

현대제철 (004020)

낮아진 중국發 기대감

3분기 시장 기대치 부합, 4분기 소폭 개선

동사 25.3Q 실적 [연결 영업이익 932억원 (-8.4%, QoQ)]은 시장 예상치 [1개월 시장 컨센서스 영업이익 998억원]에 부합했다. <표 1> 본사 부문 [영업이익 471억원 (흑전, QoQ)]이 평가 손실 및 전기로 부문 수익성 둔화에도 불구하고, [원료비 하락 및 냉연도금류 판매량 증가에 따른 Product Mix 개선 효과]고로 부문 실적이 큰 폭으로 개선되면서 흑자 전환을 견인했다. 다만 자회사 실적은 1) 해외 코일 센터 실적 둔화: 이전 분기 발생했던 1회성 이익 [관세 부과 전 가수요, 현지 통화 강세 및 재고 실현 이익] 효과 소멸, 2) 현대 스틸 파이프 실적 부진: 미국 관세 부과 및 업황 부진』으로 전분기 대비 감소했다.

25.4Q 실적 [연결 영업이익 1,090억원 (+16.8%, QoQ)]은 전분기 대비 개선될 전망이다. 본사 부문 실적 [영업이익 700억원 (+48.5% QoQ)]이 봉형강 Roll-Margin 축소에도 불구하고, 판매량 증가 및 평가 손실 효과 소멸로 전분기 대비 개선되기 때문이다. 다만 자회사 실적은 [미국 업황 둔화에 따른] 현대 스틸 파이프 부진 지속 등 전분기 대비 크게 좋아질 만한 요인은 없다.

목표주가 4.3만원: 중국 자발적/비자발적 감산 유일한 업황 반등 해법

3분기 주가 반등에도 동사 valuation은 여전히 역사적 최저 수준이다. 즉 업황 침체에도 주가 하락 가능성이 제한적이라는 의미이다. 그럼에도 주가 반등 모멘텀, 즉 본업인 철강 업황의 반등 및 의미 있는 실적 개선은 시간이 필요해 보인다.

첫째, 중국 업황 개선을 기대하기 쉽지 않다. 먼저 중국 정부는 시장이 원하는 강력한 설비 폐쇄 보다는 시장 친화적 구조 조정을 시행할 가능성이 높다. 15차 5개년 정책 목표는 물론, 허베이성의 차등 감산 정책 등도 이를 뒷받침한다. 또한 판재류 과잉 생산이 지속되면서 내수 수급 악화 및 수출량 급증으로 이어지고 있다. <그림1,2,3> 주지하다시피 중국 철강사는 [부동산 침체로 수요가 극도로 부진한] 봉형강류 대비 상대적으로 수요가 나은 판재류 가동률을 높이고 있다.

둘째, 수입산 열연에 대한 관세 부과에도 불구하고, 국내 열연/냉연도금류 등 내수 가격 인상 역시 확실치 않다. 최근 9월 이후 국내 고로업체가 열연을 중심으로 3만원 내외의 '유통' 가격 인상을 추진 중이나, 현재까지 큰 변화가 없다. <그림4> 또한 유통 외 재압연사, 가전 등 실수요향 가격 인상은 업황 부진 영향으로 쉽지 않아 보인다.

셋째, 국내 건설 경기 침체에 따른 봉형강 부문 실적 부진이다. 제강사 수익성 지표 역사적 저점 수준이며, 주요 건설 지표 역시 당연히 좋지 않다. <그림5,6> 국내 건설 수주는 최근 일시적으로 반등하기는 했으나, 25년 누계 기준으로는 전년비 감소 중이다. 건설 경기와 동행 지표인 건축착공면적은 25년 1~9월 누계기준 전년 대비 14.0% 감소했고, 특히 지방 착공은 09년 이후 최악의 상황이다. 또한 주택 시장 안정화 대책 및 노동안전 종합 대책이 단기적이거나 건설 경기에 미치는 영향 역시 감안해야 한다.

중국 등에서의 자발적/비자발적 생산량 감축만이 『신성장 지역에서의 대규모 증설, 글로벌 관세 장벽 강화, 중국 수요 침체 등 쉽지 않은 업황을 타개할 수 있는 유일한 해법이다. 다만 철강 구조 조정이 정책 집행 순위에서 과거 대비 밀려난 감이 있다. 동사에 대한 목표주가 4.3만원을 유지한다.

Company Brief

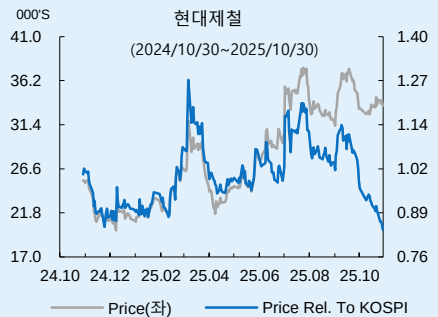
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	43,000원(유지)
증가(2025.10.30)	33,450원
상승여력	28.6 %

Stock Indicator	
자본금	667십억원
발행주식수	13,345만주
시가총액	4,464십억원
외국인지분율	23.3%
52주 주가	19,900~37,600원
60일평균거래량	493,777주
60일평균거래대금	16.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.5	-6.6	36.5	32.2
상대수익률	-20.8	-32.1	-23.3	-25.4

Price Trend



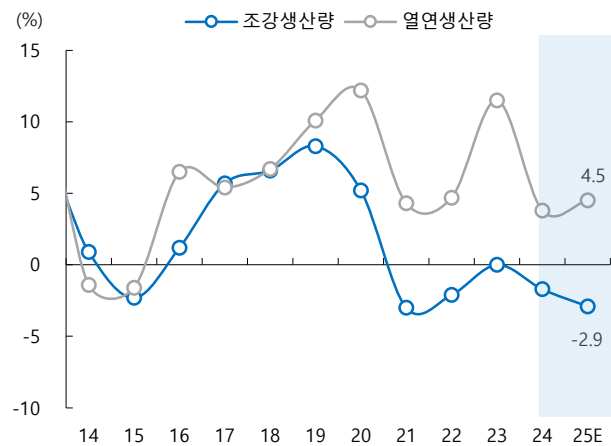
FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	23,226	23,218	23,551	23,706
영업이익(십억원)	159	285	424	467
순이익(십억원)	-12	29	145	173
EPS(원)	-87	215	1,084	1,294
BPS(원)	141,768	140,945	140,745	140,756
PER(배)		155.5	30.9	25.8
PBR(배)	0.1	0.2	0.2	0.2
ROE(%)	-0.1	0.2	0.8	0.9
배당수익률(%)	3.6	2.2	3.0	3.0
EV/EBITDA(배)	5.5	5.7	5.4	5.3

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[철강/비철금속]

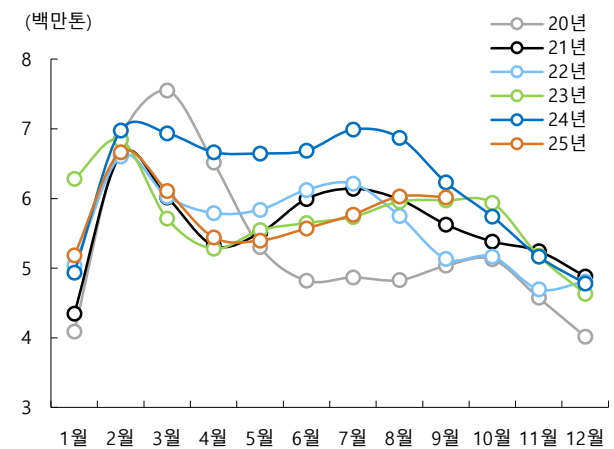
김윤상 2122-9205
yoonsang.kim@imfnsec.com
[RA]
공도연 2122-9199
dykong@imfnsec.com

그림1. 중국 조강생산량 및 열연생산량 y-y 증감률 비교



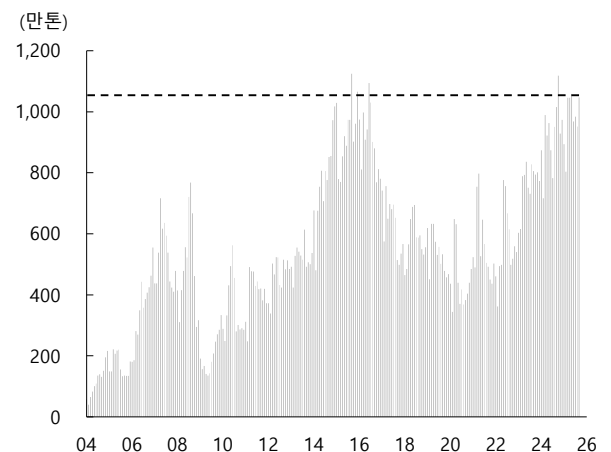
자료: 중국국가통계국, iM증권 리서치본부
주: 열연은 열연강폭광대

그림2. 중국 판재류 유통재고 추이



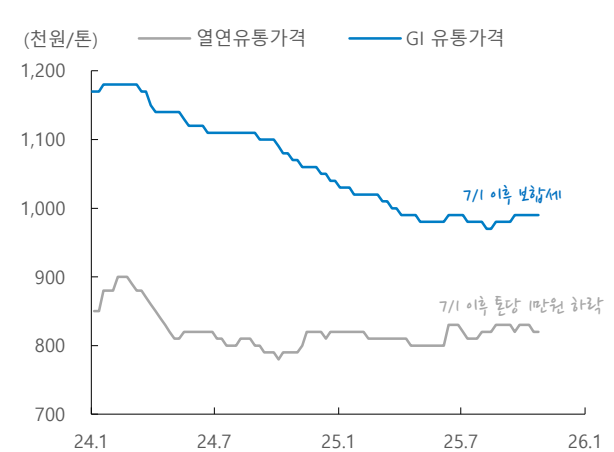
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림3. 중국 월간 철강재 수출량



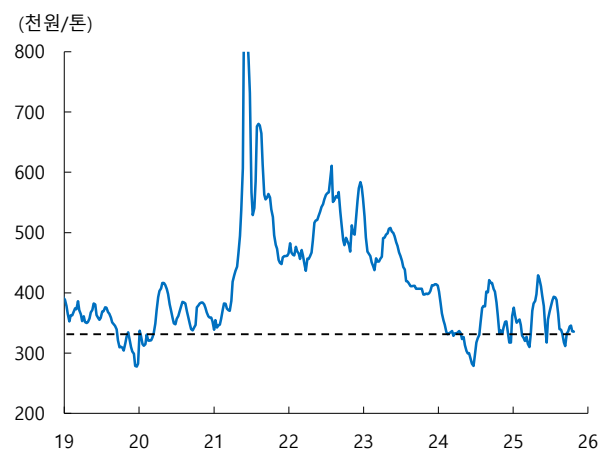
자료: WIND, iM증권 리서치본부

그림4. 국내 열연강판 및 GI 유통가격 추이



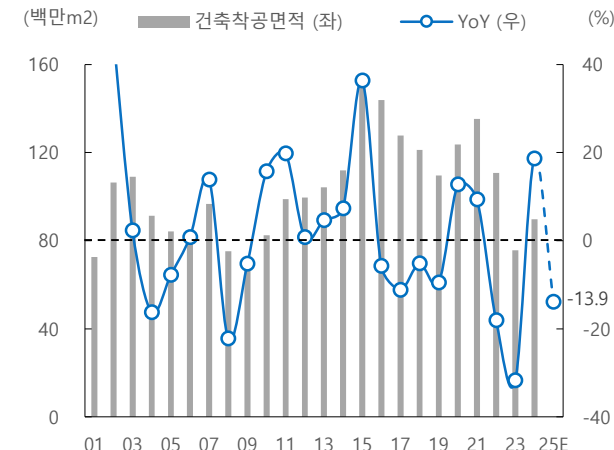
주: 열연강판은 현대제철 SS275 기준
자료: 스틸데일리, iM증권 리서치본부

그림5. 국내 철근 유통가격 - 스크랩 스프레드 추이



주: 스크랩은 중량 A 기준, 1개월 이동평균
자료: 스틸데일리, iM증권 리서치본부

그림6. 국내 연도별 건설 착공면적 및 전년비 증가율



자료: KOSIS, iM증권 리서치본부

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

(십억원)	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25(a)	y-y	q-q	컨센서스(b)	차이(a-b)
매출액	5,624	5,613	5,563	5,946	5,734	2.0%	-3.6%	5,782	-0.8%
영업이익	52	-46	-19	102	93	80.8%	-8.4%	100	-6.6%
세전이익	-56	-66	-67	6	30	흑전	421.2%	38	-20.1%
지배주주순이익	-18	-18	-55	34	17	흑전	-49.6%	37	-53.4%
영업이익률	0.9%	-0.8%	-0.3%	1.7%	1.6%			1.7%	-0.1%p
세전이익률	-1.0%	-1.2%	-1.2%	0.1%	0.5%			0.7%	-0.1%p
지배주주순이익률	-0.3%	-0.3%	-1.0%	0.6%	0.3%			0.6%	-0.3%p

자료: 현대제철, iM증권 리서치본부

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

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	2025E
매출액	4,819	4,852	4,463	4,483	18,618	4,290	4,680	4,533	4,696	18,198
영업이익	89	46	32	-152	15	-56	-7	47	70	53
영업이익률	1.8%	0.9%	0.7%	-3.4%	0.1%	-1.3%	-0.2%	1.0%	1.5%	0.3%

자료: 현대제철, iM증권 리서치본부

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

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	2025E
매출액	5,948	6,041	5,624	5,613	23,226	5,563	5,946	5,734	5,974	23,218
영업이익	56	98	52	-46	159	-19	102	93	109	285
세전이익	8	55	-56	-66	-59	-67	6	30	40	9
지배주주순이익	32	-7	-18	-18	-12	-55	34	17	33	29
영업이익률	0.9%	1.6%	0.9%	-0.8%	0.7%	-0.3%	1.7%	1.6%	1.8%	1.2%
세전이익률	0.1%	0.9%	-1.0%	-1.2%	-0.3%	-1.2%	0.1%	0.5%	0.7%	0.0%
지배주주순이익률	0.5%	-0.1%	-0.3%	-0.3%	-0.1%	-1.0%	0.6%	0.3%	0.6%	0.1%

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	23,218	23,551	23,134	23,505	0.4%	0.2%
영업이익	285	424	268	453	6.2%	-6.5%
세전이익	9	180	9	213	-5.5%	-15.6%
지배주주순이익	29	145	33	163	-13.7%	-11.3%
영업이익률	1.2%	1.8%	1.2%	1.9%	0.1%p	-0.1%p
세전이익률	0.0%	0.8%	0.0%	0.9%	0.0%p	-0.1%p
지배주주순이익률	0.1%	0.6%	0.1%	0.7%	0.0%p	-0.1%p

자료: 현대제철, iM증권 리서치본부

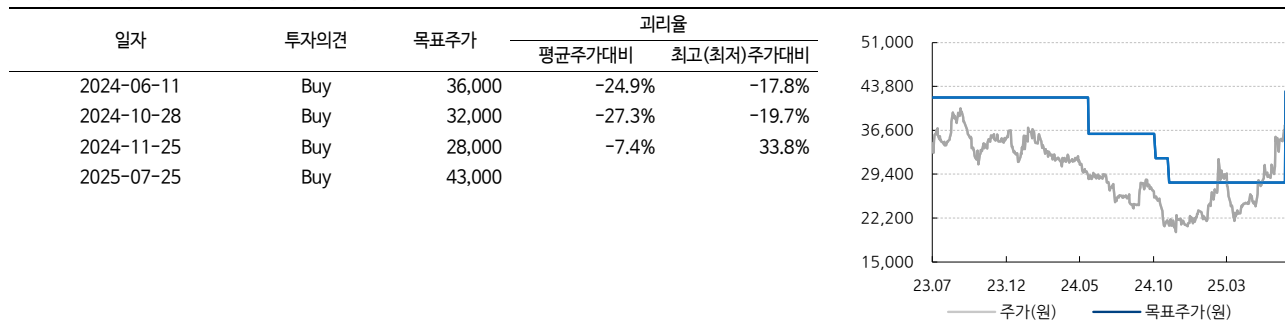
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	11,460	11,266	11,245	11,236	매출액	23,226	23,218	23,551	23,706
현금 및 현금성자산	1,296	1,109	962	895	증가율(%)	-10.4	0.0	1.4	0.7
단기금융자산	943	1,207	1,207	1,207	매출원가	21,832	21,621	21,768	21,847
매출채권	2,792	2,869	2,909	2,928	매출총이익	1,394	1,597	1,783	1,859
재고자산	6,291	5,990	6,076	6,116	판매비와관리비	1,234	1,312	1,359	1,392
비유동자산	23,284	23,441	23,465	23,492	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	18,431	18,743	18,846	18,940	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	1,402	1,317	1,246	1,186	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	34,744	34,707	34,710	34,728	영업이익	159	285	424	467
유동부채	7,699	7,066	7,093	7,105	증가율(%)	-80.0	78.6	48.8	10.2
매입채무	1,467	1,857	1,884	1,897	영업이익률(%)	0.7	1.2	1.8	2.0
단기차입금	1,216	1,416	1,416	1,416	이자수익	113	104	98	95
유동성장기부채	2,364	1,285	1,285	1,285	이자비용	421	377	377	377
비유동부채	7,711	8,411	8,411	8,411	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	2,775	3,475	3,475	3,475	기타영업외손익	49	65	59	59
장기차입금	3,383	3,383	3,383	3,383	세전계속사업이익	-59	9	180	220
부채총계	15,410	15,477	15,504	15,516	법인세비용	-68	-26	32	44
지배주주지분	18,918	18,809	18,782	18,783	세전계속이익률(%)	-0.3	0.0	0.8	0.9
자본금	667	667	667	667	당기순이익	9	35	148	176
자본잉여금	3,905	3,905	3,905	3,905	순이익률(%)	0.0	0.2	0.6	0.7
이익잉여금	13,400	13,330	13,343	13,384	지배주주귀속 순이익	-12	29	145	173
기타자본항목	946	906	867	827	기타포괄이익	-40	-40	-40	-40
비지배주주지분	415	422	425	428	총포괄이익	-31	-5	108	136
자본총계	19,334	19,230	19,206	19,211	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	1,777	1,551	1,509	1,621	주당지표 (원)				
당기순이익	9	35	148	176	EPS	-87	215	1,084	1,294
유형자산감가상각비	1,621	1,688	1,697	1,706	BPS	141,768	140,945	140,745	140,756
무형자산감각비	90	84	71	60	CFPS	12,731	13,495	14,334	14,525
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	750	750	1,000	1,000
투자활동 현금흐름	-1,503	-2,171	-1,430	-1,430	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-1,650	-1,800	-1,500	-1,500	PER		155.5	30.9	25.8
무형자산의 처분(취득)	-17	-	-	-	PBR	0.1	0.2	0.2	0.2
금융상품의 증감	-16	-168	8	8	PCR	1.7	2.5	2.3	2.3
재무활동 현금흐름	-354	308	-12	-45	EV/EBITDA	5.5	5.7	5.4	5.3
단기금융부채의증감	-2,803	-379	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	2,494	700	-	-	ROE	-0.1	0.2	0.8	0.9
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA0이익률	8.1	8.9	9.3	9.4
배당금지급	-43	-43	-43	-43	부채비율	79.7	80.5	80.7	80.8
현금및현금성자산의증감	-90	-186	-147	-68	순부채비율	38.8	37.7	38.5	38.8
기초현금및현금성자산	1,386	1,296	1,109	962	매출채권회전율(x)	7.7	8.2	8.2	8.1
기말현금및현금성자산	1,296	1,109	962	895	재고자산회전율(x)	3.7	3.8	3.9	3.9

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 주권사로 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 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이전]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
91%	8.3%	0.7%