

2024. 10. 17



▲ **철강/비철금속**

Analyst **장재혁**

02. 6454-4882

jaehyeok.jang@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **36,000 원**

현재주가 (10.16) **26,950 원**

상승여력 **33.6%**

KOSPI	2,610.36pt
시가총액	35,964억원
발행주식수	13,345만주
유동주식비율	62.62%
외국인비중	21.29%
52주 최고/최저가	37,000원/23,800원
평균거래대금	103.6억원

주요주주(%)

기아 외 5 인	35.96
국민연금공단	7.09

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.0	-12.6	-20.1
상대주가	8.5	-12.7	-25.5

주가그래프



현대제철 004020

이중 난관: 판매량과 롤마진

- ✓ 연결영업이익 992억원(YoY -56.6%, QoQ +1.2%, OPM 1.8%), 컨센서스 하회 전망
- ✓ 별도영업이익은 521억원(YoY -72.5%, QoQ +14.0%, OPM 1.2%) 전망
- ✓ 유의미한 롤마진 개선 부재한 가운데 저조한 봉형강 판매량이 주요 원인
- ✓ 중국 부양책으로 인한 철강 실수요 개선과 국내 건설경기 회복에 동반한 철근 수요 회복이 동사 실적 정상화의 선결 조건. ROE 추정치 하향 조정을 반영하여, 적정주가를 36,000원으로 하향

3Q24 Preview: 낮은 Q의 타격

연결영업이익 992억원(YoY -56.6%, QoQ +1.2%, OPM 1.8%)으로 컨센서스를 하회할 것으로 예상된다. 별도영업이익은 521억원(YoY -72.5%, QoQ +14.0%, OPM 1.2%)을 전망한다. 판매량은 판매량 287만톤(QoQ -0.7%), 롤마진 소폭 개선되어 전분기 대비 양호하다. 다만 봉형강의 경우 롤마진 개선이 부재한 가운데 부진한 국내 건설업황과 비수기 영향으로 저조한 판매량(128만톤, QoQ 13.8%)이 예상된다.

9월 말~10월 초 발표된 중국 부양 패키지의 영향으로 전반적인 중국 철강제품 수출가가 반등하였으며, 이로 인한 롤마진 개선 효과는 일부 4Q24 실적에 반영 가능하다. 당진제철소 4분기 중 제강/압연공정 16만톤 감산이 예정되어 있으나, 반제품 재고를 활용하여 추가적인 판매량 훼손은 제한적이다. 이를 감안할 경우 4Q24 연결영업이익은 1,066억원(YoY 흑전, QoQ +7.5%)을 전망한다.

이중 난관: 판매량과 롤마진

부진한 중국 철강 업황이 전반적인 철강제품의 가격에 하방압력을 가했고, 이는 저조한 롤마진으로 이어졌다. 게다가 부진한 내수 건설 업황으로 인해 전례 없이 낮은 수준의 봉형강 판매량을 기록 중이다. 중국 철강산업의 실수요 개선뿐 아니라 국내 건설경기 회복과 동반한 철근 수요 회복이 동사 실적 정상화의 선결 조건이 되었다.

적정주가 36,000원으로 하향, 투자의견 BUY 유지

적정주가를 36,000원으로 하향조정한다. 2025E BPS 145,092원에 적정 P/B 0.25배를 적용했다. ROE 추정치의 하향조정으로 적정 P/B 또한 하향되었다. 다만, 연말까지 추가적인 중국 경기부양책 기대감으로 인한 단기적 접근은 가능하다고 판단하여 투자의견 BUY를 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	27,340.6	1,616.5	1,017.6	7,626	-31.0	140,235	4.0	0.2	4.3	5.6	92.4
2023	25,914.8	798.3	461.2	3,456	-57.3	143,130	10.6	0.3	5.5	2.4	80.6
2024E	23,247.2	359.6	117.8	883	-71.3	143,658	30.5	0.2	5.3	0.6	77.5
2025E	23,211.0	572.9	322.9	2,420	153.8	145,092	11.1	0.2	4.6	1.7	71.4
2026E	23,856.9	890.0	568.4	4,259	76.0	148,366	6.3	0.2	3.8	2.9	64.6

(십억원)	3Q24E	3Q23	(% YoY)	2Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	5,558.8	6,283.2	-11.5	6,041.4	-8.0	5755.5	-3.4
영업이익	99.2	228.4	-56.6	98.0	1.2	132.2	-25.0
세전이익	55.7	171.8	-67.6	55.0	1.4	61.6	-9.5
지배순이익	42.0	134.9	-68.9	-7.4	흑전	65.1	-35.6
영업이익률(%)	1.8	3.6		1.6		2.3	
세전이익률(%)	1.0	2.7		0.9		1.1	
순이익률(%)	0.8	2.1		-0.1		1.1	

주: Bloomberg 표준(3개월) 컨센서스 기준

자료: 현대제철, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	2024E			2025E		
	당사예상치	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	컨센서스	(% diff.)
매출액	23,247.2	23,788.8	-2.3	23,211.0	24,037.9	-3.4
영업이익	359.5	477.2	-24.7	572.9	806.8	-29.0
세전이익	187.3	271.2	-31.0	437.6	587.0	-25.5
순이익	117.8	182.4	-35.4	322.9	431.2	-25.1
영업이익률(%)	1.5	2.0		2.5	3.4	
세전이익률(%)	0.8	1.1		1.9	2.4	
순이익률(%)	0.5	0.8		1.4	1.8	

자료: Bloomberg, 현대제철, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	2022	2023	2024E
매출액 - 신규 추정		27,341.0	25,914.8
매출액 - 기존 추정			23,247.2
% change		n.a.	n.a.
영업이익 - 신규 추정		1,616.0	798.3
영업이익 - 기존 추정			359.5
% change		n.a.	n.a.
세전이익 - 신규 추정		1,349.0	532.1
세전이익 - 기존 추정			713.3
% change		n.a.	n.a.
지배주주 순이익 - 신규 추정		1,018.0	461.2
지배주주 순이익 - 기존 추정			117.8
% change		n.a.	n.a.
EPS (지배주주) - 신규 추정		7,625.5	3,456.0
EPS (지배주주) - 기존 추정			882.5
% change		n.a.	n.a.

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

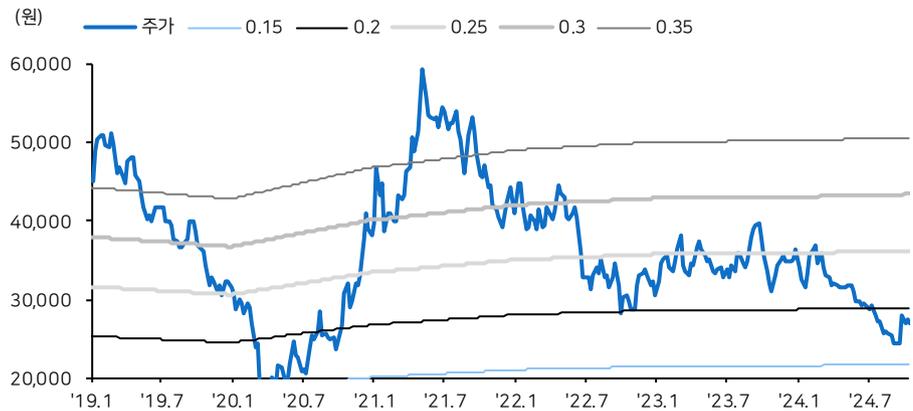
표4 현대제철 실적 Snapshot											
(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
원/달러 환율	1,277	1,315	1,312	1,320	1,329	1,371	1,358	1,350	1,306	1,352	1,345
판매량 (천톤)											
고로 판매량	2,919	2,942	2,877	2,830	2,914	2,907	2,887	2,901	11,568	11,609	11,750
성장률(% QoQ, %YoY)	29.0	0.8	-2.2	-1.6	3.0	-0.2	-0.7	0.5	5.9	0.4	1.2
전기로 판매량	1,785	1,955	1,662	1,580	1,431	1,487	1,282	1,307	6,982	5,507	5,312
성장률(% QoQ, %YoY)	7.1	9.5	-15.0	-4.9	-9.4	3.9	-13.8	1.9	-5.1	-21.1	-3.5
ASP (원/kg)											
봉형강류	1,222	1,191	1,142	1,096	1,053	1,035	1,013	1,023	1,166	1,032	1,037
성장률(% QoQ, %YoY)	-4.3	-2.5	-4.1	-4.1	-3.9	-1.7	-2.1	1.0	-10.3	-11.5	0.6
판재류	1,172	1,201	1,163	1,120	1,138	1,141	1,104	1,113	1,164	1,124	1,116
성장률(% QoQ, %YoY)	-7.1	2.5	-3.2	-3.7	1.6	0.3	-3.2	0.8	-9.6	-3.4	-0.7
스프레드 (원/kg)											
봉형강류	660	636	616	601	573	572	575	588	628	577	597
성장률(% QoQ, %YoY)	-11.4	-3.6	-3.2	-2.4	-4.7	-0.2	0.5	2.3	-6.1	-8.1	3.4
판재류	655	659	635	602	582	567	577	608	655	603	608
성장률(% QoQ, %YoY)	3.4	0.6	-3.6	-5.1	-3.3	-2.7	1.8	5.4	-1.8	-7.8	0.8
별도 실적 (십억원)											
매출액	5,604	5,863	5,243	4,899	4,819	4,852	4,484	4,563	21,609	18,718	18,615
성장률(% QoQ, %YoY)	11.9	4.6	-10.6	-6.6	-1.6	0.7	-7.6	1.8	-8.7	-13.4	-0.6
영업이익	342.9	426.4	189.3	-308.2	89.0	45.7	52.1	65.9	650.4	252.8	392.8
영업이익률(%)	6.1	7.3	3.6	-6.3	1.8	0.9	1.2	1.4	3.0	1.4	2.1
성장률(% QoQ, %YoY)	흑전	24.4	-55.6	적전	흑전	-48.6	14.0	26.4	-55.6	-61.1	55.4
연결 실적 (십억원)											
매출액	6,389	7,138	6,283	6,104	5,948	6,041	5,559	5,699	25,915	23,247	23,211
성장률(% QoQ, %YoY)	6.8	11.7	-12.0	-2.8	-2.6	1.6	-8.0	2.5	-5.2	-10.3	-0.2
영업이익	333.9	465.1	228.4	-229.1	55.8	98.0	99.2	106.6	798.3	359.5	572.9
영업이익률(%)	5.2	6.5	3.6	-3.8	0.9	1.6	1.8	1.9	3.1	1.5	2.5
성장률(% QoQ, %YoY)	흑전	39.3	-50.9	적전	흑전	75.6	1.2	7.5	-50.6	-55.0	59.3
세전이익	295.0	381.6	171.8	-316.3	7.6	55.0	57.9	71.3	532.1	191.7	445.4
지배순이익	228.5	297.4	134.9	-199.5	31.5	-7.4	42.0	51.7	461.2	117.8	322.9
지배순이익률(%)	3.6	4.2	2.1	-3.3	0.5	-0.1	0.8	0.9	1.8	0.5	1.4

자료: 현대제철, 메리츠증권 리서치센터

표5 현대제철 Valuation		
항목	값	비고
COE (%)	7.6	CAPM 모델 활용
Rf	4.0	미국 10년 국고채 금리
MRP	4.0	당사 추정치
베타	0.9	104주 베타
ROE (%)	2.3	2025E, 2026E ROE 평균
영구성장률 g (%)	0.5	
적정 P/B (배)	0.25	(ROE-g) / (COE-g)
BPS(지배주주)	145,092	4Q25E BPS
적정 주가 (fair value, 원)	35,964	
적정 주가 ('000 round, 원)	36,000	

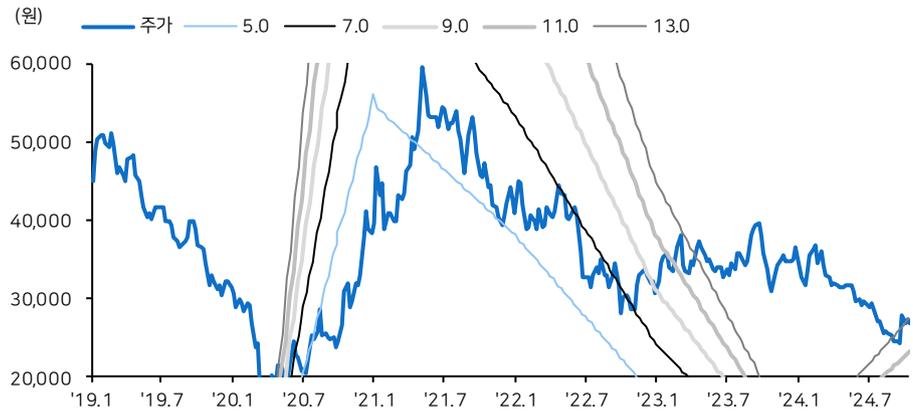
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 PBR Band Chart



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 PER Band Chart



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

현대제철 (004020)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	27,340.6	25,914.8	23,247.2	23,211.0	23,856.9
매출액증가율(%)	19.7	-5.2	-10.3	-0.2	2.8
매출원가	24,506.9	23,782.3	21,673.8	21,412.4	21,719.9
매출총이익	2,833.7	2,132.5	1,573.3	1,798.6	2,137.0
판매관리비	1,217.3	1,334.2	1,213.8	1,225.7	1,247.0
영업이익	1,616.5	798.3	359.6	572.9	890.0
영업이익률(%)	5.9	3.1	1.5	2.5	3.7
금융손익	-249.0	-278.6	-264.9	-199.7	-181.6
중속/관계기업손익	11.8	4.9	15.4	11.3	12.4
기타영업외손익	-30.8	7.5	81.7	60.9	63.1
세전계속사업이익	1,348.6	532.1	191.7	445.4	784.0
법인세비용	310.4	89.1	64.5	122.5	215.6
당기순이익	1,038.2	443.0	127.2	322.9	568.4
지배주주지분 순이익	1,017.6	461.2	117.8	322.9	568.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	2,179.6	1,948.4	2,619.8	1,872.3	2,060.0
당기순이익(손실)	1,038.2	443.0	127.2	322.9	568.4
유형자산상각비	1,531.2	1,554.9	1,617.4	1,587.8	1,537.0
무형자산상각비	57.3	87.4	88.0	83.3	78.2
운전자본의 증감	-738.3	304.4	957.0	-116.9	-118.0
투자활동 현금흐름	-1,394.5	-132.3	-1,084.6	-1,037.1	-1,037.4
유형자산의증가(CAPEX)	-1,021.0	-824.0	-1,476.0	-1,000.0	-1,000.0
투자자산의감소(증가)	10.5	-205.8	-29.0	-20.6	-20.8
재무활동 현금흐름	-469.2	-2,120.9	-413.0	-1,328.6	-1,328.5
차입금의 증감	-621.7	-1,941.5	-209.5	-1,197.0	-1,197.0
자본의 증가	0.0	0.0	-1.2	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	317.7	-312.9	1,115.8	-494.0	-306.0
기초현금	1,380.9	1,698.6	1,385.8	2,501.5	2,007.5
기말현금	1,698.6	1,385.8	2,501.5	2,007.5	1,701.5

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	13,191.1	11,953.6	12,179.3	11,962.1	11,935.6
현금및현금성자산	1,698.6	1,385.8	2,501.4	2,007.4	1,701.5
매출채권	2,608.9	2,929.0	2,734.7	2,813.7	2,893.4
재고자산	6,704.3	6,279.3	5,862.8	6,032.0	6,202.9
비유동자산	23,609.9	23,265.3	22,571.2	21,920.8	21,326.4
유형자산	18,755.1	18,249.9	17,730.0	17,142.2	16,605.2
무형자산	1,328.1	1,437.5	1,368.3	1,285.0	1,206.8
투자자산	1,988.6	2,200.3	2,229.2	2,249.9	2,270.7
자산총계	36,801.0	35,218.8	34,750.5	33,882.8	33,262.0
유동부채	8,119.2	7,984.2	7,939.5	7,851.1	7,763.9
매입채무	1,108.7	1,329.5	1,241.3	1,277.1	1,313.3
단기차입금	1,347.0	1,288.6	1,654.2	1,454.2	1,254.2
유동성장기부채	2,794.9	2,552.0	2,416.7	2,416.7	2,416.7
비유동부채	9,553.2	7,738.7	7,234.2	6,263.5	5,293.1
사채	3,796.5	3,207.5	2,805.0	2,405.0	2,005.0
장기차입금	3,590.9	2,635.4	2,648.2	2,048.2	1,448.2
부채총계	17,672.4	15,722.8	15,173.7	14,114.7	13,057.0
자본금	667.2	667.2	667.2	667.2	667.2
자본잉여금	3,906.1	3,906.1	3,904.9	3,904.9	3,904.9
기타포괄이익누계액	879.2	1,000.0	1,085.5	1,085.5	1,085.5
이익잉여금	13,373.7	13,639.3	13,625.5	13,816.8	14,253.6
비지배주주지분	414.8	395.9	406.2	406.2	406.2
자본총계	19,128.5	19,496.0	19,576.8	19,768.2	20,205.0

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	204,882	194,197	174,207	173,936	178,776
EPS(지배주주)	7,626	3,456	883	2,420	4,259
CFPS	26,747	17,968	15,088	17,277	19,248
EBITDAPS	24,017	18,289	15,474	16,816	18,773
BPS	140,235	143,130	143,658	145,092	148,366
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
배당수익률(%)	3.3	2.7	3.7	3.7	3.7
Valuation(Multiple)					
PER	4.0	10.6	30.5	11.1	6.3
PCR	1.1	2.0	1.8	1.6	1.4
PSR	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
EBITDA(십억원)	3,205.0	2,440.6	2,064.9	2,244.0	2,505.2
EV/EBITDA	4.3	5.5	5.3	4.6	3.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.6	2.4	0.6	1.7	2.9
EBITDA 이익률	11.7	9.4	8.9	9.7	10.5
부채비율	92.4	80.6	77.5	71.4	64.6
금융비용부담률	1.3	1.6	1.9	1.7	1.5
이자보상배율(x)	4.5	1.9	0.8	1.4	2.5
매출채권회전율(x)	9.5	9.4	8.2	8.4	8.4
재고자산회전율(x)	4.1	4.0	3.8	3.9	3.9

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 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>Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.0%
중립	14.0%
매도	0.0%

2024년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

현대제철 (004020) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

