

# 현대제철 (004020)

## 회복의 방향성은 유효하다

철강/비철금속

Analyst 장재혁

jaehyeok.jang@meritz.co.kr

RA 김아현

ahyun.kim@meritz.co.kr

### 4Q25 Preview: 완만한 회복세, 아쉬운 눈높이

연결영업이익 987억원(YoY -45.8%, QoQ 흑자전환)으로 컨센서스를 -11.8% 하회할 전망이다. 별도영업이익은 618억원(YoY 흑자전환, QoQ +31.2%)으로 개선세를 이어가겠지만, 비수기(전분기) 기저효과를 감안하면 이익 회복의 속도는 다소 아쉬움이 남는다. 판재류의 경우, 연휴 효과 및 후판 수입 물량 증가로 판매량이 전분기 대비 4.5% 감소한 292만 톤에 그쳤다. 수익성 측면에서는 원료탄 가격 상승과 교환율에 따른 원가 부담이 있었으나, 고부가 제품 중심 믹스 효과로 판매단가를 방어하며 스프레드는 0.7만원/톤 소폭 개선되었다. 봉형강 판매량은 계절적 비수기를 벗어나 133만 톤(QoQ +3.0%)으로 소폭 반등했고, 스프레드 변화는 미미했다.

2Q25를 기점으로 시작된 분기별 실적 개선 방향성은 지속 중이다. 국내 봉형강 시장에서는 제강사들의 타이트한 생산량 관리로 추가적인 시황 악화보다는 마진 방어 기조가 유지될 수 있을 것이다. 판재류 쪽에서는 지난 연말 후판 수입 급증이 부담 요인이거나, 열연 수입 관리는 안정적으로 이뤄지고 있다. 재고 소진이 마무리되고 가격 협상력이 강화되는 2Q26부터 스프레드 확대를 기대할 만하다.

### 다시 도래한 P/B 0.21배

2026~2027년 실적에 대해 작년 4분기 형성되었던 높은 기대치의 조정 과정은 필요하다. 그러나, 시장의 우려였던 미국 투자 규모가 14.6억 달러(약 2.1조 원)로 확정되며 재무적 불확실성이 걷혔고, 이는 회사 체력 대비 충분히 감내 가능한 수준이다. 또한 전일 증가 기준 2026F P/B는 0.21배로 밸류에이션이 부담스러운 상황은 아니기에, 투자 의견 BUY를 유지한다.

Meritz Research 2026. 1. 8

**Buy**

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	43,000원
현재주가 (1.7)	29,150원
상승여력	47.5%

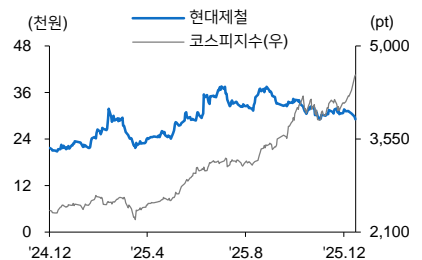
KOSPI	4,551.06pt
시가총액	38,899억원
발행주식수	13,345만주
유동주식비율	62.61%
외국인비중	23.06%
52주 최고/최저가	37,600원/21,350원
평균거래대금	133.0억원

#### 주요주주(%)

기아 외 6인	35.96
국민연금공단	8.79

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.5	-17.5	29.3
상대주가	-16.6	-44.6	-29.2

#### 주가그래프



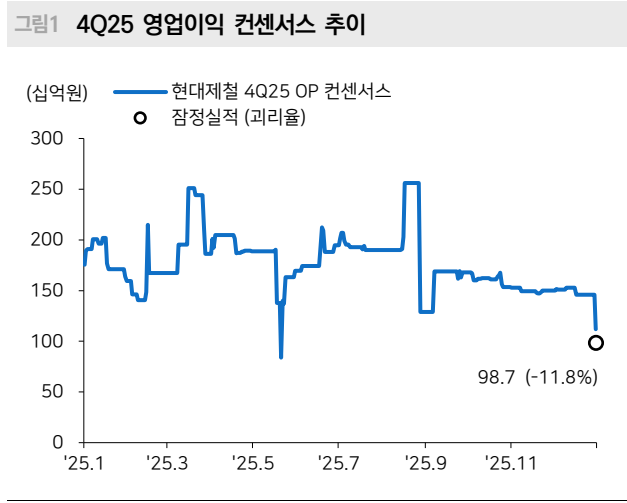
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	25,914.8	798.3	461.2	3,456	-54.7	143,130	10.6	0.3	5.5	2.4	80.6
2024	23,226.1	159.5	-11.6	-87	-102.5	141,768	-241.7	0.1	6.1	-0.1	79.7
2025E	22,977.5	274.7	16.0	120	-237.4	142,868	259.6	0.2	5.6	0.1	76.4
2026E	23,945.7	620.2	296.5	2,222	1,756.9	144,351	13.1	0.2	4.9	1.5	76.9
2027E	24,345.5	744.0	340.8	2,554	14.9	145,919	11.4	0.2	4.7	1.8	77.2

(십억원)	4Q25E	4Q24	(% YoY)	3Q25	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	5,734.0	5,612.7	2.2	5,734.4	0.0	5,891.4	-2.7	5,793.5	-1.0
영업이익	98.7	-45.8	흑전	93.2	5.9	154.1	-35.9	112.0	-11.8
세전이익	27.9	-65.9	흑전	30.0	-7.1	84.2	-66.9	31.0	-10.1
지배순이익	20.2	-18.1	흑전	17.1	18.5	61.0	-66.9	22.0	-8.2
영업이익률(%)	1.7	-0.8		1.6		2.6		1.9	
세전이익률(%)	0.5	-1.2		0.5		1.4		0.5	
순이익률(%)	0.4	-0.3		0.3		1.0		0.4	

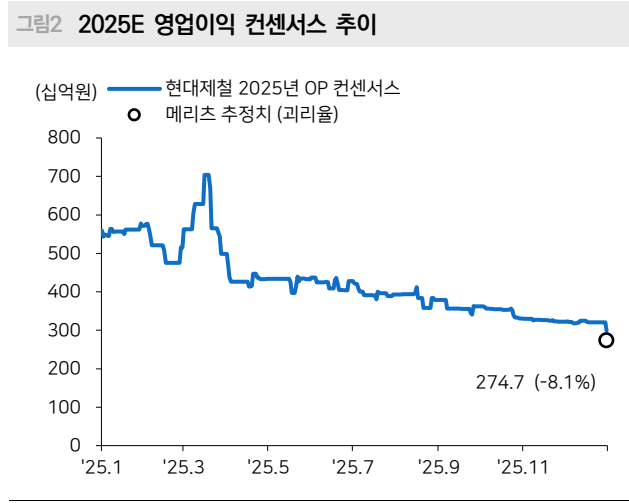
자료: 현대제철, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	22,977.5	23,226.1	-1.1	23,134.9	-0.7	23,037.0	-0.3
영업이익	274.7	159.5	72.2	330.1	-16.8	299.0	-8.1
세전이익	-3.3	-59.5	흑전	53.0	-106.2	38.0	-108.6
지배순이익	16.0	-11.6	흑전	56.8	-71.9	33.0	-51.6
영업이익률(%)	1.2	0.7		1.4		1.5	
세전이익률(%)	0.0	-0.3		0.2		0.5	
순이익률(%)	0.1	-0.1		0.2		0.4	

자료: Bloomberg, 현대제철, 메리츠증권 리서치센터



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

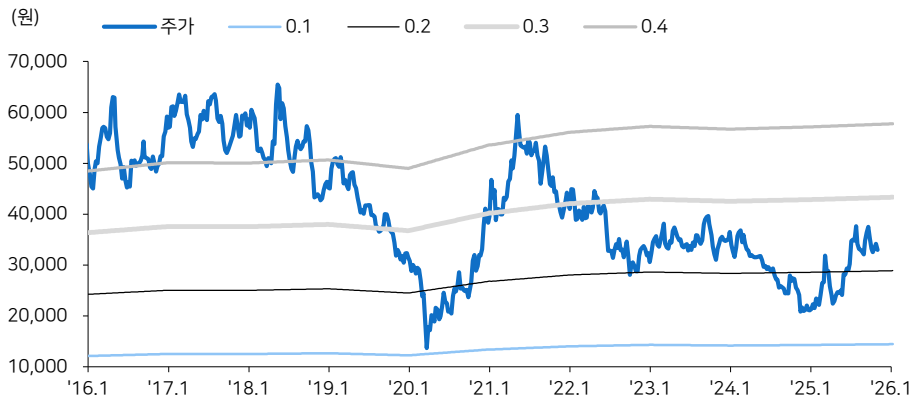


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표3 현대제철 실적 Snapshot											
(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
원/달러 환율	1,453	1,401	1,386	1,452	1,440	1,400	1,420	1,425	1,365	1,423	1,421
<b>판매량 (천톤)</b>											
고로 판매량	2,821	3,111	3,053	2,916	2,974	2,974	3,004	3,034	11,672	11,901	11,985
성장률(% QoQ, %YoY)	-4.5	10.3	-1.9	-4.5	2.0	0.0	1.0	1.0	0.9	2.0	0.7
전기로 판매량	1,305	1,415	1,293	1,332	1,333	1,334	1,336	1,337	5,400	5,345	5,340
성장률(% QoQ, %YoY)	3.9	8.4	-8.6	3.0	0.1	0.1	0.1	0.1	-22.7	-1.0	-0.1
<b>ASP (원/kg)</b>											
봉형강류	1,025	1,004	1,001	1,006	1,007	1,008	998	1,003	1,055	1,009	1,004
성장률(% QoQ, %YoY)	-1.3	-2.1	-0.3	0.5	0.1	0.1	-1.0	0.5	-11.3	-4.4	-0.5
판재류	1,046	1,048	1,061	1,087	1,089	1,096	1,106	1,103	1,107	1,060	1,098
성장률(% QoQ, %YoY)	-2.8	0.2	1.2	2.5	0.2	0.6	0.9	-0.3	-3.8	-4.2	3.6
<b>스프레드 (원/kg)</b>											
봉형강류	625	617	610	612	612	612	601	606	603	616	607
성장률(% QoQ, %YoY)	1.8	-1.3	-1.2	0.3	0.0	0.0	-1.8	0.8	-7.5	2.2	-1.4
판재류	590	621	655	662	658	674	675	668	600	635	667
성장률(% QoQ, %YoY)	-2.6	5.1	5.6	1.1	-0.7	2.4	0.2	-1.1	-6.3	5.9	5.0
<b>별도 실적 (십억원)</b>											
<b>매출액</b>	<b>4,290</b>	<b>4,680</b>	<b>4,533</b>	<b>4,508</b>	<b>4,580</b>	<b>4,604</b>	<b>4,654</b>	<b>4,686</b>	<b>18,618</b>	<b>18,010</b>	<b>18,524</b>
성장률(% QoQ, %YoY)	-4.3	9.1	-3.2	-0.5	1.6	0.5	1.1	0.7	-13.8	-3.3	2.9
<b>영업이익</b>	<b>-56.1</b>	<b>-7.5</b>	<b>47.1</b>	<b>61.8</b>	<b>66.3</b>	<b>121.9</b>	<b>128.3</b>	<b>136.0</b>	<b>15.0</b>	<b>45.4</b>	<b>452.5</b>
영업이익률(%)	-1.3	-0.2	1.0	1.4	1.4	2.6	2.8	2.9	0.1	0.3	2.4
성장률(% QoQ, %YoY)	적축	적축	흑전	31.2	7.1	84.0	5.2	6.1	-97.7	203.1	897.2
<b>연결 실적 (십억원)</b>											
<b>매출액</b>	<b>5,563</b>	<b>5,946</b>	<b>5,734</b>	<b>5,734</b>	<b>5,831</b>	<b>6,101</b>	<b>5,982</b>	<b>6,031</b>	<b>23,226</b>	<b>22,977</b>	<b>23,946</b>
성장률(% QoQ, %YoY)	-0.9	6.9	-3.6	0.0	1.7	4.6	-2.0	0.8	-10.4	-1.1	4.2
<b>영업이익</b>	<b>-19.0</b>	<b>101.8</b>	<b>93.2</b>	<b>98.7</b>	<b>100.5</b>	<b>175.8</b>	<b>167.3</b>	<b>176.6</b>	<b>159.5</b>	<b>274.7</b>	<b>620.2</b>
영업이익률(%)	-0.3	1.7	1.6	1.7	1.7	2.9	2.8	2.9	0.7	1.2	2.6
성장률(% QoQ, %YoY)	적축	흑전	-8.4	5.9	1.8	75.0	-4.9	5.6	-80.0	72.2	125.8
세전이익	-67.0	5.8	30.0	27.9	104.8	104.3	96.9	102.8	-59.5	-3.3	408.9
<b>지배순이익</b>	<b>-55.1</b>	<b>33.8</b>	<b>17.1</b>	<b>20.2</b>	<b>76.0</b>	<b>75.6</b>	<b>70.3</b>	<b>74.6</b>	<b>-11.6</b>	<b>16.0</b>	<b>296.5</b>
지배순이익률(%)	-1.0	0.6	0.3	0.4	1.3	1.2	1.2	1.2	-0.1	0.1	1.2

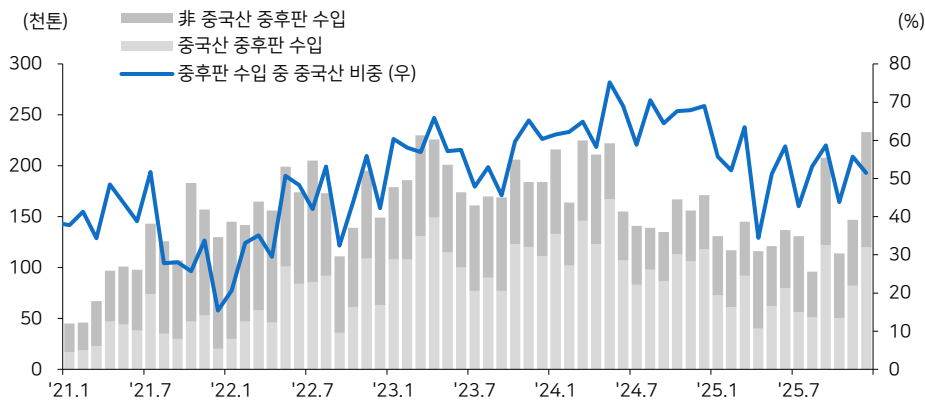
자료: 현대제철, 메리츠증권 리서치센터

그림3 현대제철 P/B Band Chart, 다시 돌아온 0.21배



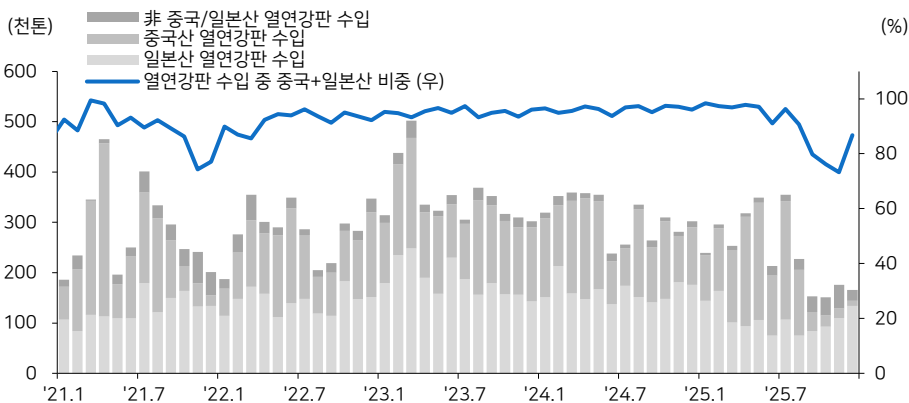
자료: QuantiWise, 현대제철, 메리츠증권 리서치센터

그림4 후판 우회 수입물량 증가



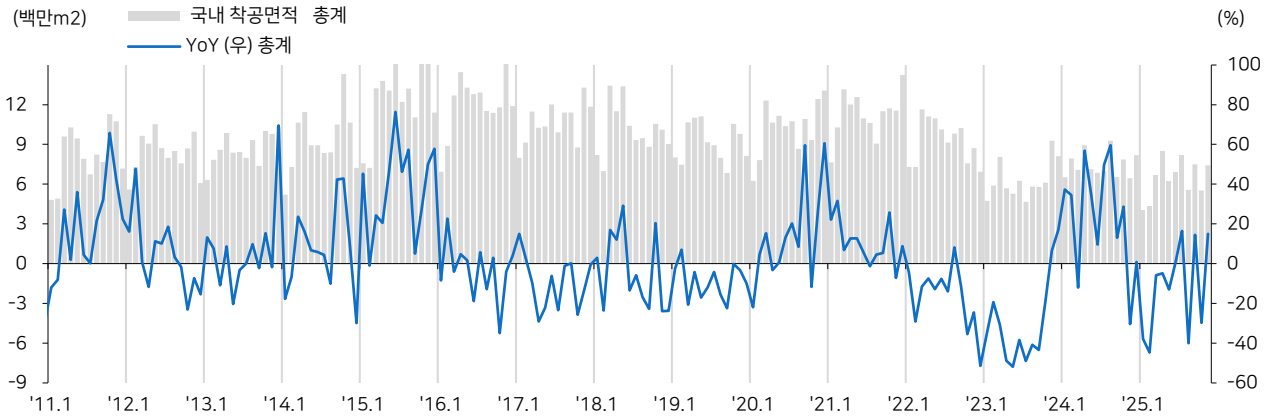
자료: 한국철강협회, 메리츠증권 리서치센터

그림5 열연 수입물량 관리는 양호한 상태



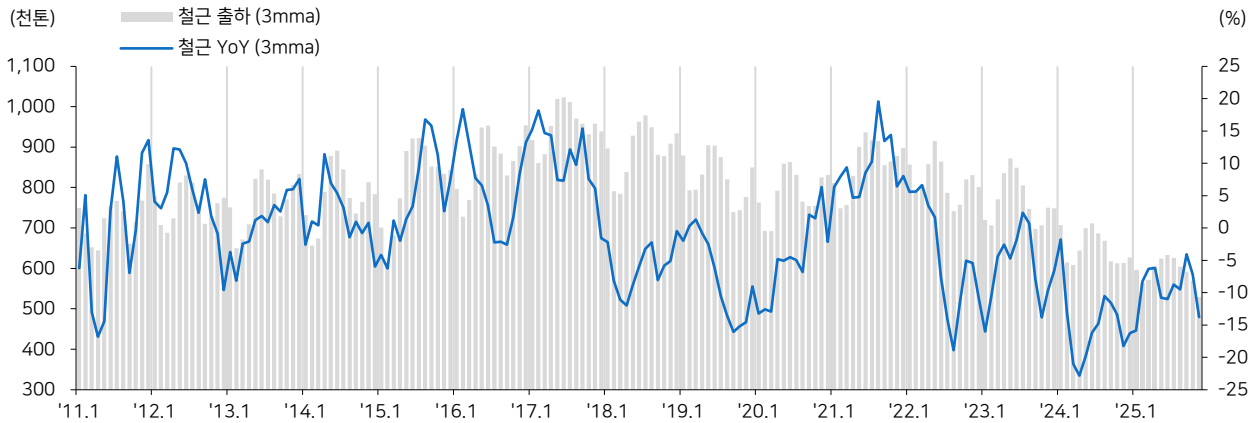
자료: 한국철강협회, 메리츠증권 리서치센터

그림6 국내 착공면적



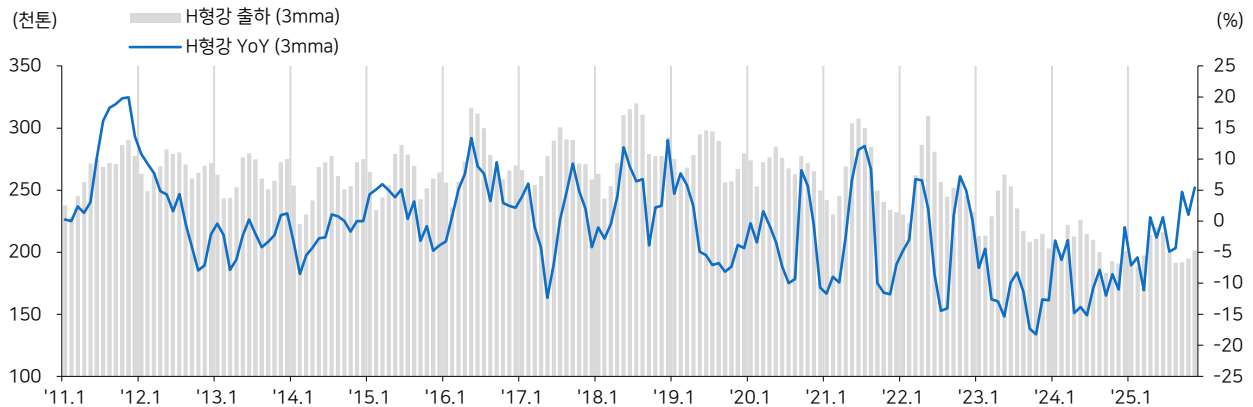
자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림7 국내 철근 출하량



자료: 한국철강협회, 메리츠증권 리서치센터

그림8 국내 H형강 출하량



자료: 한국철강협회, 메리츠증권 리서치센터

## 현대제철 (004020)

### Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>매출액</b>	<b>25,914.8</b>	<b>23,226.1</b>	<b>22,977.5</b>	<b>23,945.7</b>	<b>24,345.5</b>
매출액증가율(%)	-5.2	-10.4	-1.1	4.2	1.7
매출원가	23,782.3	21,832.2	21,433.0	22,037.7	22,310.0
매출총이익	2,132.5	1,394.0	1,544.4	1,908.0	2,035.4
판매관리비	1,334.2	1,234.5	1,269.7	1,287.8	1,291.4
<b>영업이익</b>	<b>798.3</b>	<b>159.5</b>	<b>274.7</b>	<b>620.2</b>	<b>744.0</b>
영업이익률(%)	3.1	0.7	1.2	2.6	3.1
금융손익	-278.6	-280.6	-257.5	-268.6	-283.1
종속/관계기업손익	4.9	12.4	1.0	0.0	0.0
기타영업외손익	7.5	49.3	-21.5	57.4	9.2
세전계속사업이익	532.1	-59.5	-3.3	408.9	470.0
법인세비용	89.1	-68.3	-24.3	112.5	129.3
<b>당기순이익</b>	<b>443.0</b>	<b>8.8</b>	<b>21.0</b>	<b>296.5</b>	<b>340.8</b>
지배주주지분 순이익	461.2	-11.6	16.0	296.5	340.8

### Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>유동자산</b>	<b>11,953.6</b>	<b>11,459.9</b>	<b>11,668.5</b>	<b>11,491.7</b>	<b>11,368.5</b>
현금및현금성자산	1,385.8	1,295.6	2,000.7	1,323.0	1,087.1
매출채권	2,929.0	2,524.2	2,413.8	2,538.9	2,567.0
재고자산	6,279.3	6,290.6	5,777.4	6,076.8	6,144.0
<b>비유동자산</b>	<b>23,265.3</b>	<b>23,283.9</b>	<b>22,810.1</b>	<b>23,438.1</b>	<b>23,977.5</b>
유형자산	18,249.9	18,430.6	17,861.4	18,535.3	19,149.3
무형자산	1,437.5	1,401.6	1,317.1	1,226.2	1,141.5
투자자산	2,200.3	2,291.6	2,656.2	2,701.1	2,711.2
<b>자산총계</b>	<b>35,218.8</b>	<b>34,743.8</b>	<b>34,478.5</b>	<b>34,929.7</b>	<b>35,345.9</b>
<b>유동부채</b>	<b>7,984.2</b>	<b>7,699.1</b>	<b>7,777.7</b>	<b>7,995.2</b>	<b>8,194.1</b>
매입채무	1,329.5	1,466.8	1,498.5	1,576.2	1,593.6
단기차입금	1,288.6	1,215.7	1,467.2	1,467.2	1,617.2
유동성장기부채	2,552.0	2,363.9	2,111.7	2,111.7	2,111.7
<b>비유동부채</b>	<b>7,738.7</b>	<b>7,711.2</b>	<b>7,158.0</b>	<b>7,193.9</b>	<b>7,201.9</b>
사채	3,207.5	2,775.4	2,767.3	2,767.3	2,767.3
장기차입금	2,635.4	3,383.4	3,021.9	3,021.9	3,021.9
<b>부채총계</b>	<b>15,722.8</b>	<b>15,410.2</b>	<b>14,935.7</b>	<b>15,189.1</b>	<b>15,396.0</b>
자본금	667.2	667.2	667.2	667.2	667.2
자본잉여금	3,906.1	3,904.9	3,870.7	3,870.7	3,870.7
기타포괄이익누계액	1,000.0	1,058.7	1,320.6	1,320.6	1,320.6
이익잉여금	13,639.3	13,400.0	13,319.1	13,516.9	13,726.1
비지배주주지분	395.9	415.3	477.7	477.7	477.7
<b>자본총계</b>	<b>19,496.0</b>	<b>19,333.6</b>	<b>19,542.8</b>	<b>19,740.7</b>	<b>19,949.9</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>1,948.4</b>	<b>1,777.1</b>	<b>3,032.8</b>	<b>1,919.4</b>	<b>2,167.4</b>
당기순이익(손실)	443.0	8.8	21.0	296.5	340.8
유형자산상각비	1,554.9	1,620.6	1,679.0	1,726.0	1,786.0
무형자산상각비	87.4	89.8	95.0	90.9	84.7
운전자본의 증감	304.4	276.2	1,138.3	-190.3	-42.8
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-132.3</b>	<b>-1,502.8</b>	<b>-1,890.3</b>	<b>-2,505.4</b>	<b>-2,422.6</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-824.0	-1,672.3	-1,568.0	-2,400.0	-2,400.0
투자자산의감소(증가)	-205.8	-86.9	-364.5	-44.9	-10.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-2,120.9</b>	<b>-353.9</b>	<b>-431.0</b>	<b>-94.0</b>	<b>19.5</b>
차입금의 증감	-1,941.5	-33.4	-433.7	4.7	151.0
자본의 증가	0.0	-1.2	-34.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-312.9	-90.1	705.0	-677.7	-235.8
기초현금	1,698.6	1,385.8	1,295.6	2,000.7	1,323.0
기말현금	1,385.8	1,295.6	2,000.7	1,323.0	1,087.1

### Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	194,197	174,049	172,186	179,441	182,437
EPS(지배주주)	3,456	-87	120	2,222	2,554
CFPS	17,968	14,460	15,885	18,472	19,463
EBITDAPS	18,289	14,013	15,352	18,263	19,594
BPS	143,130	141,768	142,868	144,351	145,919
DPS	1,000	750	750	1,000	1,000
배당수익률(%)	2.7	3.6	2.4	3.4	3.4
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	10.6	-241.7	259.6	13.1	11.4
PCR	2.0	1.5	2.0	1.6	1.5
PSR	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
PBR	0.3	0.1	0.2	0.2	0.2
EBITDA(십억원)	2,440.6	1,870.0	2,048.7	2,437.1	2,614.7
EV/EBITDA	5.5	6.1	5.6	4.9	4.7
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	2.4	-0.1	0.1	1.5	1.8
EBITDA 이익률	9.4	8.1	8.9	10.2	10.7
부채비율	80.6	79.7	76.4	76.9	77.2
금융비용부담률	1.6	1.8	1.6	1.4	1.4
이자보상배율(x)	1.9	0.4	0.8	1.8	2.1
매출채권회전율(x)	9.4	8.5	9.3	9.7	9.5
재고자산회전율(x)	4.0	3.7	3.8	4.0	4.0

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)**

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	<p><b>Buy</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p><b>Hold</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p><b>Sell</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p><b>Overweight</b> (비중확대)</p> <p><b>Neutral</b> (중립)</p> <p><b>Underweight</b> (비중축소)</p>

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	86.1%
중립	13.3%
매도	0.6%

2025년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**현대제철 (004020) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

