

2024. 5. 2



▲ 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 (4.30) **32,350 원**

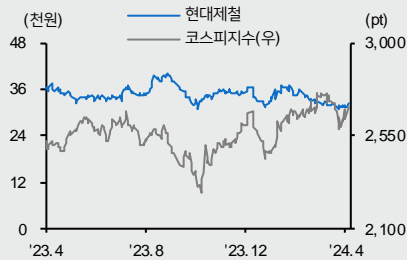
상승여력 **32.9%**

KOSPI	2,692.06pt
시가총액	43,170억원
발행주식수	13,345만주
유동주식비율	62.62%
외국인비중	24.54%
52주 최고/최저가	40,200원/30,650원
평균거래대금	124.1억원

주요주주(%)	
기아 외 5 인	35.96
국민연금공단	7.09

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.7	-0.9	-11.2
상대주가	3.8	-15.0	-17.5

주가그래프



(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	24,339.7	642.6	345.4	2,588	-23.6	144,733	12.5	0.2	5.4	1.8	77.3
2025E	25,015.9	1,039.9	578.3	4,333	67.3	148,081	7.5	0.2	4.4	3.0	73.0

현대제철 004020

고개를 드는 중국 부양책 기대

- ✓ 연결매출액 5조 9,478억원(YoY-6.9%, QoQ-2.6%), 연결영업이익 558억원(YoY-83.3%, QoQ 흑자전환, opm 0.9%), 영업이익 컨센서스(922억원)를 -39.5% 하회
- ✓ 봉형강 판매 147만톤(QoQ-0.3%, YoY-10.8%), 롤마진 QoQ -1.1만원/톤 훼손 판재류 판매 288만톤(YoY-0.2%, QoQ+3.0%), 롤마진 QoQ +1.5만원/톤 개선
- ✓ 2Q24 고로 롤마진 개선, 연결영업이익 1,451억원(YoY -70%, QoQ+160%) 전망
- ✓ 중국 부동산 부양책 기대감이 다시금 되살아나는 구간, 단기적 저PBR 매력 유효

1Q24 Review: 부진한 업황에 컨센서스 하회

연결매출액 5조 9,478억원(YoY-6.9%, QoQ-2.6%)으로 컨센서스를 -4.8% 하회, 연결영업이익 558억원(YoY-83.3%, QoQ 흑자전환, opm 0.9%)으로 컨센서스(922억원)를 -39.5% 하회했다. 별도매출은 4조 8,194억원(YoY-14.8%, QoQ-1.6%), 영업이익은 890억원(YoY-74.0%, QoQ 흑자전환)을 기록했다. 1월부터 분리된 강관사업부문 자회사 '현대스틸파이프'의 재고평가손실(약 -200억원)로 인한 적자가 연결실적 약화에 기여했다. 분기 평균 약 16만톤 내외로 판매되던 강관부문을 제외하면 1Q24 봉형강 판매량은 147만톤(QoQ-0.3%, YoY-10.8%)으로 철근 판매부진이 지속 중이다. 롤마진 또한 전분기 대비 1.1만원/톤 (원료가 -2.3만원, 판가 -3.4만원) 훼손되었다. 판재류는 288만톤(YoY-0.2%, QoQ+3.0%) 판매하였으며, 롤마진은 전분기 대비 1.5만원/톤 개선(원료가 +0.2만원, 판가 +1.7만원)되었다.

2Q24 업황 부진의 영향으로 유의미한 전기로 롤마진 개선은 힘들겠지만 판재류의 경우 원재료 투입단가 하락(철광석: 1Q24 124\$/t → 2Q24 109\$/t, 원료탄 1Q24 309\$/t → 2Q24 248\$/t)의 영향으로 QoQ +1.5만원/톤 이상 수준의 롤마진 개선이 가능하다. 2Q24 연결영업이익은 1,451억원(YoY-68.8%, QoQ+160%)으로 전망한다.

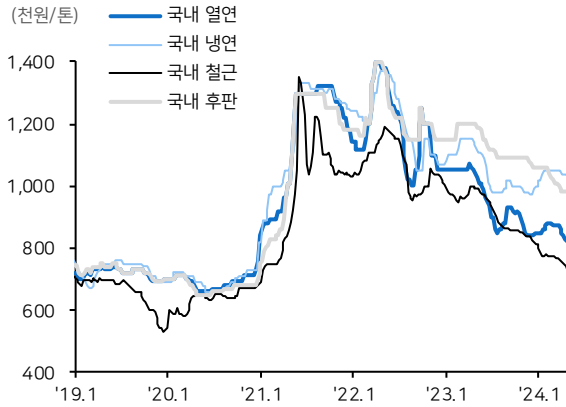
PBR 0.22배

현대제철 주가는 4Q22 이후 중국 부동산 부양책에 대한 기대감으로 PBR 0.20~0.26배 구간의 등락을 반복했다. 최근의 주가 움직임 또한 3월 양회에서 기대치를 하회하는 부동산 부양책으로 인해 PBR 0.21배 수준까지 하락했다가, 예상치를 상회하는 1Q24 GDP 성장률(5.3%) 발표와 주택 이구환신 정책이 유발한 기대감으로 소폭 반등하여 PBR 0.22배에서 거래되는 중이다. 0.20배에 근접한 수준의 낮은 PBR 매력은 단기적으로 유효하다고 판단한다.

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
2Q24	835	743	109	237	248	402	560	612	369	301	193
QoQ %	-3.7	-4.2	-11.9	-23.1	-19.9	-6.7	-6.0	-6.2	16.7	-0.3	22.5
YoY %	-16.6	-24.0	-0.4	-2.5	2.3	-16.8	-8.7	-19.5	-32.2	-32.6	-22.8

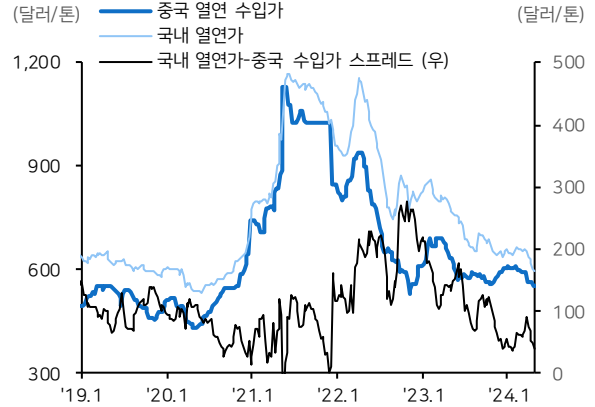
주: 2Q24 수치는 4월 평균 기준, QoQ, YoY 증가는 2Q24 기준
 자료: 스틸데일리, Bloomberg, KOMIS, 메리츠증권 리서치센터

그림1 품목별 국내 가격 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 중국 및 국내 열연가 비교



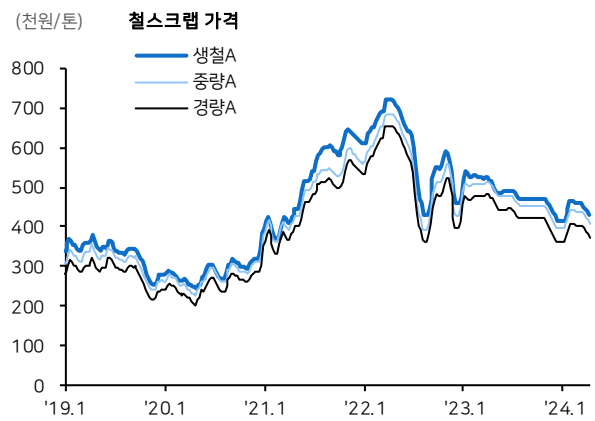
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 철광석 및 원료탄 가격추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 철스크랩 유통가격 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 국내 열연 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 국내 철근 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표2 1Q24 영업이익, 부진한 업황에 컨센서스 -39% 하회

(십억원)	1Q24P	1Q23	(% YoY)	4Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	5,947.8	6,389.1	-6.9	6,104.2	-2.6	6250.0	-4.8	6,059.7	-1.8
영업이익	55.8	333.9	-83.3	-229.1	흑전	92.2	-39.5	91.0	-38.7
세전이익	7.6	295.0	-97.4	-316.3	흑전	48.7	-84.4	34.3	-77.8
순이익	31.5	228.5	-86.2	-199.5	흑전	39.9	-21.1	27.4	14.8
영업이익률(%)	0.9	5.2		-3.8		1.5		1.5	
세전이익률(%)	0.1	4.6		-5.2		0.8		0.6	
순이익률(%)	0.5	3.6		-3.3		0.6		0.5	

자료: QuantiWise, 현대제철, 메리츠증권 리서치센터

표3 2024년 영업이익 컨센서스, 부진한 1Q24 실적으로 인해 차츰 낮아질 것으로 전망

(십억원)	2024E			2025E		
	당사예상치	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	컨센서스	(% diff.)
매출액	24,339.7	25,514.0	-4.6	25,015.9	26,171.0	-4.4
영업이익	642.6	872.0	-26.3	1,039.9	1,061.0	-2.0
세전이익	430.0	658.4	-34.7	780.9	860.1	-9.2
순이익	345.4	503.0	-31.3	578.3	652.2	-11.3
영업이익률(%)	2.6	3.4		4.2	4.1	
세전이익률(%)	1.8	2.6		3.1	3.3	
순이익률(%)	1.4	2.0		2.3	2.5	

자료: QuantiWise, 현대제철, 메리츠증권 리서치센터

표4 2024년 영업이익 추정치 -25.1% 하향 조정

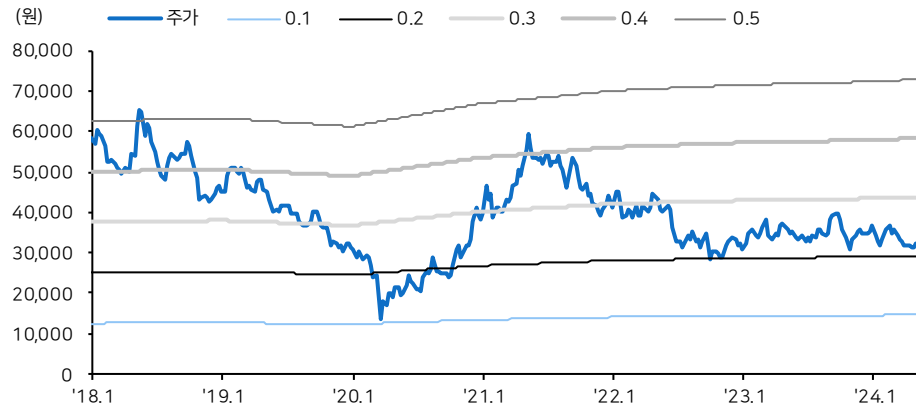
(십억원)	2022	2023	2024E
매출액 - 신규 추정	27,341.0	25,914.8	24,339.7
매출액 - 기존 추정	27,341.0	25,914.8	24,965.3
% change	n.a.	n.a.	-2.5%
영업이익 - 신규 추정	1,616.0	798.3	642.6
영업이익 - 기존 추정	1,616.0	798.3	857.8
% change	n.a.	n.a.	-25.1%
세전이익 - 신규 추정	1,349.0	532.1	430.0
세전이익 - 기존 추정	1,349.0	532.1	645.2
% change	n.a.	n.a.	-33.4%
지배주주 순이익 - 신규 추정	1,018.0	461.2	345.4
지배주주 순이익 - 기존 추정	1,018.0	461.2	520.2
% change	n.a.	n.a.	-33.6%
EPS (지배주주) - 신규 추정	7,625.0	3,456.0	2,588.3
EPS (지배주주) - 기존 추정	7,625.0	3,456.0	3,898.3
% change	n.a.	n.a.	-33.6%

자료: QuantiWise, 현대제철, 메리츠증권 리서치센터

표5 현대제철 실적 Snapshot											
(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
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
판매량 (천톤)											
고로 판매량	2,883	2,905	2,845	2,795	2,878	2,964	2,967	2,964	11,428	11,774	11,827.7
성장률(% QoQ, %YoY)	29.6	0.8	-2.1	-1.8	3.0	3.0	0.1	-0.1	5.9	3.0	0.5
전기로 판매량	1,821	1,992	1,694	1,615	1,467	1,535	1,536	1,579	7,122	6,117	6,397.3
성장률(% QoQ, %YoY)	6.9	9.4	-15.0	-4.7	-9.2	4.6	0.1	2.8	-4.9	-14.1	4.6
ASP (원/kg)											
봉형강류	1,266	1,234	1,202	1,149	1,115	1,109	1,118	1,137	1,215	1,120	1,136.5
성장률(% QoQ, %YoY)	-5.4	-2.5	-2.6	-4.4	-3.0	-0.5	0.9	1.7	-10.0	-7.8	1.5
판재류	1,144	1,172	1,127	1,089	1,106	1,111	1,081	1,102	1,134	1,100	1,104.7
성장률(% QoQ, %YoY)	-5.8	2.4	-3.8	-3.4	1.6	0.4	-2.7	2.0	-9.5	-3.0	0.4
스프레드 (원/kg)											
봉형강류	703	678	675	655	644	647	660	679	678	657	676.7
성장률(% QoQ, %YoY)	-12.7	-3.6	-0.4	-3.1	-1.7	0.5	1.9	2.9	-5.7	-3.0	3.0
판재류	627	629	594	566	581	589	581	597	621	606	607.0
성장률(% QoQ, %YoY)	6.8	0.3	-5.7	-4.7	2.6	1.4	-1.3	2.8	-1.8	-2.4	0.1
별도 실적 (십억원)											
매출액	5,604	5,863	5,243	4,899	4,819	4,995	4,925	5,063	21,609	19,802	20,337
성장률(% QoQ, %YoY)	11.9	4.6	-10.6	-6.6	-1.6	3.6	-1.4	2.8	-8.7	-8.4	2.7
영업이익	343	426	189	-308	89.0	141	157	224	650	611	925
영업이익률(%)	6.1	7.3	3.6	-6.3	1.8	2.8	3.2	4.4	3.0	3.1	4.5
성장률(% QoQ, %YoY)	흑전	24.4	-55.6	적전	흑전	58.1	11.7	42.7	-55.6	-6.0	51.4
연결 실적 (십억원)											
매출액	6,389	7,138	6,283	6,104	5,948	6,107	6,041	6,243	25,915	24,340	25,016
성장률(% QoQ, %YoY)	6.8	11.7	-12.0	-2.8	-2.6	2.7	-1.1	3.3	-5.2	-6.1	2.8
영업이익	333.9	465.1	228.4	-229.1	55.8	145.1	191.8	249.9	798.3	642.6	1,040
영업이익률(%)	5.2	6.5	3.6	-3.8	0.9	2.4	3.2	4.0	3.1	2.6	4.2
성장률(% QoQ, %YoY)	흑전	39.3	-50.9	적전	흑전	160.0	32.2	30.3	-50.6	-19.5	61.8
세전이익	295.0	381.6	171.8	-316.3	7.6	90.1	150.3	182.0	532.1	430.0	781
지배순이익	228.5	297.4	134.9	-199.5	32.6	66.5	111.5	134.7	461.2	345.4	578
지배순이익률(%)	3.6	4.2	2.1	-3.3	0.5	1.1	1.8	2.2	1.8	1.4	2.3

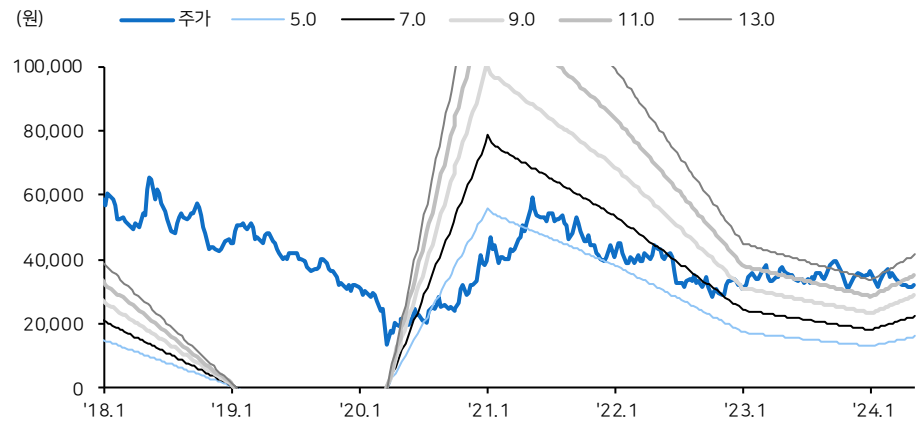
자료: 현대제철, 메리츠증권 리서치센터

그림7 현대제철 PBR Band Chart



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림8 현대제철 PER Band Chart



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

현대제철 (004020)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	22,849.9	27,340.6	25,914.8	24,339.7	25,015.9
매출액증가율(%)	26.8	19.7	-5.2	-6.1	2.8
매출원가	19,326.4	24,506.9	23,782.3	22,479.0	22,730.6
매출총이익	3,523.6	2,833.7	2,132.5	1,860.7	2,285.3
판매관리비	1,076.1	1,217.3	1,334.2	1,218.1	1,245.4
영업이익	2,447.5	1,616.5	798.3	642.6	1,039.9
영업이익률(%)	10.7	5.9	3.1	2.6	4.2
금융손익	-196.0	-249.0	-278.6	-259.5	-239.1
중속/관계기업손익	3.2	11.8	4.9	9.2	7.5
기타영업외손익	-105.5	-30.8	7.5	37.7	-27.4
세전계속사업이익	2,149.1	1,348.6	532.1	430.0	780.9
법인세비용	644.0	310.4	89.1	91.5	214.8
당기순이익	1,505.2	1,038.2	443.0	338.5	566.2
지배주주지분 순이익	1,461.4	1,017.6	461.2	345.4	578.3

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	12,775.8	13,191.1	11,953.6	11,999.9	12,213.2
현금및현금성자산	1,380.9	1,698.6	1,385.8	1,198.2	1,327.6
매출채권	3,139.4	2,608.9	2,929.0	2,995.8	3,019.7
재고자산	6,730.4	6,704.3	6,279.3	6,422.4	6,473.6
비유동자산	24,266.5	23,609.9	23,265.3	22,929.1	22,621.1
유형자산	19,251.4	18,755.1	18,249.9	17,930.5	17,648.5
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	2,217.7	2,224.0
자산총계	37,042.3	36,801.0	35,218.8	34,929.0	34,834.4
유동부채	7,466.8	8,119.2	7,984.2	7,886.5	7,737.9
매입채무	2,207.0	1,108.7	1,329.5	1,359.8	1,370.6
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
비유동부채	11,315.1	9,553.2	7,738.7	7,339.6	6,958.9
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
부채총계	18,781.9	17,672.4	15,722.8	15,226.1	14,696.8
자본금	667.2	667.2	667.2	667.2	667.2
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	13,853.2	14,299.9
비지배주주지분	391.8	414.8	395.9	388.9	376.9
자본총계	18,260.4	19,128.5	19,496.0	19,702.9	20,137.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	2,002.9	2,179.6	1,948.4	1,892.4	2,123.0
당기순이익(손실)	1,505.2	1,038.2	443.0	338.5	566.2
유형자산상각비	1,531.0	1,531.2	1,554.9	1,619.4	1,582.0
무형자산상각비	60.8	57.3	87.4	34.3	32.2
운전자본의 증감	-1,725.7	-738.3	304.4	-98.8	-35.4
투자활동 현금흐름	-663.4	-1,394.5	-132.3	-1,337.9	-1,290.8
유형자산의증가(CAPEX)	-904.5	-1,021.0	-824.0	-1,300.0	-1,300.0
투자자산의감소(증가)	-7.2	10.5	-205.8	-20.0	-7.8
재무활동 현금흐름	-887.3	-469.2	-2,120.9	-745.0	-702.6
차입금의 증감	-663.0	-621.7	-1,941.5	-613.4	-571.1
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	463.7	317.7	-312.9	-187.6	129.4
기초현금	917.2	1,380.9	1,698.6	1,385.8	1,198.2
기말현금	1,380.9	1,698.6	1,385.8	1,198.2	1,327.6

Key Financial Data

	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	171,230	204,882	194,197	182,394	187,461
EPS(지배주주)	10,951	7,626	3,456	2,588	4,333
CFPS	30,739	26,747	17,968	17,752	19,915
EBITDAPS	30,269	24,017	18,289	17,208	19,889
BPS	133,902	140,235	143,130	144,733	148,081
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
배당수익률(%)	2.4	3.3	2.7	3.1	3.1
Valuation(Multiple)					
PER	3.7	4.0	10.6	12.5	7.5
PCR	1.3	1.1	2.0	1.8	1.6
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	2,296.3	2,654.1
EV/EBITDA	4.1	4.3	5.5	5.4	4.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.5	5.6	2.4	1.8	3.0
EBITDA 이익률	17.7	11.7	9.4	9.4	10.6
부채비율	102.9	92.4	80.6	77.3	73.0
금융비용부담률	1.3	1.3	1.6	1.5	1.4
이자보상배율(x)	8.1	4.5	1.9	1.7	3.0
매출채권회전율(x)	8.2	9.5	9.4	8.2	8.3
재고자산회전율(x)	4.0	4.1	4.0	3.8	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 하시기를 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	86.8%
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

