

현대제철 (004020)

저울질에는 “숫자”가 필요

투자의견

HOLD(하향)

목표주가

30,000 원(유지)

현재주가

27,450 원(03/25)

시가총액

3,663(십억원)

철강/금속 이유진_02)368-6141_eugenelee@

■ 미국 전기로 제철소 투자

- 현대차 그룹의 미국 투자 일환으로 현대제철은 미국에 전기로 일관밀 투자 58억 달러를 확정 공시. 생산 규모는 270만톤, 구체적으로는 열연 65만톤, 냉연 205만톤(자동차 180만톤). 자본구조는 자기자본, 타인자본 5:5로 할 예정이며 자기자본의 과반을 소폭 상회하는 수준으로 현대자동차그룹이 공동 투자할 것이라 발표

■ 정해지지 않은 지분 출자 비율은 불확실성 확대를 일으켜

- 아직까지 지분출자 세부 비율과 내용은 결정되지 않았다고 언급. EV가 대략 11조원(시가총액 3.6조원, 순부채 8.3조원, 현금 1.3조원)인 현대제철의 투자자 관점에서는 불확실성이 확대되기 때문에 주가는 7% 하락 마감. 그러나 이번 투자에서는 유상증자는 검토하지 않았다고 밝혔음(뒤에 자세한 내용 참조)

■ 투자의견 ‘HOLD’로 하향, 목표가 30,000원 유지

- 구체적인 출자 비율이 나오기 전까지는 숫자로 확인할 수 없는 자본 비용은 불확실성을 의미하기 때문에 목표가 30,000원을 유지하고, 현재 주가를 고려하여 투자의견을 Hold로 하향. 앞으로 기대되는 주가 모멘텀은 1) 중국 감산 확산, 2) 열연, 형강 등 반덤핑 관세 조사 결과 발표, 3) 미국 제철소 지분을 확정

주가(원,03/25)	27,450
시가총액(십억원)	3,663

발행주식수	133,446천주
52주 최고가	32,950원
최저가	19,900원
52주 일간 Beta	1.24
60일 일평균거래대금	227억원
외국인 지분율	0.0%
배당수익률(2024E)	3.6%

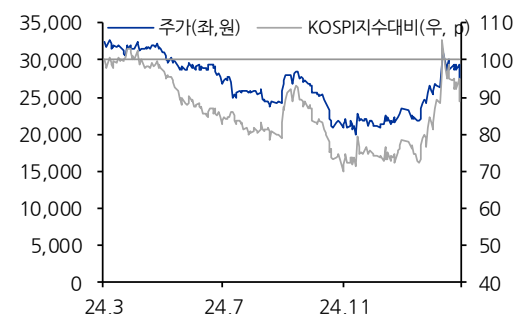
주주구성	
기아 (외 6인)	36.0%
국민연금공단 (외 1인)	7.1%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	9.3	1.7	-11.0
절대기준	8.7	2.4	-15.4

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	30,000	30,000	-
영업이익(25)	563	745	▼
영업이익(26)	1,290	1,442	▼

12월 결산(십억원)	2023A	2024P	2025E	2026E
매출액	25,915	23,226	24,677	25,420
영업이익	798	159	563	1,290
세전손익	532	-59	320	1,002
당기순이익	443	9	243	762
EPS(원)	3,456	-87	1,788	5,595
증감률(%)	-54.7	적전	흑전	213.0
PER(배)	10.6	na	15.4	4.9
ROE(%)	2.4	-0.1	1.3	4.1
PBR(배)	0.3	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	5.4	6.4	5.5	4.0

자료: 유진투자증권



전기로

전기로는 주로 철스크랩을 재활용하여 철강재를 생산하기 때문에 불순물이 포함되어 있어 저급 철강재를 생산하는데 활용되었으나 전기(electricity)로 고온을 만들 수 있고, 투입 원료의 품질 관리와 합금 비율 조정 등을 통해 일반 철강재도 생산이 가능해졌다. 대표적으로 미국의 Nucor, Steel Dynamics 는 전기로를 바탕으로 판재류를 생산하고 있다. 현대제철 또한 생산을 중단하긴 했지만, 당진에서 열연박판을 전기로로 생산한 경험이 있다.

전기로 vs 고로

전기로의 원가는 1) 원재료(철스크랩, 펄릿, 합금철)과 2) 운영비용(전력비, 연료, 전극 등)으로 구성된다. 전체 비용에서 원재료가 65%, 운영비가 35%를 차지하며 운영비에서 전력, 연료, 전극이 차지하는 비중은 40%다(Toulouevski and Zinurov, 2010). 전기로에서 1 톤의 조강을 생산하는 데에는 대략 450~550kWh 의 전기가 필요하고, 스크랩은 대체적으로 철광석에 비해 200 달러/톤 정도 비싸기 때문에 원가가 고로에 비해 높았다. 물론 미국에서 볼 수 있듯이 이는 지역별 전기료나 원료 수급에 따라 달라질 수 있는 변수다.

미국 철강 시장

미국 조강 생산 능력은 2023 년 기준 1.19 억톤(세계 24.3 억톤, 중국 11.4 억톤, 한국 8,160 만톤, 일본 1.18 억톤)이다. 2024 년 미국의 조강 생산량은 8,080 만톤, 수입량은 2,618 만톤이다. 미국 철강 명목 소비량보다는 자국에서 2,000 만톤 정도를 덜 생산하고 있다.

미국 조강 생산의 70%는 전기로를 기반으로 이뤄지고 있다. 우선 미국은 철 스크랩의 품질이 높고, 철광석 광산이 있기 때문에 DRI(직접환원철), HBI(고온압축철) 등 원료가 풍부하여 전기로에서 열연 코일 등의 판재류 제품을 생산하고 있다.

미국 철강 생산능력 증설 현황

2024 년을 기준으로 미국 내 증설이 확정된 철강 회사는 두 곳이며, 600 만톤 정도의 설비 용량이 추가된다. Nucor(300 만톤), US Steel(300 만톤), 현대제철(270 만톤)을 합쳐 도합 870 만톤이 추가되면 현재 있는 미국 내 철강 생산 용량 1.19 억톤(실제 운영되는 규모는 1 억톤으로 추산)에서 +7.3%의 용량이 추가된 1.2 억톤이 될 전망이다.

US Steel 은 2022 년 아칸소주의 BRS(Big River Steel) 의 공장에 32 억 달러를 투자하여 2 기의 전기로(300 만톤) 증설(기존 열연, 냉연, 도금제품, 전기강판 생산)을 발표했다. 증설을 통해 630 만톤의 메가 밀을 만들 것이라 밝혔다. 현재 공사가 진행 중이다.

한편, 2021 년 Nucor 도 웨스트 버지니아주에 31 억 달러를 투자하여 전기로(300 만톤)을 증설하겠다는 계획을 발표했고, Nucor 도 마찬가지로 웨스트 버지니아 공장에서 판재류(열연, 냉연, 자동차용 강판)를 생산하겠다고 밝혔고, 현재 공사가 진행 중이다.

루이지애나인 이유는 무엇일까?

현대자동차 그룹의 미국 내 자동차 생산 공장은 앨라배마(현대차/36 만대), 조지아(기아/34 만대, HMGMA/+50 만대)에 위치해 있다. 루이지애나주는 앨라배마와 조지아를 미시시피주를 끼고 있기 때문에 지리적으로 가깝다는 이점이 있으며, 철광석이 매장되어 있기 때문이다. Vale 는 2024 년에 루이지애나주에 2030 년까지 철광석 브리켓(HBI, DRI 전단계) 공장을 짓는다고 발표했고, Vale 와 현대제철은 2021 년 저탄소 원료 개발 MOU 를 맺은 바 있다.

도표 1. 현대차그룹의 미국 자동차 공장 위치



자료: 유진투자증권

이번 미국 투자가 유의미한가?

이번 투자는 단기적인 자금 부담과 장기적인 기업의 지속가능성 측면이라는 두 가치를 저울질 할 필요가 있다.

장기적으로 봤을 때, 다극화된 시대에서 현지 생산은 유의미한 투자다. 1) 미국 내 철강재 생산 물량에 대해서는 25% 관세를 받지 않고, 2) 미국은 철강재 순수입국이라는 점, 3) 현대제철이 투자하는 미국 내 제철소는 시작부터 캡티브 시장(현대/기아차 물량 및 기타 OEM)을 확보할 수 있다는 점은 긍정적이다.

다만 1) 공시를 했음에도 출자 구조나 비율이 명확하게 정해지지 않아 현지점에서 재무 부담을 추정할 수 없다는 점, 2) 2000년대 고로 투자의 재무 부담이 현재까지 현대제철에 이어져 왔다는 것을 고려했을 때 시장의 반응은 합리적이라 생각할 수 있다. 한편 지금까지 현대제철이 한국에서 제철소를 운영할 때 현대자동차 그룹이라는 매우 큰 캡티브가 있다는 점이 과연 기업 가치, 수익성에 프리미엄으로 작용하였는지 고려해볼 필요도 있다.

재무 부담은 어느 정도일까?

3/25 컨퍼런스 콜에서는 구체적인 내용을 언급하지 않았지만, 현대제철을 포함한 현대자동차그룹이 자기자본의 과반을 상회하는 수준으로 출자할 것이라 이야기한 것을 바탕으로 대략 추정해볼 수 있다. 자기자본에서 50%를 현대자동차가 투자를 하게 되면 2.125 조원을 투자해야하고, 그 중 현대제철이 비중에 따라 재무 부담이 달라지겠다. 제철소 투자인 만큼, 현대자동차그룹 투자에서도 현대제철의 비중이 50~70%라고 가정했다. 그룹사와 분담한다면 생각보다 출자금의 비중은 크지 않을 수 있겠다.

도표 2. 현대자동차그룹 자기자본 출자비중에 따른 현대제철의 출자금 추정

총 투자액 8.5 조원 (자기자본 4.25 조원)		현대자동차그룹		
(자기자본 기준 산정, 조원)		50%	55%	60%
		2.13	2.34	2.55
그룹사 출자에서 현대제철의 비중	50%	1.06	1.17	1.28
	60%	1.28	1.40	1.53
	70%	1.49	1.64	1.79

자료: 유진투자증권

그럼 왜 재무 부담이 우려되는가?

우선 유상증자 우려가 있었다. 유상증자를 검토하지 않았다고 언급했지만, 어떻게 보면 타인자본 조달도 문제다. 투자금의 절반을 타인자본으로 조달해야한다. 그러므로 미국 제철소의 법인 형태가 중요해지는데 높은 확률로 JV 의 형식이 될 가능성이 높고, 아직 정해지지 않은 지분율에 따라 미국 제철소가 현대제철에 "연결"되느냐, "지분법"으로 인식되느냐 따라 달라질 것이다. 한편 미국 제철소가 투자비용의 절반을 부채를 조달할 때도 어떤 방식(JV, 각자 각출 등)으로 조달할 것인지 정해지지 않았기 때문에 이자비용에 대한 부담도 불확실했다. 이자 비용은 4.5 조원을 4 년에 걸쳐 1.2 조원의 균등 금액을 빌리고 연간 4%의 차입 금리와 원금을 상환하지 않는다고 가정할 경우 누적 이자는 4,500 억원 정도다.

수익성은 어느 정도일까?

아직 구체적인 내용이 없어 여러 가정을 통해 간략하게 추정해보자면, 매출액은 4.3 조원, 영업이익은 4,000~8,500 억원 정도를 추정해볼 수 있다. 지금 시점에서는 현금 비중이나 부채 총액을 알 수 없지만, 참고로 미국 전기로 업체들의 EV/EBITDA 는 7.0~8.5 배다.

도표 3. 미국 제철소 수익성 추정

기준	열연	냉연	
		자동차	非자동차
톤	650,000	1,800,000	250,000
ASP(원)	1,300,000	1,700,000	1,500,000
매출액(십억원)	4,280		
매출원가율(미국 전기로 업체 평균)	75%	80%	85%
매출원가(십억원)	3,210	3,424	3,638
매출총이익(십억원)	1,070	856	642
판관비율(5%)	214		
영업이익(십억원)	856	642	428
감가상각비(십억원, 20 년 가정)	425		
EBITDA(십억원)	1,281	1,067	853

자료: 유진투자증권

Q&A

Q. 미국 내 철강 수급 전망

- 미국 조강생산 능력 8,000 만톤 추산
- 이번 증설 270 만톤은 전체의 3%. 미국 철강 시장에 미치는 영향은 크지 않음
- 미국 자동차 강판은 현재 900 만톤 수요. 향후 1,000 만톤 수준으로 수요 증가할 것. 큰 영향 없음

Q. 현대제철 투자비 규모, 지분투자 비율

- 58 억불. 자기자본, 타인자본 5:5, 자기자본의 과반을 소폭 상회하는 것을 현대차 그룹이 공동 투자할 것
- 세부 비율과 내용은 협업 중
- 유상증자는 검토한 바 없음

Q. 어떤 규격의 강판까지 공급 가능한지?

- 미국 전기로사 중 높은 수준의 자동차 강판 공급하는 회사 없음
- 미국 전기로사들은 일반강을 타겟해서 설비 구성했음
- 미국 전기로사들은 대략 5%를 저급 차강판으로 공급
- 현대제철은 2007~2010 년 전기로 기반으로 자동차 기반 판재 생산한 경험
- 외판재 제외. 고로에서 생산할 수 있는 70%를 공급 가능할 것

Q. 미국 전기로사 높은 이익률. 고로사는 그렇지 않음. 전기로 설비로 투자한다고 해도, 고정비용 늘어나고 DRI로 원료비 증가하는데 수익은?

- 미국 전기로사 이익률 높음. 이유는 품질 좋은 스크랩, 낮은 전력료, 물류 효율성
- 미국 고로사는 설비노후화, 북동부에 집중 위치, 레거시 비용 등 원가가 불리

- 현대제철 투자는 미국 전기로사와 비교시 일부 투자 부담으로 고정비 상승은 있겠음
- 그러나 고급강 포션을 높임으로서 판가를 높일 수 있어 미국 전기로사와 유사한 수준의 수익성 기대

Q. 고로재 대비 경쟁력 없다면 수요처가 구매하나요?

* 원가 경쟁력 확보

- 설비구성 일관밀. 원료~최종제품까지 집적되어 있다는 것은 차별화
- 핫차징을 통해서 에너지 세이브할 것이며, 원료나 반제품 이송에서 발생하는 물류비 절감 가능

* 고급 차강판 기술

- 기술은 기존 전기로에서 차강판 생산했던 노하우, 초고장력강 중심의 제품개발 역량 적용할 것

Q. 탄소 감축?

- 고로재 대비 60%~70% 저감을 목표
- 통상 고로 1 톤당 탄소 배출량을 2.5 톤이라고 하면, 1 톤 미만을 타겟
- 입지에 있어서 탄소 포집 가능한 곳으로 선정
- 우선은 CCS 적용해서 탄소 감축, 장기적으로는 수소 적용하여 추가적인 탄소 감축

Q. 기존 국내 설비와 시너지?

- 고품질 차강판 판매 과정에서 인지도 상승, 브랜드 가치 상승 전망
- 확보 고객 통해 수출 확대 시너지
- 저탄소 체제 구축을 통해 국내 사업장에도 안정적인 탄소 감축 국내에도 적용 가능

Q. 자동차 강판은 이미 국내에서 생산 중인데, 금번 투자로 국내 생산 영향?

- 국내 생산량 유지 전망
- 전기로에서 100% 자동차 강판을 생산할 수 없는 구조
- 외판재, 나머지 전기로에서 생산할 수 없는 30%는 고로에서 생산된 제품이 생산될 예정
- 미국 신설 공장과 보완적인 관계 유지 전망
- 봉형강 제품은 자동차강판과 간접 사항 없어서 직접 영향 없음
- 당사 브랜드 가치 제고로 시너지 고려할 때, 상호 보완역할로 운영 효율 상승 기대

현대제철(004020.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	36,801	35,219	34,744	33,054	33,397
유동자산	13,191	11,954	11,460	10,194	11,005
현금성자산	2,247	2,198	2,311	1,859	2,680
매출채권	2,714	3,032	2,655	3,048	2,706
재고자산	6,704	6,279	6,291	5,080	5,412
비유동자산	23,610	23,265	23,284	22,861	22,392
투자자산	3,525	3,578	3,452	3,592	3,738
유형자산	18,755	18,250	18,431	17,927	17,369
기타	1,330	1,438	1,402	1,342	1,285
부채총계	17,672	15,723	15,410	14,674	14,417
유동부채	8,119	7,984	7,699	7,130	6,888
매입채무	3,383	3,898	3,957	3,387	3,044
유동성이자부채	4,248	3,951	3,676	3,676	3,776
기타	488	135	66	67	68
비유동부채	9,553	7,739	7,711	7,544	7,529
비유동이자부채	8,295	6,651	6,893	6,693	6,643
기타	1,258	1,088	818	852	886
자본총계	19,129	19,496	19,334	18,380	18,980
지배지분	18,714	19,100	18,918	17,965	18,565
자본금	667	667	667	667	667
자본잉여금	3,906	3,906	3,905	3,905	3,905
이익잉여금	13,374	13,639	13,400	13,505	14,105
기타	767	888	946	(112)	(112)
비지배지분	415	396	415	415	415
자본총계	19,129	19,496	19,334	18,380	18,980
총차입금	12,544	10,602	10,569	10,369	10,419
순차입금	10,297	8,404	8,258	8,509	7,739

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	2,180	1,948	1,777	1,090	2,034
당기순이익	1,038	443	9	243	762
자산상각비	1,589	1,642	1,710	1,637	1,593
기타비현금성손익	943	312	28	(1,052)	(2)
운전자본증감	(738)	304	276	246	(333)
매출채권감소(증가)	480	(212)	564	(393)	342
재고자산감소(증가)	(258)	618	157	1,210	(331)
매입채무증가(감소)	(555)	30	(89)	(570)	(343)
기타	(405)	(132)	(357)	(1)	(1)
투자현금	(1,395)	(132)	(1,503)	(1,248)	(1,160)
단기투자자산감소	(498)	483	128	(41)	(43)
장기투자증권감소	(77)	0	(1)	(62)	(65)
설비투자	1,021	824	1,672	1,050	954
유형자산처분	21	24	22	0	0
무형자산처분	(6)	(5)	(17)	(24)	(24)
재무현금	(469)	(2,121)	(354)	(333)	(97)
차입금증가	(424)	(2,024)	(309)	(200)	50
자본증가	(132)	(132)	(132)	(133)	(147)
배당금지급	132	132	132	133	147
현금 증감	318	(313)	(90)	(492)	777
기초현금	1,381	1,699	1,386	1,296	803
기말현금	1,699	1,386	1,296	803	1,581
Gross Cash flow	3,569	2,398	1,930	843	2,367
Gross Investment	1,635	311	1,354	961	1,451
Free Cash Flow	1,935	2,087	575	(118)	917

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	27,341	25,915	23,226	24,677	25,420
증가율(%)	19.7	(5.2)	(10.4)	6.2	3.0
매출원가	24,507	23,782	21,832	22,771	22,746
매출총이익	2,834	2,132	1,394	1,906	2,674
판매 및 일반관리비	1,217	1,334	1,234	1,344	1,384
기타영업손익	13	10	(7)	9	3
영업이익	1,616	798	159	563	1,290
증가율(%)	(34.0)	(50.6)	(80.0)	252.7	129.3
EBITDA	3,205	2,441	1,870	2,200	2,883
증가율(%)	(20.7)	(23.9)	(23.4)	17.6	31.1
영업외손익	(268)	(266)	(219)	(235)	(280)
이자수익	75	117	145	404	393
이자비용	356	414	421	642	667
지분법손익	12	5	12	7	7
기타영업손익	2	26	45	(5)	(14)
세전순이익	1,349	532	(59)	320	1,002
증가율(%)	(37.3)	(60.5)	적전	흑전	213.0
법인세비용	310	89	(68)	77	241
당기순이익	1,038	443	9	243	762
증가율(%)	(31.0)	(57.3)	(98.0)	2,661.7	213.0
지배주주지분	1,018	461	(12)	239	747
증가율(%)	(30.4)	(54.7)	적전	흑전	213.0
비지배지분	21	(18)	20	5	15
EPS(원)	7,625	3,456	(87)	1,788	5,595
증가율(%)	(30.4)	(54.7)	적전	흑전	213.0
수정EPS(원)	7,625	3,456	(87)	1,788	5,595
증가율(%)	(30.4)	(54.7)	적전	흑전	213.0

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	7,625	3,456	(87)	1,788	5,595
BPS	140,235	143,130	141,768	134,622	139,117
DPS	1,000	1,000	1,000	1,100	1,200
밸류에이션(배, %)					
PER	4.0	10.6	n/a	15.4	4.9
PBR	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
EV/ EBITDA	4.5	5.4	6.4	5.5	4.0
배당수익율	3.3	2.7	3.6	4.0	4.4
PCR	1.1	2.0	1.9	4.3	1.5
수익성(%)					
영업이익율	5.9	3.1	0.7	2.3	5.1
EBITDA이익율	11.7	9.4	8.1	8.9	11.3
순이익율	3.8	1.7	0.0	1.0	3.0
ROE	5.6	2.4	(0.1)	1.3	4.1
ROIC	4.5	2.5	0.4	1.7	3.9
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	53.8	43.1	42.7	46.3	40.8
유동비율	162.5	149.7	148.8	143.0	159.8
이자보상배율	4.5	1.9	0.4	0.9	1.9
활동성 (회)					
총자산회전율	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
매출채권회전율	9.2	9.0	8.2	8.7	8.8
재고자산회전율	4.1	4.0	3.7	4.3	4.8
매입채무회전율	7.5	7.1	5.9	6.7	7.9

Compliance Notice
당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율		
종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율(%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2024.12.31 기준)

