

철강

10년 만에 감지되고 있는 변화

I. 중국 철강 수요, 기대감은 크지 않아

부동산에서 제조업으로 이동 중

'25년 중국 GDP 성장률은 5% 내외로 전망되는 가운데 2차 산업이 GDP에서 차지하는 비중은 지속적으로 하락. 철강 수요의 대부분은 건설업과 제조업으로 GDP에서 2차 산업 비중 축소는 부정적 요인.

2차 산업 중에서도 건설업이 철강 수요에서 차지하는 비중은 약 50%, 중국은 지준율 및 금리 인하 등 부동산 경기 회복을 위한 정책을 내놓고 있으나 그 영향은 기대 이하. 다만 이구환신 등의 정책이 제조업에는 긍정적 영향을 미치고 있는 바 건설향 수요 축소를 제조업에서 완화시켜주고 있어.

II. 중국 철강 공급, 10년 만에 변화 감지

더 적극적인 정책 나올 수도 있어

3/13일 중국 NDRC는 '25년 주요 업무로 조강 생산량 통제와 철강산업 축소 및 재편 추진을 언급. 또한 시진핑 주석은 지난 1월 번시강철을 방문하여 철강 산업 구조 최적화를 촉구한 것으로 알려져.

'21년 이후 조강 생산량이 감소했음에도 불구하고 소비 감소가 더 큰 폭으로 나타나며 제품 가격 하락과 수출량 확대 이어진 바 있어. 하지만 세계적으로 보호무역주의가 심화되고 있는 바 수출 여건 악화. 중국 내부에서 구조적 변화의 필요성을 느끼기 시작한 것으로 판단.

III. 생산능력 구조, 변화 시키려 할 것

고로 설비 생산 및 생산능력 축소 전망

3월 초 양회를 기점으로 중국 조강 생산량 감산 가능성이 대두되었지만 철강 제품가격은 그 이후 오히려 약보합세 진행 중. 이는 감산에 대한 기대감이 낮기 때문으로 판단. 5천만톤 ('24년 조강 생산량의 약 5%)이라는 수치가 언론을 통해 언급되고 있지만 아직 공식적으로 수치가 발표된 바는 없어.

다만 중국 정부가 기존의 철강 설비 스왑 정책이 오히려 생산량 및 생산능력 확대를 용인했다는 지적에 따라 '24년 8월 해당 정책을 일시 중단했으며 생산량 뿐만 아니라 생산능력 축소까지 이야기한 것은 그 동안의 모습과 다른 점이라고 판단.

MIIT는 지난 '22년, '25년 BOF와 EF 생산 비중 목표를 85:15로 제시. 하지만 '23년 생산 비중은 90:10으로 관측. '25년 목표 달성이 쉽지 않은 가운데 14차 5개년 규획의 마지막 해이자 '15차 5개년 규획을 앞둔 시점에서 해당 목표에 최대한 접근하기 위해서는 BOF 중심의 생산 및 생산능력 축소가 나타날 수 있을 것으로 전망.



이현수 철강/금속
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

종목	투자의견	목표주가 (원)
POSCO 홀딩스	매수 (M)	440,000 (M)
현대제철	매수 (M)	41,000 (U)

I. 중국 철강 수요, 기대감은 크지 않아

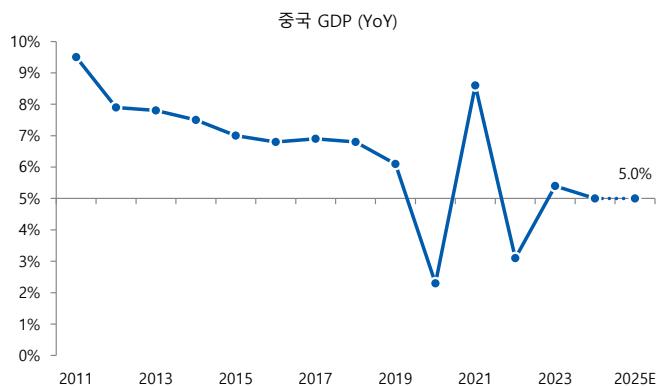
부동산에서 제조업으로 이동 중

3월 초 양회에서 중국은 '25년 GDP 성장을 목표로 5% 안팎을 제시했다. 이는 '24년의 5%와 유사한 수준이다. 하지만 IMF 등 주요 기관의 '25년 중국 GDP 성장을 전망은 대부분 5%를 하회하는 4%대 중후반으로 파악된다.

물론 5% 안팎이라 언급했기에 4% 중후반도 포함될 수 있지만 5%를 상회할 수 있을 것이라는 기대감이 낮은 것은 사실이다.

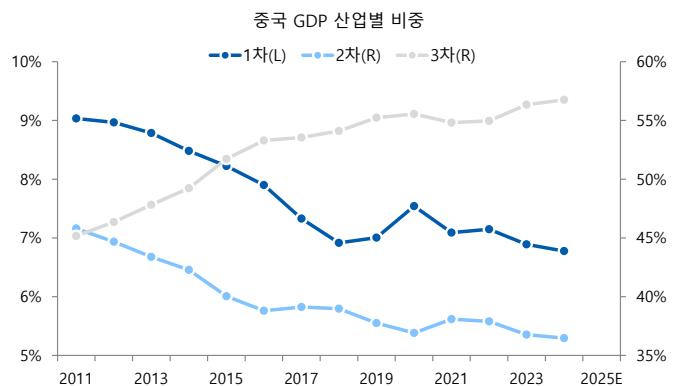
경제 규모가 커질수록 더 높은 또는 같은 성장률을 유지하는 것은 매우 어렵다. 중국도 예외는 아닐 것이다. 이 와중에 2차 산업이 GDP에서 차지하는 비중은 점차 찾았고 있다.

[그림-1] 중국 GDP (YoY)



자료: National Bureau of Statistics

[그림-2] 중국 GDP 산업별 비중



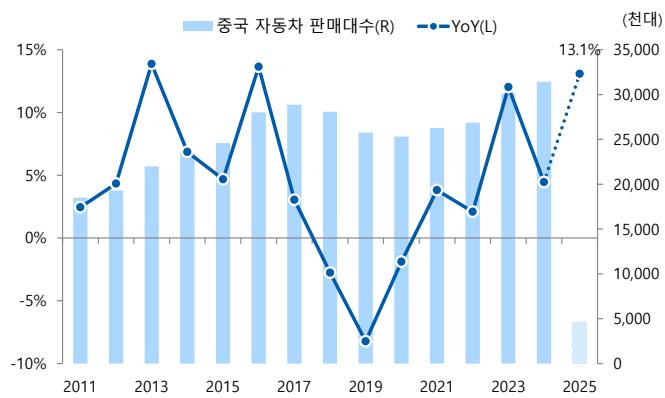
자료: National Bureau of Statistics

철강 수요는 2차 산업, 즉 건설업 및 제조업이 전부라고 할 수 있다. 해당 산업들이 GDP에서 차지하는 비중이 감소하고 있다는 점은 철강 수요에 부정적 요인임에는 틀림없다.

중국 건설업은 내수 수요가 100%라 할 수 있을 정도로 자국 경기의 영향을 많이 받으며 제조업은 내수 및 수출 등의 영향을 받으나 좀처럼 개선되지 않고 있는 미국과의 관계와 수년째 이어지고 앞으로는 더욱 강화될 것으로 예상되는 글로벌 보호무역주의로 인해 수출 확대를 기대하기는 어려운 실정이다.

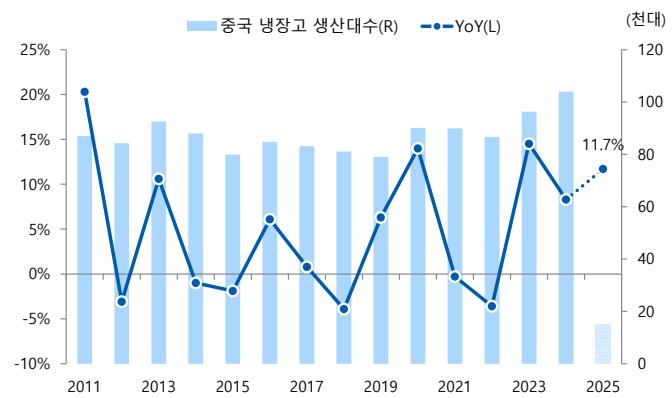
결국 자국 내 수요가 더욱 중요해지는 시점에서 중국의 철강 전방산업에 대한 전망은 밝지만은 않다. 제조업은 이구환신 등의 정책 효과가 실물 경기 회복으로 일부 이어지며 긍정적 효과를 경험하고 있는 듯 하나 건설업은 정책 효과가 뚜렷하게 나타나고 있지 않은 상황이다.

[그림-3] 중국 자동차 판매대수



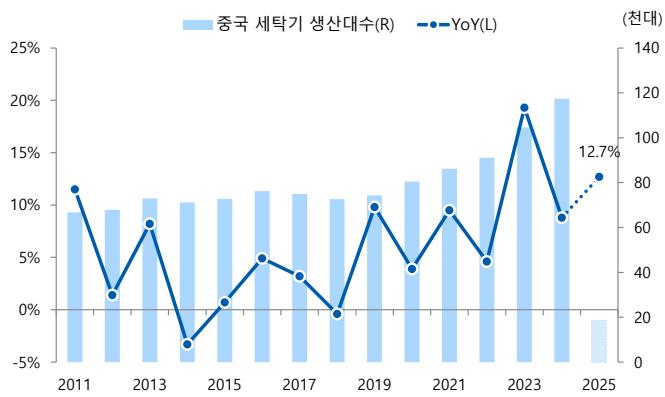
자료: China Association of Automobile Manufacturers, 주: '25년 2월 누적 기준

[그림-4] 중국 냉장고 생산대수



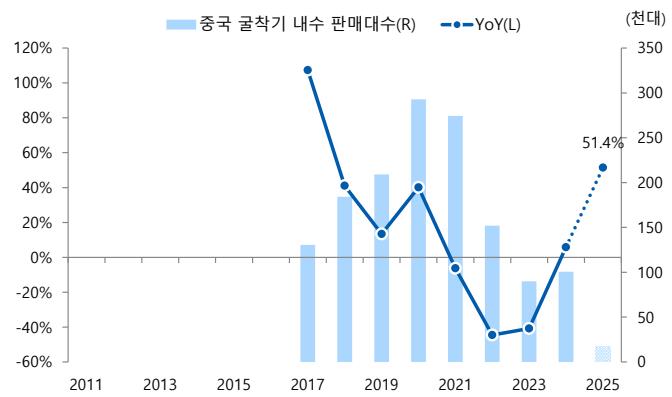
자료: National Bureau of Statistics, 주: '25년 2월 누적 기준

[그림-5] 중국 세탁기 생산대수



자료: National Bureau of Statistics, 주: '25년 2월 누적 기준

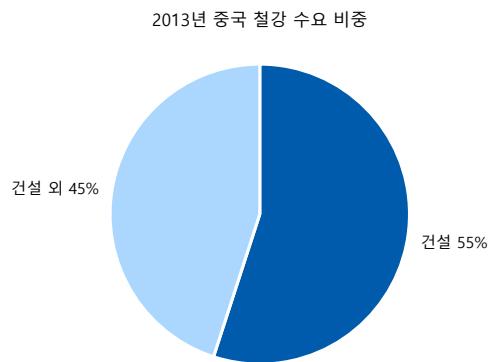
[그림-6] 중국 굴착기 내수 판매대수



자료: China Construction Machinery Association, 주: '25년 2월 누적 기준

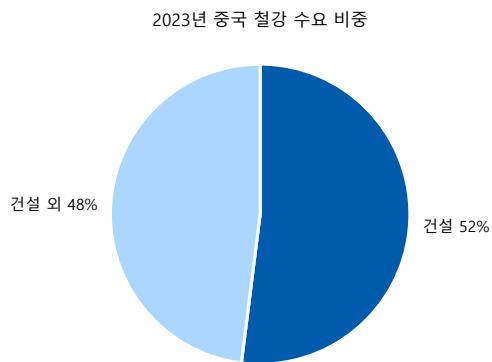
중국에게 부동산은 여전히 가장 중요한 국가 정책의 대상이나 국가의 미래라고 이야기할 수는 없을 것이다. 무너져서도 안되는 것이 부동산이지만 언제까지 부동산을 중심으로 경제 성장을 할 수 없기에 제한 없는 통화정책 및 재정정책을 통해 부동산 경기 부양을 이끌어 내기에는 어려움이 있을 것이다.

[그림-7] 2013년 중국 철강 수요 비중



자료: Ministry of Industry and Information Technology, China Iron and Steel Association

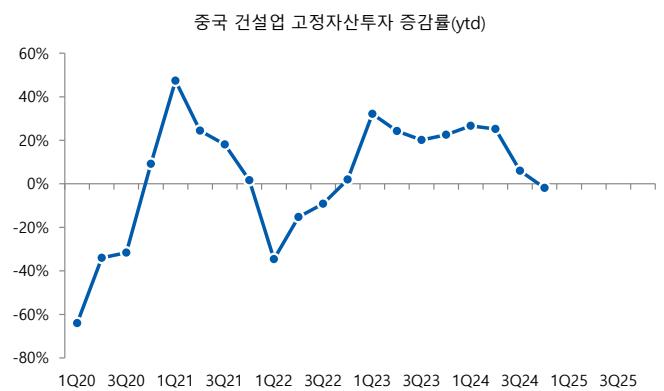
[그림-8] 2023년 중국 철강 수요 비중



자료: Ministry of Industry and Information Technology, China Iron and Steel Association

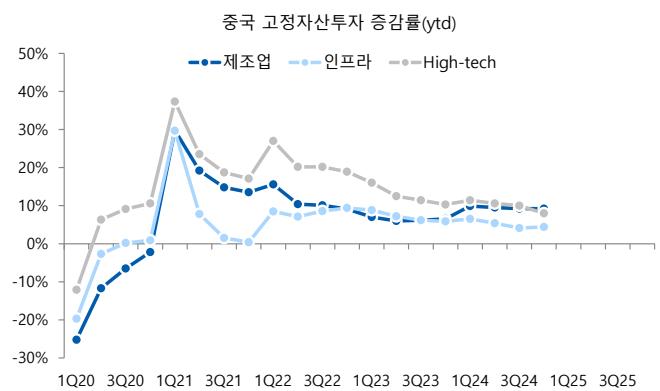
세계 각국의 보호무역주의가 강화되고 있는 가운데 외부에서의 성장 동력을 찾는다면 그것의 중심에는 첨단산업이 있어야 한다. 그것을 중국 정부도 인지하고 있기에 해당 산업에 대한 지원을 지속적으로 확대하는 것이다.

[그림-9] 중국 건설업 고정자산투자 증감률



자료: National Bureau of Statistics

[그림-10] 중국 고정자산투자 증감률



자료: National Bureau of Statistics

중국의 부동산과 관련된 대부분의 주요 지표들이 '21년 또는 '22년부터 악화된 모습이다.

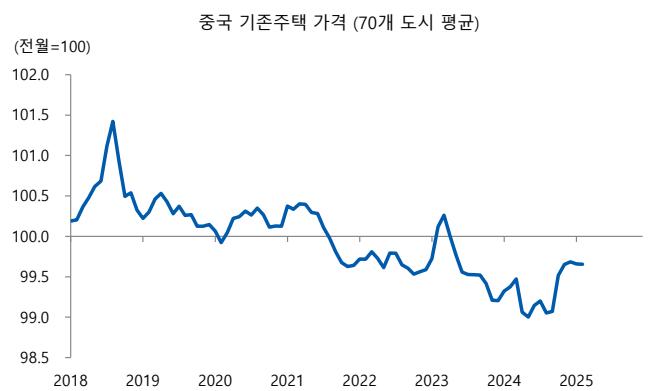
중국 70개 도시 평균 신규 및 기존 주택 가격은 '21년 이후 하락 추세이다. '23년 상반기 잠시 반등한 바 있으나 하반기부터 다시 하락세로 전환한 후 '24년 상반기에는 하락 폭을 키웠다.

[그림-11] 중국 신규주택 가격 (70개 도시 평균)



자료: National Bureau of Statistics

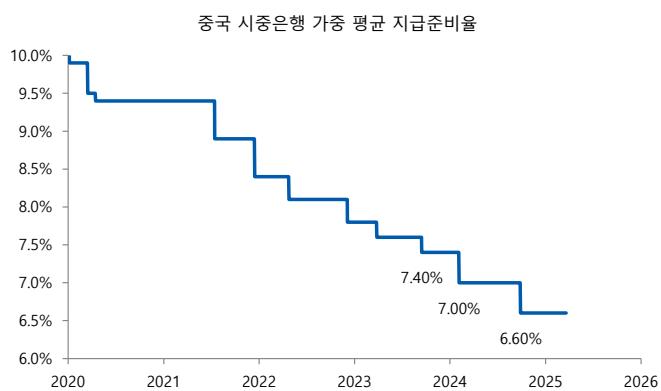
[그림-12] 중국 기존주택 가격 (70개 도시 평균)



자료: National Bureau of Statistics

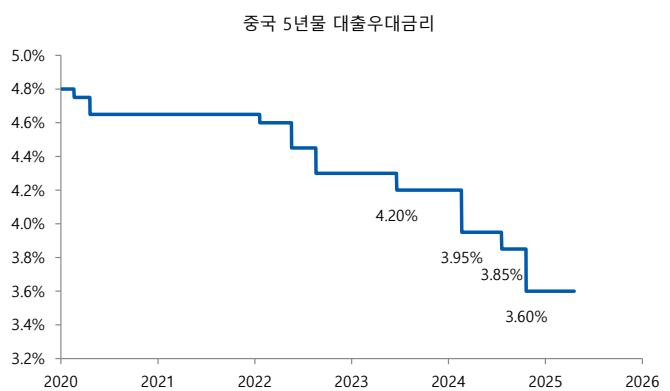
중국은 부동산 경기 방어를 위해 '24년 9월 지급준비율 및 대출우대금리 등을 인하함과 동시에 주택 장기 대출 최초 계약금 납부 비율을 낮추고 담보인정비율을 올리는 등 부동산 시장에 우호적인 정책을 내놓았으며 11월에는 베이징 등 1선 도시의 부동산 취득세 인하를 계획한다는 발표한 바 있다.

[그림-13] 중국 시중은행 기준 평균 지급준비율



자료: The People's Bank of China

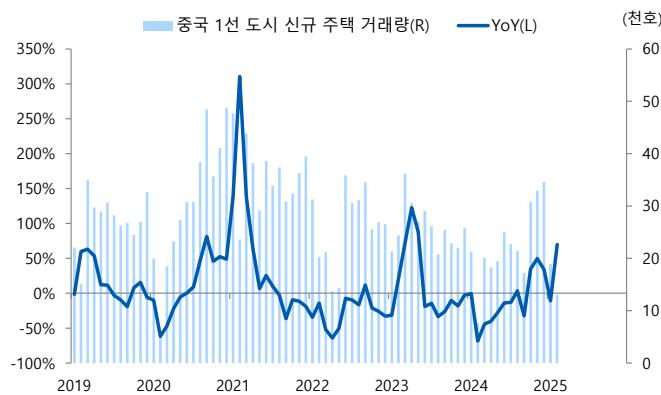
[그림-14] 중국 5년물 대출우대금리



자료: National Interbank Funding Center

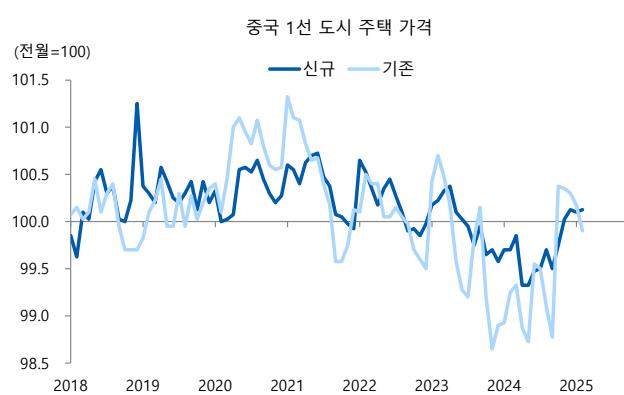
이에 1선 도시 신규 주택 거래량은 '24년 10~12월 증가했으며 1선 도시 신규 및 기존 주택 가격은 같은 시기 하락세에서 벗어나 상승세로 전환하며 부동산 시장 개선 움직임이 나타났다.

[그림-15] 중국 1선 도시 신규 주택 거래량



자료: China Real Estate Information Website

[그림-16] 중국 1선 도시 주택 가격

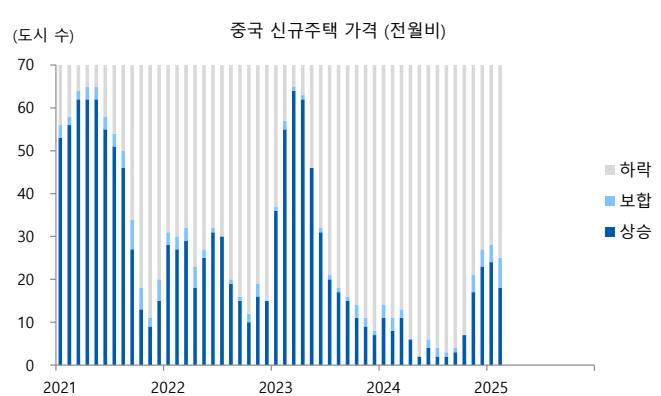


자료: National Bureau of Statistics

그러나 부동산 정책의 효과를 1선 도시가 아닌 중국 전체로 확대할 경우 그 효과가 다소 기대에 미치지 못한 것으로 나타난다.

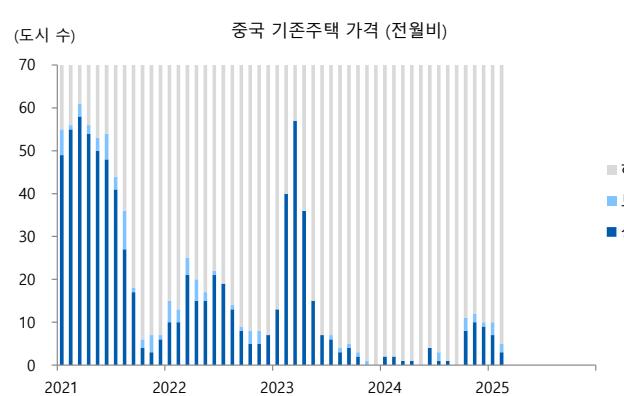
70개 도시 평균 신규 및 기존 주택가격은 '24년 하반기 낙폭을 줄이기는 했으나 여전히 하락세를 이어갔으며 '24년 4분기 잠시 주택 가격 상승 도시 수가 증가하는 모습을 보였으나 기존 주택은 그 흐름이 3개월을 넘기지 못했으며 신규 주택 역시 2월 들어 다시금 가격이 하락한 도시 수가 증가한 것으로 나타났다.

[그림-17] 중국 신규주택 가격 (전월비)



자료: National Bureau of Statistics

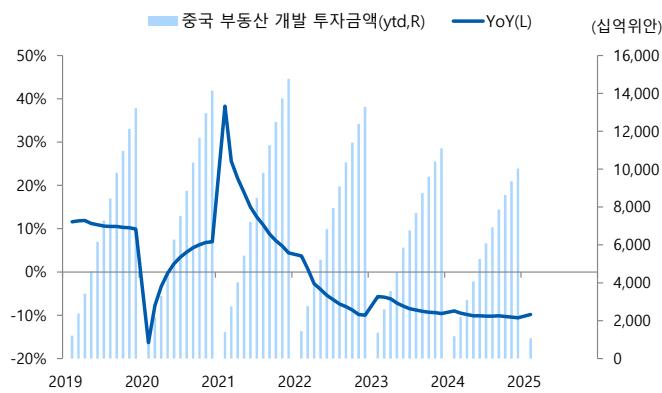
[그림-18] 중국 기존주택 가격 (전월비)



자료: National Bureau of Statistics

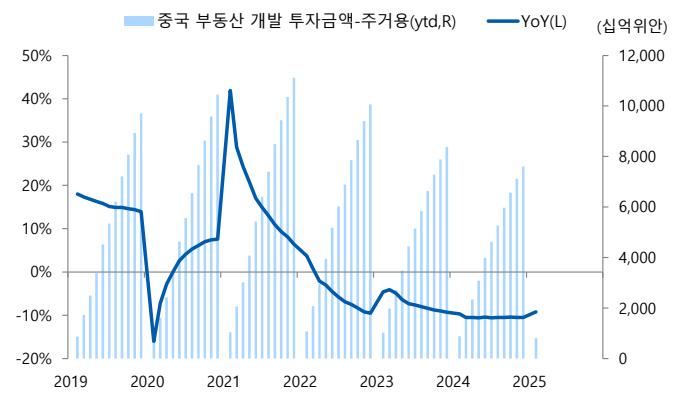
그 밖의 선행 및 동행 지표라 할 수 있는 부동산 관련 지표들은 '25년 1~2월에도 전반적으로 부진한 결과를 보여주고 있다. 부동산 개발 투자금액, 신규 건물 판매면적, 신규 건축 착공면적 등이 모두 그러하다.

[그림-19] 중국 부동산 개발 투자금액



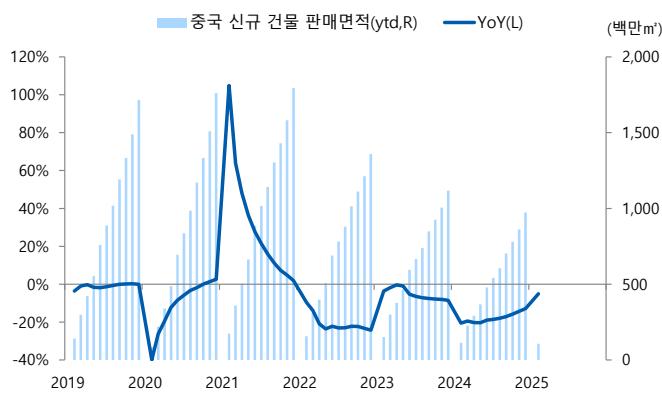
자료: National Bureau of Statistics

[그림-20] 중국 부동산 개발 투자금액-주거용



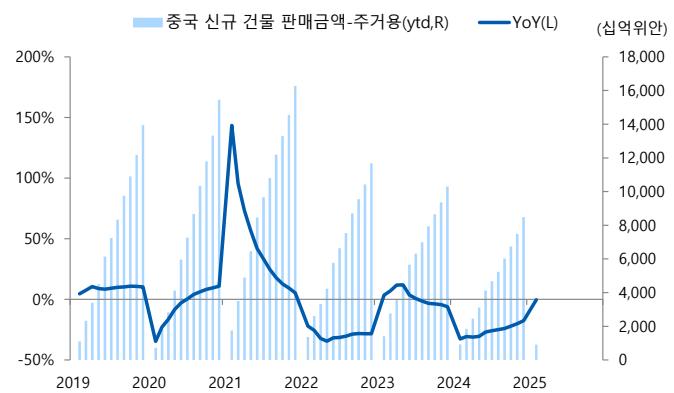
자료: National Bureau of Statistics

[그림-21] 중국 신규 건물 판매면적



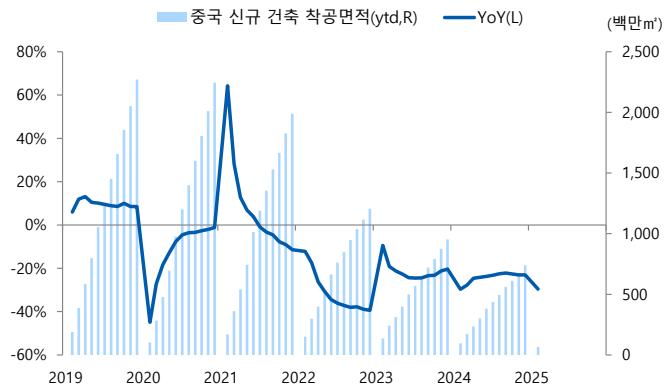
자료: National Bureau of Statistics

[그림-22] 중국 신규 건물 판매면적-주거용



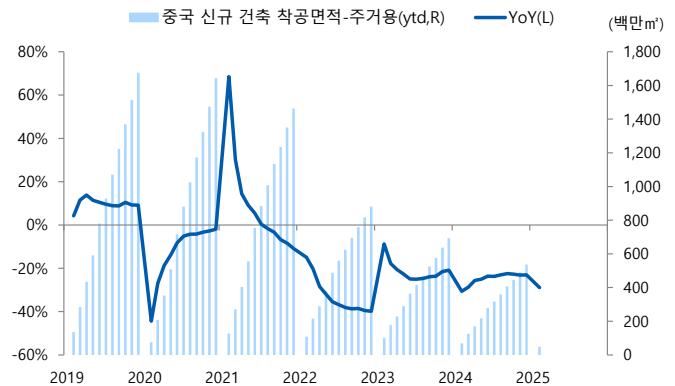
자료: National Bureau of Statistics

[그림-23] 중국 신규 건축 착공면적



자료: National Bureau of Statistics

[그림-24] 중국 신규 건축 착공면적-주거용



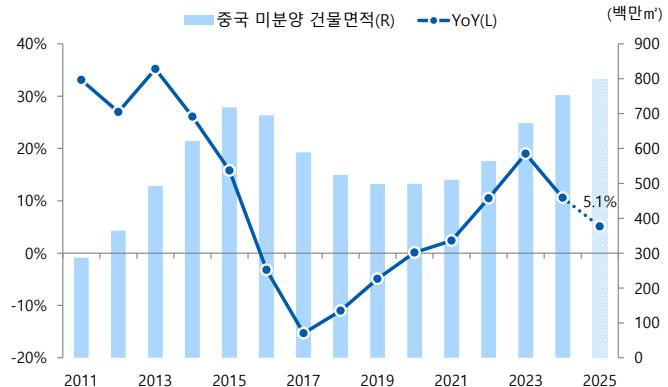
자료: National Bureau of Statistics

'20년을 저점으로 증가한 미분양 물량 역시 부동산 경기 회복을 지연시키는 요인으로 파악된다. 연말 기준 미분양 증가율은 '23년을 기점으로 '24년 다소 낮아졌지만 여전히 증가 추세는 유지 중인 것으로 나타난다.

'25년 2월 기준 주거용 미분양 면적은 '15년 말 수준에는 미치지 못하나 거의 근접한 상황이며 상업용 등을 포함한 전체 미분양 면적은 '24년 말 이미 '15년 말 수치를 뛰어 넘었다. 이는 부동산 시장이 주거용뿐만 아니라 상업용 등에서도 어려움을 겪고 있다는 것을 대변한다.

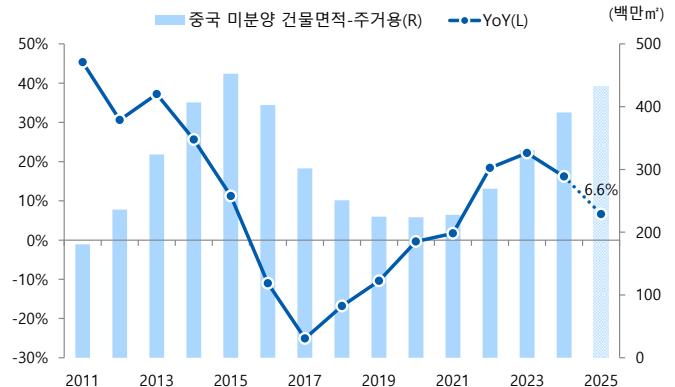
3~4년 동안 이어지고 있는 부동산 시장 불황 장기화에 따라 주택 수요 심리도 악화된 것으로 파악된다. 연말 기준 '21년까지 매년 +10% 이상 증가를 이어가던 중국 개인 주택 대출잔액은 '22년 그 증가 속도가 현저하게 떨어졌으며 '23년과 '24년에는 각각 전년대비 -1.6%, -1.3% 감소했다.

[그림-25] 중국 미분양 건물면적



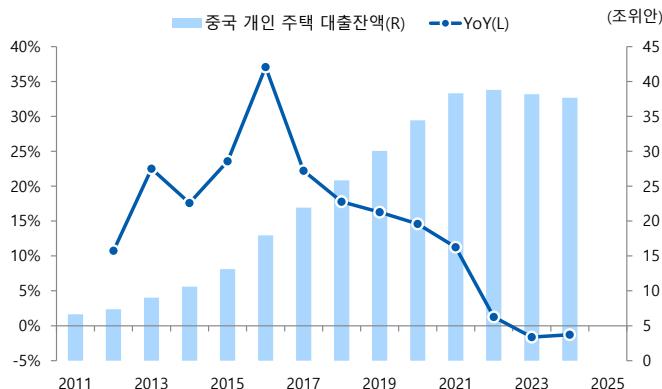
자료: National Bureau of Statistics, 주: 연도 말 기준, '25년은 2월 말

[그림-26] 중국 미분양 건물면적-주거용



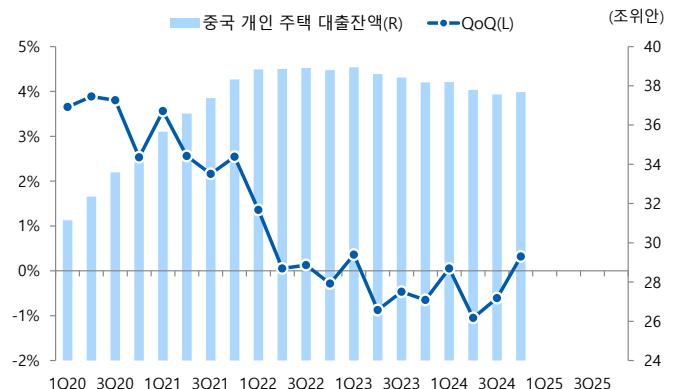
자료: National Bureau of Statistics, 주: 연도 말 기준, '25년은 2월 말

[그림-27] 중국 개인 주택 대출잔액



자료: The People's Bank of China, 주: 연도 말 기준

[그림-28] 중국 개인 주택 대출잔액



자료: The People's Bank of China, 주: 분기 말 기준

중국 철강 수요가 건설업에서 제조업으로 점차 그 발걸음이 옮겨가고 있다는 사실은 부정할 수 없으며 이 과정에서 수요의 고점을 이미 '20년에 경험하고 그 뒤로는 전 고점을 넘어설 수 없을 것이라는 불안감도 받아들여야 할 때이다.

다만 급격한 수요 축소 가능성은 낮아 보인다. 기계, 자동차, 에너지, 선박, 가전 등의 제조업 수요는 견조한 상승세를 나타내며 완충 역할을 할 것으로 기대되기 때문이다.

향후 중국 철강 업황 개선 여부는 수요보다는 공급 측면의 변화에 따라 결정될 것으로 판단된다. 중국 철강 공급은 10년 만에 변화가 감지되고 있다. 그 부분을 이어서 살펴보자.

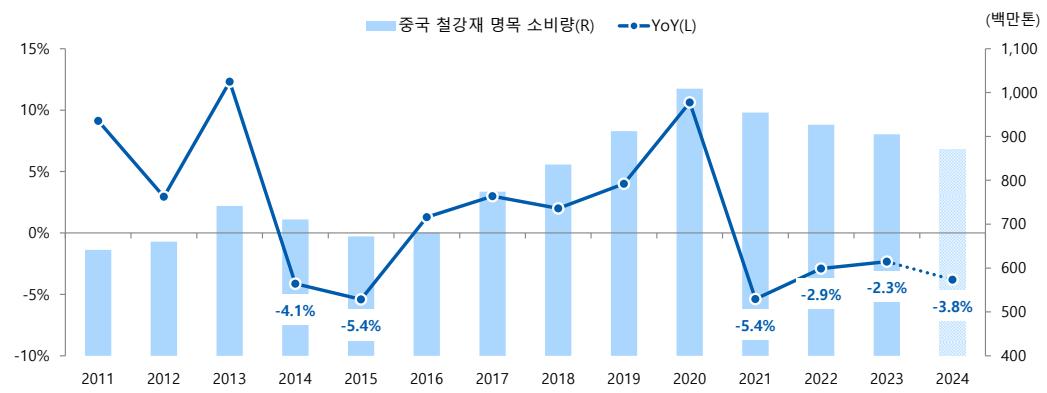
II. 중국 철강 공급, 10년 만에 변화 감지

더 적극적인 정책 나올 수도 있어

'00년 이후 성장만 하던 중국 철강 소비는 '14년 yoy -4% 감소했다. 당시 일시적 부진일 것이라는 기대와는 달리 '15년 중국 철강 소비는 다시 한번 yoy -5% 축소됐다.

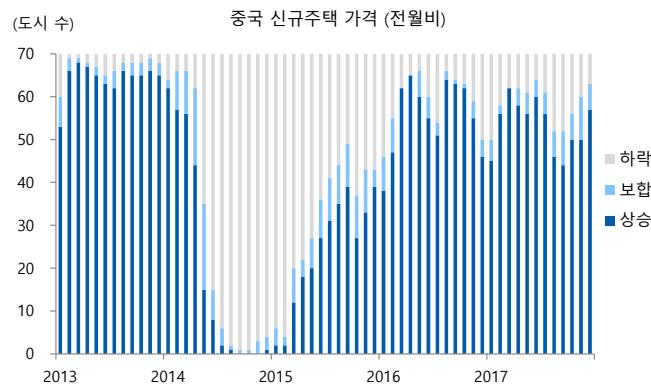
중국 MPI에 따르면 '13년 기준 중국 철강 소비의 약 55%를 부동산 및 인프라를 포함한 건설업이 소화했던 것으로 파악된다. '14년 들어 중국 신규 주택가격 하락과 함께 신규 건축 착공이 감소했다. '15년 초 이후 신규 주택가격은 회복세를 나타냈으나 신규 건축 착공은 '15년에도 축소됐으며 그 폭은 확대됐다.

[그림-29] 중국 철강재 명목 소비량



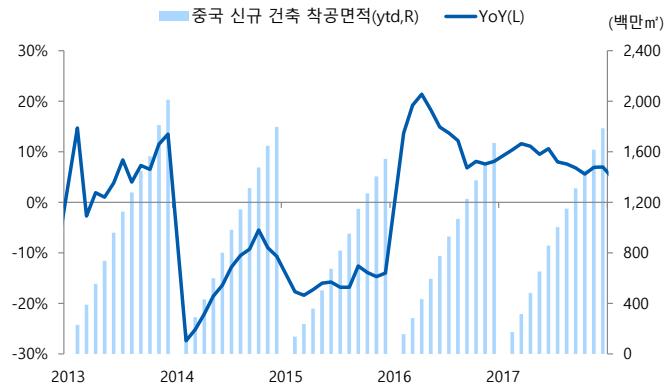
자료: World Steel Association, 주: '17~'19년은 유도로 폐쇄 영향 반영, '24년은 유인증권 추정

[그림-30] 중국 신규주택 가격 (전월비) - '13~'17년



자료: National Bureau of Statistics

[그림-31] 중국 신규 건축 착공면적 - '13~'17년



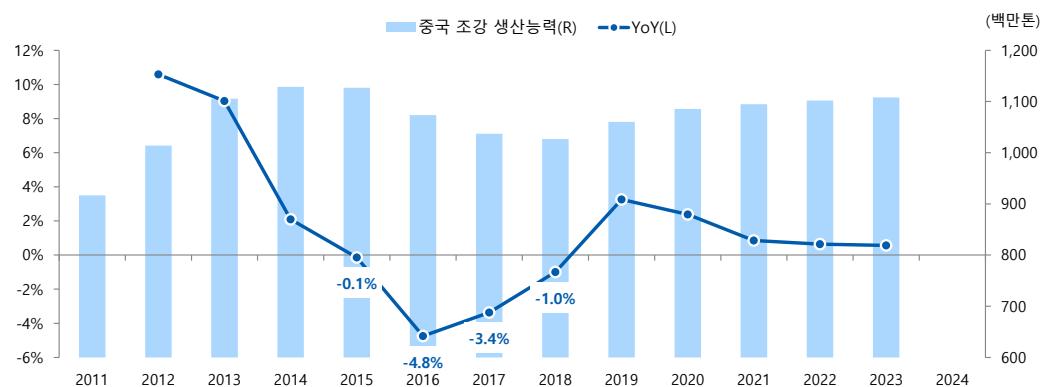
자료: National Bureau of Statistics

'08년 미국발 금융위기가 세계 실물경기 악화를 가져오는 과정에서도 중국 조강 생산능력은 지속적으로 확대됐으며 '10년부터는 공급과잉에 대한 우려가 대두되기 시작했다. 철강 소비가 감소했던 '14년에도 중국 조강 생산능력은 yoY +2% 증가했다.

중국 정부는 13차 5개년 규획('16~'20년)을 앞두고 철강 등 공급과잉 산업들에 대한 구조조정 의지를 여러 차례 밝히며 '16년부터 본격적으로 철강 산업 공급측 개혁을 단행하기 시작했다.

신규 생산 능력 확대를 제한함과 동시에 유도로(Induction furnace)로 대표되는 비인가 생산 설비 및 도태 설비에 대한 감축 활동을 벌이며 중국 조강 생산능력은 '14년을 고점으로 '18년까지 감소했다.

[그림-32] 중국 조강 생산능력



자료: National Bureau of Statistics

하지만 신규 생산 능력 확대가 불가능함에도 불구하고 중국 조강 생산능력은 '18년을 저점으로 '23년까지 5년 연속 확대된 것으로 나타났다.

이는 일부 도태 설비의 치환에 따른 것으로 추정되는데 선제적으로 기존 저효율(수익성 또는 가동률이 낮은) 설비를 폐쇄하고 후행적으로 신규 설비 도입을 진행했기 때문으로 판단된다.

중국 정부는 설비 치환에 있어서도 제한을 둔 바 있다. 최대 1:1 치환(신규 설비 생산능력이 기존 설비 생산능력을 초과할 수 없음), 지역에 따라서는 기존 설비보다 작은 생산능력만 치환을 허가한 바 있으나 '24년 8월 해당 설비 스왑 정책을 정지시킨 상황이다.

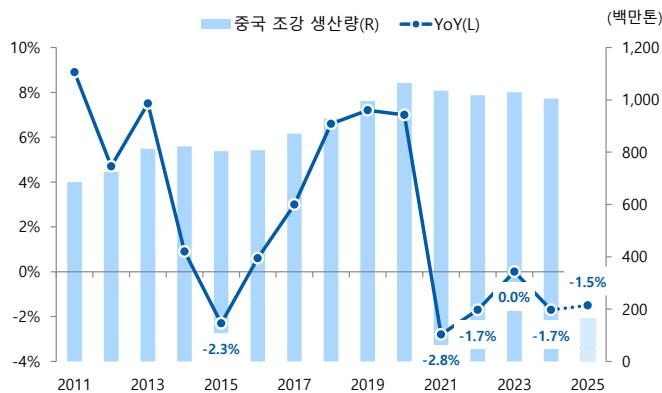
약 10년만인 '25년 양회에서 다시 한번 철강 공급측 개혁에 대한 이야기가 흘러나오고 있다. 중국 국가발전개혁위원회(NDRC)는 3/13일 발표문에서 '25년 주요 업무로 조강 생산량 통제와 철강산업 축소 및 재편 추진을 언급한 바 있다.

한편 지난 1월 중국 시진핑 주석은 벤시강철(Bensteel Group)을 방문했으며 해당 자리에서 철강 산업 구조의 최적화를 촉구한 것으로 알려지고 있다.

중국은 이미 철강 공급에 대해서는 '21년부터 전년 수준을 넘어서지 않는 생산량을 기업들에게 요구하고 있는 것으로 파악된다. 이에 따라 중국 조강 생산량은 '20년을 고점으로 '24년까지 지속적으로 감소했다.

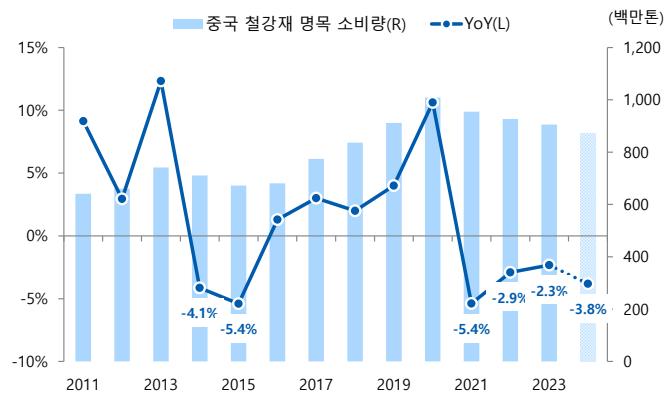
조강 생산량이 감소했음에도 불구하고 감산에 대한 효과가 부족했던 이유는 수요 감소 폭이 더 커기 때문으로 사료된다.

[그림-33] 중국 조강 생산량



자료: National Bureau of Statistics, 주: '25년은 2월 누적 기준

[그림-34] 중국 철강재 명목 소비량



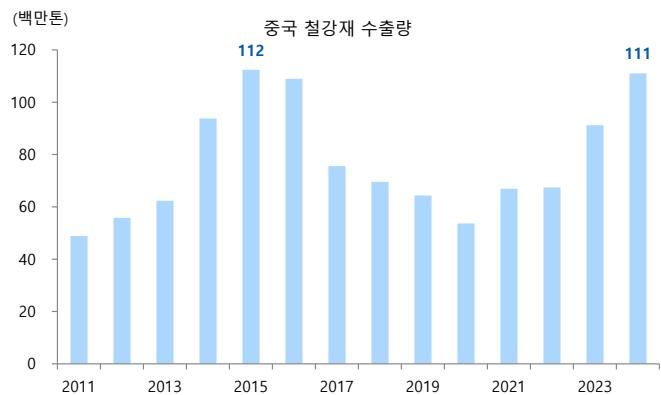
자료: World Steel Association, 주: '17~'19년은 유도로 폐쇄 영향 반영, '24년은 유안타증권 추정

실제로 중국은 '21년 이후 '24년까지 철강 생산과 소비가 동반 감소하는 가운데 철강재 순수출량은 '20년을 저점으로 '24년까지 확대됐으며 '24년은 최고치를 기록한 것으로 관측된다.

경쟁 심화 속 자국 철강업체들의 수익성이 악화되고 세계적으로 보호무역주의가 심화되며 수출 여건 역시 악화되고 있다.

'24년 중국의 국가별 철강 수출 비중은 베트남 11%, 한국 7% 등이다. 최근 베트남과 한국은 중국산 철강제품에 대해 반덤핑 제소를 하며 자국 철강산업 보호를 위한 움직임을 시작했다.

[그림-35] 중국 철강재 수출량



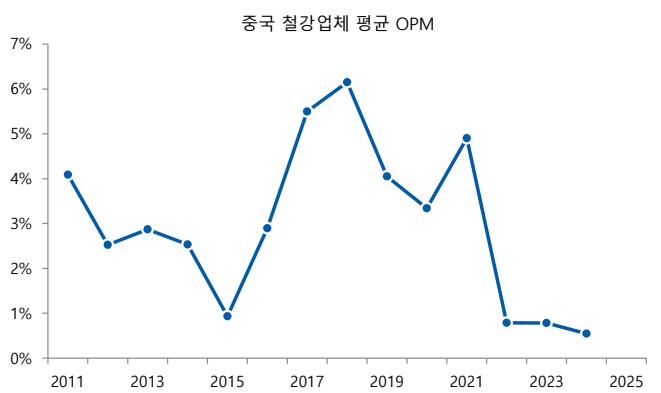
자료: General Administration of Customs

[그림-36] 중국 철강재 순수출량



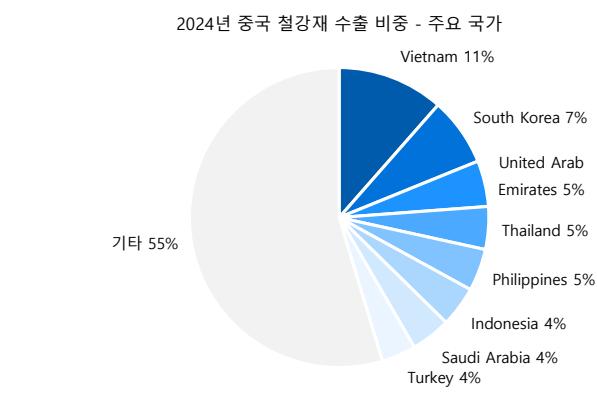
자료: General Administration of Customs

[그림-37] 중국 철강업체 평균 OPM



자료: National Bureau of Statistics, 유안타증권 추정

[그림-38] 중국 철강재 수출 비중 - 주요 국가



자료: General Administration of Customs

중국 입장에서는 자국 철강 소비 개선이 더디어지고 있는 가운데 수출 활로 역시 어려움을 겪기 시작하며 구조적 변화의 필요성을 느끼기 시작한 것으로 판단된다.

아직 겉으로 드러난 구체적인 내용이 없고 수치로 확인 가능한 부분도 없지만 추후 보다 세분화된 내용이 언급될 수 있을 것으로 기대된다.

III. 생산능력 구조, 변화 시키려 할 것

고로 설비 생산 및 생산능력 축소 전망

중국 철강제품 가격은 감산 기대감에도 불구하고 3월 양회 이후에 오히려 약보합세를 나타내고 있다. 주된 이유로 추정되는 것은 감산에 대한 기대감이 낮기 때문으로 판단된다.

[그림-39] 중국 철강제품 내수가격



자료: Platts

[그림-40] 중국 철광석 수입가격 및 호주 원료탄 수출가격



자료: Platts

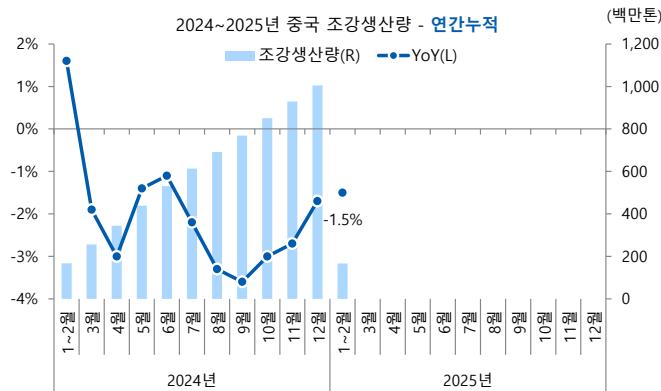
중국 조강 생산량은 '20년을 고점으로 '23년을 제외하면 지속적으로 감소했다. 그럼에도 불구하고 중국 내 철강 수급이 어렵다고 느꼈던 이유는 소비 감소가 더 컸기 때문이다.

'21~'24년 중국 철강 소비는 매년 생산 감소보다 더 큰 폭(전년대비 증감 기준)으로 축소됐다. 생산 축소보다 더 커진 수요 감소 탓에 수출량은 같은 기간 지속적으로 확대됐다.

아직까지 올해 이뤄질 감산 폭이 얼마나 될 것인지 명확하지는 않다. 중국 현지에서 거론되고 있는 수준은 5천만톤이지만 이는 확실하지 않은 사실이다.

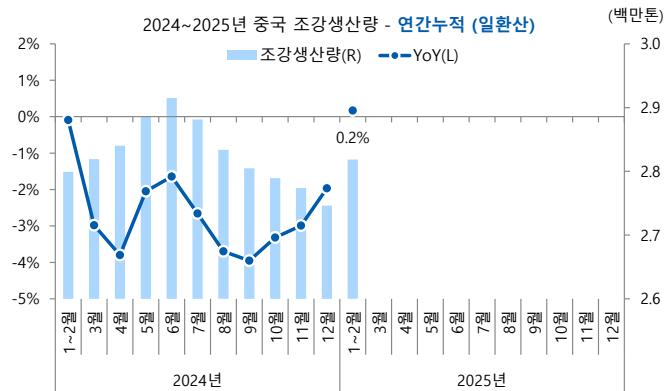
각 국에서 진행되고 있는 수입산 또는 중국산 철강재에 대한 수입 제재는 중국이 감산하더라도 수출 여력이 작아져 그 효과가 반감될 것이라는 우려를 낳고 있다.

[그림-41] '24~25년 중국 조강생산량 - 연간 누적



자료: National Bureau of Statistics

[그림-42] '24~25년 중국 조강생산량 - 연간 누적 (일환산)



자료: National Bureau of Statistics

'25년 1~2월 중국 조강 생산량은 전년대비 -1.5% 감소한 것으로 나타났다. 하지만 일환산('24년 1~2월은 60일, '25년 1~2월은 59일)으로 계산할 경우 전년대비 +0.2% 증가한 것으로 파악된다.

아직까지 중국 철강업체들은 정부로부터 감산에 대한 구체적인 내용은 전달받지 못한 것으로 추정된다. 따라서 단기간 내 집단적인 감산의 움직임이 나타날 것으로 기대되지는 않는다.

다만 중국 정부의 보다 구체적이고 세부적인 정책이 설립되고 하달될 경우 현지 철강업체들의 생산에 변화가 나타날 수 있다는 점은 긍정적으로 바라볼 수 있다.

중국 국가발전개혁위원회(NDRC)는 생산량 조절뿐만 아니라 생산능력에 관한 부분도 언급했다.

중국은 13차 5개년 규획('16~'20년) 당시 신규 철강 생산능력 확대를 철저하게 금지했으며 해당 정책은 지금까지 이어지고 있는 것으로 관측된다.

다만 앞서 언급한 바와 같이 중국은 생산능력 치환은 허락하고 있었다. 기존 설비를 폐쇄할 경우 해당 설비의 생산능력에 해당하는 만큼만 신규 생산 설비를 갖출 수 있도록 했다. 일부 지역에서는 1:1 보다 더 낮은 수준으로만 치환할 수 있도록 하는 등 생산능력 확대를 통제하려 노력했다.

그럼에도 불구하고 선폐쇄 후신설로 인해 '16~'18년에는 생산능력이 축소됐으나 그 이후 오히려 생산능력이 확대되는 국면을 맞이했으며 기존 설비와 신규 설비 간의 가동률 차이로 인해 사실상 증산 효과를 유발한다는 지적을 받아왔다.

중국 공업신식화부(Ministry of Industry and Information Technology)는 지난 '20년 발표에서 '25년 자국 조강 생산 중 전기로 비중을 15~20%까지 확대하겠다고 밝힌 바 있다. 그러나 이 목표는 불과 2년 만인 '22년에 15%'('25년)로 하향 조정됐다.

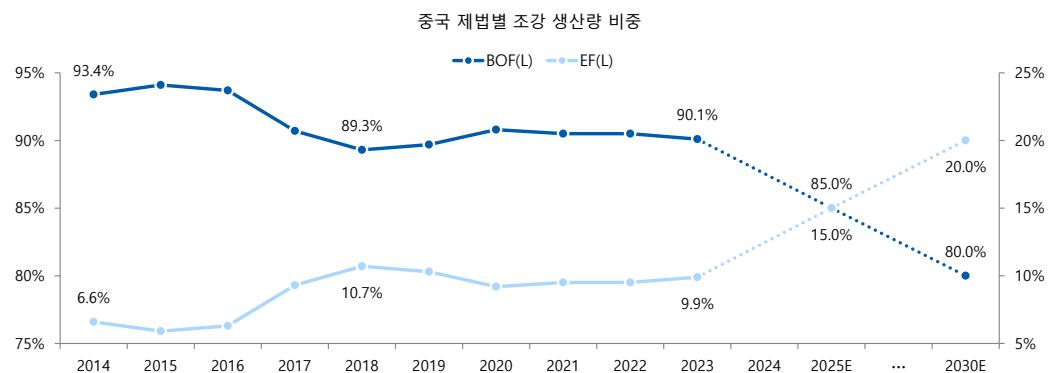
세계철강협회(World Steel Association)에 따르면 '14년 중국 조강 생산량 중 93.4%에 달했던 BOF 비중이 '18년 89.3%까지 하락했으며 같은 기간 EF 비중은 6.6%에서 10.7%로 상승했다.

그러나 그 이후 '19년부터 '23년까지 BOF와 EF 조강 생산량 비중은 크게 변화하지 않았으며 오히려 '18년 대비 '23년 BOF 비중은 확대됐다.

'24년 중국 조강 생산량 중 BOF와 EF의 비중은 현 시점에서 확인이 어렵지만 '23년 대비 그 비중이 크게 변화됐다고 추정할 만한 요인이 많지 않다.

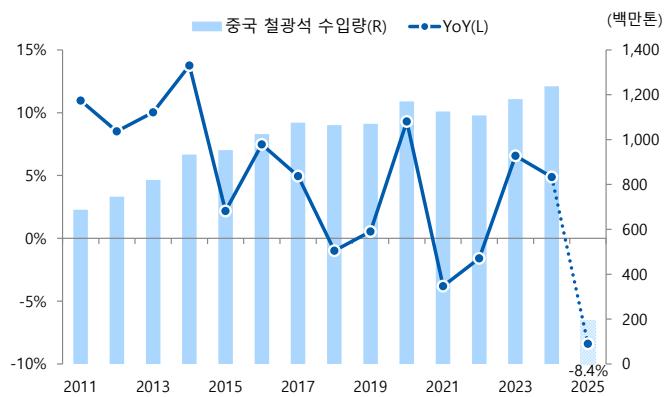
오히려 '24년 중국 철광석 수입량 및 생산량이 전년대비 증가했다는 점을 감안한다면 BOF 조강 생산량 비중은 확대됐을 개연성도 배제할 수 없다.

[그림-43] 중국 제법별 조강 생산량 비중



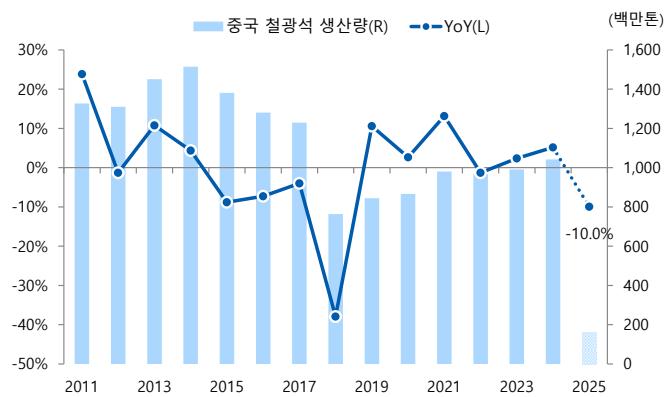
자료: World Steel Association, '25년 및 '30년은 MIIT가 발표한 목표치

[그림-44] 중국 철광석 수입량



자료: General Administration of Customs, 주: '25년은 2월 누적 기준

[그림-45] 중국 철광석 생산량



자료: National Bureau of Statistics, 주: '25년은 2월 누적 기준

그렇다면 현 시점에서 '25년 중국이 목표로 하고 있는 제법별 조강 생산 비중인 BOF 85%, EF 15% 달성을 가능성은 낮다고 판단할 수 있다.

'25년은 14차 5개년 규획의 마지막 연도로 지난 5년 동안의 목표와 성과를 정리해야 되는 시기이며 새로운 15차 5개년 규획을 준비해야 하는 시기이기도 하다.

1년도 남지 않은 시간 안에 중국이 목표로 하는 BOF 비중 85%, EF 비중 15%에 근접할 수 있는 가장 쉬운 방법이자 확실한 방법은 BOF 생산량을 감축시키는 것이다.

그렇다면 중국은 13차 5개년 규획에서 꺼냈던 카드를 다시 한번 활용할 것으로 예상된다. 환경적인 요소와 효율성을 감안하여 기준을 충족하지 못하는 설비들에 대한 생산 통제를 진행할 것으로 전망된다.

이러한 움직임은 단기간에 이뤄지는 것은 아니다. 한번 경험했던 바와 같이 2~3년의 시간을 두고 정책이 추진될 것으로 추정되며 해당 기간 동안 중국 철강 수급은 지난 4년 보다 개선된 모습을 보일 것으로 사료된다.

지난 2월 중국강철공업협회(CISA)는 협회 내 전기로 관련 조직을 공식적으로 설립하고 출범시켰다. 이는 그동안 고로 위주였던 중국 내 철강산업이 변화하고 있다는 것을 의미한다.

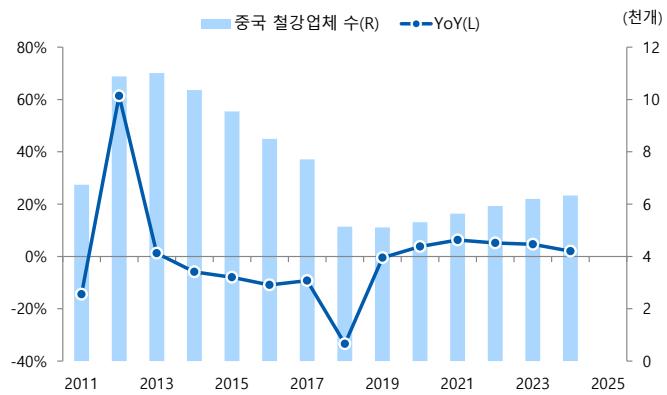
최근 일부 해외 언론에 따르면 중국 정부가 오래된 철강 생산 설비 폐쇄를 유도하기 위한 인센티브를 준비 중이라는 이야기가 있다.

중국 철강업체 수는 '13년을 고점으로 '19년까지 감소했지만 '20년 이후 다시 증가한 것으로 파악되며 같은 기간 적자를 겪고 있는 업체 비중은 증가한 것으로 관측된다.

철강업체 입장에서도 고정비 등을 유지하기 위해 가동하고 있던 설비에 대해 적절한 보상을 받는다면 폐쇄하지 않을 이유도 적을 것이다.

추후 진행 사항을 지켜봐야 할 것이지만 해당 정책이 현실화될 경우 중국 철강 생산능력 축소에 대한 가능성은 더 커질 것으로 사료된다.

[그림-46] 중국 철강업체 수



[그림-47] 중국 철강업체 중 적자업체 비중



Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이현수)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

POSCO홀딩스 (005490)



이현수 철강/금속
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

철강, 긍정적 요인 감지 vs 에너지소재, 시간 필요

국내외 철강산업, 긍정적 분위기 감지

중국 철강산업 공급 측면 변화 예상. '21~'24년까지 소극적 공급 억제정책을 이어갔다면 '25년에는 적극적 공급 억제정책이 점차 가시화될 것으로 전망. 3/13일 중국 NDRC는 '25년 주요 업무로 철강산업에 대한 생산량 조절과 산업의 축소 및 재편을 언급. '21년 이후 가장 강한 어조였다고 판단되며 추후 구체적인 방안들이 이어질 것으로 기대.

국내에서는 2월 중국산 후판에 대해 반덤핑 예비판정이 있었으며 중국 및 일본산 열연에 대해서도 예비조사 진행 중. 미국향 수출에 있어 25% 관세가 부과되기 시작했지만 기존에 무관세 수출을 했던 캐나다, 멕시코, EU, 일본 등 역시 같은 조건에 놓여. 다른 측면에서는 그동안 장벽이었던 물량 쿼터가 사라져 향후 가격 경쟁력이 유지되고 현지 수요가 견조할 경우 오히려 수출량을 늘릴 수 있는 기회가 될 수도 있어.

미래 성장 투자는 신중함이 더욱 필요해진 시기

동사는 '11년 이후 '24년까지 영업외손익 중 금융손익과 지분법손익을 제외한 기타영업외손익에서 양(+)의 숫자를 보여준 적이 없음. 해당 계정에서 대규모 손실이 발생하는 경우는 다수의 경우가 투자 자산의 손상차손 및 처분손실로 추정. 영업이익 등이 중심이 되는 지표 역시 중요하지만 배당성향 등의 기준이 되는 순이익 또한 중요. 에너지소재부문은 미래 성장을 위해 필수적인 투자라 할 수 있지만 선별적 투자가 반드시 필요. 철강부문 역시 중장기적으로 ESG 측면에서 수소환원제철 등의 투자가 이루어져야 하기에 타 사업부문의 수익성이 현저히 낮은 수준을 이어갈 경우 부담될 수 있어.

순차적으로 준공되고 있는 에너지소재부문은 Ramp-up 시기를 거치며 낮은 가동률로 시작하기에 단기적으로 낮은 수익성 불가피. 이와 함께 '24년에 이어 '25년에도 저수익 자산에 대한 처분이 이어질 것으로 보여 순이익에는 부정적 영향을 줄 것으로 추정. 다만 이는 현 시점에서 충분히 인지 가능한 요인으로 실적에 대한 눈은 '25년보다는 '26년 이후에 초점을 맞추고 접근해야 한다는 판단.

BUY (M)

목표주가 440,000원 (M)

직전 목표주가	440,000원
현재주가 (3/25)	307,500원
상승여력	43%

시가총액	254,070억원
총발행주식수	80,932,952주
60일 평균 거래대금	1,197억원
60일 평균 거래량	431,010주
52주 고/저	432,000원 / 230,500원
외인지분율	29.65%
배당수익률	3.94%
주요주주	국민연금공단

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	12.0	17.8	(28.8)
상대	12.6	9.9	(25.5)
절대 (달러환산)	9.1	16.8	(35.0)

Quarterly earning Forecasts

	1Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비	(십억원, %)
매출액	17,193	-4.8	-3.4	17,968	-4.3	
영업이익	737	26.4	672.5	626	17.7	
세전계속사업이익	658	-10.2	흑전	644	2.1	
지배순이익	456	-15.7	흑전	457	-0.3	
영업이익률 (%)	4.3	+1.1 %pt	+3.8 %pt	3.5	+0.8 %pt	
지배순이익률 (%)	2.7	-0.3 %pt	흑전	2.5	+0.2 %pt	

자료: 유안티증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	2023A	2024A	2025F	2026F
결산 (12월)				
매출액	77,127	72,688	68,918	72,389
영업이익	3,531	2,174	3,056	3,642
지배순이익	1,698	1,095	1,760	2,425
PER	21.4	28.5	14.2	10.3
PBR	0.6	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	6.9	7.9	6.0	5.5
ROE	3.2	2.0	3.1	4.2

자료: 유안티증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

[표-1] POSCO 홀딩스 실적 추정

(단위: 십억원)

	2024	2025E	2026E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	QoQ	YoY	2Q25E	3Q25E	4Q25E
매출액	72,688	68,918	72,389	18,052	18,510	18,321	17,805	17,193	-3.4%	-4.8%	17,629	17,036	17,059
철강 (POSCO)	62,201	61,240	61,264	15,444	15,449	15,669	15,639	15,418	-1.4%	-0.2%	15,471	15,079	15,271
(POSCO 외)	37,557	36,814	36,797	9,520	9,277	9,479	9,281	9,308	0.3%	-2.2%	9,292	9,057	9,156
인프라	24,644	24,426	24,467	5,924	6,172	6,190	6,358	6,110	-3.9%	3.1%	6,179	6,022	6,115
에너지소재	56,872	54,628	56,063	14,153	14,768	14,202	13,749	13,536	-1.6%	-4.4%	14,153	13,542	13,397
(연결조정 등)	3,830	559	4,959	1,156	947	966	761	118	-84.5%	-89.8%	128	149	164
영업이익	-50,215	-47,509	-49,896	-12,701	-12,654	-12,516	-12,344	-11,878	-	-	-12,124	-11,734	-11,774
0/의률	2,174	3,056	3,642	583	752	743	95	737	672.6%	26.4%	741	778	800
0/의률	3.0%	4.4%	5.0%	3.2%	4.1%	4.1%	0.5%	4.3%	3.8%p	1.1%p	4.2%	4.6%	4.7%
철강 (POSCO)	1,636	2,521	2,834	339	497	466	334	609	82.2%	79.5%	572	617	724
(0/의률)	2.6%	4.1%	4.6%	2.2%	3.2%	3.0%	2.1%	3.9%	1.8%p	1.8%p	3.7%	4.1%	4.7%
(POSCO 외)	1,473	2,398	2,655	295	418	438	322	580	80.1%	96.6%	531	596	691
(0/의률)	3.9%	6.5%	7.2%	3.1%	4.5%	4.6%	3.5%	6.2%	2.8%p	3.1%p	5.7%	6.6%	7.5%
인프라	163	124	179	44	79	28	12	29	138.9%	-34.9%	41	21	33
(0/의률)	0.7%	0.5%	0.7%	0.7%	1.3%	0.5%	0.2%	0.5%	0.3%p	-0.3%p	0.7%	0.3%	0.5%
에너지소재	1,326	1,286	1,455	340	429	449	108	296	174.5%	-12.8%	354	348	287
0/의률	2.3%	2.4%	2.6%	2.4%	2.9%	3.2%	0.8%	2.2%	1.4%p	-0.2%p	2.5%	2.6%	2.1%
에너지소재	-278	-211	-7	6	-28	-53	-203	-42	적자	적전	-45	-53	-71
0/의률	-7.3%	-37.7%	-0.1%	0.5%	-3.0%	-5.5%	-26.7%	-35.6%	-8.9%p	-36.1%p	-35.5%	-35.5%	-43.1%
(연결조정 등)	-510	-540	-640	-102	-146	-119	-144	-126	-	-	-139	-134	-141
세전이익	1,251	2,541	3,501	733	720	691	-892	658	흑전	-10.2%	609	647	627
0/의률	1.7%	3.7%	4.8%	4.1%	3.9%	3.8%	-5.0%	3.8%	8.8%p	-0.2%p	3.5%	3.8%	3.7%
지배순이익	1,095	1,760	2,425	541	530	453	-428	456	흑전	-15.7%	422	448	434
0/의률	1.5%	2.6%	3.4%	3.0%	2.9%	2.5%	-2.4%	2.7%	5.1%p	-0.3%p	2.4%	2.6%	2.5%

자료: 유안타증권, 주: 부문별 수치는 연결조정 전 기준

[표-2] POSCO 홀딩스 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원)

	변경 전			변경 후			변경 전 대비		
	1Q25E	2025E	2026E	1Q25E	2025E	2026E	1Q25E	2025E	2026E
매출액	18,002	72,831	76,344	17,193	68,918	72,389	-4.5%	-5.4%	-5.2%
영업이익	774	2,979	3,734	737	3,056	3,642	-4.7%	2.6%	-2.5%
OPM	4.3%	4.1%	4.9%	4.3%	4.4%	5.0%	0.0%p	0.3%p	0.1%p
지배순이익	561	2,097	2,612	456	1,760	2,425	-18.8%	-16.1%	-7.1%

자료: 유안타증권

POSCO홀딩스(005490)

[그림-1] 중국 철강제품 내수가격



자료: Platts

[그림-2] 중국 철광석 수입가격 및 호주 원료탄 수출가격



자료: Platts

[그림-3] 중국 열연 스프레드



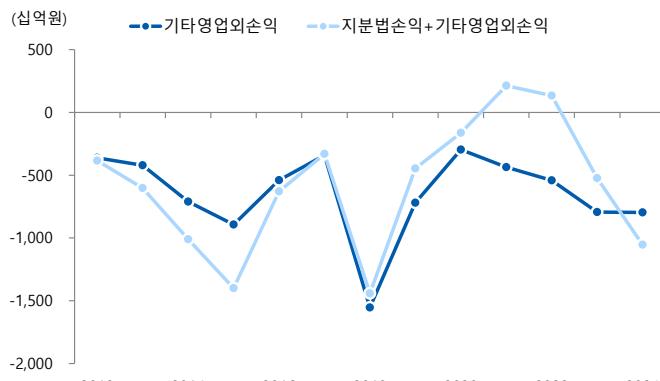
자료: Platts, 유인타증권 추정

[그림-4] 중국 내수 리튬 가격



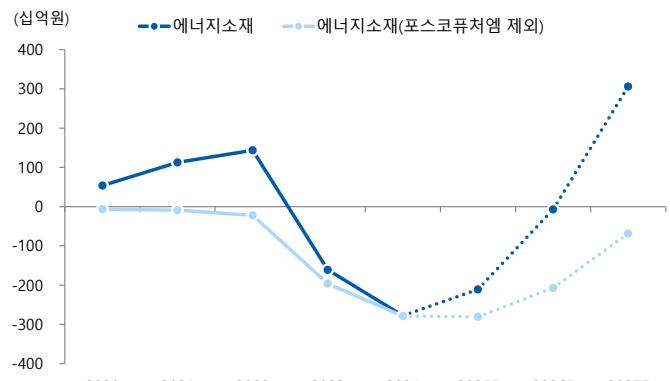
자료: Asian Metal

[그림-5] POSCO 홀딩스 기타영업외손익 등



자료: 전자공시시스템

[그림-6] POSCO 홀딩스 에너지소재부문 추정 영업이익



자료: POSCO 홀딩스, 유인타증권 추정, 주: 연결조정 전 단순합계 기준

POSCO 홀딩스 (005490) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

순익계산서	(단위: 십억원)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	77,127	72,688	68,918	72,389	76,188
매출원가	70,710	67,275	62,674	65,365	68,341
매출총이익	6,417	5,413	6,243	7,023	7,847
판관비	2,885	3,239	3,187	3,381	3,559
영업이익	3,531	2,174	3,056	3,642	4,288
EBITDA	7,376	6,158	7,241	7,995	8,734
영업외손익	-896	-922	-516	-141	22
외환관련손익	-348	-741	613	1,154	1,294
이자손익	-499	-475	-559	-579	-556
관계기업관련손익	270	-256	229	229	229
기타	-319	550	-799	-945	-945
법인세비용차감전순손익	2,635	1,251	2,541	3,501	4,311
법인세비용	789	304	635	875	1,078
계속사업순손익	1,846	948	1,906	2,626	3,233
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,846	948	1,906	2,626	3,233
지배지분순이익	1,698	1,095	1,760	2,425	2,986
포괄순이익	2,331	2,110	1,906	2,626	3,233
지배지분포괄이익	2,132	2,009	1,760	2,425	2,986

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표	(단위: 십억원)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	6,168	6,664	3,546	2,120	3,098
당기순이익	1,846	948	1,906	2,626	3,233
감가상각비	3,346	3,531	3,780	3,948	4,042
외환손익	0	0	-613	-1,154	-1,294
증속, 관계기업관련손익	-270	256	-229	-229	-229
자산부채의 증감	-1,087	337	-3,246	-5,081	-4,663
기타현금흐름	2,332	1,592	1,949	2,010	2,010
투자활동 현금흐름	-7,388	-4,487	-6,504	-5,207	-5,845
투자자산	-513	-191	-103	-6	-178
유형자산 증가 (CAPEX)	-6,745	-7,670	-6,000	-4,800	-4,800
유형자산 감소	0	44	0	0	0
기타현금흐름	-130	3,330	-402	-400	-867
재무활동 현금흐름	-179	-2,302	-702	-737	-722
단기차입금	-1,790	719	41	3	18
사채 및 장기차입금	3,692	-844	0	0	0
자본	263	-14	0	0	0
현금배당	-815	-844	-744	-739	-739
기타현금흐름	-1,528	-1,319	0	0	0
연결범위변동 등 기타	17	222	3,103	4,038	4,294
현금의 증감	-1,382	97	-557	215	826
기초 현금	8,053	6,671	6,768	6,211	6,426
기말 현금	6,671	6,768	6,211	6,426	7,252
NOPLAT	3,531	2,174	3,056	3,642	4,288
FCF	-577	-1,006	-2,454	-2,680	-1,702

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

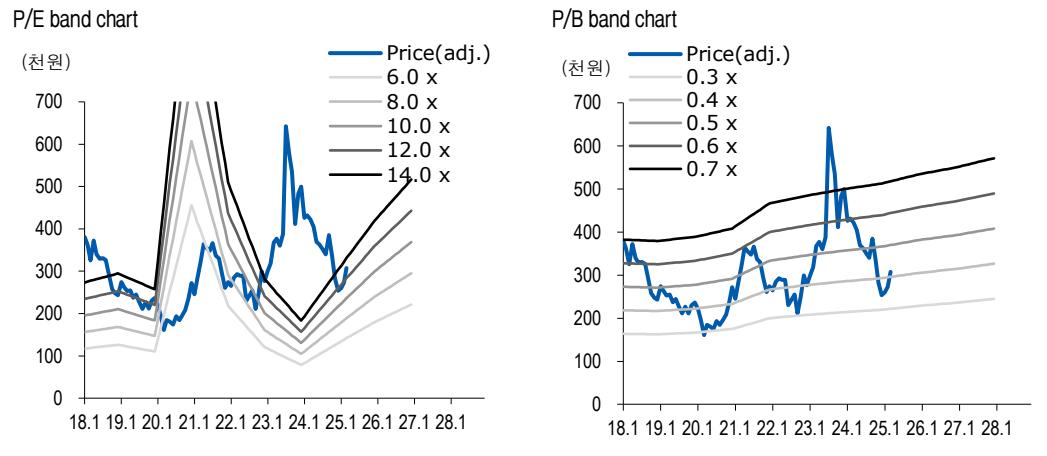
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 십억원)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	46,212	44,030	42,040	43,556	45,642
현금및현금성자산	6,671	6,768	6,211	6,426	7,252
매출채권 및 기타채권	12,716	12,689	12,195	12,821	13,164
재고자산	13,826	14,143	13,338	14,022	14,398
비유동자산	54,733	59,374	61,692	62,546	63,478
유형자산	35,206	39,847	42,067	42,919	43,677
관계기업등 지분관련자산	5,020	4,739	4,739	4,739	4,739
기타투자자산	3,402	3,276	3,379	3,385	3,563
자산총계	100,945	103,404	103,732	106,102	109,120
유동부채	21,862	22,780	21,917	22,400	22,741
매입채무 및 기타채무	9,278	10,261	9,310	9,788	10,050
단기차입금	4,959	5,733	5,733	5,733	5,733
유동성장기부채	6,000	5,383	5,383	5,383	5,383
비유동부채	19,420	19,174	19,183	19,184	19,366
장기차입금	4,581	4,818	4,818	4,818	4,818
사채	10,430	10,064	10,064	10,064	10,064
부채총계	41,281	41,954	41,100	41,583	42,107
지배지분	54,181	55,394	56,431	58,117	60,363
자본금	482	482	482	482	482
자본잉여금	1,663	1,649	1,649	1,649	1,649
이익잉여금	53,858	53,658	54,675	56,361	58,608
비지배지분	5,483	6,056	6,202	6,402	6,649
자본총계	59,664	61,450	62,633	64,519	67,013
순차입금	8,908	11,444	12,041	11,829	10,554
총차입금	27,232	27,108	27,149	27,152	27,169

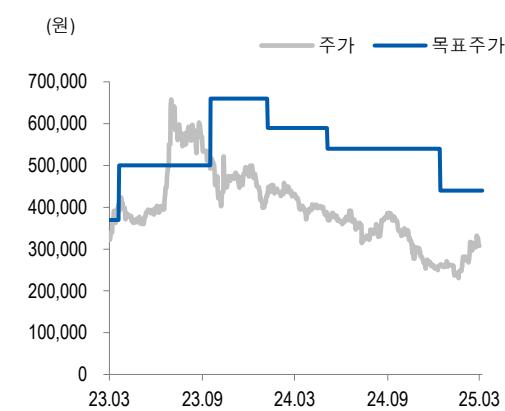
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	20,079	13,073	21,636	29,964	36,896
BPS	714,069	732,527	763,308	786,111	816,502
EBITDAPS	87,217	73,523	89,015	98,781	107,918
SPS	911,979	867,853	847,165	894,427	941,373
DPS	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
PER	21.4	28.5	14.2	10.3	8.3
PBR	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	6.9	7.9	6.0	5.5	4.9
PSR	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3

재무비율	(단위: 배, %)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	-9.0	-5.8	-5.2	5.0	5.2
영업이익 증가율 (%)	-27.2	-38.5	40.6	19.2	17.8
지배순이익 증가율 (%)	-46.0	-35.5	60.8	37.8	23.1
매출총이익률 (%)	8.3	7.4	9.1	9.7	10.3
영업이익률 (%)	4.6	3.0	4.4	5.0	5.6
지배순이익률 (%)	2.2	1.5	2.6	3.4	3.9
EBITDA 마진 (%)	9.6	8.5	10.5	11.0	11.5
ROIC	4.4	2.8	3.7	4.3	5.1
ROA	1.7	1.1	1.7	2.3	2.8
ROE	3.2	2.0	3.1	4.2	5.0
부채비율 (%)	69.2	68.3	65.6	64.5	62.8
순차입금/자기자본 (%)	16.4	20.7	21.3	20.4	17.5
영업이익/금융비용 (배)	3.5	2.1	2.9	3.4	4.1

POSCO홀딩스(005490)



POSCO 홀딩스 (005490) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-03-26	BUY	440,000	1년		
2025-01-07	BUY	440,000	1년		
2024-05-29	BUY	540,000	1년	-37.75	-27.41
2024-02-01	BUY	590,000	1년	-29.30	-22.37
2023-10-11	BUY	660,000	1년	-30.35	-20.91
2023-04-13	BUY	500,000	1년	-5.33	31.60
2022-09-21	BUY	370,000	1년	-20.36	9.86

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가^{*} - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93
Hold(중립)	7
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-03-26

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이현수)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

현대제철 (004020)

위기 속 기회 찾기

미국 투자, 중장기적으로 필요한 부분

동사는 미국 제철소에 총 투자규모 58억달러(약 8.5조원)의 제철소 설립 추진 발표. 차강판 특화 전기로로 DRI를 사용, DRP까지 건설 예정. 다소 큰 규모의 투자이지만 DRP를 포함한다면 합리적 수준의 투자라 판단. 국내 시장에서 판재류와 봉형강류 모두 성장이 제한적이고 통상 이슈 등을 감안할 때 신규 성장을 위한 현지 투자는 긍정적으로 평가.
 '29년 상업 생산 예정으로 쉽사리 수익성을 예견할 수 없지만 총 270만톤 중 180만톤이 고부가가치 제품인 차강판이라는 점을 고려한다면 부정적으로 바라보기 쉽지 않아. 자기자본(29억달러)의 50%를 소폭 상회하는 수준에서 동사 및 현대차그룹 계열사가 지분을 구성할 것으로 예상. 지분 구성에 따라 종속회사가 아닌 관계회사로 인식될 수 있지만 종속회사 편입을 위해 높은 투자비가 집행될 경우 오히려 재무구조에 대한 우려 커질 수 있어.

단기 실적 부진은 이미 인지, 하반기부터 실적 개선 전망

현 시점에서 동사의 1Q25 매출액 및 영업이익 등 실적 추정 쉽지 않아. 파업 및 직장폐쇄 영향으로 판재류 생산과 판매가 영향을 받았을 것으로 예상되며 봉형강류 역시 수요 부진과 계절적 요인으로 낮은 수익성을 보일 것으로 전망. 하지만 하반기로 갈수록 불확실성 제거와 함께 업황 개선에 따른 수익성 회복을 기대해볼 수 있을 것으로 전망. 중국 철강 산업의 생산량 조절과 생산능력 축소 움직임이 나타나고 있으며 국내에서도 중국산 후판 반덤핑 예비판정의 영향으로 후판 유통가격 상승세가 이어지고 있는 중.

건설 수요 회복 시기가 계속 지연되고 있는 점은 분명 아쉬운 부분이지만 전력비 인상률이 '23년을 고점으로 '24년에는 낮아지며 원가 부담은 완화되고 있는 상황. 수입산 H형강 물량 축소도 봉형강 부문에서는 가뭄에 단비. 8월로 예상되는 중국/일본산 열연강판 반덤핑 예비판정에 따라 하반기 실적 개선 폭 커질 개연성 있다고 판단. '25년 추정 실적 기준 PER은 20x에 가까우나 하반기 및 '26년 수익성에 무게를 두고 접근 권고. PBR 0.25~0.30x 수준 까지 주가 회복은 가능할 것으로 판단되어 목표주가를 41,000원으로 상향.



이현수 철강/금속
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 41,000원 (U)

직전 목표주가	35,000원
현재주가 (3/25)	27,450원
상승여력	49%

시가총액	36,631억원
총발행주식수	133,445,785주
60일 평균 거래대금	219억원
60일 평균 거래량	841,671주
52주 고/저	32,650원 / 19,900원
외인지분율	19.44%
배당수익률	3.56%
주요주주	기아 외 5 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	8.7	26.5	(15.4)
상대	9.3	18.0	(11.5)
절대 (달러환산)	5.8	25.4	(22.7)

Quarterly earning Forecasts					(십억원, %)
	1Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	5,113	-14.0	-8.9	5,779	-11.5
영업이익	-104	적전	적지	96	-208.0
세전계속사업이익	-121	적전	적지	48	-353.9
지배순이익	-91	적전	적지	37	-348.5
영업이익률 (%)	-2.0	적전	적지	1.7	-3.7 %pt
지배순이익률 (%)	-1.8	적전	적지	0.6	-2.4 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)					(십억원, 원, %, 배)
	결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	25,915	23,226	22,717	24,241	
영업이익	798	159	421	874	
지배순이익	461	-12	204	540	
PER	10.1	-329.8	18.0	6.8	
PBR	0.2	0.2	0.2	0.2	
EV/EBITDA	5.4	6.7	5.5	4.5	
ROE	2.4	-0.1	1.0	2.7	

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

[표-1] 현대제철 실적 추정												(단위: 십억원)		
		2024	2025E	2026E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	QoQ	YoY	2Q25E	3Q25E	4Q25E
매출액		23,226	22,717	24,241	5,948	6,041	5,624	5,613	5,113	-8.9%	-14.0%	5,884	5,736	5,984
	별도	18,618	18,119	19,567	4,819	4,852	4,463	4,484	3,970	-11.5%	-17.6%	4,727	4,587	4,835
	국내 기타	3,507	3,548	3,855	778	900	854	974	749	-23.1%	-3.8%	924	909	966
	해외	4,620	4,680	4,757	1,078	1,152	1,215	1,175	1,155	-1.7%	7.2%	1,174	1,180	1,171
	(연결조정)	-3,518	-3,629	-3,938	-728	-863	-908	-1,020	-761	-	-	-941	-939	-989
영업이익		159	421	874	56	98	52	-46	-104	적지	적전	120	168	237
	이익률	0.7%	1.9%	3.6%	0.9%	1.6%	0.9%	-0.8%	-2.0%	-1.2%p	-3.0%p	2.0%	2.9%	4.0%
	별도	15	295	715	89	46	32	-152	-116	적지	적전	80	131	200
	이익률	0.1%	1.6%	3.7%	1.8%	0.9%	0.7%	-3.4%	-2.9%	0.5%p	-4.8%p	1.7%	2.8%	4.1%
	국내 기타	44	11	65	-26	32	43	-5	-22	적지	적지	9	11	14
	이익률	1.3%	0.3%	1.7%	-3.4%	3.6%	5.0%	-0.5%	-3.0%	-2.5%p	0.4%p	1.0%	1.2%	1.4%
	해외	129	136	141	3	49	2	75	29	-60.9%	788.9%	35	33	38
	이익률	2.8%	2.9%	3.0%	0.3%	4.3%	0.1%	6.4%	2.5%	-3.8%p	2.2%p	3.0%	2.8%	3.3%
(연결조정)		-28	-21	-48	-10	-29	-25	36	5	-	-	-5	-6	-15
	세전이익	-60	270	725	8	55	-56	-66	-121	적지	적전	77	122	192
이익률		-0.3%	1.2%	3.0%	0.1%	0.9%	-1.0%	-1.2%	-2.4%	-1.2%p	-2.5%p	1.3%	2.1%	3.2%
	지배순이익	-12	204	540	32	-7	-18	-18	-91	적지	적전	58	92	145
이익률		-0.1%	0.9%	2.2%	0.5%	-0.1%	-0.3%	-0.3%	-1.8%	-1.5%p	-2.3%p	1.0%	1.6%	2.4%

자료: 유안티증권, 주 1) 국내 기타 및 해외의 잠정 매출액과 영업이익은 당사 추정, 주 2) 연결조정은 차감항목, 주 3) 부문별 영업이익률은 단순합산 기준

[표-2] 현대제철 실적 추정 변경 내역										(단위: 십억원)		
	변경 전			변경 후			변경 전 대비			1Q25E	2025E	2026E
	1Q25E	2025E	2026E	1Q25E	2025E	2026E	1Q25E	2025E	2026E			
매출액	5,563	23,343	24,427	5,113	22,717	24,241	-8.1%	-2.7%	-0.8%			
영업이익	77	617	756	-104	421	874	-	-31.8%	15.6%			
OPM	1.4%	2.6%	3.1%	-2.0%	1.9%	3.6%	-3.4%p	-0.8%p	0.5%p			
지배순이익	34	291	402	-91	204	540	-	-29.9%	34.4%			

자료: 유안티증권

현대제철(004020)

[그림-1] 중국 철강제품 내수가격



자료: Platts

[그림-2] 중국 철광석 수입가격 및 호주 원료탄 수출가격



자료: Platts

[그림-3] 중국 열연 스프레드



자료: Platts, 유안타증권 추정

[그림-4] 국내 열연 유통가격



자료: 스틸데일리

[그림-5] 국내 후판 유통가격



자료: 스틸데일리

[그림-6] 국내 봉형강류 유통가격



자료: 스틸데일리

현대제철 (004020) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

순익계산서		(단위: 십억원)				
결산(12월)		2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	25,915	23,226	22,717	24,241	24,849	
매출원가	23,782	21,832	21,069	22,053	22,489	
매출총이익	2,132	1,394	1,648	2,188	2,361	
판관비	1,334	1,234	1,227	1,314	1,347	
영업이익	798	159	421	874	1,014	
EBITDA	2,441	1,870	2,156	2,593	2,720	
영업외손익	-266	-219	-151	-150	-131	
외환관련손익	-37	-59	41	0	0	
이자손익	-332	-308	-269	-266	-247	
관계기업관련손익	5	12	10	10	10	
기타	97	136	67	106	106	
법인세비용차감전순손익	532	-59	270	725	883	
법인세비용	89	-68	62	174	212	
계속사업순손익	443	9	208	551	671	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	443	9	208	551	671	
지배지분순이익	461	-12	204	540	658	
포괄순이익	500	-31	208	551	671	
지배지분포괄이익	518	-49	204	540	658	

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표		(단위: 십억원)				
결산(12월)		2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,948	1,777	-222	392	833	
당기순이익	443	9	208	551	671	
감가상각비	1,555	1,621	1,650	1,644	1,639	
외환손익	8	7	-41	0	0	
증속, 관계기업관련손익	0	0	-10	-10	-10	
자산부채의 증감	304	276	-2,209	-1,981	-1,647	
기타현금흐름	-362	-135	181	189	181	
투자활동 현금흐름	-132	-1,503	-1,577	-1,617	-1,666	
투자자산	710	291	37	2	-20	
유형자산 증가 (CAPEX)	-824	-1,672	-1,600	-1,600	-1,600	
유형자산 감소	24	22	0	0	0	
기타현금흐름	-41	-144	-14	-20	-45	
재무활동 현금흐름	-2,121	-354	-498	-499	-496	
단기차입금	-54	-87	0	0	2	
사채 및 장기차입금	-1,887	54	-400	-400	-400	
자본	0	-1	0	0	0	
현금배당	-132	-132	-99	-99	-99	
기타현금흐름	-47	-188	0	0	0	
연결범위변동 등 기타	-8	-10	2,304	1,615	1,544	
현금의 증감	-313	-90	6	-109	215	
기초 현금	1,699	1,386	1,296	1,302	1,193	
기말 현금	1,386	1,296	1,302	1,193	1,408	
NOPLAT	798	159	421	874	1,014	
FCF	1,124	105	-1,822	-1,208	-767	

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

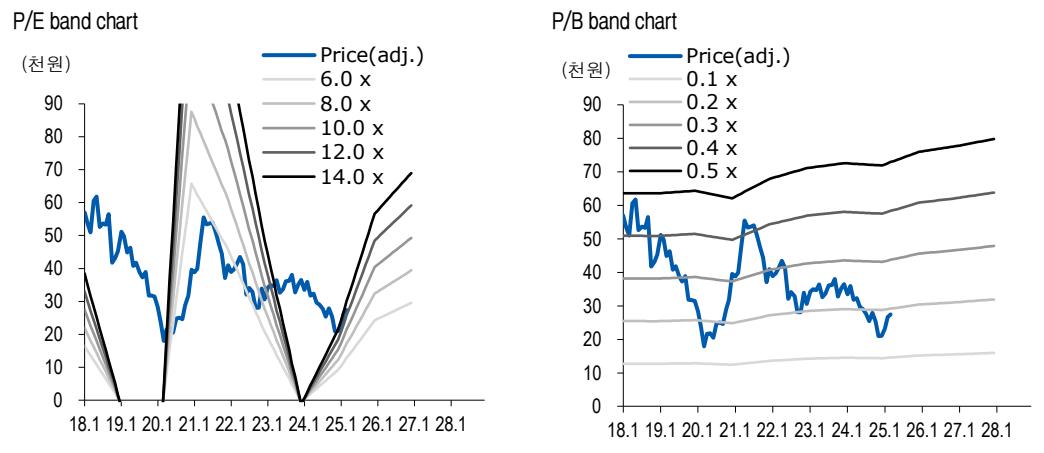
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 십억원)				
결산(12월)		2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산		11,954	11,460	12,039	12,360	12,634
현금및현금성자산		1,386	1,296	1,302	1,193	1,408
매출채권 및 기타채권		3,032	2,655	2,860	2,989	2,998
재고자산		6,279	6,291	6,678	6,980	7,001
비유동자산		23,265	23,284	23,132	23,030	22,965
유형자산		18,250	18,431	18,380	18,336	18,297
관계기업등 지분관련자산		259	259	259	259	265
기타투자자산		1,942	2,033	1,996	1,994	2,007
자산총계		35,219	34,744	35,171	35,390	35,599
유동부채		7,984	7,699	7,029	6,795	6,411
매입채무 및 기타채무		3,898	3,957	3,687	3,854	3,865
단기차입금		1,289	1,216	1,216	1,216	1,216
유동성장기부채		2,552	2,364	1,964	1,564	1,164
비유동부채		7,739	7,711	7,723	7,724	7,745
장기차입금		2,635	3,383	3,383	3,383	3,383
사채		3,207	2,775	2,775	2,775	2,775
부채총계		15,723	15,410	14,752	14,519	14,156
지배지분		19,100	18,918	19,999	20,440	20,999
자본금		667	667	667	667	667
자본잉여금		3,906	3,905	3,905	3,905	3,905
이익잉여금		13,639	13,400	13,505	13,946	14,505
비지배지분		396	415	419	430	444
자본총계		19,496	19,334	20,419	20,871	21,443
순차입금		8,107	8,258	7,858	7,567	6,929
총차입금		10,602	10,569	10,169	9,769	9,372

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)		2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS		3,456	-87	1,529	4,044	4,929
BPS		145,198	143,815	152,032	155,384	159,634
EBITDAPS		18,289	14,013	16,158	19,434	20,382
SPS		194,197	174,049	170,237	181,654	186,213
DPS		1,000	750	750	750	750
PER		10.1	-329.8	18.0	6.8	5.6
PBR		0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA		5.4	6.7	5.5	4.5	4.1
PSR		0.2	0.2	0.2	0.2	0.1

재무비율		(단위: 배, %)				
결산(12월)		2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)		-5.2	-10.4	-2.2	6.7	2.5
영업이익 증가율 (%)		-50.6	-80.0	164.1	107.5	16.0
지배순이익 증가율 (%)		-54.7	격전	흑전	164.5	21.9
매출총이익률 (%)		8.2	6.0	7.3	9.0	9.5
영업이익률 (%)		3.1	0.7	1.9	3.6	4.1
지배순이익률 (%)		1.8	-0.1	0.9	2.2	2.6
EBITDA 마진 (%)		9.4	8.1	9.5	10.7	10.9
ROIC		2.6	-0.1	1.4	2.6	3.0
ROA		1.3	0.0	0.6	1.5	1.9
ROE		2.4	-0.1	1.0	2.7	3.2
부채비율 (%)		80.6	79.7	72.2	69.6	66.0
순차입금/자기자본 (%)		42.4	43.7	39.3	37.0	33.0
영업이익/금융비용 (배)		1.9	0.4	1.1	2.3	2.8



현대제철 (004020) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

주: 괴리를 = (실제주가^{*} - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93
Hold(중립)	7
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-03-26

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이현수)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.