EARNINGS PREVIEW

12 Jan. 2025

이정우 철강 | jungwoo@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

현대제철 (004020)

전기로 회복이 눈에 보이기 시작했다

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
적정주가	46,000		유지
Earnings			유지

Stock Information	
현재가 (01/09)	29,200원
예상 주가상승률	57.5%
시가총액	38,966억원
비중(KOSPI내)	0.10%
발행주식수	133,446천주
52주 최저가/최고가	21,350 - 37,600원
90일 일평균거래대금	136억원
외국인 지분율	22.8%
주요주주지분율(%)	
기아 (외 6인)	36.0
국민연금공단 (외 1인)	8.8
자사주 (외 1인)	1.4

Valuation wide	2024	2025E	2026E
PER(배)	n/a	80.1	11.1
PBR(배)	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	5.9	6.1	5.1
배당수익률(%)	3.6	2.6	2.6

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률 (%)	(6.0)	(12.7)	34.3	(6.0)
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(16.6)	(59.1)	(47.6)	(14.8)

Issue

4Q25E Preview

Pitch

4Q25E 영업이익 컨센서스 하회. 실적 회복 기조는 지속되고 있지만 연휴로 인한 영업일수의 부족과 연말 전방 산업 수요 공백 존재로 고로 판매량 QoQ 감소. 봉형강류 판매량 증가와 판매가격 상승은 긍정적. 자회사는 특별한 이슈가 없다면 2Q25와 3Q25에 보인 높은 기저로 소폭 감소 전망. 투자의견 BUY, 적정주가 4.6만원 유지

Rationale

- 4Q25E 연결 매출액과 영업이익 각각 5.7조원(YoY +1.4%, QoQ -0.7%), 1,082억원(YoY 흑자전환, QoQ +16.0%)으로 컨센서스 하회하는 실적 전망. 별도실적과 연결실적 모두 QoQ로 OPM이 소폭 개선되긴 하지만 아직 정도는 크지 않음. 연결 자회사는 3Q25에 높은 기저를 형성했고 현대스틸파이프 부진으로 4Q25E 소폭 감소 예상. 2Q26E부터는 현대IFC가 매각으로 연결 영업이익에서 제외되지만, 4Q25E부터 25만톤 생산능력 보유한 인도 푸네 SSC가 가동되면서 실적 기여 가능. 현대IFC 매각 이후 인수 컨소시엄에 20% 투자해 향후 지분법 이익으로 반영 예정
- 4Q25E 별도 매출액과 영업이익 각각 4.5조원(YoY -0.1%, QoQ -1.2%), 730억원(YoY 흑자전환, QoQ +54.9) 추정. 판재류는 2.9백만톤(QoQ -14만톤) 판매로 부진, 봉형강류는 1.3백만톤(QoQ +4만톤)으로 소폭 회복. 철광석과 철스크랩 가격이 모두 QoQ 소폭 상승했음에도 스프레드는 톤당 고로 +7천원, 전기로 +2천원 확대되어 회복기조 지속 중에 있음. 철근 국내 시황은 아직 좋은 상황은 아니지만 2025년 말 톤당 65.5만원에서 최근 톤당 71.0만원으로 가격 반등 성공. 가격 정상화를 위해 국내 철근사들이 가동률을 낮게 유지하고 있는 점이 유효하게 작용
- 수입산 재고의 소진시기는 당초 기대했던 것보다 미뤄지고 있어 열연 판매량과 판매가격에 영향이 미미한 상황. 또한, 중국의 수출허가제 시행으로 인해 시행 이전인 2025.12월 선급용 위주로 후판 수입이 증가. 1H26E 내로 수입산 재고의 소진으로 판매 정상화 기대

4Q25 Preview

(단위: 십억원, %, %p)

	변경 후	변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2025.12(E)	2025.12(E)	vs Chg	2025.12(E)	vs Con	2024.12(A)	YoY	2025.09(A)	QoQ
매출액	5,693.2	5,719.8	-0.5	5,852.6	-2.7	5,612.7	1.4	5,734.4	-0.7
영업이익	108.2	172.2	-37.2	132.9	-18.6	-45.8	흑전	93.2	16.0
지배주주순이익	52.9	102.2	-48.3	48.4	9.3	-18.1	흑전	17.1	210.2
OPM	1.9%	3.0%	-1.1%p	2.3%	-0.4%p	-0.8%	2.7%p	1.6%	0.3%p
NIM	0.9%	1.8%	-0.9%p	0.8%	0.1%p	-0.3%	1.3%p	0.3%	0.6%p

Note: K-IFRS 연결 기준
Source: 다올투자증권

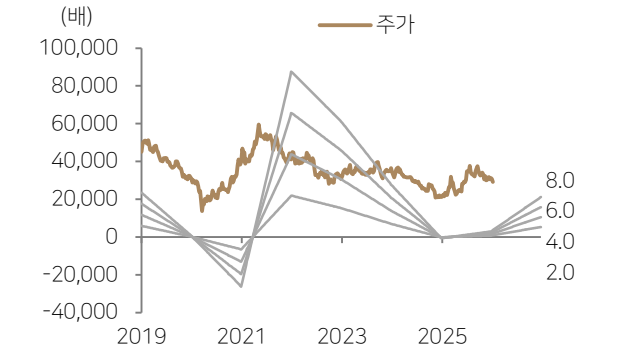
Fig. 1: Valuation Table (원, %, 배)

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
BPS(원)	123,676	130,283	132,358	131,264	132,657	136,521
YoY(%)		*5%*	*2%*	*-1%*	*1%*	*3%*
적정 PBR(배)						0.34
적정주가(원)						46,417

적정주가(원)	46,000
종가(원)	29,200
상승여력	58%

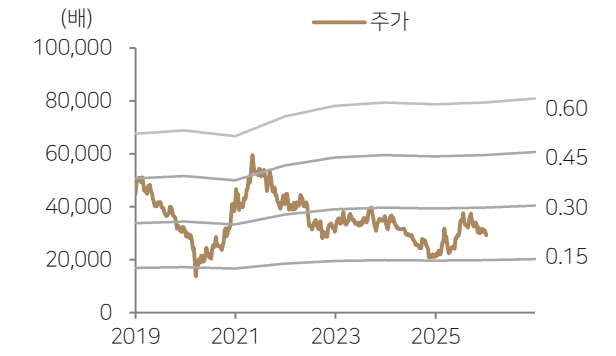
Source: 다올투자증권

Fig. 1: P/E 밴드



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 2: P/B 밴드



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 3: 현대제철 실적변경 (단위: 십억원, %, %p)

	변경 전				변경 후				차이			
	2025.12	2026.03	2026.06	2026.09	2025.12	2026.03	2026.06	2026.09	2025.12	2026.03	2026.06	2026.09
매출액	5,719.8	5,863.3	5,987.1	5,770.2	5,693.2	5,921.7	5,919.0	5,595.7	(0.5)	1.0	(1.1)	(3.0)
영업이익	172.2	247.9	264.5	171.9	108.2	136.6	187.2	165.8	(37.2)	(44.9)	(29.2)	(3.5)
영업이익률	3.0	4.2	4.4	3.0	1.9	2.3	3.2	3.0	(1.1)	(1.9)	(1.3)	(0.0)
EBITDA	598.3	672.4	687.7	593.3	535.7	562.6	611.6	588.3	(10.5)	(16.3)	(11.1)	(0.8)
EBITDA이익률	10.5	11.5	11.5	10.3	9.4	9.5	10.3	10.5	(1.1)	(2.0)	(1.2)	0.2
당기순이익	102.2	161.6	174.3	102.1	52.9	75.7	114.5	97.0	(48.3)	(53.2)	(34.3)	(4.9)

Source: 현대제철, 다올투자증권

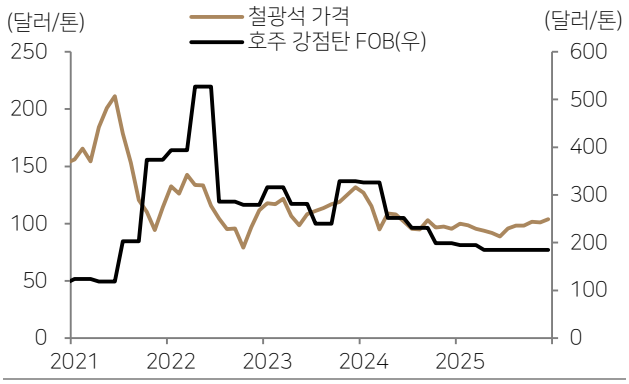
Fig. 4: 현대제철 실적추정

(십억원, 천톤, 천원/톤, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E
연결기준											
연결매출액	5,948	6,041	5,624	5,613	5,563	5,946	5,734	5,693	23,226	22,937	22,972
YoY(%)	*-7%*	*-15%*	*-10%*	*-8%*	*-6%*	*-2%*	*2%*	*1%*	*-10%*	*-1%*	*0%*
별도	4,819	4,852	4,463	4,483	4,290	4,680	4,533	4,478	18,618	17,980	18,391
기타	1,128	1,190	1,161	1,129	1,274	1,266	1,202	1,215	4,609	4,956	4,580
연결영업이익	56	98	52	-46	-19	102	93	108	159	284	610
YoY(%)	*-83%*	*-79%*	*-77%*	*적지*	*적전*	*4%*	*81%*	*흑전*	*-80%*	*78%*	*115%*
OPM	0.9%	1.6%	0.9%	-0.8%	-0.3%	1.7%	1.6%	1.9%	0.7%	1.2%	2.7%
별도	89	46	32	-152	-56	-7	47	73	15	57	486
기타	-33	52	19	106	37	109	46	35	145	228	123
지배주주 NP	32	-7	-18	-18	-55	34	17	50	-12	46	332
YoY(%)	*-86%*	*적전*	*적전*	*적지*	*적전*	*흑전*	*흑전*	*흑전*	*적전*	*흑전*	*628%*
NPM	0.5%	-0.1%	-0.3%	-0.3%	-1.0%	0.6%	0.3%	0.9%	-0.1%	0.2%	1.4%
별도기준											
매출액	4,819	4,852	4,463	4,483	4,290	4,680	4,533	4,478	18,618	17,980	18,391
YoY(%)	*-14%*	*-17%*	*-15%*	*-8%*	*-11%*	*-4%*	*2%*	*0%*	*-14%*	*-3%*	*2%*
판재류	3,275	3,277	3,190	3,180	2,952	3,260	3,238	3,133	12,921	12,582	12,927
봉형강류	1,545	1,575	1,273	1,304	1,338	1,420	1,294	1,345	5,697	5,398	5,465
판매량	4,345	4,394	4,123	4,210	4,126	4,526	4,346	4,250	17,072	17,248	17,365
판재류	2,913	2,907	2,897	2,954	2,821	3,111	3,053	2,912	11,671	11,730	11,974
봉형강류	1,432	1,487	1,226	1,256	1,305	1,415	1,293	1,338	5,401	5,351	5,400
ASP(천원/톤)	1,109	1,104	1,082	1,065	1,040	1,034	1,043	1,054	1,091	1,042	1,059
판재류	1,124	1,127	1,101	1,076	1,046	1,048	1,061	1,076	1,107	1,073	1,080
봉형강류	1,079	1,059	1,039	1,038	1,026	1,004	1,001	1,006	1,055	1,009	1,012
GP	340	278	283	90	186	237	309	332	990	1,064	1,480
YoY(%)	*-43%*	*-61%*	*-39%*	*680%*	*-45%*	*-15%*	*9%*	*269%*	*-44%*	*7%*	*39%*
GPM	7.0%	5.7%	6.3%	2.0%	4.3%	5.1%	6.8%	7.4%	5.3%	5.9%	8.0%
OP	89	46	32	-152	-56	-7	47	73	15	57	486
YoY(%)	*-74%*	*-89%*	*-83%*	*적지*	*적전*	*적전*	*47%*	*흑전*	*-98%*	*278%*	*760%*
OPM	1.8%	0.9%	0.7%	-3.4%	-1.3%	-0.2%	1.0%	1.6%	0.1%	0.3%	2.6%

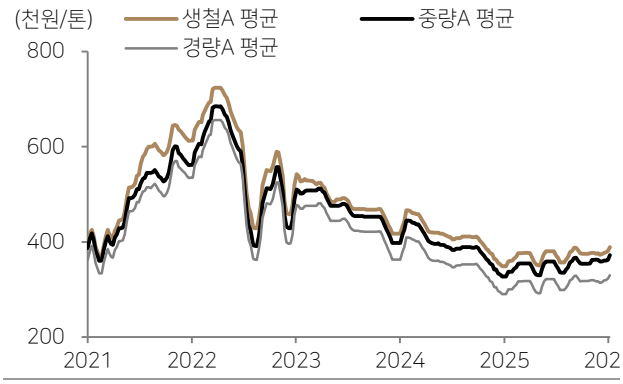
Source: 다올투자증권

Fig. 5: **철광석 및 강점탄 가격 추이**



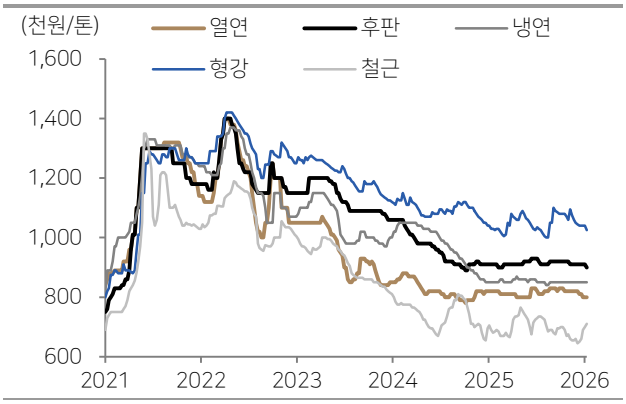
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 6: **철스크랩 가격 추이**



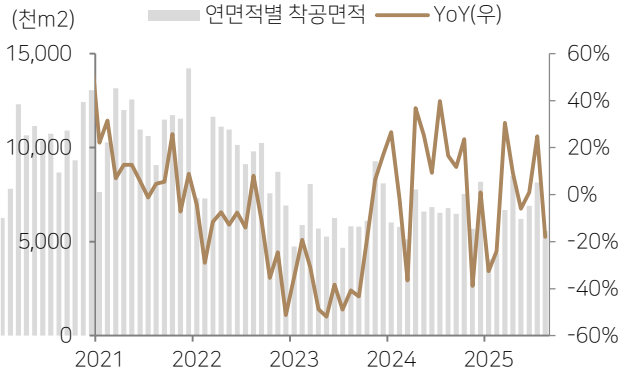
Source: 스틸데일리, 다올투자증권

Fig. 7: **국내 철강 제품별 유통가격 추이**



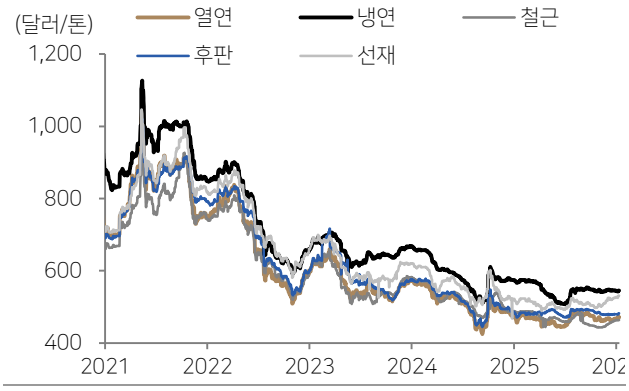
Source: 스틸데일리, 다올투자증권

Fig. 8: **건설 착공면적 추이**



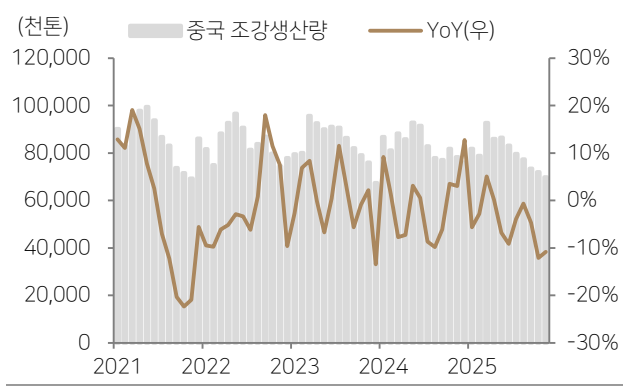
Source: 국토교통부, 다올투자증권

Fig. 9: **중국 철강 제품별 유통가격 추이**



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 10: **중국 월별 조강생산량 추이**



Source: Bloomberg, 다올투자증권

현대제철 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	11,953.6	11,459.9	10,130.4	11,101.8	12,326.0
현금성자산	2,198.3	2,310.5	1,527.1	2,741.7	3,837.9
매출채권	3,031.9	2,655.4	2,645.5	2,572.1	2,651.3
재고자산	6,279.3	6,290.6	5,752.3	5,580.6	5,627.4
비유동자산	23,265.3	23,283.9	23,240.4	23,066.5	22,932.9
투자자산	3,577.7	3,451.6	3,945.1	4,105.3	4,271.9
유형자산	18,249.9	18,430.6	17,975.0	17,719.8	17,493.6
무형자산	1,437.5	1,401.6	1,320.3	1,241.4	1,167.4
자산총계	35,218.8	34,743.8	33,370.8	34,168.3	35,259.0
유동부채	7,984.2	7,699.1	6,692.8	7,008.6	7,900.8
매입채무	3,898.2	3,956.7	3,057.1	2,972.3	3,063.8
유동성이자부채	3,951.0	3,676.0	3,568.6	3,968.6	4,768.6
비유동부채	7,738.7	7,711.2	7,215.0	7,443.2	7,272.6
비유동이자부채	6,651.0	6,892.7	6,516.5	6,716.5	6,516.5
부채총계	15,722.8	15,410.2	13,907.8	14,451.8	15,173.4
자본금	667.2	667.2	667.2	667.2	667.2
자본잉여금	3,906.1	3,904.9	3,870.7	3,870.7	3,870.7
이익잉여금	13,639.3	13,400.0	13,351.8	13,605.2	13,974.3
자본조정	887.5	946.2	1,095.6	1,095.6	1,095.6
자기주식	(112.5)	(112.5)	(112.5)	(112.5)	(112.5)
자본총계	19,496.0	19,333.6	19,463.1	19,716.5	20,085.6
투하자본	26,206.5	25,889.9	25,960.9	25,516.1	25,302.0
순차입금	8,403.8	8,258.2	8,557.9	7,943.4	7,447.2
ROA	1.2	0.0	0.2	1.0	1.3
ROE	2.3	0.0	0.3	1.8	2.4
ROIC	2.5	0.4	0.8	1.8	2.3

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	25,914.8	23,226.1	22,936.6	22,971.5	23,087.6
증가율 (Y-Y,%)	(5.2)	(10.4)	(1.2)	0.2	0.5
영업이익	798.3	159.5	284.1	609.7	764.3
증가율 (Y-Y,%)	(50.6)	(80.0)	78.1	114.6	25.4
EBITDA	2,440.6	1,870.0	2,040.5	2,303.1	2,430.8
영업외손익	(266.2)	(219.0)	(246.6)	(152.6)	(157.0)
순이자수익	(297.1)	(276.0)	(133.1)	147.1	146.8
외화관련손익	(36.6)	(59.1)	(68.3)	0.0	0.0
지분법손익	4.9	12.4	1.4	2.0	2.0
세전계속사업손익	532.1	(59.5)	37.6	457.1	607.3
당기순이익	443.0	8.8	53.0	347.4	461.5
지배기업당기순이익	461.2	(11.6)	48.6	352.1	467.8
증가율 (Y-Y,%)	(57.3)	(98.0)	501.4	555.4	32.8
NOPLAT	664.7	115.6	206.0	463.4	580.9
(+) Dep	1,642.2	1,710.5	1,756.3	1,693.4	1,666.5
(-) 운전자본투자	(1,351.5)	(595.8)	352.7	(158.9)	35.8
(-) Capex	824.0	1,672.3	1,672.3	1,378.3	1,385.3
OpFCF	2,834.4	749.6	(62.7)	937.4	826.3
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	12.9	0.5	(5.7)	(3.9)	(0.2)
영업이익증가율(3Yr)	121.9	(59.8)	(44.0)	(8.6)	68.6
EBITDA증가율(3Yr)	13.9	(22.6)	(14.0)	(1.9)	9.1
순이익증가율(3Yr)	n/a	(82.0)	(62.9)	(7.8)	274.1
영업이익률(%)	3.1	0.7	1.2	2.7	3.3
EBITDA마진(%)	9.4	8.1	8.9	10.0	10.5
순이익률(%)	1.7	0.0	0.2	1.5	2.0

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	1,948.4	1,777.1	1,827.2	2,230.5	2,125.6
당기순이익	443.0	8.8	53.0	347.4	461.5
자산상각비	1,642.2	1,710.5	1,756.3	1,693.4	1,666.5
운전자본증감	304.4	276.2	398.7	158.9	(35.8)
매출채권감소(증가)	(212.0)	564.5	50.1	73.4	(79.2)
재고자산감소(증가)	618.3	156.9	574.8	171.7	(46.8)
매입채무증가(감소)	30.0	(88.7)	(90.8)	(84.9)	91.5
투자현금	(132.3)	(1,502.8)	(2,183.0)	(1,560.9)	(1,576.1)
단기투자자산감소	482.8	127.6	(74.6)	(43.6)	(45.4)
장기투자증권감소	0.1	(1.1)	(19.9)	(81.7)	(85.1)
설비투자	(824.0)	(1,672.3)	(1,672.3)	(1,378.3)	(1,385.3)
유무형자산감소	18.6	4.6	20.3	19.3	19.3
재무현금	(2,120.9)	(353.9)	(480.9)	501.3	501.3
차입금증가	(2,024.0)	(308.5)	(445.0)	600.0	600.0
자본증가	(132.4)	(131.5)	(98.7)	(98.7)	(98.7)
배당금지급	132.4	131.5	98.7	98.7	98.7
현금 증감	(312.9)	(90.1)	(843.4)	1,170.9	1,050.8
총현금흐름(Gross CF)	2,397.7	1,929.6	1,580.5	2,071.6	2,161.4
(-) 운전자본증가(감소)	(1,351.5)	(595.8)	352.7	(158.9)	35.8
(-) 설비투자	824.0	1,672.3	1,672.3	1,378.3	1,385.3
(+) 자산매각	18.6	4.6	20.3	19.3	19.3
Free Cash Flow	2,569.8	702.9	(203.8)	669.5	549.4
(-) 기타투자	(0.1)	1.1	19.9	81.7	85.1
잉여현금	2,569.9	701.8	(223.7)	587.9	464.4

주요투자지표

(원, 배)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	3,456	(87)	365	2,638	3,505
BPS	132,358	131,264	132,376	134,867	138,187
DPS	1,000	750	750	750	750
Multiples(x,%)					
PER	10.6	n/a	80.1	11.1	8.3
PBR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/ EBITDA	5.4	5.9	6.1	5.1	4.7
배당수익율	2.7	3.6	2.6	2.6	2.6
PCR	2.0	1.5	2.5	1.9	1.8
PSR	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
재무건전성 (%)					
부채비율	80.6	79.7	71.5	73.3	75.5
Net debt/Equity	43.1	42.7	44.0	40.3	37.1
Net debt/EBITDA	344.3	441.6	419.4	344.9	306.4
유동비율	149.7	148.8	151.4	158.4	156.0
이자보상배율	2.7	0.6	2.1	n/a	n/a
이자비용/매출액	1.6	1.8	1.2	n/a	n/a
자산구조					
투하자본(%)	81.9	81.8	82.6	78.8	75.7
현금+투자자산(%)	18.1	18.2	17.4	21.2	24.3
자본구조					
차입금(%)	35.2	35.3	34.1	35.1	36.0
자기자본(%)	64.8	64.7	65.9	64.9	64.0

자료: 다올투자증권

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다

투자등급 비율

BUY : 89.4%	HOLD : 10.6%	SELL : 0.0%

투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미

- BUY: 추천기준일 종가대비 +15% 이상.
- HOLD: 추천기준일 종가대비 -15% 이상~ +15% 미만.
- SELL: 추천기준일 종가대비 -15% 미만.

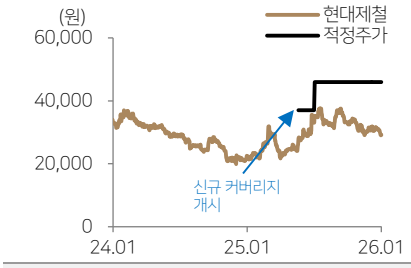
투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음

- Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

현대제철 (004020)



일자	커버리지	2025.05.28	2025.07.11
투자의견	개시	BUY	BUY
적정주가		37,000원	46,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2025.05.28	37,000원	30,231원	35,550원	-18.3	-3.9
2025.07.11	46,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(26년 01월 09일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

www.daolfn.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL 다올투자증권

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.