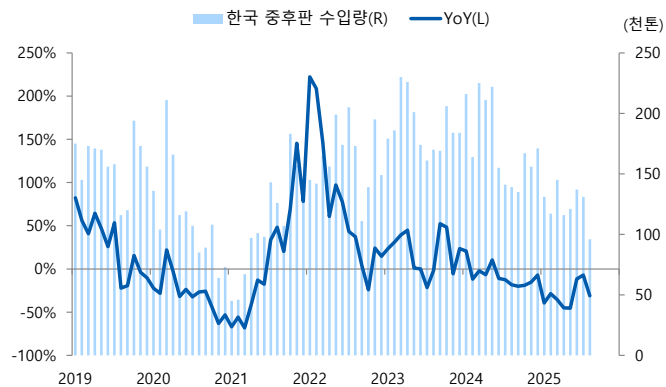
양국의 한국향 열연강판 수출 오퍼는 7월까지 정상적으로 이뤄졌다고 추정되나 8월부터는 오퍼가 상당한 수준 감소했을 것으로 판단된다.

한국 기준 8월 수입물량은 7월 오퍼가 이뤄진 물량으로 비교적 잠정조치에 대해 자유로운 상황이었음에도 불구하고 전년동월비 -32%, 전월비 -36% 감소했다.

본격적인 수입물량 감소는 9월부터 확인 가능할 것으로 전망된다. 8월부터 시작된 오퍼 축소가 9월 수입물량에 영향을 줄 것으로 사료되기 때문이다.

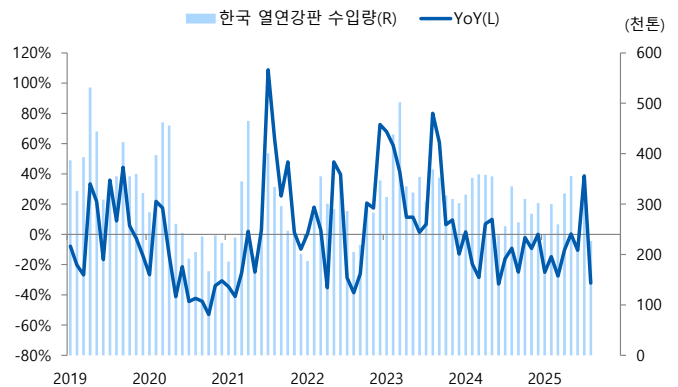
9월부터 한국의 국산 열연강판에 대한 수요 확대와 가격 상승이 기대되는 상황이다. 이는 냉연강판 등에도 긍정적 영향을 미칠 것으로 추정된다.

[그림-23] 한국 중후판 수입량



자료: 한국철강협회

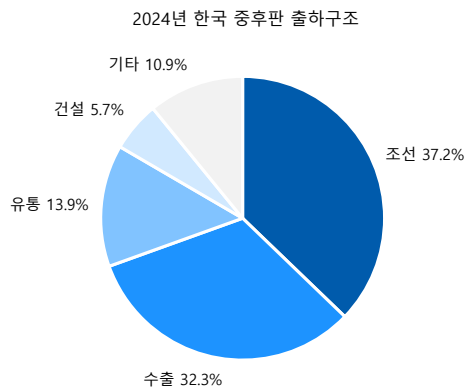
[그림-24] 한국 열연강판 수입량



자료: 한국철강협회

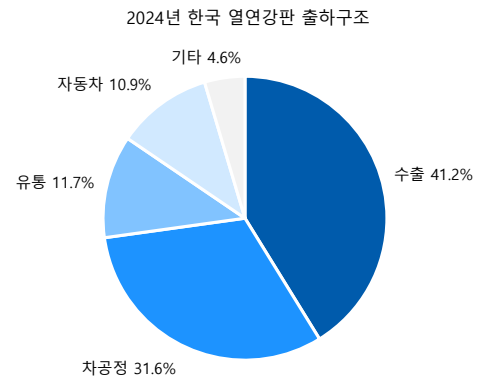
한국철강협회에 따르면 국내 열연강판 출하 중 수출비중은 41%에 달하며 내수 비중은 59%를 보였다. 전체에서 부문별 비중은 수출 41%, 차공정 32%, 유통향 12%, 자동차 11% 등으로 나타났다.

[그림-25] 한국 중후판 출하구조



자료: 한국철강협회

[그림-26] 한국 열연강판 출하구조



자료: 한국철강협회

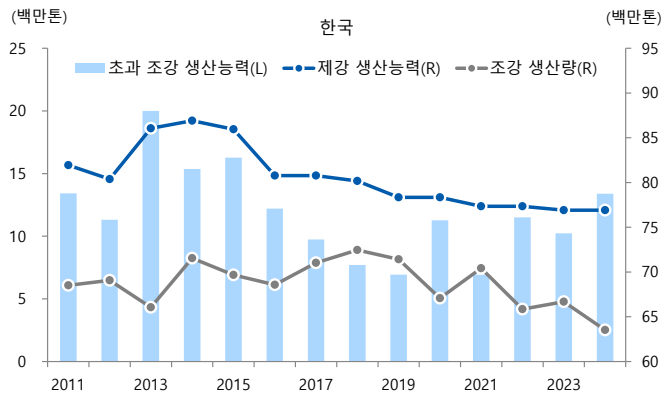
차공정은 냉연강판 등을 만드는 공정으로 열연강판 가격 상승은 냉연강판 등의 가격까지 영향을 미칠 것으로 판단된다.

열연강판의 성격(차공정 비중이 높은)과 압도적으로 수입 비중이 높은 중국과 일본에 대한 제재는 시장의 예상보다 큰 효과를 가져올 것으로 기대된다.

자발적인 노력과 함께 도움도 필요한 상황

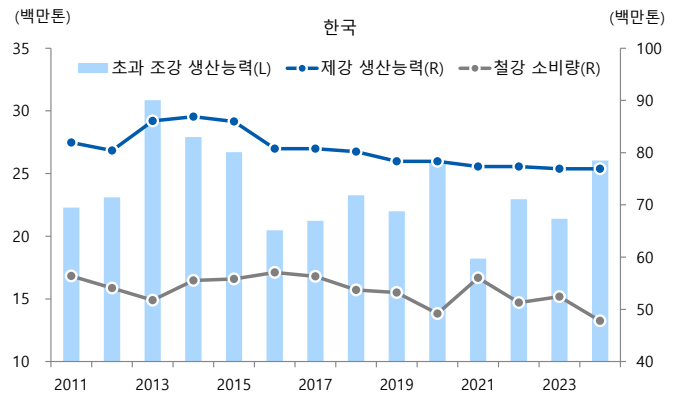
당사 추정 한국 초과 조강 생산능력은 '16년 이후 '24년 최고치를 기록했다. '24년 초과 조강 생산능력(제강 생산능력과 철강 소비량을 기반으로 계산 수치)은 약 2,600만톤으로 COVID-19 영향이 컸던 '20년 수준을 소폭 넘어서는 수치이며 '21년 이후 전체적으로 확대된 상황이다.

[그림-27] 한국 초과 조강 생산능력 I



자료: 한국철강협회, 유안타증권 추정

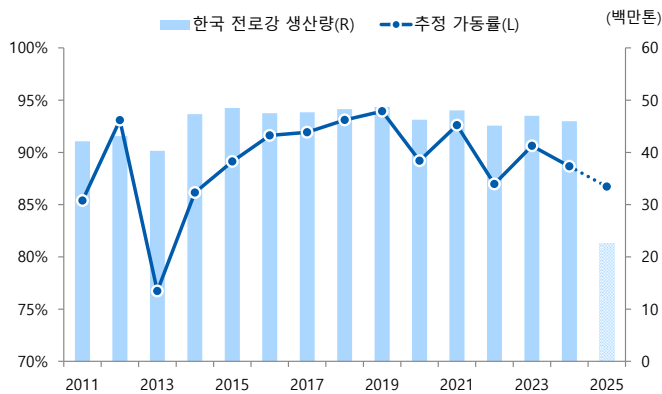
[그림-28] 한국 초과 조강 생산능력 II



자료: 한국철강협회, 유안타증권 추정

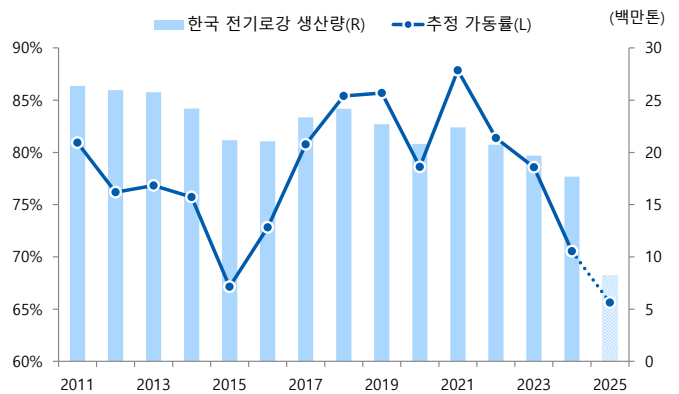
전로와 전기로 모두 '20년대 들어 가동률이 하락한 모습이나 건설업종 수요 부진에 따라 전기로 가동률 하락 속도가 상대적으로 더 가파르게 나타나고 있다. '21년 88% 였던 전기로 가동률은 '25년 상반기 66%에 그친 것으로 파악된다. 국내 전기로 업체들의 다수는 하공정으로 철근 및 H형강 등 건설 관련 강종을 생산하고 있다.

[그림-29] 한국 전로강 생산량 및 추정 가동률



자료: 한국철강협회, 유안타증권 추정. 주: '25 년은 1~6 월

[그림-30] 한국 전기로강 생산량 및 추정 가동률



자료: 한국철강협회, 유안타증권 추정. 주: '25 년은 1~6 월

국내 전로강 생산 기업은 고로업체인 포스코와 현대제철 뿐으로 포스코는 '21년 포항 1고로를 영구 폐쇄한 바 있으며 현재 포항 2~4고로를, 광양 1~5고로를 보유 중이며 현대제철은 당진 1~3고로를 가동 중이다.

전기로 사업은 현대제철 및 다수의 업체가 영위 중이다. 현 시점에서 가장 어려움을 겪고 있는 업체들은 철근 생산업체로 추정되며 특수강봉강을 생산하는 세아베스틸 및 세아창원특수강 역시 중국산 등 수입산 철강재와의 경쟁에 많은 부분이 노출되어 있다.

국내 주요 철근업체들은 탄탄한 재무구조를 지니고 있어 소위 이야기하는 버티는 전략이 가능하다. 수 년에 한번씩 찾아오는 호황 시기를 기다릴 수 있는 능력이 있다는 것이다.

하지만 구조적으로 공급과잉 품목인 철근 공급에 대해 고민해 볼 필요는 있다. 철근을 대표적으로 언급하고 있지만 비단 이는 철근만의 문제는 아닐 것이다. 업계 관계자들의 선제적이고 자발적인 움직임이 필요한 시기라 판단한다.

다만 생산량을 감축하고 생산능력을 축소하는 것이 자동적으로 이뤄지지는 않는다. 기업 입장에서는 외형 축소로 이어질 수 있으며 고용에도 부정적인 영향을 미칠 수 있기 때문이다.

부정적 영향이 불가피하다면 그 부작용을 최소화 할 필요가 있다. 이는 업계와 함께 정부의 몫이라 할 수 있다.

언론 등에 따르면 산업통상자원부는 '25년 안에 철강산업 고도화 방안을 발표하겠다고 밝힌 것으로 확인된다. 이와 함께 외부 용역을 활용하여 조사된 국내 철강 적정 생산량도 같이 드러날 것으로 전망된다.

용역의 결과를 확인해봐야 알겠지만 품목별로 결과가 나온다면 다수의 품목에서 현재 생산량 대비 낮은 수준의 적정 생산량이 발표될 것으로 추정된다.

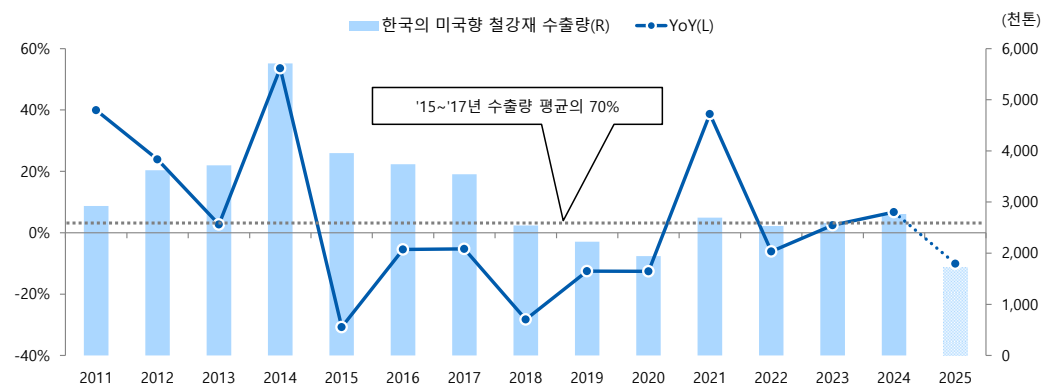
단순 발표에 그치지 않기 위해서는 기업과 사회가 받아들일 수 있는 적절한 인센티브 등이 동반되어야 할 것이다. 실효성 있는 정부의 발표를 기다려볼 시기이다.

III. 미국 철강 관세, 최대 피해는 강관이 될 것

관세율 25%까지는 긍정적 관점이었으나 50%는 다른 이야기

한국은 트럼프 행정부 1기였던 '18년 철강 제품에 대해 관세를 부과하지 않는 조건으로 쿼터(물량제한)를 적용 받기 시작했다. 당시 적용된 쿼터는 '15~'17년 평균 수입량의 70% 수준이었던 것으로 파악된다.

[그림-31] 한국의 미국향 철강재 수출량



자료: 한국철강협회. 주: '25 년은 1~8 월

하지만 '25년 3월 미국은 쿼터를 폐지하는 대신 수입되는 모든 철강 제품에 대해 25% 관세를 부과하기 시작했으며 6월에는 관세를 50%로 상향했다.

다수의 국가들이 트럼프 행정부 1기 때 철강 제품 수출에 25%를 부과받았던 것과 비교해 무관세였던 한국산 철강 제품은 가격 우위를 가져갈 수 있었다.

3월 한국과 같은 조건의 관세를 적용 받으며 가격 우위는 약해졌지만 쿼터 폐지에 따른 물량 확대를 노려볼 수 있는 긍정적인 부분도 생각할 수 있는 상황이었다.

그러나 6월부터 적용된 50%는 조금은 다른 이야기일 수 있다. 50%는 타 국가와의 가격 경쟁과 별개로 현지에서 가격 전가가 어려운 수준으로 볼 수 있다.

국내 철강업체들이 미국 등 해외에 수출할 시 현지 판매법인을 통하는 경우 해당 판매법인이 감당해야 할 관세를 수요가들에게 일부 전가할 수 있는 수준을 넘어섰다고 할 수 있다.

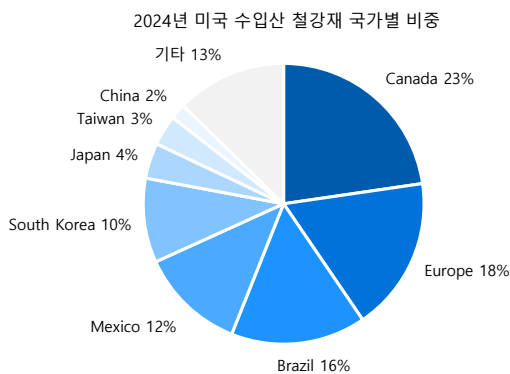
그렇다고 수출가격을 크게 낮춰서 수출하기에는 수익성에 대한 부담이 존재한다. 쿼터는 폐지됐지만 오히려 쿼터 적용 때보다 판매 물량이 감소할 수 있는 환경이 된 것이다.

향후 한국과 미국의 추가적인 협상에 따라 철강 관세가 낮아질 가능성도 존재하지만 현재로서는 미국과 인접한 캐나다와 멕시코에서 먼저 타결될 가능성이 높아 보인다.

현재 미국으로 수입되는 철강 제품 중 50%가 아닌 관세를 적용 받는 유일한 국가는 영국으로 파악된다. 영국은 미국이 요구하는 조건을 만족할 경우 쿼터 적용과 함께 철강 관세를 25%만 부과 받는 것으로 알려지고 있다.

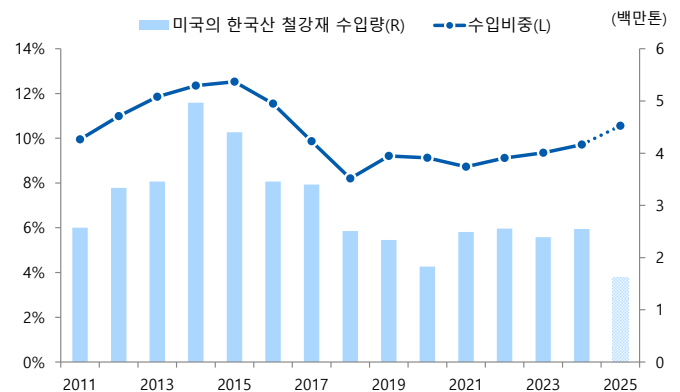
최근 미국은 USMCA 재협상을 개시한다고 알렸다. 향후 협상이 어려워질 가능성도 있지만 반대로 미국이 캐나다 및 멕시코와 철강 제품에 대해 관세 인하 등의 결과를 내놓을 경우 국내 철강업체 등의 어려움은 커질 수 있다는 판단이다.

[그림-32] 2024년 미국 수입산 철강재 국가별 비중



자료: U.S. Census Bureau. 주: 물량 기준

[그림-33] 미국의 한국산 철강재 수입량 및 비중

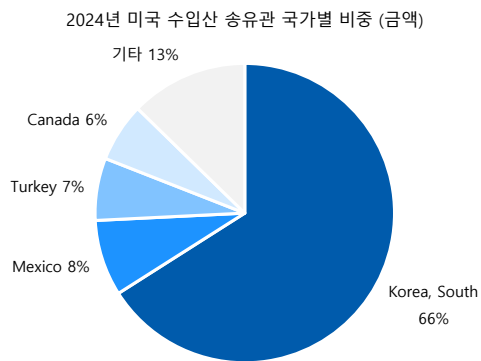


자료: U.S. Census Bureau. 주: 물량 기준, '25년은 1~7월

특히 품목별로 접근한다면 강관의 어려움이 제일 크다 할 수 있다. 한국은 미국으로 다수의 철강 제품을 수출하지만 그 중 강관 비중이 높게 나타난다. 강관 중에서도 유정용강관과 송유관이 미국으로 수출되는 주요 품목이라 할 수 있다.

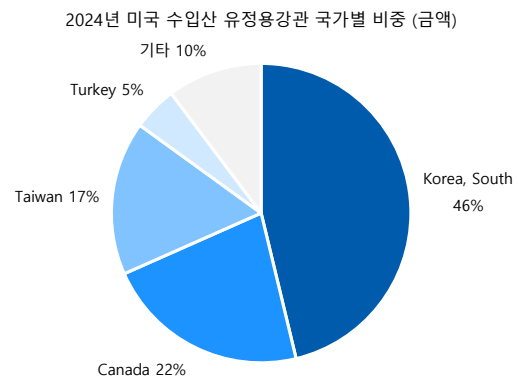
'24년 한국 철강 제품 수출(물량) 중 미국 비중은 9.8%, 판재류 중 미국 비중은 5.8%, 봉형강류 중 미국 비중은 8.5%, 강관 중 미국 비중은 59.2%로 파악된다. 좀 더 자세히 들어간다면 유정용강관과 송유관 수출 중 미국 비중은 각각 97.8%, 63.4%로 집계된다.

[그림-34] 2024년 미국 수입산 송유관 국가별 비중



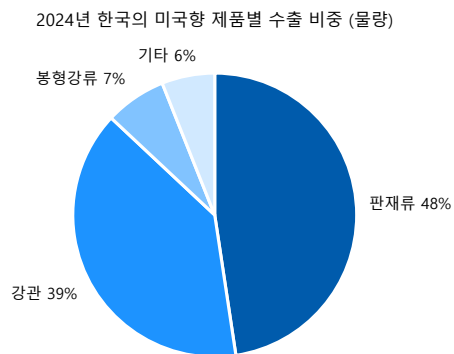
자료: U.S. Census Bureau, 유안타증권 추정. 주: 금액 기준

[그림-35] 2024년 미국 수입산 유정용강관 국가별 비중



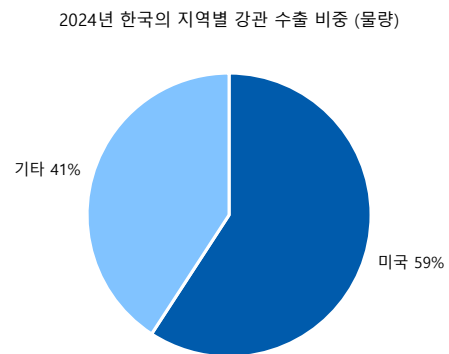
자료: U.S. Census Bureau, 유안타증권 추정. 주: 금액 기준

[그림-36] 2024년 한국의 미국향 제품별 수출 비중



자료: 한국철강협회

[그림-37] 한국의 지역별 강관 수출 비중



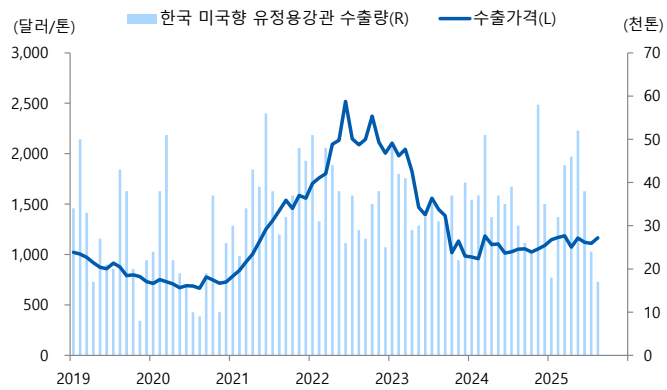
자료: 한국철강협회

미국에 대한 의존도가 높은 강관업체 입장에서는 쿼터 해제는 반가운 상황이나 50%라고 하는 고율의 관세는 수출을 막는 큰 요인으로 작용 중이다.

또 다른 측면에서 강관업체들은 어려움을 겪을 가능성이 있다. 그건 바로 한국의 중국 및 일본산 열연강판 관세 부과이다.

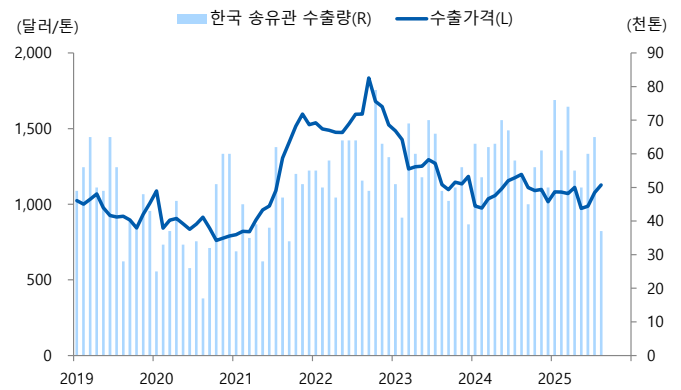
미국으로 수출되는 강관의 경우 국산 열연 제품을 소재로 사용해야 하기에 수입산과 무관해 보일 수 있으나 수입산 열연 제품 가격 상승은 국산 열연 제품 가격 상승으로 이어질 것으로 예상되는 바 원가 상승에 대한 부담도 존재한다.

[그림-38] 한국 미국향 유정용강관 수출량 - 월간



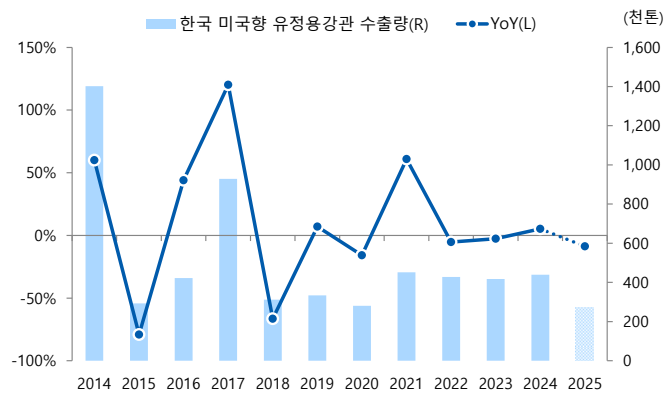
자료: 한국철강협회

[그림-39] 한국 미국향 송유관 수출량 - 월간



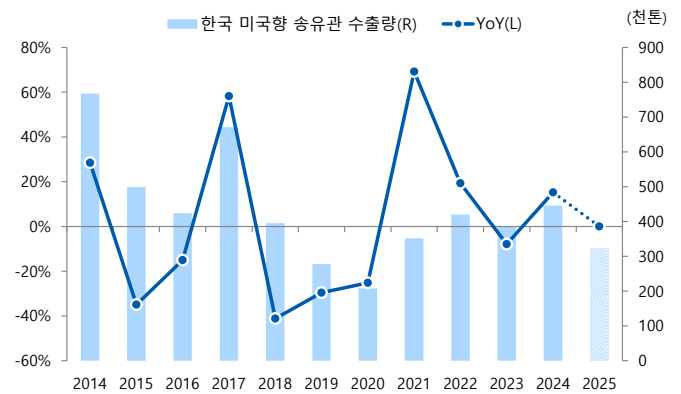
자료: 한국철강협회

[그림-40] 한국 미국향 유정용강관 수출량 - 연간



자료: 한국철강협회

[그림-41] 한국 미국향 송유관 수출량 - 연간



자료: 한국철강협회

IV. 중국, 한국 모두 더 미루기 힘든 공급 개혁

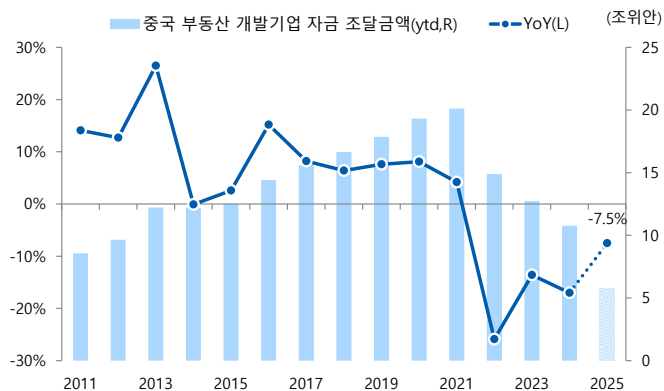
수요 개선 기대감은 높지 않아

출처마다 차이는 있지만 '23년 기준 중국 철강 수요의 약 40~50%는 건설(민간+공공) 부문이 차지하고 있는 것으로 나타나고 있으며 한국 역시 '24년 기준 국내 철강 출하 중 건설 부문 비중이 41%에 달하는 것으로 파악된다.

양 국가 모두 건설 부문을 제외한 자동차 등 제조업에서 차지하는 수요 비중이 50~60%를 보이고 있으나 여전히 수요에서 가장 큰 부문을 차지하는 산업은 건설업이다.

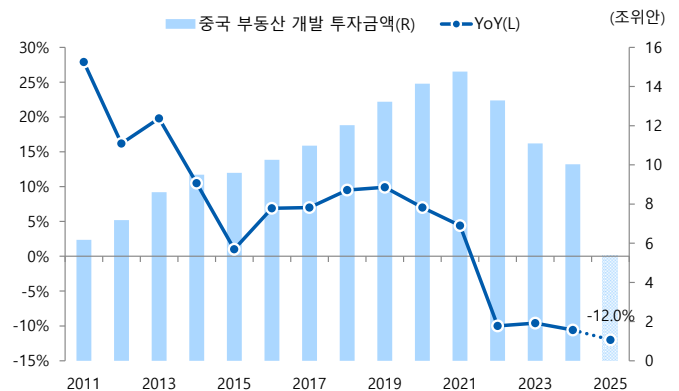
현 시점에서 중국 부동산 시장을 언급할 때 '회복'이라는 용어를 적용하기에는 무리가 있으며 '둔화되고 있는 악화' 정도가 어울릴 듯하다.

[그림-42] 중국 부동산 개발기업 자금 조달금액



자료: National Bureau of Statistics. 주: '25 년은 1~7 월

[그림-43] 중국 부동산 개발 투자금액



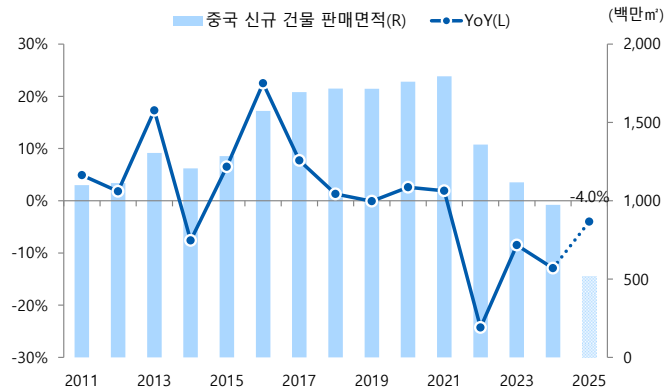
자료: National Bureau of Statistics. 주: '25 년은 1~7 월

'21년 중국恒大그룹 이슈를 시발점으로 중국 부동산 시장은 얼어붙기 시작했으며 이에 따라 '22년 이후 '24년까지 3년 연속 중국 부동산 개발기업 자금 조달금액은 축소됐다. '25년 역시 7월 누적 기준 전년대비 -7.5% 감소했다.

부동산 개발 투자금액 역시 '21년을 고점으로 감소하기 시작하며 '25년까지 4년 연속 축소될 가능성이 높은 상황이다.

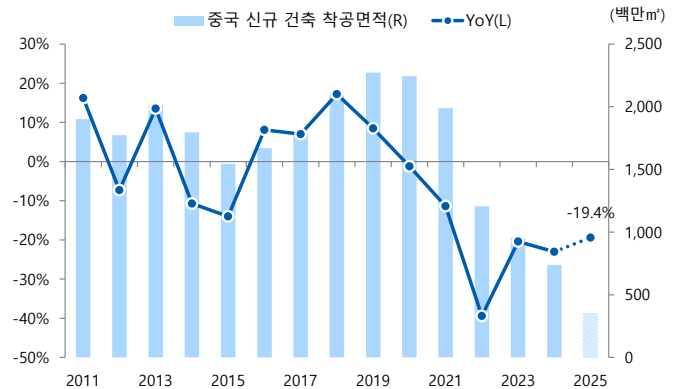
신규 건물 판매 및 건축 착공 면적 또한 각각 '22년, '20년 이후 지속적으로 줄어들고 있는 모습을 나타내며 철강재 수요에 부정적 영향을 미치고 있다.

[그림-44] 중국 신규 건물 판매면적



자료: National Bureau of Statistics. 주: '25 년은 1~7 월

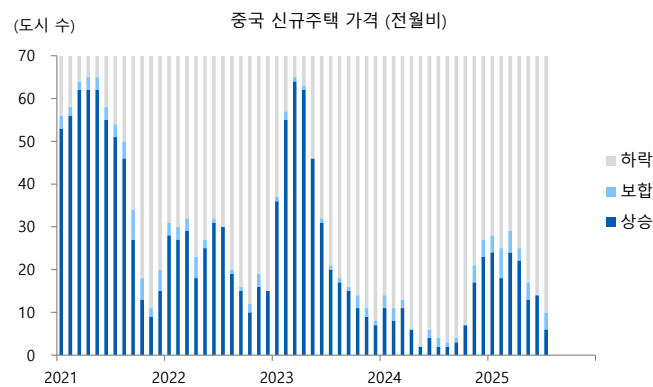
[그림-45] 중국 신규 건축 착공면적



자료: National Bureau of Statistics. 주: '25 년은 1~7 월

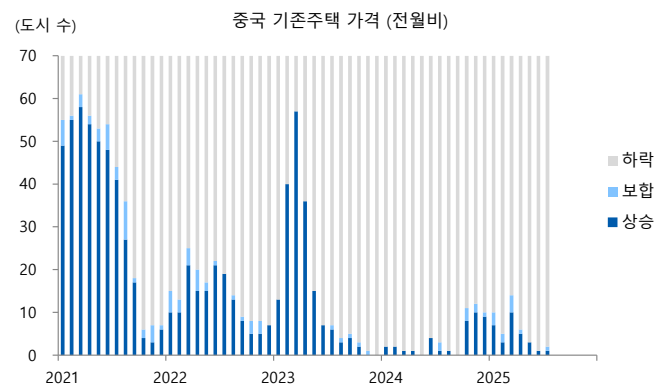
주택 가격도 부동산 수요 회복을 이끄는 데 있어 부족한 모습이다. 4Q24~1Q25 1선 도시와 신규 주택을 중심으로 가격이 상승하기도 했으나 2Q25 이후에는 그 추세를 이어가지 못하고 있다. 1선 도시를 제외한 2,3선 도시 그리고 기존 주택의 경우 상대적으로 더 어려운 국면을 지나가고 있다.

[그림-46] 중국 신규주택 가격 (전월비)



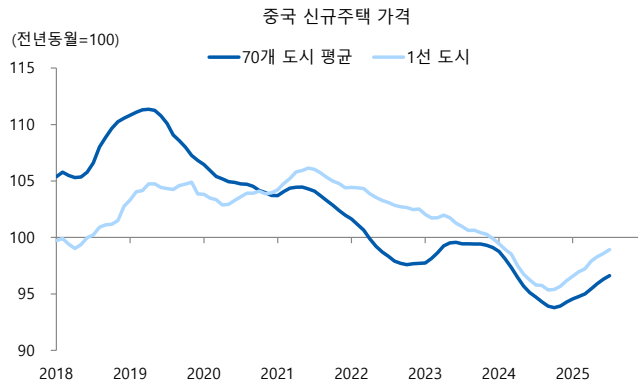
자료: National Bureau of Statistics

[그림-47] 중국 기존주택 가격 (전월비)



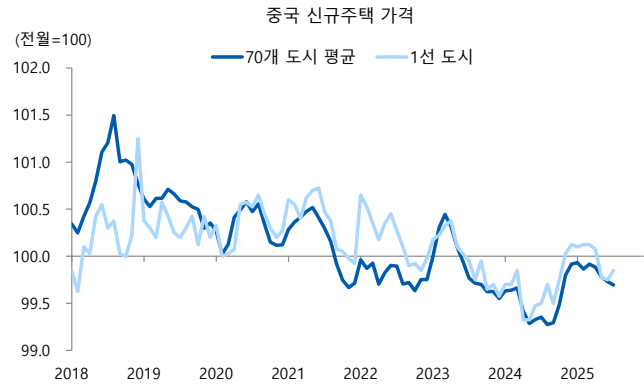
자료: National Bureau of Statistics

[그림-48] 중국 신규주택 가격 (전년동월=100)



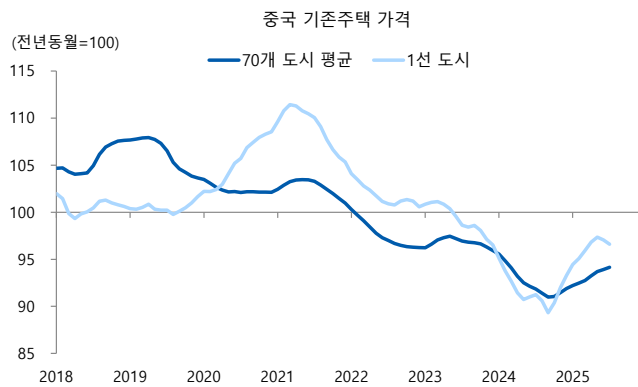
자료: National Bureau of Statistics

[그림-49] 중국 신규주택 가격 (전월=100)



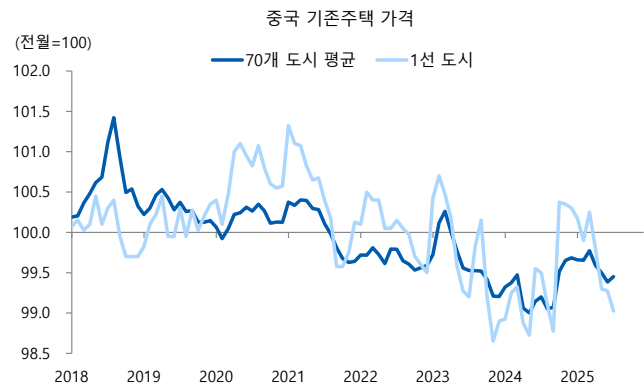
자료: National Bureau of Statistics

[그림-50] 중국 기존주택 가격 (전년동월=100)



자료: National Bureau of Statistics

[그림-51] 중국 기존주택 가격 (전월=100)



자료: National Bureau of Statistics

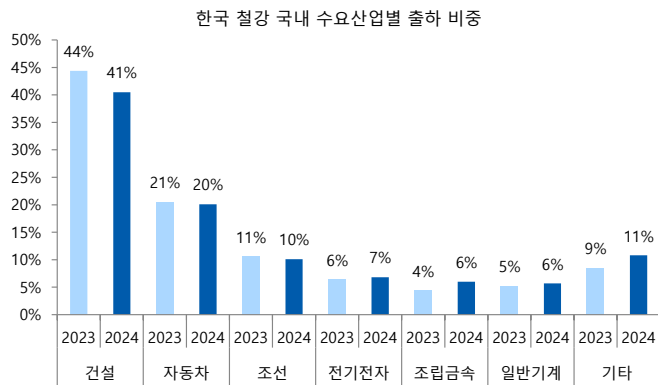
한국 역시 상황이 별반 다르지 않아 보인다. 한국 철강 출하 중 건설 부문이 차지하는 비중은 '23년 44%에서 '24년 41%로 약 -3%p 축소된 것으로 나타난다.

한국은 자동차 및 조선, 전기전자 등의 제조업이 철강 수요에서 큰 역할을 하고 있으나 건설 비중이 가장 높은 것은 중국과 유사하다.

최근에는 미국의 수입 관세 부과 등으로 건설 뿐만 아니라 자동차 및 전기전자 등 제조업 수요에도 적색불이 켜진 것이 사실이다.

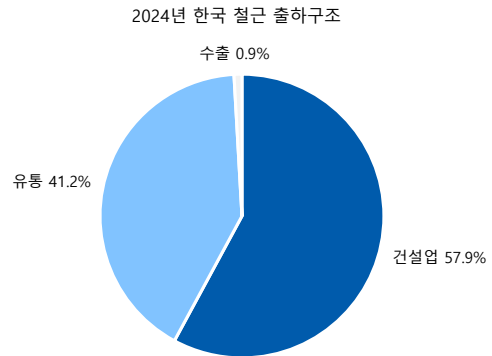
국내 건설 수요 부진은 봉형강류에, 제조업의 수출 환경 악화는 판재류에 각각 더 크게 악영향을 미칠 것으로 예상된다.

[그림-52] 한국 철강 국내 수요산업별 출하 비중



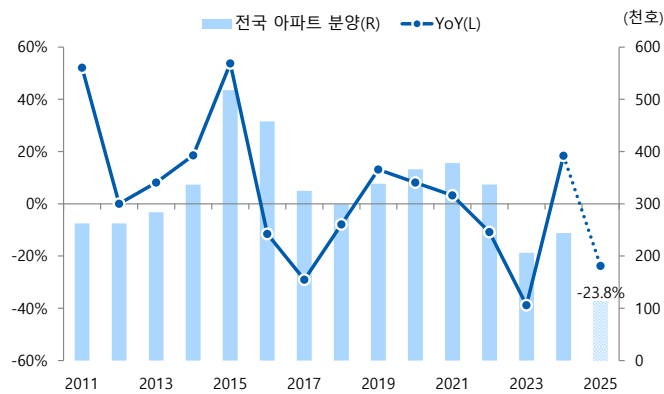
자료: 한국철강협회

[그림-53] 2024년 한국 철근 출하구조



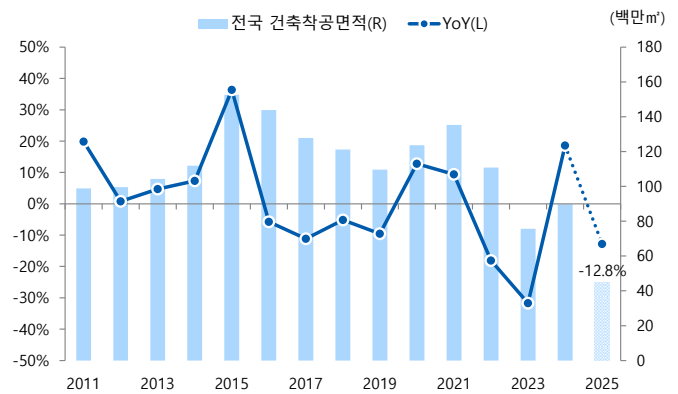
자료: 한국철강협회

[그림-54] 전국 아파트 분양



자료: 부동산 114. 주: '25년은 1~8월

[그림-55] 전국 건축착공면적



자료: 국토교통부. 주: '25년은 1~7월

양국 모두 수요 개선 기대감은 높지 않은 가운데 공급 과잉에 대한 우려는 지속되고 있다. 물론 중국과 한국 정부에서 건설을 중심으로 수요 회복을 위한 정책들을 발표하고 있으나 이러한 움직임이 중장기적으로 해당 산업의 성장을 가져오기에는 한계가 존재한다.

성장 산업이 아닌 이상 침체가 왔을 때 빠르게 회복하기란 쉽지 않다. 그렇기에 더욱 더 산업이 오랫동안 안정된 업황을 유지하기 위해서는 공급 측의 역할이 중요하다 할 수 있다. 공급 개혁을 더 이상 미루기 어렵다는 점은 모두 인지하고 있는 바 그 시작이 필요할 때라 생각한다.

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.

POSCO홀딩스 (005490)

철강, 내수 시장부터 회복 기대

3Q25(E): 매출액 17.0조원, 영업이익 6,810억원 전망

1) 포스코: 전분기비 제품 판매량은 소폭 증가가 예상되며 탄소강 스프레드는 개선 전망. 주요 원재료 투입원가는 전분기에 이어 원료탄이 전체적인 원가 하락을 이끌 것으로 추정. 당사 추정 원재료 투입원가는 전분기비 -1.8만원/톤 하락. 탄소강 판매단가는 일부 실수요향 가격 하락, 수출 여건 악화, 원화 강세 등이 부정적 영향을 미칠 것으로 사료되나 유통향 가격이 견조함에 따라 전분기와 유사한 수준 유지 판단. 결국 원재료 투입원가 하락이 탄소강 스프레드 개선 주요 요인으로 예상. 2) 포스코 외: 2Q25 -910억원 영업손실 기록했던 포스코이앤씨는 이번 분기 안전 사고 여파로 공사 중단 등을 실시함에 따라 영업손실 확대 추정. 이차전지소재 부문은 리튬 가격 반등으로 영업손실 규모 전분기비 감소 판단.

미국 수입 관세 영향 본격화, 수입산 열연 AD 효과는 10월부터

미국은 수입 철강재에 3월부터 부과하던 25% 관세를 6월 50%로 상향. 6~8월 한국의 미국향 철강재 수출량은 직전 3개월(3~5월) 대비 -19%, 판재류 수출량 -18% 감소. '24년 한국 판재류 수출에서 미국 비중은 5.8%로 높다 할 수 없지만 부정적 영향 불가피. 반면 한국의 수입산(중국&일본) 열연 잠정조치가 9월 중으로 내려질 것으로 예상되며 내수 시장에 수입산 물량 축소 및 가격 효과가 10월부터 나타날 것으로 추정. 인도네시아 등에서 일부 물량을 대체할 것으로 전망되나 국산 시장점유율 확대는 가능하다고 판단.

시너지 효과에 대한 확신 필요

성장 산업에 대한 투자는 당장의 수익성보다 말 그대로 성장성에 중점을 두지만 성숙 산업에 대한 투자는 확실한 시너지 효과가 필요하다고 사료. 동사의 사업 포트폴리오 하에서 해운업체 인수는 충분히 검토될 수 있는 사항. 하지만 이차전지소재 부문, 인도 철강 상공정, 중장기적으로 수소환원제철 등에 대한 투자가 향후 진행될 예정으로 타 부문으로의 대규모 투자는 우선 순위가 중요할 것으로 판단.



이현수 철강/비철금속
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 440,000원 (M)

직전 목표주가 **440,000원**

현재주가 (9/11) **281,500원**

상승여력 **56%**

시가총액	227,826억원
총발행주식수	80,932,952주
60일 평균 거래대금	1,078억원
60일 평균 거래량	358,337주
52주 고/저	386,500원 / 230,500원
외인지분율	29.76%
배당수익률	3.94%
주요주주	국민연금공단

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(8.2)	5.6	(17.7)
상대	(11.9)	(8.2)	(38.1)
절대 (달러환산)	(8.4)	4.4	(20.8)

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	3Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	16,971	-7.4	-3.3	17,931	-5.4
영업이익	681	-8.3	12.2	704	-3.2
세전계속사업이익	649	-6.1	185.2	620	4.7
지배순이익	438	-3.3	173.7	392	11.7
영업이익률 (%)	4.0	-0.1 %pt	+0.5 %pt	3.9	+0.1 %pt
지배순이익률 (%)	2.6	+0.1 %pt	+1.7 %pt	2.2	+0.4 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	77,127	72,688	69,117	69,893
영업이익	3,531	2,174	2,662	3,849
지배순이익	1,698	1,095	1,402	2,479
PER	21.4	28.5	16.3	9.2
PBR	0.6	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	6.9	7.9	6.0	5.1
ROE	3.2	2.0	2.5	4.4

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

[표-1] POSCO 홀딩스 실적 추정

(단위: 십억원)

	2024	2025E	YoY	2026E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	QoQ	YoY	4Q25E
매출액	72,688	69,117	-4.9%	69,893	18,052	18,510	18,321	17,805	17,437	17,556	16,971	-3.3%	-7.4%	17,154
철강	62,201	60,157	-3.3%	61,218	15,444	15,449	15,669	15,639	14,963	14,879	15,009	0.9%	-4.2%	15,306
(POSCO)	37,557	36,077	-3.9%	36,704	9,520	9,277	9,479	9,281	8,968	8,947	9,002	0.6%	-5.0%	9,160
(POSCO 외)	24,644	24,081	-2.3%	24,513	5,924	6,172	6,190	6,358	5,995	5,932	6,008	1.3%	-2.9%	6,146
인프라	56,872	51,800	-8.9%	51,543	14,153	14,768	14,202	13,749	13,326	13,490	12,526	-7.1%	-11.8%	12,458
에너지소재	3,830	3,627	-5.3%	4,171	1,156	947	966	761	930	764	938	22.8%	-2.9%	994
(연결조정 등)	-50,215	-46,467	-	-47,038	-12,701	-12,654	-12,516	-12,344	-11,782	-11,577	-11,503	-	-	-11,605
영업이익	2,174	2,662	22.5%	3,849	583	752	743	95	568	607	681	12.2%	-8.3%	806
이익률	3.0%	3.9%	0.9%p	5.5%	3.2%	4.1%	4.1%	0.5%	3.3%	3.5%	4.0%	0.6%p	0.0%p	4.7%
철강	1,636	2,588	58.2%	3,130	339	497	466	334	450	610	718	17.7%	54.1%	809
이익률	2.6%	4.3%	1.7%p	5.1%	2.2%	3.2%	3.0%	2.1%	3.0%	4.1%	4.8%	0.7%p	1.8%p	5.3%
(POSCO)	1,473	2,183	48.2%	2,630	295	418	438	322	346	513	622	21.3%	42.1%	701
(이익률)	3.9%	6.1%	2.1%p	7.2%	3.1%	4.5%	4.6%	3.5%	3.9%	5.7%	6.9%	1.2%p	2.3%p	7.7%
(POSCO 외)	163	405	148.4%	500	44	79	28	12	104	97	96	-1.2%	242.2%	108
(이익률)	0.7%	1.7%	1.0%p	2.0%	0.7%	1.3%	0.5%	0.2%	1.7%	1.6%	1.6%	0.0%p	1.1%p	1.8%
인프라	1,326	855	-35.6%	1,334	340	429	449	108	307	230	144	-37.4%	-68.0%	174
이익률	2.3%	1.6%	-0.7%p	2.6%	2.4%	2.9%	3.2%	0.8%	2.3%	1.7%	1.1%	-0.6%p	-2.0%p	1.4%
에너지소재	-278	-380	적지	-31	6	-28	-53	-203	-98	-144	-80	적지	적지	-58
이익률	-7.3%	-10.5%	-3.2%p	-0.7%	0.5%	-3.0%	-5.5%	-26.7%	-10.5%	-18.8%	-8.5%	10.3%p	-3.1%p	-5.8%
(연결조정 등)	-510	-399	-	-584	-102	-146	-119	-144	-91	-89	-101	-	-	-119
세전이익	1,251	2,132	70.4%	3,680	733	720	691	-892	510	228	649	185.2%	-6.1%	745
이익률	1.7%	3.1%	1.4%p	5.3%	4.1%	3.9%	3.8%	-5.0%	2.9%	1.3%	3.8%	2.5%p	0.1%p	4.3%
지배순이익	1,095	1,402	28.0%	2,479	541	530	453	-428	302	160	438	173.7%	-3.3%	502
이익률	1.5%	2.0%	0.5%p	3.5%	3.0%	2.9%	2.5%	-2.4%	1.7%	0.9%	2.6%	1.7%p	0.1%p	2.9%

자료: 유안타증권, 주: 부문별 수치는 연결조정 전 기준

[표-2] POSCO 홀딩스 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원)

	변경 전			변경 후			변경 전 대비		
	3Q25E	2025E	2026E	3Q25E	2025E	2026E	3Q25E	2025E	2026E
매출액	17,092	69,386	70,459	16,971	69,117	69,893	-0.7%	-0.4%	-0.8%
영업이익	780	2,820	3,906	681	2,662	3,849	-12.6%	-5.6%	-1.4%
OPM	4.6%	4.1%	5.5%	4.0%	3.9%	5.5%	-0.5%p	-0.2%p	0.0%p
지배순이익	514	1,532	2,531	438	1,402	2,479	-14.9%	-8.5%	-2.0%

자료: 유안타증권

[그림-1] 중국 철강제품 내수가격



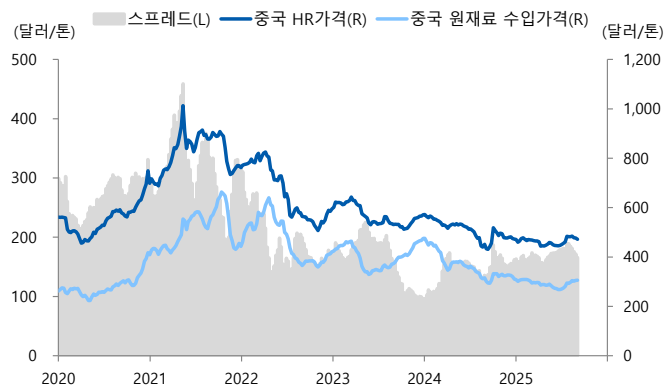
자료: Platts

[그림-2] 중국 철광석 수입가격 및 호주 원료탄 수출가격



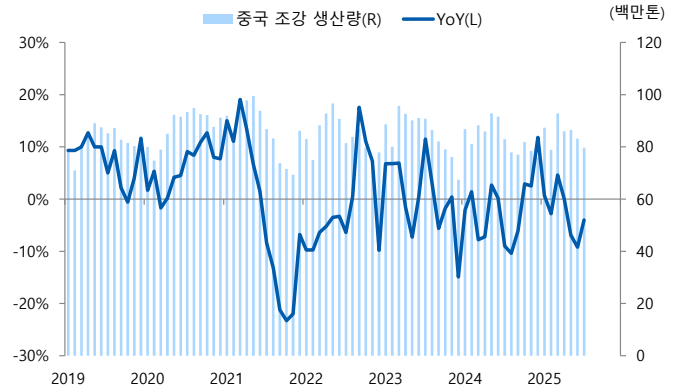
자료: Platts

[그림-3] 중국 열연 스프레드



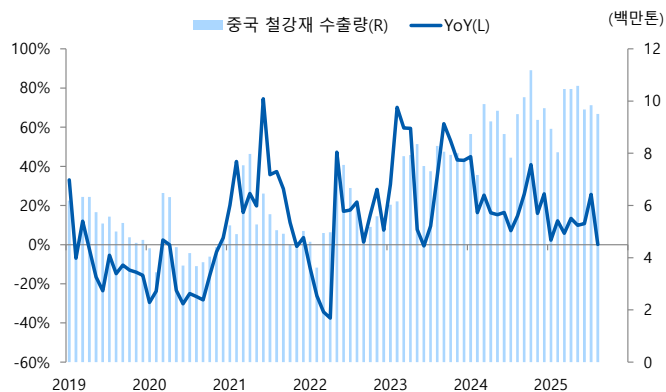
자료: Platts, 유안타증권 추정

[그림-4] 중국 조강 생산량



자료: National Bureau of Statistics

[그림-5] 중국 철강재 수출량



자료: General Administration of Customs

[그림-6] 중국 수입 탄산리튬 가격



자료: Asian Metal

POSCO 홀딩스 (005490) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	77,127	72,688	69,117	69,893	72,425
매출원가	70,710	67,275	63,307	62,825	64,821
매출총이익	6,417	5,413	5,810	7,068	7,605
판매비	2,885	3,239	3,148	3,219	3,335
영업이익	3,531	2,174	2,662	3,849	4,269
EBITDA	7,376	6,158	6,789	8,223	8,869
영업외손익	-896	-922	-530	-170	-73
외환관련손익	-348	-741	486	518	818
이자손익	-499	-475	-549	-570	-573
관계기업관련손익	270	-256	273	240	240
기타	-319	550	-740	-358	-558
법인세비용차감전순이익	2,635	1,251	2,132	3,680	4,197
법인세비용	789	304	658	920	1,049
계속사업순이익	1,846	948	1,474	2,760	3,148
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,846	948	1,474	2,760	3,148
지배지분순이익	1,698	1,095	1,402	2,479	2,828
포괄순이익	2,331	2,110	546	2,760	3,148
지배지분포괄이익	2,132	2,009	641	2,479	2,828

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	6,168	6,664	5,743	7,176	7,135
당기순이익	1,846	948	1,474	2,760	3,148
감가상각비	3,346	3,531	3,688	3,935	4,158
외환손익	0	0	-117	-518	-818
중속, 관계기업관련손익	-270	256	-273	-240	-240
자산부채의 증감	-1,087	337	-537	-769	-1,124
기타현금흐름	2,332	1,592	1,508	2,008	2,012
투자활동 현금흐름	-7,388	-4,487	-7,827	-6,411	-6,845
투자자산	-513	-191	277	76	-22
유형자산 증가 (CAPEX)	-6,745	-7,670	-5,873	-6,000	-6,000
유형자산 감소	0	44	154	0	0
기타현금흐름	-130	3,330	-2,385	-486	-823
재무활동 현금흐름	-179	-2,302	2,107	-760	-747
단기차입금	-1,790	719	314	-3	9
사채 및 장기차입금	3,692	-844	1,472	0	0
자본	263	-14	-43	0	0
현금배당	-815	-844	-859	-756	-756
기타현금흐름	-1,528	-1,319	1,223	0	0
연결범위변동 등 기타	17	222	-285	-232	151
현금의 증감	-1,382	97	-262	-226	-307
기초 현금	8,053	6,671	6,768	6,506	6,280
기말 현금	6,671	6,768	6,506	6,280	5,974
NOPLAT	3,531	2,174	2,662	3,849	4,269
FCF	-577	-1,006	-130	1,176	1,135

자료: 유안타증권

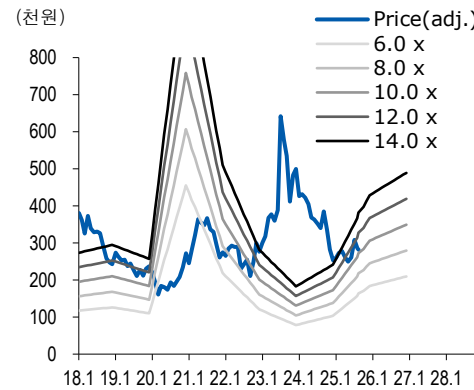
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	46,212	44,030	43,248	43,311	44,189
현금및현금성자산	6,671	6,768	6,506	6,280	5,974
매출채권 및 기타채권	12,716	12,689	12,593	12,720	13,115
재고자산	13,826	14,143	12,535	12,662	13,055
비유동자산	54,733	59,374	58,651	60,683	62,586
유형자산	35,206	39,847	41,389	43,454	45,297
관계기업 등 자본관련 자산	5,020	4,739	4,547	4,456	4,368
기타투자자산	3,402	3,276	3,045	3,060	3,171
자산총계	100,945	103,404	101,899	103,993	106,774
유동부채	21,862	22,780	22,256	22,343	22,679
매입채무 및 기타채무	9,278	10,261	9,029	9,120	9,403
단기차입금	4,959	5,733	6,093	6,093	6,093
유동성장기부채	6,000	5,383	5,685	5,685	5,685
비유동부채	19,420	19,174	18,353	18,356	18,410
장기차입금	4,581	4,818	6,052	6,052	6,052
사채	10,430	10,064	9,638	9,638	9,638
부채총계	41,281	41,954	40,609	40,699	41,089
지배지분	54,181	55,394	55,261	56,984	59,056
자본금	482	482	482	482	482
자본잉여금	1,663	1,649	1,606	1,606	1,606
이익잉여금	53,858	53,658	53,927	55,651	57,722
비지배지분	5,483	6,056	6,029	6,310	6,629
자본총계	59,664	61,450	61,290	63,294	65,685
순차입금	8,908	11,444	12,222	12,438	12,411
총차입금	27,232	27,108	28,894	28,890	28,899

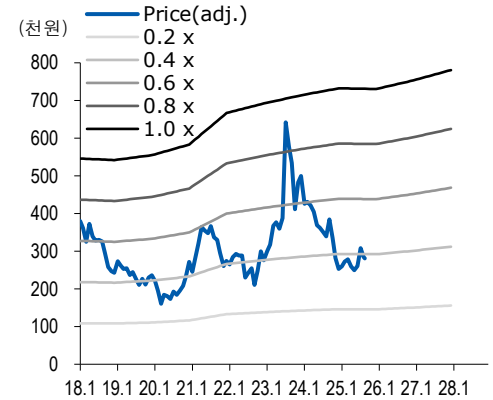
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	20,079	13,073	17,230	30,636	34,943
BPS	714,069	732,527	730,765	753,554	780,951
EBITDAPS	87,217	73,523	83,449	101,599	109,583
SPS	911,979	867,853	849,616	863,593	894,881
DPS	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
PER	21.4	28.5	16.3	9.2	8.1
PBR	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	6.9	7.9	6.0	5.1	4.7
PSR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	-9.0	-5.8	-4.9	1.1	3.6
영업이익 증가율 (%)	-27.2	-38.5	22.5	44.6	10.9
지배순이익 증가율 (%)	-46.0	-35.5	28.0	76.9	14.1
매출총이익률 (%)	8.3	7.4	8.4	10.1	10.5
영업이익률 (%)	4.6	3.0	3.9	5.5	5.9
지배순이익률 (%)	2.2	1.5	2.0	3.5	3.9
EBITDA 마진 (%)	9.6	8.5	9.8	11.8	12.2
ROIC	4.4	2.8	2.6	4.5	4.9
ROA	1.7	1.1	1.4	2.4	2.7
ROE	3.2	2.0	2.5	4.4	4.9
부채비율 (%)	69.2	68.3	66.3	64.3	62.6
순차입금/자기자본 (%)	16.4	20.7	22.1	21.8	21.0
영업이익/금융비용 (배)	3.5	2.1	2.5	3.6	4.0

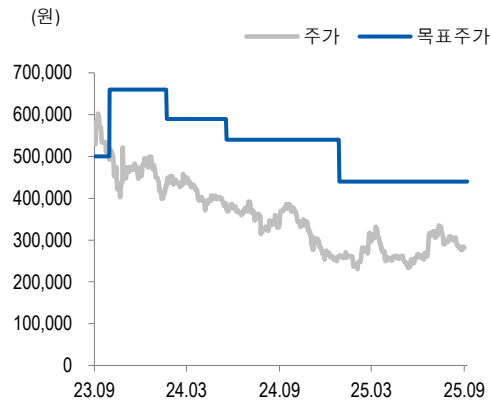
P/E band chart



P/B band chart



POSCO 홀딩스 (005490) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-09-12	BUY	440,000	1년		
2025-01-07	BUY	440,000	1년		
2024-05-29	BUY	540,000	1년	-37.75	-27.41
2024-02-01	BUY	590,000	1년	-29.30	-22.37
2023-10-11	BUY	660,000	1년	-30.35	-20.91
2023-04-13	BUY	500,000	1년	-5.33	31.60

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자 의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.6
Hold(중립)	6.4
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-09-12

※ 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.

현대제철 (004020)

이어지고 있는 체질 개선

3Q25(E): 매출액 5.7조원, 영업이익 1,000억원 전망

1) 별도: 판재류 판매량은 전분기비와 유사한 301만톤 예상되나 봉형강류 판매량은 2Q에 이어 3Q 역시 개선보다는 부진한 모습을 보일 것으로 전망. 계절적 비수기가 영향을 미친 가운데 국내 건설업체들의 안전 사고로 인한 공사 중단이 부정적 영향을 미칠 것으로 추정. 판재류 스프레드는 주요 원재료 투입원가 하락에 힘입어 개선, 봉형강류 스프레드는 철스크랩 가격이 제품 가격 대비 상대적으로 강세를 보이며 전분기비 축소 예상. 3개 분기 동안 이어진 영업손실 국면은 탈피할 것으로 판단. 2) 별도 외: 전분기비 가장 큰 변화가 있을 것으로 추정되는 부문은 강관 사업으로 6월부터 수입 철강에 50% 관세를 부과 중인 미국의 영향으로 현대스틸파이프와 미국 현지 판매법인 영업손익이 악화될 것으로 추정.

후판 및 열연, 수익성 개선 전망

'25년 중국 철광석 수입가격은 100달러/톤, 호주 원료탄 수출가격은 190달러/톤 부근에서 안정된 흐름. 내수 후판 및 열연 가격은 원재료 가격 대비 우위를 가져갈 것으로 전망. 8월 AD 최종판정에서 가격약속 및 약 34% 관세 부과 받은 중국산 후판의 국내 시장점유율 하락 예상. 열연은 9월 AD 잠정조치 앞둔 상황으로 그 효과는 후판보다 클 것으로 판단. '24년 중국산+일본산은 수입산 열연에서 90% 이상 차지할 만큼 영향이 컸던 바 30% 내외의 관세 부과가 시작될 경우 동사의 내수 시장 판매 확대 기대해볼 수 있어.

진행 중인 체질 개선

수익성 확보에 어려움을 겪던 포항 2공장을 6월부터 가동 중단했으며 중기사업부는 매각 진행 중. 아직 공식적인 입장은 없지만 현대IFC 등 일부 계열사 역시 매각 가능성 언급되고 있는 중. 정부의 철강 산업 고도화 방안도 이번 달 중으로 발표될 것으로 예상되어 동사의 체질 개선 움직임은 지속될 것으로 판단. 또한 올해 안으로 미국 투자와 관련하여 지분 구성 등 보다 구체적인 내용을 알려 올 것으로 전망.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	3Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	5,723	1.8	-3.7	5,807	-1.4
영업이익	100	94.1	-1.7	120	-16.4
세전계속사업이익	69	흑전	1,085.8	58	17.7
지배순이익	51	흑전	51.7	42	22.3
영업이익률 (%)	1.7	+0.8 %pt	0	2.1	-0.4 %pt
지배순이익률 (%)	0.9	흑전	+0.3 %pt	0.7	+0.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	25,915	23,226	23,179	24,076
영업이익	798	159	392	942
지배순이익	461	-12	167	605
PER	10.1	-329.8	29.6	8.2
PBR	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	5.4	6.7	5.5	4.2
ROE	2.4	-0.1	0.8	2.9

자료: 유안타증권



이현수 철강/비철금속
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 50,000원 (M)

직전 목표주가 50,000원

현재주가 (9/11) 37,000원

상승여력 35%

시가총액	49,375억원
총발행주식수	133,445,785주
60일 평균 거래대금	279억원
60일 평균 거래량	814,680주
52주 고/저	37,600원 / 19,900원
외인지분율	22.06%
배당수익률	3.56%
주요주주	기아 외 6인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	10.6	19.7	54.8
상대	6.1	4.1	16.4
절대 (달러환산)	10.3	18.3	48.9

[표-1] 현대제철 실적 추정

(단위: 십억원)

	2024	2025E	YoY	2026E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	QoQ	YoY	4Q25E
매출액	23,226	23,179	-0.2%	24,076	5,948	6,041	5,624	5,613	5,563	5,946	5,723	-3.7%	1.8%	5,947
별도	18,618	18,211	-2.2%	19,068	4,819	4,852	4,463	4,484	4,290	4,680	4,515	-3.5%	1.2%	4,726
국내 기타	3,507	3,476	-0.9%	3,654	778	900	854	974	836	833	881	5.8%	3.2%	927
해외	4,620	5,106	10.5%	5,164	1,078	1,152	1,215	1,175	1,266	1,336	1,248	-6.6%	2.7%	1,256
(연결조정)	-3,518	-3,615	-	-3,810	-728	-863	-908	-1,020	-828	-903	-921	-	-	-962
영업이익	159	392	145.8%	942	56	98	52	-46	-19	102	100	-1.7%	94.1%	209
이익률	0.7%	1.7%	1.0%p	3.9%	0.9%	1.6%	0.9%	-0.8%	-0.3%	1.7%	1.7%	0.0%p	0.8%p	3.5%
별도	15	176	1078.6%	779	89	46	32	-152	-56	-7	63	흑전	96.3%	177
이익률	0.1%	1.0%	0.9%p	4.1%	1.8%	0.9%	0.7%	-3.4%	-1.3%	-0.2%	1.4%	1.6%p	0.7%p	3.7%
국내 기타	44	117	165.7%	110	-26	32	43	-5	22	50	22	-55.9%	-48.6%	23
이익률	1.3%	3.4%	2.1%p	3.0%	-3.4%	3.6%	5.0%	-0.5%	2.6%	6.0%	2.5%	-3.5%p	-2.5%p	2.5%
해외	129	117	-8.9%	112	3	49	2	75	26	49	21	-57.0%	1069.3	21
이익률	2.8%	2.3%	-0.5%p	2.2%	0.3%	4.3%	0.1%	6.4%	2.1%	3.7%	1.7%	-2.0%p	1.5%p	1.7%
(연결조정)	-28	-19	-	-58	-10	-29	-25	36	-11	10	-6	-	-	-12
세전이익	-60	191	흑전	832	8	55	-56	-66	-67	6	69	1085.1	흑전	183
이익률	-0.3%	0.8%	1.1%p	3.5%	0.1%	0.9%	-1.0%	-1.2%	-1.2%	0.1%	1.2%	1.1%p	2.2%p	3.1%
지배순이익	-12	167	흑전	605	32	-7	-18	-18	-55	34	51	51.7%	흑전	137
이익률	-0.1%	0.7%	0.8%p	2.5%	0.5%	-0.1%	-0.3%	-0.3%	-1.0%	0.6%	0.9%	0.3%p	1.2%p	2.3%

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

[표-2] 현대제철 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원)

	변경 전			변경 후			변경 전 대비		
	3Q25E	2025E	2026E	3Q25E	2025E	2026E	3Q25E	2025E	2026E
매출액	5,698	23,136	24,086	5,723	23,179	24,076	0.4%	0.2%	0.0%
영업이익	120	459	1,002	100	392	942	-16.6%	-14.6%	-6.0%
OPM	2.1%	2.0%	4.2%	1.7%	1.7%	3.9%	-0.4%p	-0.3%p	-0.2%p
지배순이익	44	164	559	51	167	605	16.2%	1.9%	8.2%

자료: 유안타증권

[그림-1] 중국 철강제품 내수가격



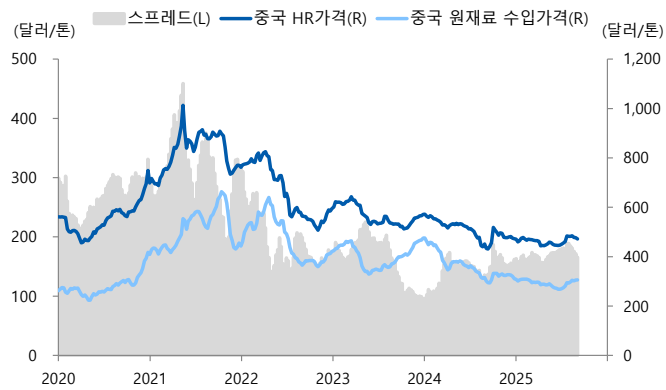
자료: Platts

[그림-2] 중국 철광석 수입가격 및 호주 원료탄 수출가격



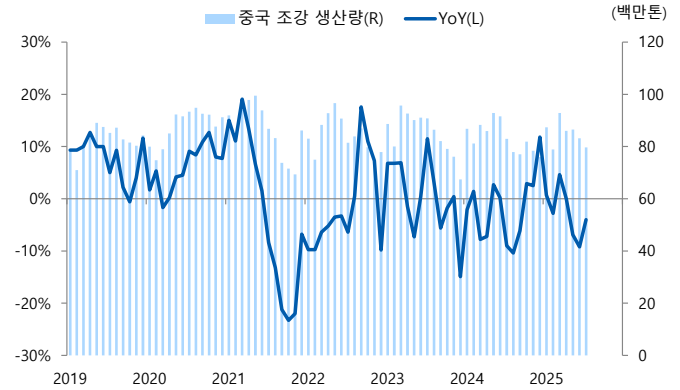
자료: Platts

[그림-3] 중국 열연 스프레드



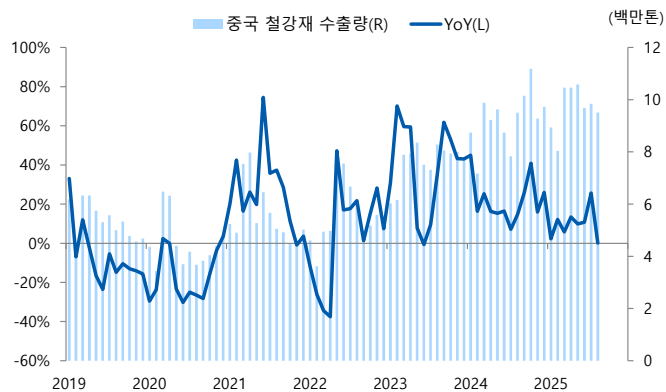
자료: Platts, 유안타증권 추정

[그림-4] 중국 조강 생산량



자료: National Bureau of Statistics

[그림-5] 중국 철강재 수출량



자료: General Administration of Customs

[그림-6] 국내 봉형강류 유통가격



자료: 스틸데일리

[그림-7] 국산 철스크랩 가격



자료: 스틸데일리

[그림-8] 국내 봉형강류 유통가격 추정 스프레드



자료: 유안타증권 추정

현대제철 (004020) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	25,915	23,226	23,179	24,076	25,159
매출원가	23,782	21,832	21,525	21,824	22,719
매출총이익	2,132	1,394	1,654	2,252	2,440
판매비	1,334	1,234	1,262	1,310	1,369
영업이익	798	159	392	942	1,071
EBITDA	2,441	1,870	2,165	2,676	2,767
영업외손익	-266	-219	-201	-110	-86
외환관련손익	-37	-59	-28	7	7
이자손익	-332	-308	-224	-154	-130
관계기업관련손익	5	12	2	2	2
기타	97	136	49	35	35
법인세비용차감전순이익	532	-59	191	832	985
법인세비용	89	-68	14	208	246
계속사업순이익	443	9	177	624	739
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	443	9	177	624	739
지배지분순이익	461	-12	167	605	717
포괄순이익	500	-31	365	624	739
지배지분포괄이익	518	-49	352	596	706

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

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,948	1,777	1,236	452	607
당기순이익	443	9	177	624	739
감가상각비	1,555	1,621	1,680	1,641	1,603
외환손익	8	7	5	-7	-7
중속, 관계기업관련손익	0	0	-2	-2	-2
자산부채의 증감	304	276	-875	-2,194	-2,116
기타현금흐름	-362	-135	251	391	391
투자활동 현금흐름	-132	-1,503	-1,754	-1,300	-1,371
투자자산	710	291	92	-8	-23
유형자산 증가 (CAPEX)	-824	-1,672	-1,505	-1,200	-1,200
유형자산 감소	24	22	11	0	0
기타현금흐름	-41	-144	-352	-92	-148
재무활동 현금흐름	-2,121	-354	-1,119	-1,099	-1,094
단기차입금	-54	-87	200	-1	4
사채 및 장기차입금	-1,887	54	-1,352	-1,000	-1,000
자본	0	-1	0	0	0
현금배당	-132	-132	-100	-99	-99
기타현금흐름	-47	-188	133	0	0
연결범위변동 등 기타	-8	-10	2,083	1,700	1,713
현금의 증감	-313	-90	446	-248	-145
기초 현금	1,699	1,386	1,296	1,742	1,494
기말 현금	1,386	1,296	1,742	1,494	1,350
NOPLAT	798	159	392	942	1,071
FCF	1,124	105	-269	-748	-593

자료: 유안타증권

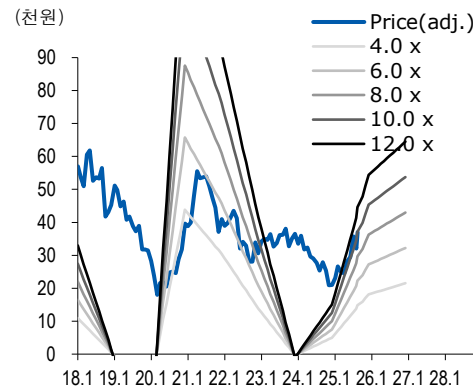
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	11,954	11,460	11,884	11,970	12,123
현금및현금성자산	1,386	1,296	1,742	1,494	1,350
매출채권 및 기타채권	3,032	2,655	2,805	2,911	2,987
재고자산	6,279	6,291	6,022	6,250	6,412
비유동자산	23,265	23,284	22,532	22,098	21,720
유형자산	18,250	18,431	17,734	17,293	16,890
관계기업 등 자본관련 자산	259	259	250	250	250
기타투자자산	1,942	2,033	2,220	2,228	2,251
자산총계	35,219	34,744	34,416	34,068	33,843
유동부채	7,984	7,699	6,088	6,213	6,310
매입채무 및 기타채무	3,898	3,957	3,340	3,466	3,556
단기차입금	1,289	1,216	1,416	1,416	1,416
유동성장기부채	2,552	2,364	1,181	1,181	1,181
비유동부채	7,739	7,711	7,547	6,548	5,585
장기차입금	2,635	3,383	3,281	2,281	2,281
사채	3,207	2,775	2,736	2,736	2,736
부채총계	15,723	15,410	13,635	12,761	11,895
지배지분	19,100	18,918	20,357	20,863	21,481
자본금	667	667	667	667	667
자본잉여금	3,906	3,905	3,905	3,905	3,905
이익잉여금	13,639	13,400	13,470	13,977	14,595
비지배지분	396	415	425	444	466
자본총계	19,496	19,334	20,781	21,307	21,947
순차입금	8,107	8,258	6,495	5,742	4,837
총차입금	10,602	10,569	9,416	8,415	7,420

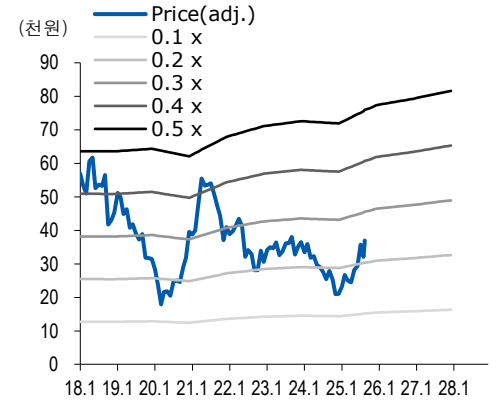
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	3,456	-87	1,251	4,535	5,373
BPS	145,198	143,815	154,748	158,599	163,299
EBITDAPS	18,289	14,013	16,227	20,054	20,737
SPS	194,197	174,049	173,698	180,419	188,537
DPS	1,000	750	750	750	750
PER	10.1	-329.8	29.6	8.2	6.9
PBR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	5.4	6.7	5.5	4.2	3.7
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	-5.2	-10.4	-0.2	3.9	4.5
영업이익 증가율 (%)	-50.6	-80.0	145.8	140.4	13.7
지배순이익 증가율 (%)	-54.7	적전	흑전	262.6	18.5
매출총이익률 (%)	8.2	6.0	7.1	9.4	9.7
영업이익률 (%)	3.1	0.7	1.7	3.9	4.3
지배순이익률 (%)	1.8	-0.1	0.7	2.5	2.8
EBITDA 마진 (%)	9.4	8.1	9.3	11.1	11.0
ROIC	2.6	-0.1	1.7	2.9	3.4
ROA	1.3	0.0	0.5	1.8	2.1
ROE	2.4	-0.1	0.8	2.9	3.4
부채비율 (%)	80.6	79.7	65.6	59.9	54.2
순차입금/자기자본 (%)	42.4	43.7	31.9	27.5	22.5
영업이익/금융비용 (배)	1.9	0.4	1.1	3.2	4.1

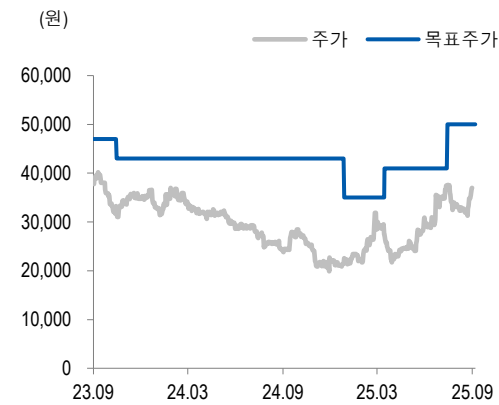
P/E band chart



P/B band chart



현대제철 (004020) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-09-12	BUY	50,000	1년		
2025-07-25	BUY	50,000	1년		
2025-03-26	BUY	41,000	1년	-31.88	-8.66
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: 과리율 = (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)	93.6
Hold(중립)	6.4
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-09-12

※ 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.

세아제강 (306200)

어려운 국면, 노력과 시간 필요

국내 최대 강관 생산업체

동사는 국내 최대 강관 생산업체로 별도 기준 연산 160만톤 규모 강관 생산능력 보유. 큰 범주에서 강관이라는 단일 품목을, 세부적으로는 탄소강과 특수강 강관 생산. API 강관을 생산하는 포항공장이 가장 큰 규모(생산능력 105만톤/년)를 지니고 있으며 군산, 순천, 창원에도 생산공장 보유. 최대주주는 세아제강지주로 50.1% 지분율을, 특수관계인 포함 시 63.6% 보유. '18년 세아제강지주와 인적분할하며 별도의 자회사가 없었으나 '24년 10월 동아스틸을 100% 소유한 에스에스아이케이를 세아제강지주로부터 인수. 동아스틸은 구조용 강관을 주력으로 생산하는 기업으로 세아제강과 시너지 등을 위해 인수한 것으로 판단.

경쟁 심화와 수출 여건 악화

구조용 및 배관용 수요는 국내 건설 업황과 밀접한 관계. '22년 이후 건설향 수요가 부진함에 따라 동사 매출에도 부정적 영향. 국내 주요 경쟁사의 생산능력 확대로 인해 경쟁 심화 이어지는 중. '23년 넥스틸이 경주에 연산 35만톤 규모 26인치 대구경 설비(ERW) 증설 완료했으며 올해는 넥스틸과 휴스틸이 SAW 설비 투자 마치고 '26년부터 본격 가동 전망. 수출 시장에서는 주력 제품인 유정용강관과 송유관이 미국 수입 철강재 관세 50% 부과로 인해 충격을 받는 중. 당초 3월 25% 관세 부과 시 관세에 따른 부정적 영향보다 쿼터 해제에 따른 물량 확대 기대감이 컸었으나 최근 현지 수요가 주춤해진 상황에서 관세가 50% 인상되어 수출에 상당한 지장을 받고 있는 것으로 관측.

투자의견 Hold, 목표주가 130,000원 분석 개시

올해 5월 이전까지 미국 현지 유정용강관 등의 수요와 가격이 견조한 흐름을 보였으나 6월 이후 50%의 수입 관세와 현지 수요 축소가 동사의 하반기 실적에 부정적 영향을 미칠 것으로 추정. 내수 시장 역시 원재료 측면에서도 한국의 중국 및 일본산 열연강판 AD 관세 부과가 동사의 원가 부담 증가로 이어질 여지 있어. 보수적으로 접근 시 하반기(2페이지 계속)



이현수 철강/비철금속
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

HOLD (I)

목표주가 **130,000원 (I)**

직전 목표주가 -
현재주가 (9/11) **134,100원**
상승여력 **-3%**

시가총액	3,803억원		
총발행주식수	2,836,300주		
60일 평균 거래대금	18억원		
60일 평균 거래량	11,896주		
52주 고/저	209,000원 / 109,200원		
외인지분율	6.37%		
배당수익률	5.80%		
주요주주	세아제강지주 외 8 인		
주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(6.7)	(16.1)	22.8
상대	(10.6)	(27.1)	(7.7)
절대 (달러환산)	(7.0)	(17.1)	18.1

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	3Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	327	-	-21.1	399	-17.9
영업이익	6	-	-70.4	17	-62.9
세전계속사업이익	8	-	-2.3	-	-
지배순이익	6	-	-30.9	11	-44.5
영업이익률 (%)	1.9	-	-3.1 %pt	4.2	-2.3 %pt
지배순이익률 (%)	1.8	-	-0.3 %pt	2.7	-0.9 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	-	1,809	1,466	1,326
영업이익	-	203	61	54
지배순이익	-	137	42	55
PER	-	2.6	9.0	6.9
PBR	-	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	-	1.4	4.5	4.3
ROE	-	12.3	3.8	4.8

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

영업이익률은 2~3%까지 낮아질 가능성 있어. 물론 동사 역시 내수 시장에서 원가 부담을 판매 가격에 전가 시키려는 노력이 이어지고 있고 미국 현지에서도 관세 부담을 고객들과의 협상을 통해 일정 부분 가격 인상으로 전가하려 하고 있는 바 '26년 영업이익률은 4~5%까지 회복될 것으로 추정.

'24년 연결 영업이익은 2,029억원이었으나 4Q24 발생한 한·미 APA(Advance Pricing Agreement) 정산금 954억원을 제외할 경우 1,075억원으로 파악. '25년 영업이익은 610억원으로 전년대비 -44% 가량 축소 전망. 다만, 미국의 철강 수입 관세가 현재 상황보다 긍정적인 방향으로 변화할 시 예상 영업이익 상향 조정 가능성 존재.

'26년 추정 ROE는 5% 수준으로 전망되며 '20년 COVID-19 영향으로 주가가 급락했던 시기를 제외하면 부진한 업황 국면에서도 PBR 0.3x 부근을 지켰던 점을 감안, 현재 업황 역시 긍정적인 부분보다는 어려운 대외 환경이 더 크다고 판단하여 Target PBR 0.3x 적용.

투자의견 Hold, 목표주가 130,000원으로 분석 개시. 다만, 현재 동사를 둘러싼 이슈들이 추가적으로 악화될 가능성보다는 개선 여지를 향후 엿볼 수 있는 바 주가의 하방 경직성은 나타날 수 있다고 판단.

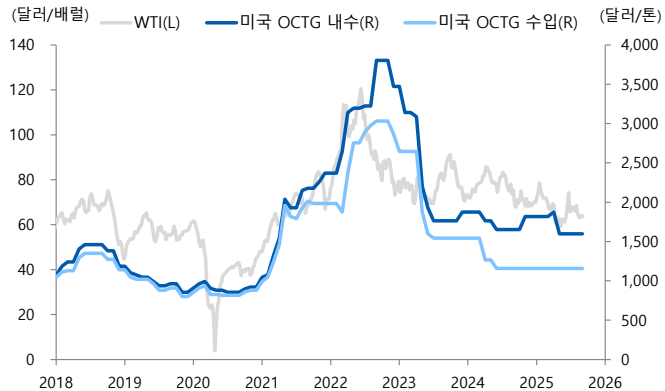
[표-1] 세아제강 실적 추정

(단위: 십억원)

	2024	2025E	YoY	2026E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	QoQ	YoY	4Q25E
매출액	1,809	1,466	-19.0%	1,326	-	-	-	547	379	415	327	-21.1%	-	345
별도	1,786	1,352	-24.3%	1,211	456	440	368	523	353	384	299	-22.1%	-18.7%	317
별도 외	23	114	390.1%	115	-	-	-	23	26	31	28	-8.3%	-	28
영업이익	203	61	-70.2%	54	-	-	-	124	26	21	6	-70.4%	-	8
이익률	11.2%	4.1%	-7.1%p	4.0%	-	-	-	22.7%	6.8%	5.0%	1.9%	-3.2%p	-	2.3%
별도	202	62	-69.2%	54	32	36	11	123	26	21	6	-69.4%	-42.0%	8
이익률	11.3%	4.6%	-6.7%p	4.5%	7.0%	8.2%	3.0%	23.5%	7.4%	5.5%	2.2%	-3.3%p	-0.9%p	2.7%
별도 외	1	-2	적전	-1	-	-	-	1	-1	0	0	적지	-	-1
이익률	4.4%	-1.5%	-5.9%p	-0.5%	-	-	-	4.4%	-2.1%	-0.6%	-1.0%	-0.4%p	-	-2.4%
세전이익	247	53	-78.5%	70	-	-	-	168	27	8	8	-2.3%	-	11
이익률	13.6%	3.6%	-10.0%p	5.3%	-	-	-	30.8%	7.1%	1.9%	2.3%	0.4%p	-	3.2%
지배순이익	137	42	-69.1%	55	-	-	-	75	19	9	6	-30.8%	-	9
이익률	7.6%	2.9%	-4.7%p	4.2%	-	-	-	13.6%	5.0%	2.1%	1.8%	-0.3%p	-	2.5%

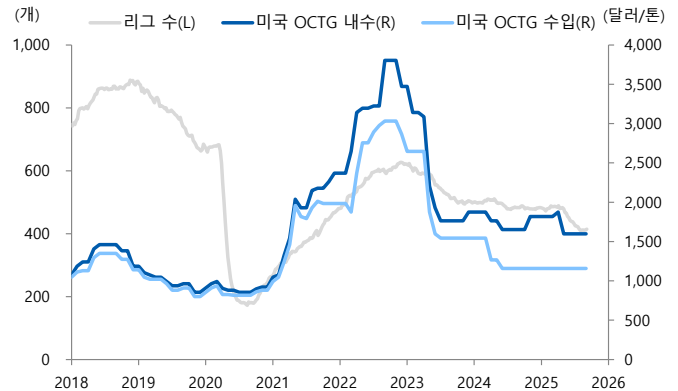
자료: 유안타증권

[그림-1] 유가 및 미국 유정용강관 가격



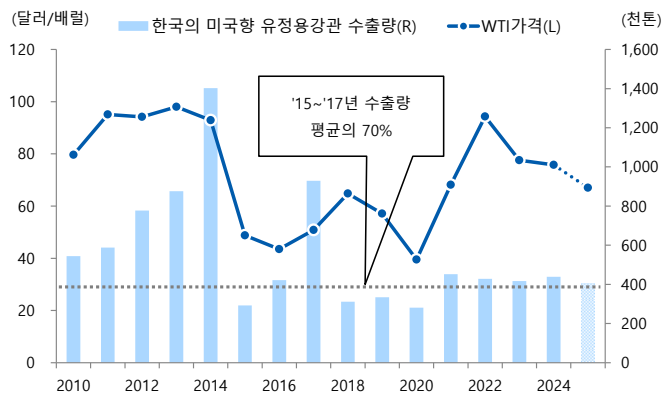
자료: Platts

[그림-2] 미국 리그 수 및 유정용강관 가격



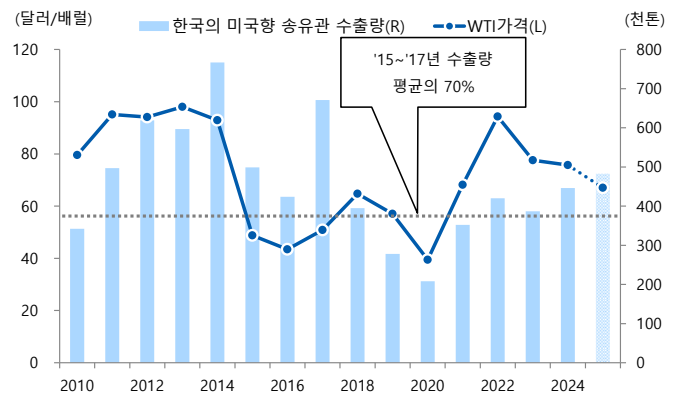
자료: Platts

[그림-3] 한국의 미국향 유정용강관 수출량 및 유가



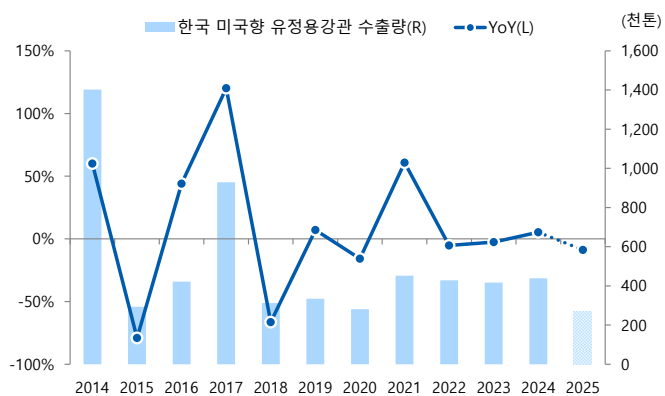
자료: 한국철강협회 등. 주: '25년 유가는 평균값, 유정용강관 수출량은 8월 누적 수치를 연환산

[그림-4] 한국의 미국향 송유관 수출량 및 유가



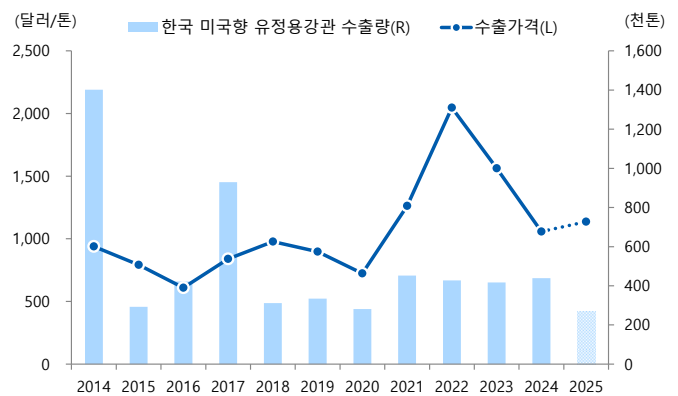
자료: 한국철강협회 등. 주: '25년 유가는 평균값, 송유관 수출량은 8월 누적 수치를 연환산

[그림-5] 한국 미국향 유정용강관 수출량 - 연간



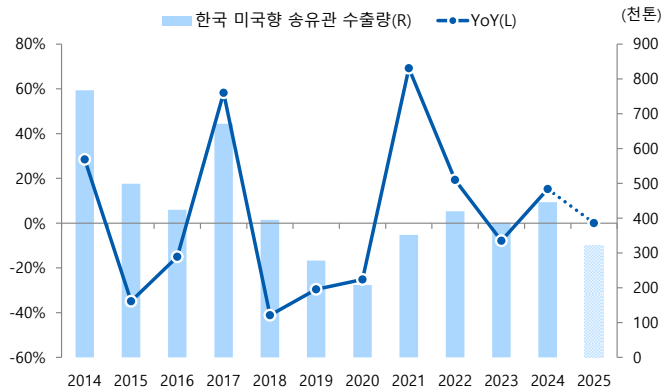
자료: 한국철강협회. 주: '25년은 8월 기준

[그림-6] 한국 미국향 유정용강관 수출가격 - 연간



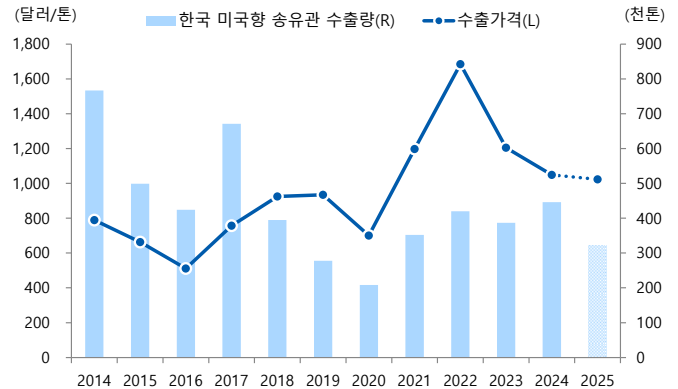
자료: 한국철강협회. 주: '25년은 8월 기준

[그림-7] 한국 미국향 송유관 수출량 - 연간



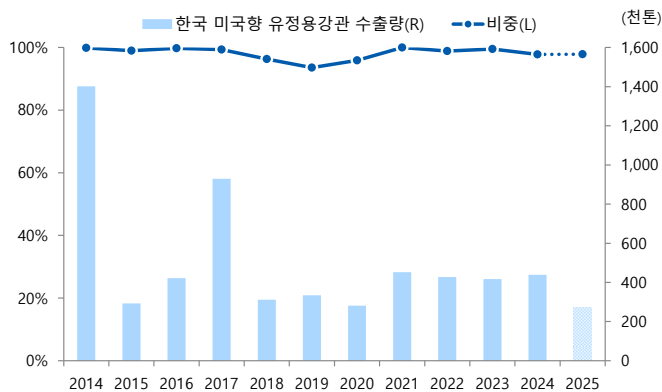
자료: 한국철강협회. 주: '25 년은 8 월 기준

[그림-8] 한국 미국향 송유관 수출가격 - 연간



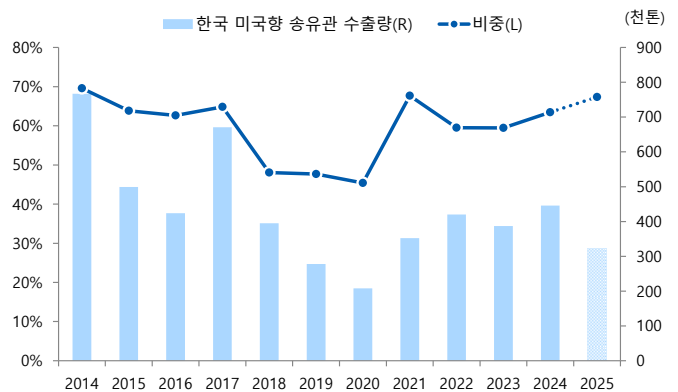
자료: 한국철강협회. 주: '25 년은 8 월 기준

[그림-9] 한국 미국향 유정용강관 수출비중 - 연간



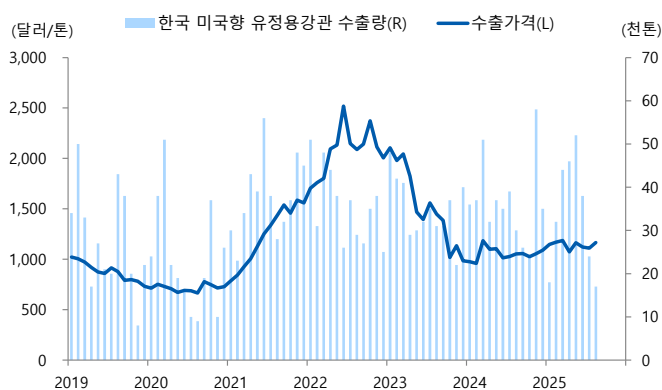
자료: 한국철강협회. 주: '25 년은 8 월 기준

[그림-10] 한국 미국향 송유관 수출비중 - 연간



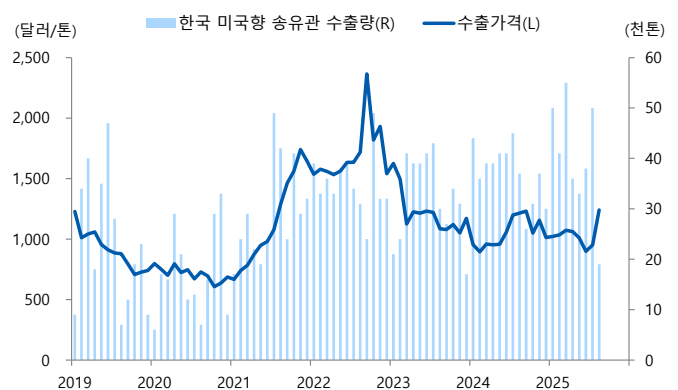
자료: 한국철강협회. 주: '25 년은 8 월 기준

[그림-11] 한국 미국향 유정용강관 수출량 및 가격 - 월간



자료: 한국철강협회. 주: '25 년은 8 월 기준

[그림-12] 한국 미국향 송유관 수출량 및 가격 - 월간



자료: 한국철강협회. 주: '25 년은 8 월 기준

세아제강 (306200) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	-	1,809	1,466	1,326	1,346
매출원가	-	1,511	1,323	1,201	1,214
매출총이익	-	298	143	125	132
판매비	-	95	82	72	73
영업이익	-	203	61	54	59
EBITDA	-	234	94	87	91
영업외손익	-	44	-7	16	20
외환관련손익	-	11	6	7	17
이자손익	-	-3	-6	-3	0
관계기업관련손익	-	0	0	0	0
기타	-	36	-7	13	3
법인세비용차감전순이익	-	247	53	70	79
법인세비용	-	110	11	15	17
계속사업순이익	-	137	42	55	63
중단사업순이익	-	0	0	0	0
당기순이익	-	137	42	55	63
지배지분순이익	-	137	42	55	63
포괄순이익	-	136	42	55	63
지배지분포괄이익	-	136	42	55	63

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

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-	300	5	136	120
당기순이익	-	137	42	55	63
감가상각비	-	28	31	30	29
외환손익	-	-5	-14	-7	-17
종속, 관계기업관련손익	-	0	0	0	0
자산부채의 증감	-	115	7	71	58
기타현금흐름	-	24	-60	-13	-13
투자활동 현금흐름	-	-217	-84	-28	-21
투자자산	-	-59	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-	-90	-22	-24	-18
유형자산 감소	-	1	1	0	0
기타현금흐름	-	-70	-64	-4	-3
재무활동 현금흐름	-	58	-7	-10	-10
단기차입금	-	138	-68	0	0
사채 및 장기차입금	-	222	79	0	0
자본	-	546	0	0	0
현금배당	-	-22	-20	-10	-10
기타현금흐름	-	-826	1	0	0
연결범위변동 등 기타	-	4	9	-44	-30
현금의 증감	-	144	-76	55	59
기초 현금	-	218	363	286	341
기말 현금	-	363	286	341	400
NOPLAT	-	203	61	54	59
FCF	-	210	-17	112	102

자료: 유안타증권

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

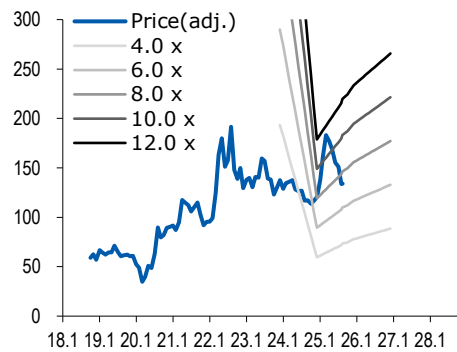
재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	-	896	820	869	938
현금및현금성자산	-	363	286	341	400
매출채권 및 기타채권	-	248	252	249	254
재고자산	-	269	240	237	242
비유동자산	-	927	967	962	951
유형자산	-	672	675	669	658
관계기업 등 지분관련자산	-	4	4	4	4
기타투자자산	-	214	249	249	249
자산총계	-	1,824	1,788	1,831	1,890
유동부채	-	498	279	277	281
매입채무 및 기타채무	-	215	196	194	198
단기차입금	-	135	69	69	69
유동성장기부채	-	81	1	1	1
비유동부채	-	213	373	373	374
장기차입금	-	1	1	1	1
사채	-	140	299	299	299
부채총계	-	711	653	650	656
지배지분	-	1,113	1,135	1,181	1,234
자본금	-	14	14	14	14
자본잉여금	-	532	532	532	532
이익잉여금	-	569	592	637	690
비지배지분	-	0	0	0	0
자본총계	-	1,113	1,135	1,181	1,234
순차입금	-	-18	46	-9	-68
총차입금	-	360	372	372	372

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-	48,324	14,912	19,462	22,137
BPS	-	397,327	405,469	421,682	440,606
EBITDAPS	-	82,492	33,177	30,539	32,176
SPS	-	637,955	516,935	467,522	474,554
DPS	-	7,000	3,500	3,500	3,500
PER	-	2.6	9.0	6.9	6.1
PBR	-	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	-	1.4	4.5	4.3	3.4
PSR	-	0.2	0.3	0.3	0.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	-	0.0	-19.0	-9.6	1.5
영업이익 증가율 (%)	-	na	-70.2	-11.5	10.7
지배순이익 증가율 (%)	-	na	-69.1	30.5	13.7
매출총이익률 (%)	-	16.5	9.7	9.4	9.8
영업이익률 (%)	-	11.2	4.1	4.0	4.4
지배순이익률 (%)	-	7.6	2.9	4.2	4.7
EBITDA 마진 (%)	-	12.9	6.4	6.5	6.8
ROIC	-	12.0	5.0	4.3	4.9
ROA	-	7.5	2.3	3.1	3.4
ROE	-	12.3	3.8	4.8	5.2
부채비율 (%)	-	63.9	57.5	55.1	53.2
순차입금/자기자본 (%)	-	-1.6	4.0	-0.8	-5.5
영업이익/금융비용 (배)	-	25.7	3.0	1.9	2.2

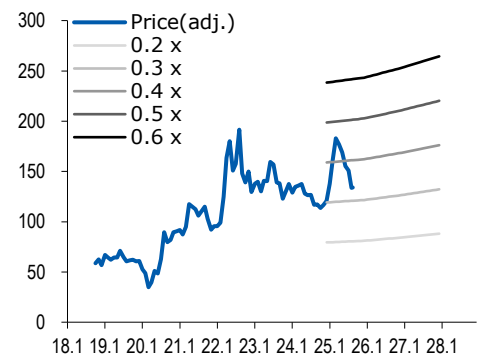
P/E band chart

(천원)



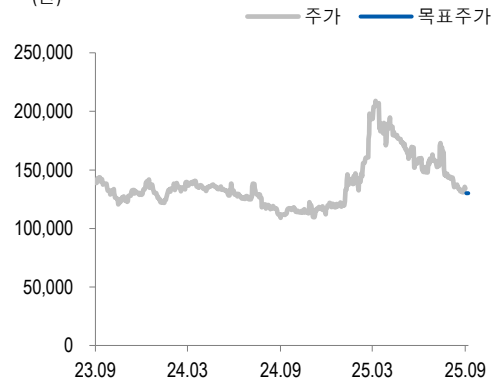
P/B band chart

(천원)



세아제강 (306200) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-09-12	HOLD	130,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자여건 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.6
Hold(중립)	6.4
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-09-11

※ 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.