

현대제철 (004020)

바닥은 확인, 불확실성은 여전

25.2Q, 흑자 턴어라운드

동사 25.1Q 실적 [연결 영업적자 190억원 (적지, QoQ)]은 시장 예상치 [1개월 시장 컨센서스 영업적자 365억원]를 소폭 상회했다. <표 1> 본사 부문 [영업적자 560억원 (적지, QoQ)]은 전분기 인식한 인건비 소급 반영 효과가 소멸되었음에도 불구하고, 『1) 전기로/고로 마진 축소, 2) 생산 중단에 따른 손실』로 전분기에 이어 적자가 지속되었다. 다만 자회사 실적이 평년 수준을 유지하면서 연결 기준 적자 폭은 축소되었다.

25.2Q에는 흑자 전환 [연결 영업이익 1.330억원 (흑전, QoQ)]이 전망된다. 본사 실적 [영업이익 920억원 (흑전 QoQ)]이 파업 중단 및 성수기 판매량 증가, 고로 Roll-Margin 개선으로 큰 폭으로 개선되기 때문이다.

바닥은 확인. 그러나 불확실성은 여전

타 보고서 (4/25 POSCO홀딩스)에서 언급했지만, 업종 대표주인 동사 실적 및 주가는 현재 진바닥을 확인했다. 2분기 흑자 전환은 물론, 하반기 중 금리 인하 시점에서 추가 역시 반등이 예상된다. 역사적 최저 수준의 valuation은 업황 부진 국면에서도 추가 하락 가능성이 제한적임을 시사한다. <그림 1>

그럼에도 제반 영업 환경은 여전히 불확실하다. 우리가 하반기 반등이 '일시적'이라고 예상하는 이유이기도 하다. 구체적으로 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 중국 업황 개선을 기대하기 쉽지 않다. 하반기 정부가 주도하는 철강사 감산이 가시화될 것이나 경기 침체가 감산 정책이 강제성 있게 집행되기는 어려워 보인다. 가동률도 상승 중이다. <그림 2> 주지하다시피 부동산 업황 반등은 쉽지 않아 보인다.

둘째, 국내 건설 경기 위축에 따른 봉형강 부문 실적 부진이다. 최근 철근 업체의 대규모 감산 발표 이후 시작되었던 철근 유통 가격 반등세도 지금은 일단락되었다. <그림 3> 1회성 감산으로 현재의 수요 부진을 타개하기도 쉽지 않거니와, 현재 업체의 전반적 감산 기조가 유지될지도 미지수이다.

셋째, 미주/EU 수출 마진 둔화이다. 상반기 관세, 셰이프 가드 등의 무역 장벽 효과로 해당 지역 철강 가격은 가파르게 상승했고, 여기에 원/달러 환율 상승이 더해지면서 동사를 포함한 국내 철강의 수출 마진은 개선되었다. 문제는 관세 부과로 철강 가격이 실물 경기 대비 지나치게 높게 형성되었다는 것이다. <그림 4,5> 이에 미주/EU 지역의 경우 당분간 고물가, 높은 가격에 따른 수요 위축 및 가격 하락이 불가피하다. <그림 5> 이 같은 상황에서는 수출업체, 즉 국내 철강사도 관세를 일부 부담해야 한다. 관세의 100% 소비자 전가가 쉽지 않기 때문이다.

추가적으로 미국 현지 전기로 건설은 현지 철강 생산을 통한 현지차 자동차 부품 원산지 규정 대응 측면에선 불가피하다. 다만 『1) 높은 투자비 및 생산 비용, 이에 따른 마진을 둔화, 2) 미국 철강 시장은 수요가 둔화되고 있는 성숙 시장, 3) 타 철강사의 현지 전기로 증설에 따른 경쟁 심화』 등 우려도 분명 존재한다. **보다 투자 및 운영 계획이 구체화될 필요가 있다.** <그림 6>

투자자의견 Buy와 목표주가 2.8만원을 유지한다. 수익 예상을 하향했으나 1) 목표주가 기준이 되는 12개월 Forward BPS 변화가 미미하여 기존 목표주가를 유지한다. 목표주가는 12개월 Forward BPS 141,672원에 Target PBR 0.2x [12개월 Forward ROE 1.2%]를 적용하여 산출했다

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	28,000원(유지)
증가(2025.04.24)	24,250원
상승여력	15.5%

Stock Indicator	
자본금	667십억원
발행주식수	13,345만주
시가총액	3,236십억원
외국인지분율	18.4%
52주 주가	19,900~32,600원
60일평균거래량	825,444주
60일평균거래대금	22.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-17.8	3.4	-8.7	-23.3
상대수익률	-13.6	4.0	-6.4	-17.5

Price Trend



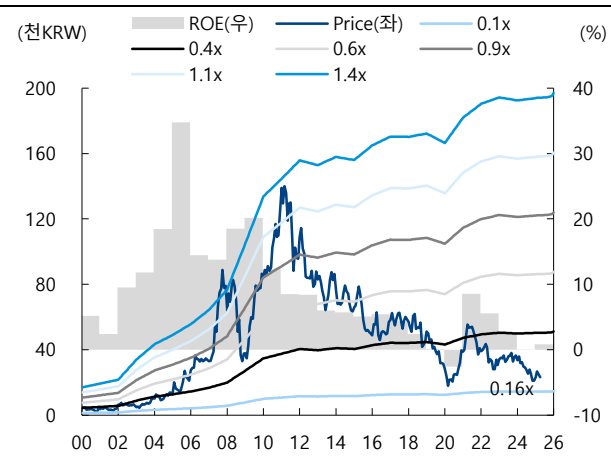
FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	23,226	23,441	23,874	24,044
영업이익(십억원)	159	413	622	666
순이익(십억원)	-12	103	261	292
EPS(원)	-87	774	1,958	2,185
BPS(원)	141,768	141,504	142,178	143,079
PER(배)		31.3	12.4	11.1
PBR(배)	0.1	0.2	0.2	0.2
ROE(%)	-0.1	0.5	1.4	1.5
배당수익률(%)	3.6	3.1	4.1	4.1
EV/EBITDA(배)	5.5	5.2	4.8	4.7

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[철강/비철금속]

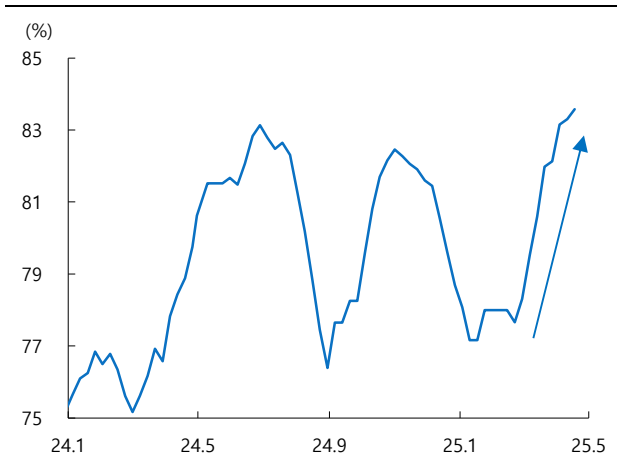
김윤상 2122-9205
yoonsang.kim@imfnsec.com
[RA]
공도연 2122-9199
dykong@imfnsec.com

그림1. 현대제철 PBR, ROE BAND CHART



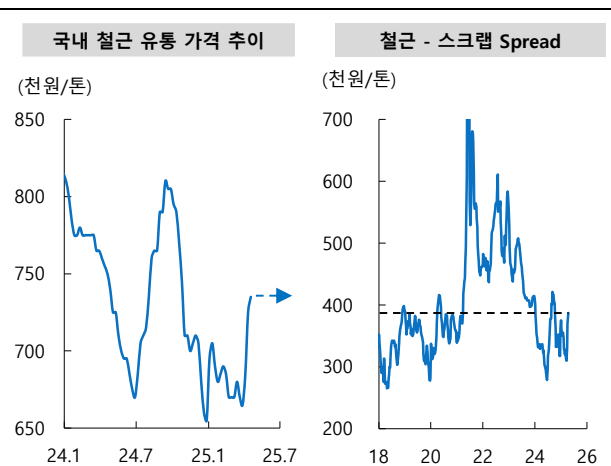
자료: Dataguide, iM증권 리서치본부 추정

그림2. 중국 Survey 가동률 추이



자료: Wind, iM증권 리서치본부

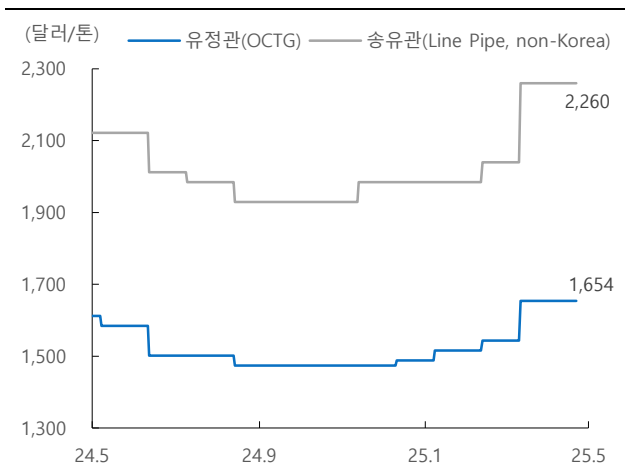
그림3. 국내 철근 유통 가격 및 철근-스크랩 스프레드 추이



주: 스크랩은 중량 A 기준

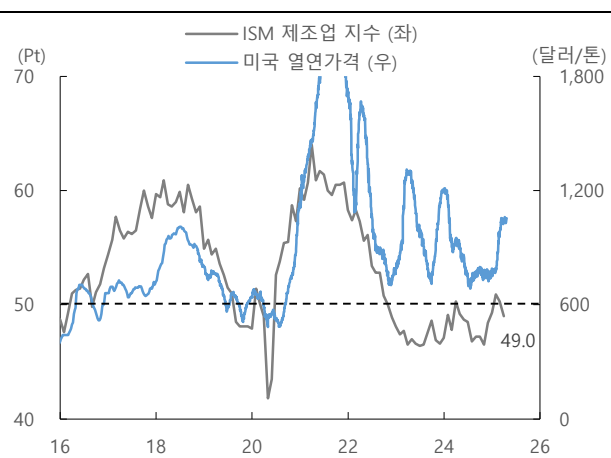
자료: 스틸데일리, iM증권 리서치본부 추정

그림4. 미국 유정관 및 송유관 가격 추이



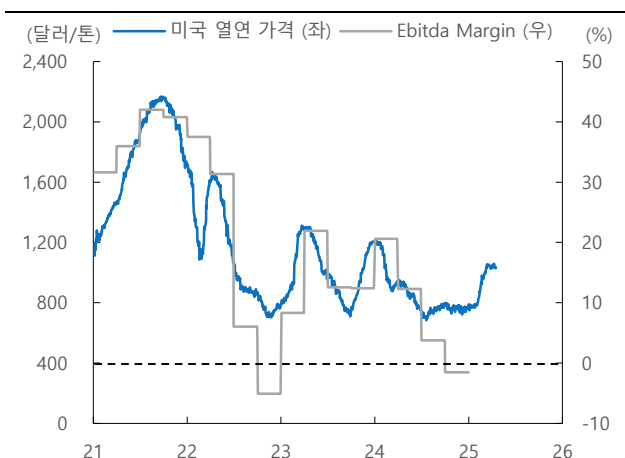
자료: iM증권 리서치본부

그림5. 미국 ISM 제조업 지수 및 미국 열연 가격 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림6. US Steel Mini-mill 분기별 Ebitda 마진율 추이



자료: US Steel, iM증권 리서치본부

〈표1〉 현대제철 25.1Q 실적 Review (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25(a)	y-y	q-q	컨센서스(b)	차이(a-b)
매출액	5,948	6,041	5,624	5,613	5,564	-6.5%	-0.9%	5,494	1.3%
영업이익	56	98	52	-46	-19	적전	적지	-37	-48.0%
세전이익	8	55	-56	-66	-67	적전	적지	-91	-26.4%
지배주주순이익	32	-7	-18	-18	-55	적전	적지	-76	-27.6%
영업이익률	0.9%	1.6%	0.9%	-0.8%	-0.3%			-0.7%	0.3%p
세전이익률	0.1%	0.9%	-1.0%	-1.2%	-1.2%			-1.7%	0.5%p
지배주주순이익률	0.5%	-0.1%	-0.3%	-0.3%	-1.0%			-1.4%	0.4%p

자료: 현대제철, iM증권 리서치본부

〈표2〉 현대제철 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 별도 기준)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2025E
매출액	4,819	4,852	4,463	4,483	18,618	4,290	4,714	4,580	4,708	18,292
영업이익	89	46	32	-152	15	-56	92	99	127	261
영업이익률	1.8%	0.9%	0.7%	-3.4%	0.1%	-1.3%	2.0%	2.2%	2.7%	1.4%

자료: 현대제철, iM증권 리서치본부

〈표3〉 현대제철 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2025E
매출액	5,948	6,041	5,624	5,613	23,226	5,564	6,040	5,842	5,996	23,441
영업이익	56	98	52	-46	159	-19	133	134	166	413
세전이익	8	55	-56	-66	-59	-67	57	65	90	144
지배주주순이익	32	-7	-18	-18	-12	-55	43	49	67	103
영업이익률	0.9%	1.6%	0.9%	-0.8%	0.7%	-0.3%	2.2%	2.3%	2.8%	1.8%
세전이익률	0.1%	0.9%	-1.0%	-1.2%	-0.3%	-1.2%	0.9%	1.1%	1.5%	0.6%
지배주주순이익률	0.5%	-0.1%	-0.3%	-0.3%	-0.1%	-1.0%	0.7%	0.8%	1.1%	0.4%

자료: 현대제철, iM증권 리서치본부

〈표4〉 현대제철 수익 추정 변경 요약 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	신규추정(a)		기존추정(b)		GAP(a/b-1)	
항목	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	23,441	23,874	22,989	23,165	2.0%	3.1%
영업이익	413	622	535	692	-22.8%	-10.2%
세전이익	144	349	253	453	-43.0%	-23.1%
지배주주순이익	103	261	198	340	-47.9%	-23.1%
영업이익률	1.8%	2.6%	2.3%	3.0%	-0.6%p	-0.4%p
세전이익률	0.6%	1.5%	1.1%	2.0%	-0.5%p	-0.5%p
지배주주순이익률	0.4%	1.1%	0.9%	1.5%	-0.4%p	-0.4%p

자료: 현대제철, iM증권 리서치본부

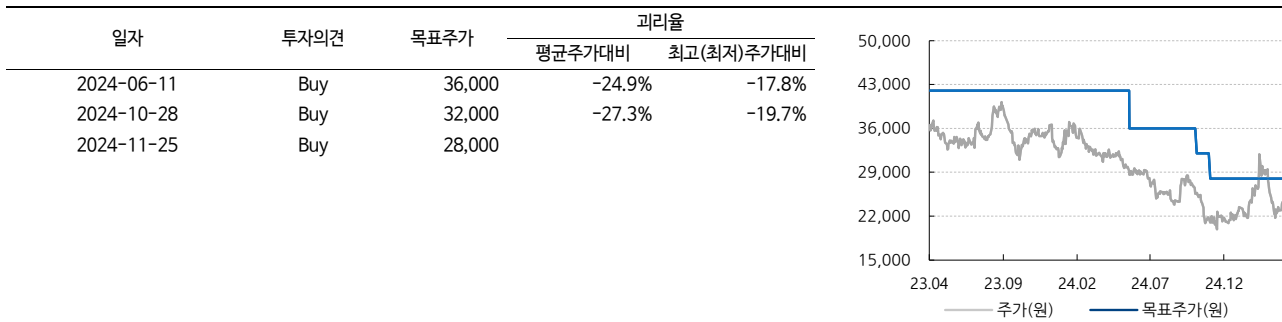
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	11,460	11,403	11,561	11,533	매출액	23,226	23,441	23,874	24,044
현금 및 현금성자산	1,296	1,156	1,148	1,053	증가율(%)	-10.4	0.9	1.8	0.7
단기금융자산	943	943	943	943	매출원가	21,832	21,759	21,961	22,073
매출채권	2,792	2,817	2,866	2,886	매출충이익	1,394	1,682	1,913	1,971
재고자산	6,291	6,349	6,466	6,512	판매비와관리비	1,234	1,269	1,291	1,306
비유동자산	23,284	23,544	23,608	23,674	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	18,431	18,774	18,908	19,033	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	1,402	1,317	1,246	1,186	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	34,744	34,947	35,170	35,206	영업이익	159	413	622	666
유동부채	7,699	7,033	7,261	6,772	증가율(%)	-80.0	159.0	50.5	7.0
매입채무	1,467	1,480	1,508	1,518	영업이익률(%)	0.7	1.8	2.6	2.8
단기차입금	1,216	1,316	1,316	1,316	이자수익	113	106	105	100
유동성장기부채	2,364	1,585	1,785	1,285	이자비용	421	430	434	430
비유동부채	7,711	8,611	8,511	8,911	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	2,775	3,475	3,875	4,275	기타영업외손익	49	64	64	64
장기차입금	3,383	3,583	3,083	3,083	세전계속사업이익	-59	144	349	391
부채총계	15,410	15,645	15,772	15,683	법인세비용	-68	37	82	94
지배주주지분	18,918	18,883	18,973	19,093	세전계속이익률(%)	-0.3	0.6	1.5	1.6
자본금	667	667	667	667	당기순이익	9	107	267	298
자본잉여금	3,905	3,905	3,905	3,905	순이익률(%)	0.0	0.5	1.1	1.2
이익잉여금	13,400	13,405	13,534	13,694	지배주주귀속 순이익	-12	103	261	292
기타자본항목	946	906	867	827	기타포괄이익	-40	-40	-40	-40
비지배주주지분	415	419	425	430	총포괄이익	-31	67	227	258
자본총계	19,334	19,302	19,398	19,524	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	1,777	1,505	1,557	1,704	주당지표(원)				
당기순이익	9	107	267	298	EPS	-87	774	1,958	2,185
유형자산감가상각비	1,621	1,657	1,666	1,675	BPS	141,768	141,504	142,178	143,079
무형자산상각비	90	84	71	60	CFPS	12,731	13,821	14,974	15,189
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	750	750	1,000	1,000
투자활동 현금흐름	-1,503	-1,739	-1,439	-1,439	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-1,650	-1,800	-1,500	-1,500	PER		31.3	12.4	11.1
무형자산의 처분(취득)	-17	-	-	-	PBR	0.1	0.2	0.2	0.2
금융상품의 증감	-16	-1	-1	-1	PCR	1.7	1.8	1.6	1.6
재무활동 현금흐름	-354	208	88	-145	EV/EBITDA	5.5	5.2	4.8	4.7
단기금융부채의증감	-2,803	-679	200	-500	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	2,494	900	-100	400	ROE	-0.1	0.5	1.4	1.5
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	8.1	9.2	9.9	10.0
배당금지급	-43	-43	-43	-43	부채비율	79.7	81.1	81.3	80.3
현금및현금성자산의증감	-90	-140	-8	-94	순부채비율	38.8	40.7	41.1	40.8
기초현금및현금성자산	1,386	1,296	1,156	1,148	매출채권회전율(x)	7.7	8.4	8.4	8.4
기말현금및현금성자산	1,296	1,156	1,148	1,053	재고자산회전율(x)	3.7	3.7	3.7	3.7

자료 : 현대제철, iM증권 리서치본부

현대제철 투자이전 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%