

2024. 4. 18



▲ 철강/비철금속

Analyst **장재혁**

02. 6454-4882

jaehyeok.jang@meritz.co.kr

**Buy** (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

**적정주가 (12개월)** 43,000 원

**현재주가 (4.17)** 30,650 원

**상승여력** 40.3%

KOSPI 2,584.18pt

시가총액 40,901억원

발행주식수 13,345만주

유동주식비율 62.62%

외국인비중 24.61%

52주 최고/최저가 40,200원/30,650원

평균거래대금 124.4억원

**주요주주(%)**

기아 외 5 인 35.96

국민연금공단 7.09

**주가상승률(%)**

1개월 6개월 12개월

절대주가 -7.4 -7.8 -17.1

상대주가 -4.4 -12.2 -17.3

**주가그래프**



# 현대제철 004020

## 저평가 vs 부진한 업황, 줄타기 지속 중

- ✓ 1Q24 연결매출액 6,06조원(YoY-5.2%, QoQ-0.7%), 영업이익 910억원(YoY -72.8%, QoQ 흑전), 컨센서스 부합 예상. 별도매출은 5,07조원(YoY-9.5%, QoQ+3.5%), 별도 영업이익은 712억원(YoY-79.2%, QoQ 흑전) 전망
- ✓ 전분기 반영된 2,500억원 일회성비용 제거, 고로 롤마진 개선이 흑자전환 요인
- ✓ 연초 이후 진행된 철광석·원료탄 가격 하락으로 2Q24 또한 고로 롤마진 개선
- ✓ 0.21배에 근접한 수준의 낮은 PBR 매력 유효

### 1Q24 Preview: 재차 낮아진 시장 컨센서스에 부합하는 실적

1Q24 연결매출액 6,06조원(YoY-5.2%, QoQ-0.7%), 영업이익 910억원(YoY -72.8%, QoQ 흑전)으로 최근 1개월 컨센서스에 부합 실적을 전망한다. 별도매출은 5,07조원(YoY-9.5%, QoQ+3.5%), 별도영업이익은 712억원(YoY-79.2%, QoQ 흑전)을 예상한다. 판재류 중심의 판매 성장으로 총 판매량은 전분기 대비 소폭 개선된 451만톤(YoY-4.0%, QoQ+2.3%)을 예상하지만 여전히 평년 대비 낮은 수준이다. 판재류 롤마진은 원가 인상분을 상회하는 판가 인상 효과로 QoQ +3.1만원/톤 개선되었으나, 봉형강 롤마진은 원가 하락분을 상회하는 판가 하락으로 QoQ -1.0만원/톤 악화되었다. 4Q23 반영되었던 약 2,500억원 규모의 일회성비용 제거와 판재류 롤마진 개선이 1Q24 흑자전환의 주요 요인이다.

### 2Q24부터 스프레드 정상화 구간

'24년 1분기 Cost-push형 가격 상승의 힘이 약했던 점은 아쉬우나, 철광석과 원료탄 가격의 동반 하락으로 2분기 이후의 판재류 롤마진은 우호적 방향을 기대할 수 있다. 자동차강판 판가 협상 또한 동사에 우호적인 결과가 예상된다.

### PBR 0.21배

동사의 주가는 2023년동안 중국 부동산 부양책 기대감으로 PBR 0.20~0.26배 구간의 등락을 반복했다. 현재 주가는 2024E PBR 0.21배로, 당사 추정 적정 PBR  $[(ROE-g)/(COE-g)]$  0.29배 대비 할인되어 거래되고 있다. 업황 개선 강도에 대한 불확실성은 존재하나, 0.20배에 근접한 수준의 낮은 PBR 매력은 유효하다고 판단한다. 적정주가 43,000원 및 투자 의견 BUY를 유지한다.

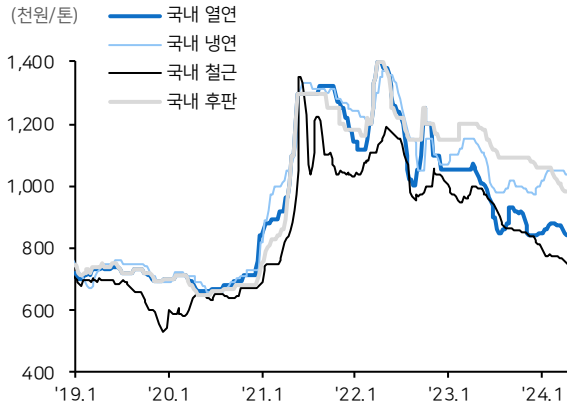
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	22,849.9	2,447.5	1,461.4	10,951	흑전	133,902	3.7	0.3	4.1	8.5	102.9
2022	27,340.6	1,616.5	1,017.6	7,626	-31.0	140,235	4.0	0.2	4.3	5.6	92.4
2023	25,914.8	798.3	461.2	3,456	-57.3	143,130	10.6	0.3	5.5	2.4	80.6
2024E	24,965.3	857.8	520.2	3,898	15.1	146,043	7.9	0.2	4.7	2.7	77.1
2025E	25,414.0	1,133.4	655.8	4,914	26.0	149,971	6.2	0.2	4.0	3.3	72.5

표1 판가, 원가 및 스프레드 추이											
	국내 품목별 유통가		원재료 가격				열연 가격		국내 스프레드		중국 스프레드
단위	(천원/톤)	(천원/톤)	(달러/톤)	(달러/톤)	(천원/톤)	(달러/톤)	(달러/톤)	(달러/톤)	(천원/톤)	(천원/톤)	(달러/톤)
품목	국내 열연	국내 철근	중국 철광석	중국 원료탄	호주 원료탄	철스크랩	중국 열연 수입가	국내 열연가	열연	철근	열연
1Q22	1,185	1,075	141	484	405	627	855	984	505	386	318
2Q22	1,332	1,161	140	462	463	644	854	1,060	645	452	274
3Q22	1,101	1,018	105	253	316	459	646	821	639	513	235
4Q22	1,112	1,021	99	279	305	493	578	820	634	479	185
1Q23	1,050	965	125	343	328	508	672	824	489	407	220
2Q23	1,001	977	110	243	242	483	613	759	545	446	250
3Q23	890	878	114	263	250	456	581	678	408	377	206
4Q23	865	838	129	333	310	426	582	655	285	369	138
1Q24	867	775	124	308	309	431	595	652	316	302	158
현재가	840	750	107	225	238	402	564	616	393	308	210
QoQ %	0.2	-7.5	-3.6	-7.7	-0.2	1.1	2.2	-0.5	10.9	-18.4	14.8
YoY %	-22.1	-17.9	30.6	19.6	1.5	-13.5	0.7	-20.1	-55.0	-22.9	-25.7

주: 현재가는 4월 12일 기준, 분기별 수치는 분기 평균, QoQ, YoY 증가율은 1Q24 기준

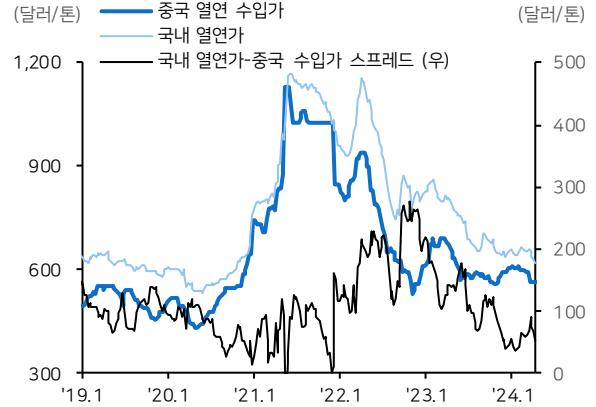
자료: 스틸데일리, Bloomberg, KOMIS, 메리츠증권 리서치센터

그림1 제품별 국내 가격



자료: 스틸데일리, 메리츠증권 리서치센터

그림2 국내 및 중국 열연 가격



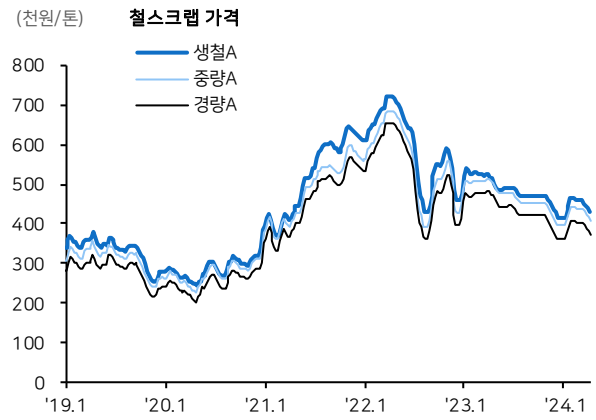
자료: 스틸데일리, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 철광석, 원료탄 가격



자료: KOMIS, 메리츠증권 리서치센터

그림4 철스크랩 가격



자료: 스틸데일리, 메리츠증권 리서치센터

그림5 국내 열연 스프레드



자료: 스틸데일리, KOMIS, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 국내 철근 스프레드



자료: 스틸데일리, KOMIS, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q24E	1Q23	(% YoY)	4Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	6,059.7	6,389.1	-5.2	6,104.2	-0.7	6311.0	-4.0
영업이익	91.0	333.9	-72.8	-229.1	흑전	88.1	3.2
세전이익	34.3	295.0	-88.4	-316.3	흑전	42.7	-19.8
지배순이익	27.4	228.5	-88.0	-199.5	흑전	32.6	-15.7
영업이익률(%)	1.5	5.2		-3.8		1.4	
세전이익률(%)	0.6	4.6		-5.2		0.7	
순이익률(%)	0.5	3.6		-3.3		0.5	

자료: 현대제철, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	2024E			2025E		
	메리츠	컨센서스	(% diff.)	메리츠	컨센서스	(% diff.)
매출액	24,965.3	25,798.0	-3.2	25,414.0	26,397.0	-3.7
영업이익	857.8	893.8	-4.0	1,133.4	1,135.0	-0.1
세전이익	645.2	648.3	-0.5	885.7	895.7	-1.1
순이익	520.2	482.0	7.9	655.8	670.3	-2.2
영업이익률(%)	3.4	3.5		4.5	4.3	
세전이익률(%)	2.6	2.5		3.5	3.4	
순이익률(%)	2.1	1.9		2.6	2.5	

자료: Bloomberg, 현대제철, 메리츠증권 리서치센터

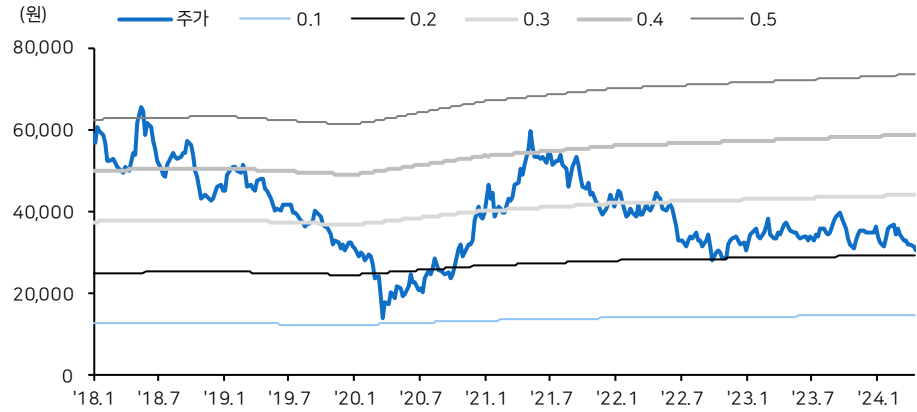
(십억원)	2022	2023	2024E
매출액 - 신규 추정	27,341.0	25,914.8	24,965.3
매출액 - 기존 추정	27,341.0	25,914.8	25,305.1
% change	n.a.	n.a.	-1.3%
영업이익 - 신규 추정	1,616.0	798.3	857.8
영업이익 - 기존 추정	1,616.0	798.3	858.6
% change	n.a.	n.a.	-0.1%
세전이익 - 신규 추정	1,349.0	532.1	645.2
세전이익 - 기존 추정	1,349.0	532.1	574.6
% change	n.a.	n.a.	12.3%
지배주주 순이익 - 신규 추정	1,018.0	461.2	520.2
지배주주 순이익 - 기존 추정	1,018.0	461.2	424.5
% change	n.a.	n.a.	22.5%
EPS (지배주주) - 신규 추정	7,625.0	3,456.0	3,898.3
EPS (지배주주) - 기존 추정	7,625.0	3,456.0	3,180.8
% change	n.a.	n.a.	22.6%

자료: 현대제철, 메리츠증권 리서치센터

표4 현대제철 실적 Snapshot											
(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
원/달러 환율	1,277	1,315	1,312	1,320	1,329	1,360	1,320	1,340	1,306	1,337	1,350
<b>판매량 (천톤)</b>											
고로 판매량	2,883	2,905	2,845	2,795	2,907	2,994	2,997	3,000	11,428	11,898	11,970.0
성장률(% QoQ, %YoY)	29.6	0.8	-2.1	-1.8	4.0	3.0	0.1	0.1	5.9	4.1	0.6
전기로 판매량	1,821	1,992	1,694	1,615	1,607	1,676	1,604	1,673	7,122	6,560	6,772.1
성장률(% QoQ, %YoY)	6.9	9.4	-15.0	-4.7	-0.5	4.3	-4.3	4.3	-4.9	-7.9	3.2
<b>ASP (원/kg)</b>											
봉형강류	1,266	1,234	1,202	1,149	1,124	1,125	1,084	1,098	1,215	1,108	1,097.3
성장률(% QoQ, %YoY)	-5.4	-2.5	-2.6	-4.4	-2.2	0.1	-3.6	1.3	-10.0	-8.8	-1.0
판재류	1,144	1,172	1,127	1,089	1,124	1,125	1,126	1,127	1,134	1,126	1,130.1
성장률(% QoQ, %YoY)	-5.8	2.4	-3.8	-3.4	3.2	0.1	0.1	0.1	-9.5	-0.7	0.4
<b>스프레드 (원/kg)</b>											
봉형강류	703	678	675	655	644	649	617	633	678	636	626.2
성장률(% QoQ, %YoY)	-12.7	-3.6	-0.4	-3.1	-1.6	0.7	-5.0	2.6	-5.7	-6.2	-1.5
판재류	627	629	588	571	603	597	631	630	623	632	638.7
성장률(% QoQ, %YoY)	6.8	0.3	-6.5	-2.9	5.5	-1.0	5.7	-0.2	-1.5	1.4	1.0
<b>별도 실적 (십억원)</b>											
<b>매출액</b>	<b>5,604</b>	<b>5,863</b>	<b>5,243</b>	<b>4,899</b>	<b>5,073</b>	<b>5,255</b>	<b>5,114</b>	<b>5,219</b>	<b>21,609</b>	<b>20,661</b>	<b>20,958</b>
성장률(% QoQ, %YoY)	11.9	4.6	-10.6	-6.6	3.5	3.6	-2.7	2.0	-8.7	-4.4	1.4
<b>영업이익</b>	<b>343</b>	<b>426</b>	<b>189</b>	<b>-308</b>	<b>71.2</b>	<b>162</b>	<b>206</b>	<b>239</b>	<b>650</b>	<b>678</b>	<b>921</b>
영업이익률(%)	6.1	7.3	3.6	-6.3	1.4	3.1	4.0	4.6	3.0	3.3	4.4
성장률(% QoQ, %YoY)	흑전	24.4	-55.6	적전	흑전	127.4	27.3	15.8	-55.6	4.3	35.8
<b>연결 실적 (십억원)</b>											
<b>매출액</b>	<b>6,389</b>	<b>7,138</b>	<b>6,283</b>	<b>6,104</b>	<b>6,060</b>	<b>6,365</b>	<b>6,189</b>	<b>6,352</b>	<b>25,915</b>	<b>24,965</b>	<b>25,414</b>
성장률(% QoQ, %YoY)	6.8	11.7	-12.0	-2.8	-0.7	5.0	-2.8	2.6	-5.2	-3.7	1.8
<b>영업이익</b>	<b>333.9</b>	<b>465.1</b>	<b>228.4</b>	<b>-229.1</b>	<b>91.0</b>	<b>211.4</b>	<b>257.9</b>	<b>297.4</b>	<b>798.3</b>	<b>857.8</b>	<b>1,133</b>
영업이익률(%)	5.2	6.5	3.6	-3.8	1.5	3.3	4.2	4.7	3.1	3.4	4.5
성장률(% QoQ, %YoY)	흑전	39.3	-50.9	적전	흑전	132.4	22.0	15.3	-50.6	7.4	32.1
세전이익	295.0	381.6	171.8	-316.3	34.3	159.8	214.8	236.3	532.1	645.2	886
지배순이익	228.5	297.4	134.9	-199.5	27.4	128.4	173.7	190.7	461.2	520.2	656
지배순이익률(%)	3.6	4.2	2.1	-3.3	0.5	2.0	2.8	3.0	1.8	2.1	2.6

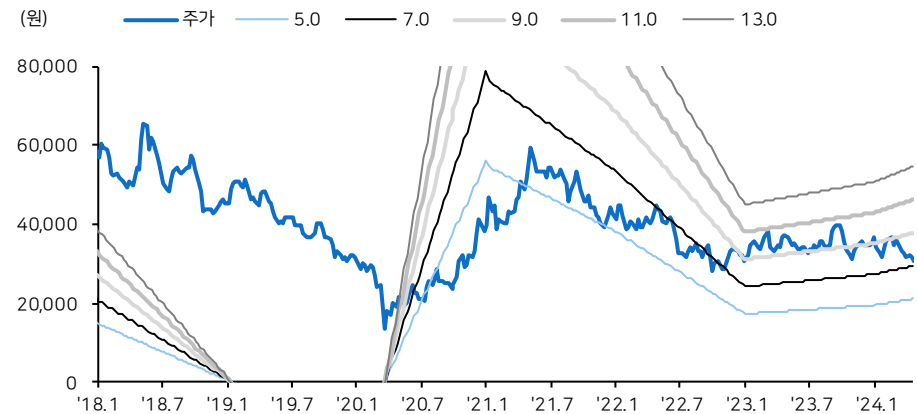
자료: 현대제철, 메리츠증권 리서치센터

그림7 현대제철 PBR Band Chart



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림8 현대제철 PER Band Chart



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

표5 현대제철 PBR Valuation

항목	값	비고
적정 P/B (배)	0.29	(ROE-g) / (COE-g)
COE	7.9	CAPM 모델 활용
Rf	3.90	'24E 미국 10년 국고채 금리 (당사 추정치)
MRP	4.20	당사 추정치
베타	1.0	52주 주간 베타
ROE (%)	3.0	'24E ROE 2.7%, '25E ROE 3.3%의 평균
영구성장률 (%)	1.0	
2024E BPS(지배주주, 원)	149,971	
적정 주가 (fair value, 원)	43,447	
<b>적정 주가 ('000 round, 원)</b>	<b>43,000</b>	

자료: 메리츠증권 리서치센터

현대제철 (004020)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>22,849.9</b>	<b>27,340.6</b>	<b>25,914.8</b>	<b>24,965.3</b>	<b>25,414.0</b>
매출액증가율(%)	26.8	19.7	-5.2	-3.7	1.8
매출원가	19,326.4	24,506.9	23,782.3	22,877.7	23,031.6
매출총이익	3,523.6	2,833.7	2,132.5	2,087.6	2,382.4
판매관리비	1,076.1	1,217.3	1,334.2	1,229.9	1,249.0
<b>영업이익</b>	<b>2,447.5</b>	<b>1,616.5</b>	<b>798.3</b>	<b>857.8</b>	<b>1,133.4</b>
영업이익률(%)	10.7	5.9	3.1	3.4	4.5
금융손익	-196.0	-249.0	-278.6	-259.3	-227.8
중속/관계기업손익	3.2	11.8	4.9	9.1	7.5
기타영업외손익	-105.5	-30.8	7.5	37.7	-27.4
세전계속사업이익	2,149.1	1,348.6	532.1	645.2	885.7
법인세비용	644.0	310.4	89.1	135.5	243.6
<b>당기순이익</b>	<b>1,505.2</b>	<b>1,038.2</b>	<b>443.0</b>	<b>509.7</b>	<b>642.1</b>
지배주주지분 손이익	1,461.4	1,017.6	461.2	520.2	655.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>2,002.9</b>	<b>2,179.6</b>	<b>1,948.4</b>	<b>1,973.6</b>	<b>2,176.8</b>
당기순이익(손실)	1,505.2	1,038.2	443.0	509.7	642.1
유형자산상각비	1,531.0	1,531.2	1,554.9	1,599.5	1,528.6
무형자산상각비	60.8	57.3	87.4	34.3	32.2
운전자본의 증감	-1,725.7	-738.3	304.4	-175.8	-31.0
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-663.4</b>	<b>-1,394.5</b>	<b>-132.3</b>	<b>-1,068.0</b>	<b>-1,011.2</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-904.5	-1,021.0	-824.0	-995.0	-995.0
투자자산의감소(증가)	-7.2	10.5	-205.8	-33.6	-7.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-887.3</b>	<b>-469.2</b>	<b>-2,120.9</b>	<b>-743.0</b>	<b>-702.7</b>
차입금의 증감	-663.0	-621.7	-1,941.5	-611.5	-571.2
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	463.7	317.7	-312.9	165.6	462.8
기초현금	917.2	1,380.9	1,698.6	1,385.8	1,551.3
기말현금	1,380.9	1,698.6	1,385.8	1,551.3	2,014.1

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	<b>12,775.8</b>	<b>13,191.1</b>	<b>11,953.6</b>	<b>12,535.5</b>	<b>13,071.9</b>
현금및현금성자산	1,380.9	1,698.6	1,385.8	1,551.3	2,014.2
매출채권	3,139.4	2,608.9	2,929.0	3,047.8	3,068.7
재고자산	6,730.4	6,704.3	6,279.3	6,533.9	6,578.8
<b>비유동자산</b>	<b>24,266.5</b>	<b>23,609.9</b>	<b>23,265.3</b>	<b>22,657.6</b>	<b>22,097.3</b>
유형자산	19,251.4	18,755.1	18,249.9	17,645.4	17,111.9
무형자산	1,364.5	1,328.1	1,437.5	1,403.3	1,371.1
투자자산	2,005.4	1,988.6	2,200.3	2,231.3	2,236.8
<b>자산총계</b>	<b>37,042.3</b>	<b>36,801.0</b>	<b>35,218.8</b>	<b>35,193.1</b>	<b>35,169.2</b>
<b>유동부채</b>	<b>7,466.8</b>	<b>8,119.2</b>	<b>7,984.2</b>	<b>7,960.1</b>	<b>7,807.3</b>
매입채무	2,207.0	1,108.7	1,329.5	1,383.4	1,392.9
단기차입금	506.6	1,347.0	1,288.6	1,224.2	1,163.0
유동성장기부채	2,556.2	2,794.9	2,552.0	2,424.4	2,303.2
<b>비유동부채</b>	<b>11,315.1</b>	<b>9,553.2</b>	<b>7,738.7</b>	<b>7,358.9</b>	<b>6,977.1</b>
사채	4,471.8	3,796.5	3,207.5	3,047.1	2,894.7
장기차입금	4,670.6	3,590.9	2,635.4	2,371.8	2,134.7
<b>부채총계</b>	<b>18,781.9</b>	<b>17,672.4</b>	<b>15,722.8</b>	<b>15,319.0</b>	<b>14,784.4</b>
<b>자본금</b>	<b>667.2</b>	<b>667.2</b>	<b>667.2</b>	<b>667.2</b>	<b>667.2</b>
자본잉여금	3,906.1	3,906.1	3,906.1	3,906.1	3,906.1
기타포괄이익누계액	1,049.2	879.2	1,000.0	1,000.0	1,000.0
이익잉여금	12,358.5	13,373.7	13,639.3	14,028.0	14,552.2
비지배주주지분	391.8	414.8	395.9	385.4	371.7
<b>자본총계</b>	<b>18,260.4</b>	<b>19,128.5</b>	<b>19,496.0</b>	<b>19,874.2</b>	<b>20,384.7</b>

Key Financial Data

	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	171,230	204,882	194,197	187,082	190,444
EPS(지배주주)	10,951	7,626	3,456	3,898	4,914
CFPS	30,739	26,747	17,968	19,215	20,215
EBITDAPS	30,269	24,017	18,289	18,670	20,189
BPS	133,902	140,235	143,130	146,043	149,971
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
배당수익률(%)	2.4	3.3	2.7	3.3	3.3
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	3.7	4.0	10.6	7.9	6.2
PCR	1.3	1.1	2.0	1.6	1.5
PSR	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
PBR	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2
EBITDA(십억원)	4,039.2	3,205.0	2,440.6	2,491.5	2,694.2
EV/EBITDA	4.1	4.3	5.5	4.7	4.0
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	8.5	5.6	2.4	2.7	3.3
EBITDA 이익률	17.7	11.7	9.4	10.0	10.6
부채비율	102.9	92.4	80.6	77.1	72.5
금융비용부담률	1.3	1.3	1.6	1.5	1.4
이자보상배율(x)	8.1	4.5	1.9	2.3	3.2
매출채권회전율(x)	8.2	9.5	9.4	8.4	8.3
재고자산회전율(x)	4.0	4.1	4.0	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	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	86.8%
중립	13.2%
매도	0.0%

2024년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**현대제철 (004020) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

