

2025년 철강/비철금속 연간전망

터널 끝이 보인다

이제는 사야할 때!

SK증권 철강/비철
이규익



철강/비철금속(비중확대)

터널의 끝이 보인다

SK증권 리서치센터


Analyst
이규익

kyuik@sks.co.kr
3773-9520

[철강] 24년 리뷰: 쉽지 않았지만 바닥은 확인했다

24년에도 중국 부동산 경기 침체에 철강 가격은 약세를 시현했다. 9월 말 중국 부양책 발표 이후 중국 철강 가격은 기대감에 반등하기도 했으나 이내 다시 하락세로 전환했다. 그러나 현재 철강 가격 수준에서 추가적인 하락 가능성은 낮다고 판단한다. 우선 3분기 저가로 시장을 교란했던 구형 철근 물량은 해소되었다. 시장이 정상화된 것뿐만 아니라 해당 물량이 소화되는 기간을 지나며 철강 제품 재고도 예년 대비 낮은 수준까지 감소했다. 아울러, 중국 지방채 발행 증가에 따른 투자 확대, 중국 정부의 추가 부양책 시행 가능성이 철강 가격의 하단을 지지할 것으로 기대한다.

[철강] 25년 전망: 중국 주택 가격& 철강 가격 상승 기대

1) 중국 주택 가격 반등: 중국 주택 가격은 5월부터 하락폭을 축소해왔으며, 10월 기준 1선 도시는 MoM 상승 전환했다. 23년부터 이어져 온 중국 금리 인하와 그 이상으로 하락한 실질 금리 그리고 1선 도시 주택 구매 규제 완화에 힘입어 주택 가격 상승세는 지속될 것으로 예상된다. 주택 가격 상승세 지속된다면 14-16년 사이클을 되돌아 봤을 때 내년 3-4월부터는 철강 가격의 유의미한 반등을 기대할 만하다.

2) 자율적 감산 기조 지속: 25년에도 탄소 배출량 감축보다는 경제 성장에 보다 초점을 맞출 가능성이 높기 때문에 자율적 감산 기조는 지속될 것으로 예상된다. 과거 철강 가격 상승 사이클에 수요 개선뿐만 아니라 설비 폐쇄 및 감산이 철강 가격 상승폭을 확대했던 경험이 있는데, 25년에는 자율적 감산이 지속될 것으로 예상되기 때문에 철강 가격 상승세는 과거 대비 완만할 가능성이 높다

3) 인도 철강 수요 성장폭 확대: OECD에 따르면, 26년까지 인도의 철강 생산 능력은 최대 4,340만 톤 증가할 수 있다. 그러나 현재 계획 단계에 그치고 있는 프로젝트도 많기 때문에 해당 생산 능력 증가가 온전히 이뤄질 가능성은 높지 않다. 한편 인도 도시화율이 40%를 상회한 이후부터는 철강 수요 성장폭이 확대될 것으로 예상된다. 현재 인도의 순수입 상태가 지속될 가능성 높다고 판단한다.

[비철] 25년 전망: 구리/아연 가격 강세 예상

1) 구리: 25년에도 정광 공급 부족은 지속될 것으로 예상되며 BMTTC도 역사상 가장 낮은 수준에서 결정될 가능성 높다. 제련소 감산 불가피할 것으로 예상되며 중국 부양책 효과로 인한 구리 수요 개선 기대해볼 만하다

2) 아연: 정광 공급 차질은 점차 개선되겠지만 일부 제련소 가동 중단으로 공급 증가폭 제한적일 것이다. 중국 철강 업황 개선에 따른 아연 수요 회복도 기대된다.

Top-pick: 풍산, 관심종목: 현대제철, 세아제강

Contents

산업분석

1. [철강] 24 년 리뷰: 쉽지 않았지만 바닥은 확인했다	3
2. [철강] 25 년 전망: 중국 주택 가격 & 철강 가격 상승 기대	7
3. [비철] 25 년 전망: 구리/아연 강세 예상	17

기업분석

풍산 / 매수 / 84,000 원(유지)	27
현대제철 / 매수 / 40,000 원(유지)	31
POSCO 홀딩스 / 매수 / 510,000 원(유지)	35
세아베스틸지주 / 매수 / 28,000 원(유지)	39
동국제강 / 매수 / 16,000 원(유지)	43
세아제강 / 매수 / 180,000 원(유지)	47

Compliance Notice

작성자(관리자)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 -> 매수 / -15%~15% -> 중립 / -15%미만 -> 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024 년 11 월 20 일 기준)

매수	96.95%	중립	3.05%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

1. [철강] 24 년 리뷰: 쉽지 않았지만 바닥은 확인했다

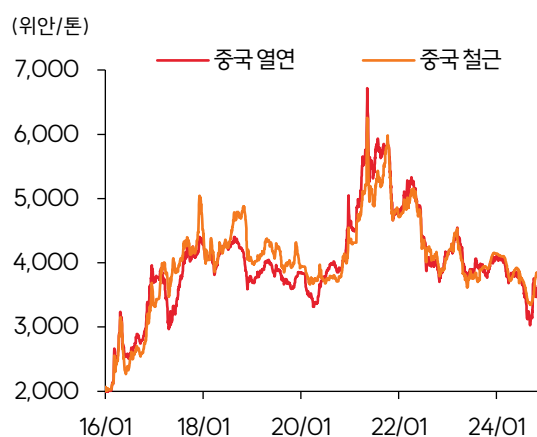
(1) 올 한 해도 쉽지 않았다

23 년에 이어 24 년도 중국 부동산 업황 부진이 지속되며 철강 가격은 약세를 시현했다. 그래도 23년에는 양 회에 대한 기대감, 7월 정치국회의 이후 부동산 부양책에 대한 기대감 그리고 10 월 특별국채 발행 이후 재정 부양책에 대한 기대감에 철강 가격이 일시적이라도 상승하는 모습을 보였지만 24년에는 웬만한 정책에도 철강 가격은 반응하지 않았다.

부동산 업황 부진에 따른 철강 수요 감소에 더해, 중국에서 9 월 25 일부터 새로운 표준의 철근 사용을 의무화하며 철강 가격의 낙폭을 키웠다. 해당 발표는 6월 25일에 이뤄졌는데, 철강 업황 부진 지속되는 가운데 7-8 월 비수기 구간에 기존 철근 물량이 소화되어야 하다 보니 기존 철근의 저가 출회 물량이 증가했고 해당 물량이 철강 가격의 급락을 이끌었다.

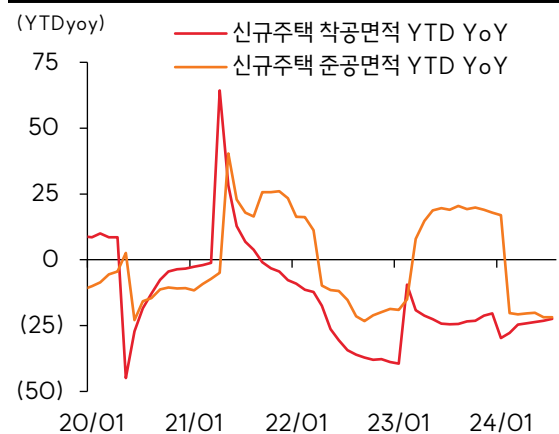
철강 수요 부진과 시장 교란 물량 출회의 증가로 3 분기 중국 철강 제품 가격은 16-17 년 이후 최저 수준까지 하락했다.

중국 열연 및 철근 가격 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

신규 주택 착공 및 준공 면적 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

바닥을 모르고 하락하던 중국 철강 가격은 9 월 말 중국 정부의 부양책 발표에 힘입어 반등에 성공했다. 미국의 금리 인하 이후 통화 정책 사용의 여력이 생긴 중국 정부는 9 월 24 일 대규모 부양책을 발표했다. 주요 내용으로는 1) 기준율 50bp 인하 2) 7일물 역RP 금리 25bp 인하 3) MLF 금리 30bp 인하 등이었으며 이에 힘입어 철강 가격은 반등하기 시작했다.

뿐만 아니라 2 주택 구매 시 최저 계약금 비중 25%에서 15%로 하향, 1 선 도시 주택 구매에 대한 규제 완화도 발표되었고 추가적인 재정 부양책 시행 가능성도 시사하며 철강 가격은 상승세를 이어갔다. 그러나 중국 정부의 공식적인 재정 부양책 언급 강도가 예상치를 하회하자 철강 가격의 상승세는 중단되었으며, 11 월 중순 현재 중국 열연 가격은 단기 고점 대비 6.5%가량 하락한 가격 수준에서 횡보하고 있다.

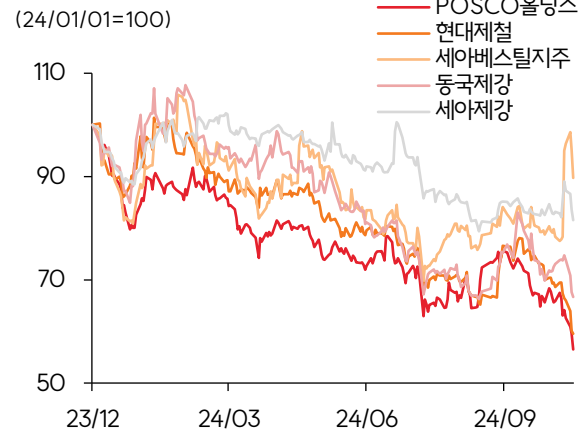
9 월 말 철강 가격 반등에 힘입어 근 2 년 만의 유의미한 상승을 누렸던 국내 철강사 주가도 중국 기대감 축소에 상승폭을 대부분 반납했다. 특히 철강 대형사인 현대제철의 경우 주가가 저점 대비 19.7%까지 상승하기도 했으나 중국 기대감 후퇴 이후 다시금 21년 이후 최저가 수준까지 주가는 하락했다.

현대제철 시가총액 및 중국 열연 가격 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

철강 주요 커버리지사 주가 추이



자료: Quantwise, SK 증권

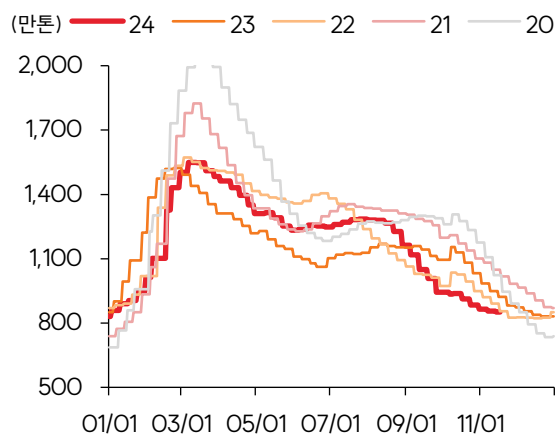
(2) 그래도 철강 가격의 바닥은 확인

11 월 들어 국내 주요 철강사 주가가 중국 철강 제품 가격 대비 과도하게 빠졌는데, 코스피 지수 하락의 영향도 있었지만 중국 철강 가격의 추가적인 하락에 대한 우려도 반영된 것으로 추정된다. 그러나 현재 철강 가격 수준에서 추가적인 하락은 제한적이라고 판단한다.

우선 앞서 언급했던 대로 중국 구형 철근 물량 출회는 9/25에 마무리되었으며 시장은 정상화됐다. 구형 철근 물량이 저가로 시장에 풀리며 3 분기 중국 철강 가격의 급락을 이끌었던 만큼 해당 물량의 출회가 종료되어 시장이 정상화되었다는 것만으로도 3 분기와 같은 수준의 철강 가격까지 하락할 가능성은 낮다.

아울러, 구형 철근 물량 출회 기간을 지나며 철강 제품 재고도 대폭 개선됐다. 해당 기간 철강 가격 급락으로 수익성이 악화되자 철강사들은 철강 제품 생산량을 줄였다. 특히 철근의 경우 생산보다 구형 철근 물량 출회에 집중하여 철근 생산량은 전년 대비 40% 감소했다. 그 결과 철강재 재고(열연, 냉연, 후판, 철근)는 8 월까지만 해도 23 년 대비 10% 높은 수준에 형성되어 있었는데 최근에는 23 년 동기 대비 10% 감소했으며 철근 재고는 23 년 동기 대비 40% 감소했다.

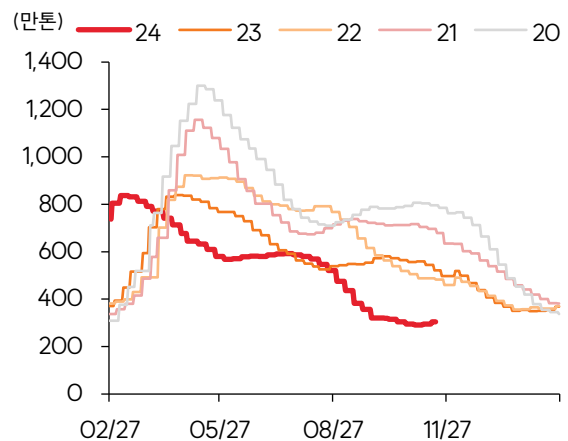
중국 철강 제품 재고 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

주: 철강 제품은 열연, 냉연, 후판, 철근만 반영

중국 철근 재고 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

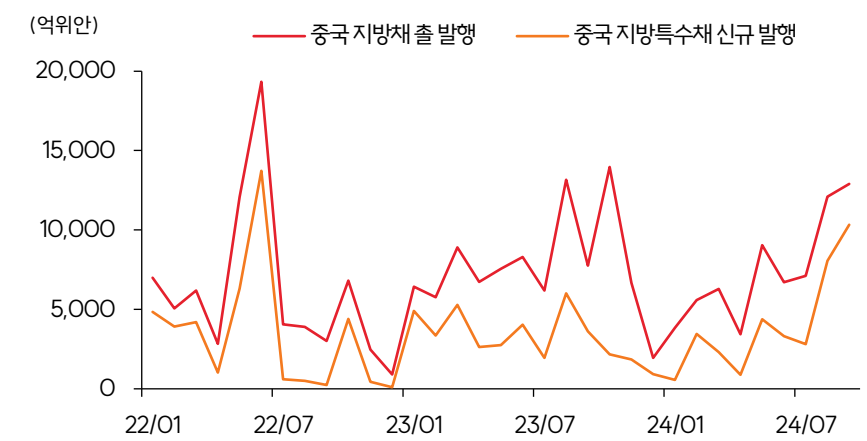
중국 지방채 발행 증가에 따른 투자 확대도 철강 가격의 바닥을 지지해줄 것으로 기대한다. 중국 9월 지방채 총 발행 규모는 1.29 조 위안으로 2 달 연속 1.2 조 위안을 상회했다. 신규 특수채 발행 규모도 9월 1 조 위안을 넘어서는 등 8월 이후 증가세를 보이고 있다. 더불어, 중국 재정부는 25년 지방 특수채 신규 한도의 조기 하달도 계획중인 것으로 파악된다.

중국 정부가 추가적인 부양책 시행 가능성을 시사했다는 점도 철강 가격의 바닥을 지지해줄 것으로 예상된다. 11/8 전인대 상무위 폐막 이후 중국 정부는 지방 정부 부채 차환을 위한 10 조 위안의 부양책만 발표했을 뿐 경기 부양을 위한 재정 부양책 규모에 대한 언급은 부재했다.

이에 대한 실망감에 철강 가격 및 철강사 주가가 하락하기도 했으나 중국 정부가 추가적인 재정 적자를 확대 그리고 특별 국채 발행 가능성을 언급하였으며 연말 및 내년 초 양 회에서 관련 내용이 구체화될 것으로 예상된다. 추가적으로 연말까지 기준율 25-50bp 인하 가능성도 높다.

철강 가격의 급락을 이끌었던 일회성 이슈가 해소되었고 이 과정을 거치며 철강 재고도 대폭 개선되었다. 지방채 발행 증가를 통한 지방정부의 투자 확대도 기대되며 추가 부양책에 대한 기대감도 지속되고 있기 때문에 철강 가격의 추가 하락 가능성은 낮다고 판단한다.

중국 지방채 발행 규모 추이



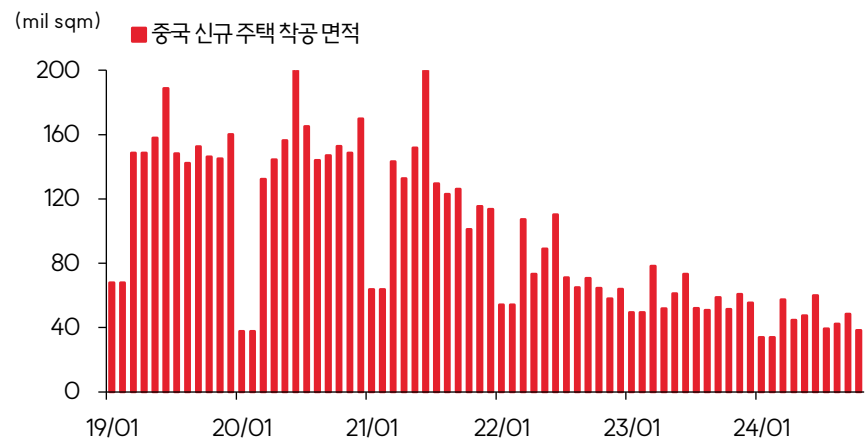
자료: Bloomberg, SK 증권

2. [철강] 25년 전망: 중국 주택 가격&철강 가격 상승 기대

(1) 중국 주택 가격의 반등 시작

철강 가격 바닥에 대한 근거는 점차 쌓이고 있지만 아직 철강 가격 상승에 대한 근거는 빈약하다. 중국의 자율적 감산 기조 이어지고 있는 가운데, 신규 주택 착공 면적도 낮은 수준에서 횡보하고 있기 때문에 아직 단기간 내 철강 수요 개선을 기대하기 힘들다.

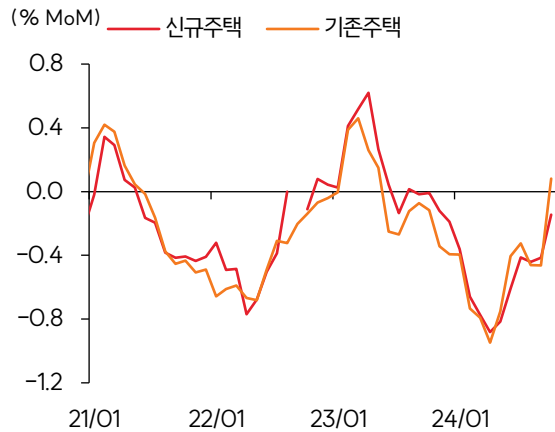
중국 신규 주택 착공 면적 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

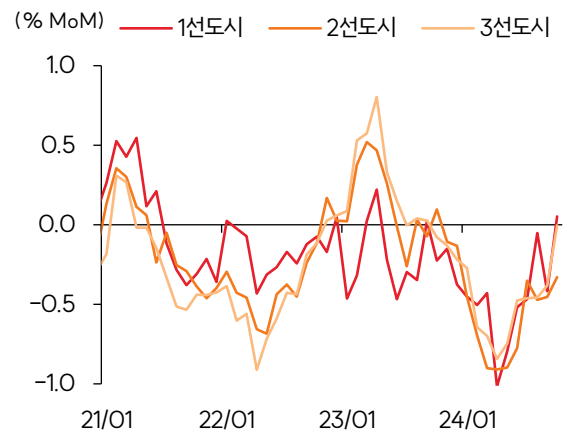
그래도 분위기의 변화는 포착되고 있다. 중국의 완화적인 통화정책과 23년부터 꾸준히 시행해 온 부동산 규제 완화에 힘입어 중국 주택 가격 하락폭이 축소되고 있으며 일부는 상승 전환했다. 11/15에 발표된 10월 중국 주택 가격 지표에 따르면, 기존 주택 가격은 16개월만에 MoM 상승 전환했다. 신규 주택 가격도 -0.15% MoM으로 9월 -0.4% MoM 대비 하락폭을 대폭 축소했으며 1선 도시 신규 주택 가격은 +0.05% MoM으로 13개월만에 MoM 상승 전환에 성공했다.

중국 주택 가격 추이(21-24년)



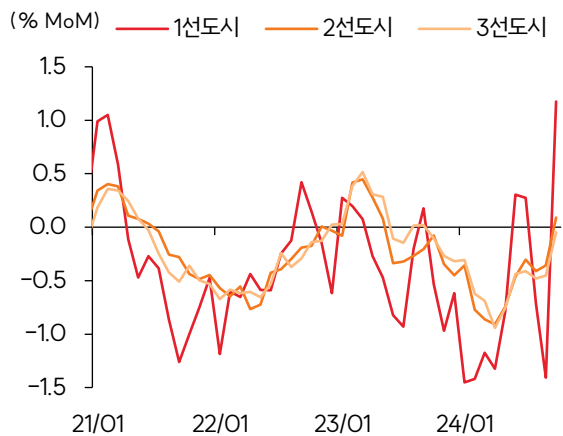
자료: Bloomberg, SK 증권

중국 도시별 신규 주택 가격 추이(21-24년)



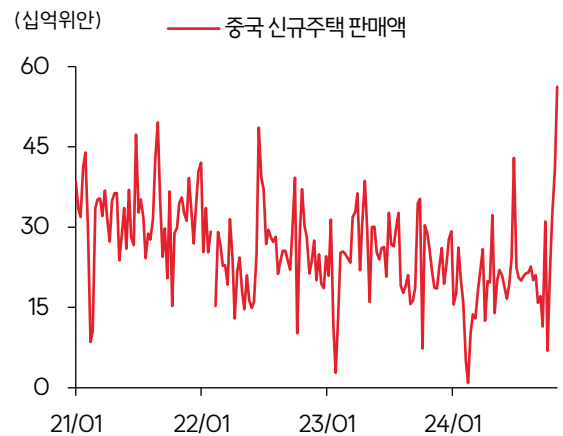
자료: Bloomberg, SK 증권

중국 도시별 기존 주택 가격 추이(21-24년)



자료: CEIC, SK 증권

중국 신규주택 판매액 추이

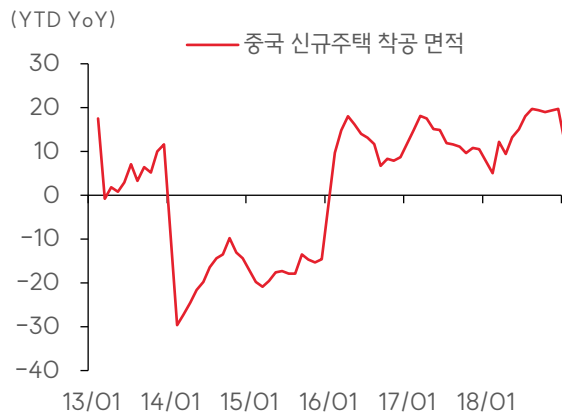


자료: Bloomberg, SK 증권

중국 부동산 규제로 14 년에도 중국 부동산 업황은 부진했으며 철강 가격도 약세를 시현했다. 당시에에도 부동산 업황 부진을 타개하기 위해 중국 정부는 14 년 2 분기부터 부동산 규제 완화책들을 제시했으며 14/11-15/10 사이에 150bp 이상의 금리 인하를 시행했다.

그 결과 기존 주택 가격은 15 년 4 월부터, 신규 주택 가격은 15 년 5 월부터 MoM 반등에 성공했다. 그리고 철강 가격은 주택 가격 MoM 상승이 5-6 개월 지속이 확인된 12 월부터 반등하기 시작했다.

중국 신규 주택 착공 면적 추이(13-18 년)



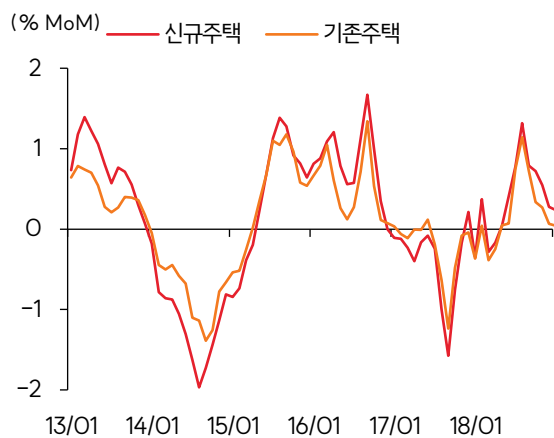
자료: Bloomberg, SK 증권

중국 철강 가격 추이(13-18 년)



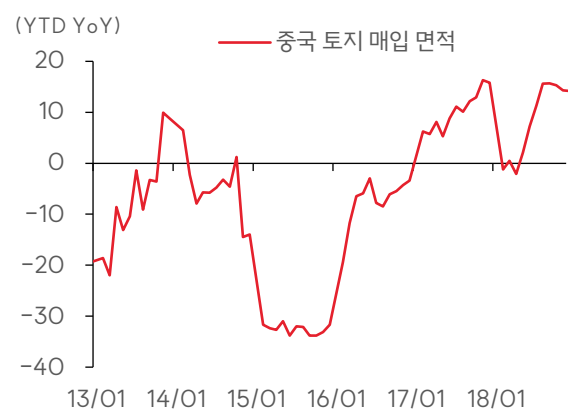
자료: Bloomberg, SK 증권

중국 주택 가격 추이(13-18 년)



자료: CEIC, SK 증권

중국 토지 매입 면적 추이(13-18 년)

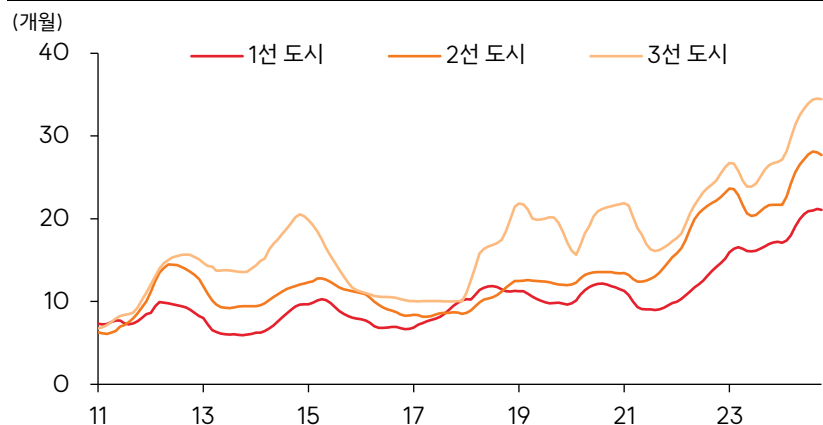


자료: Bloomberg, SK 증권

14-16년 철강 업황 하락과 반등 사이클을 되돌아봤을 때 이번 주택 가격 상승이 지속된다면 내년 2분기부터는 철강 가격의 상승을 기대해볼 만하다. 그러나 문제는 주택 가격 상승 지속 가능 여부이다. 당시 대비 주택 재고도 높은 수준에 형성되어 있으며 자가 주택 보유 비율도 상승했다. 게다가 인구도 감소세로 돌아선 상황에서 주택 가격 상승에 대한 기대도 과거와 같지 않다.

과거 대비 중국 부동산 시장의 구조적 성장 가능성이 낮아졌기 때문에 과거와 같은 상승 기울기를 보이긴 힘들 것으로 예상된다. 그럼에도 1) 23년부터 이어져 온 금리 인하 2) 1선 도시까지도 적용된 부동산 구매 규제 완화에 힘입어 주택 가격의 상승세는 지속될 수 있을 것으로 예상된다.

중국 도시별 주택 재고 소요 기간 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

중국 1선 도시 규제 완화 내용

도시	내용
베이징	- 외지인 주택 구매 제한 완화 - 2자녀 이상 가구 주택 구매 시 주택 자금 대출 한도 40만 위안 상향
상하이	- 외부 호적 가구의 사회보험 납부 연수를 3년에서 1년으로 단축 - 외부 호적 가구 사회보험 납부 기간 3년 이상이면 2채 구매 가능
광저우	- 비후커우 가구/1인 가구 구매 자격/ 구매 수량 제한 해제
선전	- 미성년 자녀 둘 이상이면 2주택 구매시 1주택 대출 정책 적용 - 현지인 주택 1채 추가 구매 가능 - 외부 호적 가구 사회 보험 납부 요건을 기존 3년에서 1년으로 축소

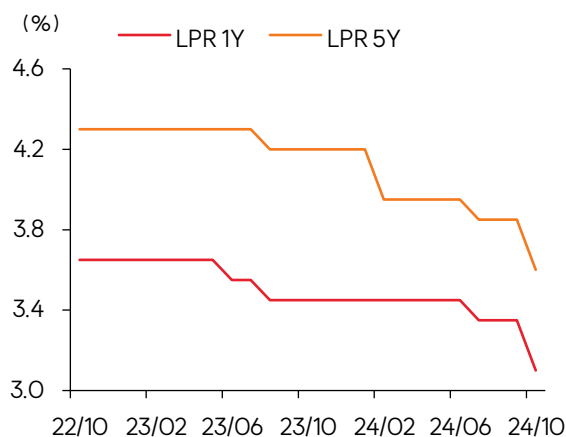
자료: 언론 종합, SK 증권

14-16년 사이클을 살펴보면 14/11월-15/5월까지 60bp의 LPR 금리 인하 단행 이후 주택 가격이 MoM 상승세로 돌아섰고 추가 금리 인하로 상승폭을 더했다. 중국 인민은행은 23년 6월부터 24년 10월까지 LPR 1년물 금리를 55bp 인하했다. 부동산 시장에 더욱 영향을 많이 주는 5년물 금리는 총 70bp 인하했으며 부동산 대출 실질 금리는 그 이상 하락했다. 그리고 추가적인 금리 인하 가능성도 시사하고 있기 때문에 금리 인하 효과로 인한 주택 가격의 상승 지속을 충분히 기대할만하다.

금리 인하와 더불어 최근 발표된 1선 도시 주택 구매에 대한 규제 완화도 주택 가격 상승세 지속에 기여할 수 있을 것으로 기대한다. 그동안 중국 정부는 1선 도시 부동산 규제 완화에는 조심스러운 모습이었으나, 24년부터 조금씩 완화하기 시작했으며 9월 말 외지인 주택 구매에 대한 규제를 대폭 완화하였다. 아울러, 최근 1선 도시 주택 구매에 대한 취득세도 기존 3%에서 1%로 인하되었다.

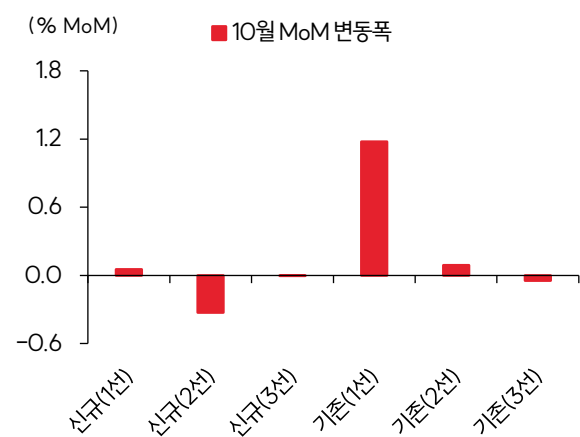
이에 힘입어 1선 도시 주택 거래량은 호조를 보이고 있으며 신규 주택의 경우 1선 도시만 상승세로 돌아섰다. 2-3선 도시는 비교적 주택 재고도 높은 편이며 가격 상승에 대한 기대도 높지 않지만 1선 도시 가격 상승에 대한 기대는 지속될 수 있을 것으로 예상되며 보유 주택 수 완화와 외지인 구매 제한 완화로 실질 수요가 유입될 수 있는 환경도 조성되었다고 판단한다. 1선 도시를 필두로 한 주택 가격 상승세 지속 그리고 25년 상반기 철강 가격의 반등을 전망하며 하반기 착공 면적의 반등도 기대된다.

중국 LPR 금리 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

중국 10월 신규 및 기존주택 가격 변동폭



자료: CEIC, SK 증권

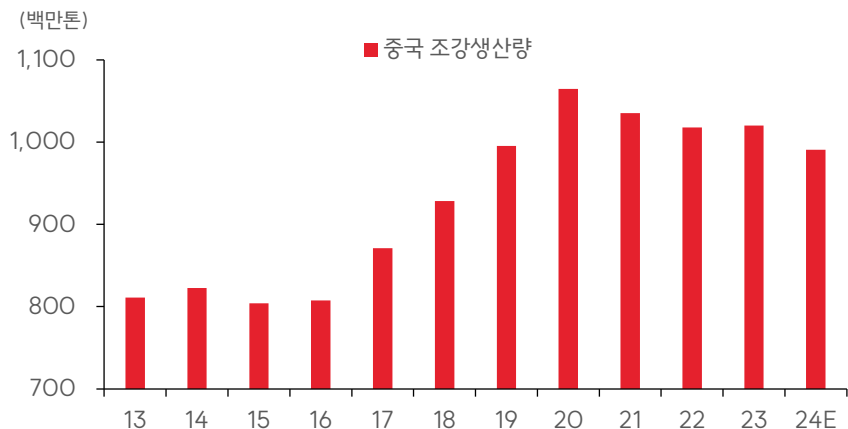
(2) 자율적 감산 기조 지속, 철강 가격 상승폭은 완만할 것

중국이 역대 최대 조강 생산량을 기록한 다음 해인 21년에는 탄소 배출량 감축에 대한 의지로 강제적인 감산을 시행하였다. 환경 등급에 따라 철강사별로 감산량을 할당하였으며 21년 철강 업황이 호조를 보였음에도 철강사들은 감산 할당량을 준수하며 20년 대비 감산에 성공했다. 그러나 22년부터는 부동산 경기 침체 및 리오프닝 이후 경제 성장을 둔화에 강제적 감산에서 자율적 감산으로 선회하였으며, 그 이후로도 탄소 배출량 감축보다 경제 성장에 보다 초점을 맞추다 보니 자율적 감산 기조가 지속되고 있다.

올해도 중국 정부의 탄소 배출량 감축 권고는 지속되었지만 철강 가격 상승 시기 및 스프레드 개선 시기 철강사들의 증산에도 중국 정부는 권고만 할 뿐 감산에 대한 강력한 의지 피력은 없었다. 중국의 탄소 배출량 감축 정책이 후순위로 밀렸다는 점은 중국 석탄 생산량에서도 드러난다. 20년 말 중국은 2060 탄소중립 목표를 제시했지만 중국 내 석탄 생산량은 21년 말 에너지 대란 이후 지속 증가하고 있다.

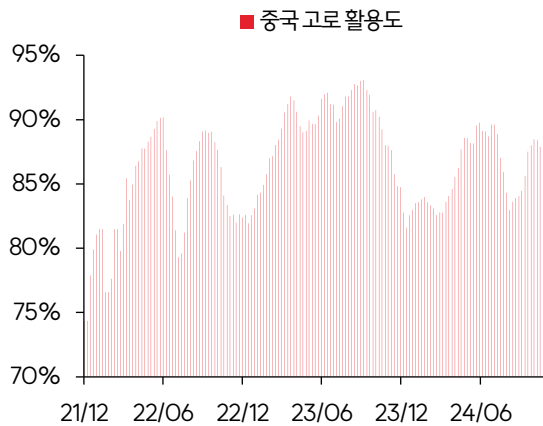
25년에도 중국 GDP 성장률이 4%대에 머물 것으로 예상되는 상황에서 탄소 배출량 감축보다는 경제 성장에 보다 초점을 맞출 가능성이 높다. 25년 중국 철강 수요는 소폭 개선이 기대되지만 자율적 감산 기조도 지속될 전망이다. 지난 16~18년, 21년 철강 가격 상승 사이클에 수요 개선뿐만 아니라 설비 폐쇄 및 감산이 철강 가격 상승폭을 확대했는데, 25년에는 자율적 감산이 지속될 것으로 예상되기 때문에 철강 가격 상승세는 과거 대비 완만할 가능성이 높다.

중국 연도별 조강생산량 추이



자료: Bloomberg, SK증권

중국 고로 활용도 추이



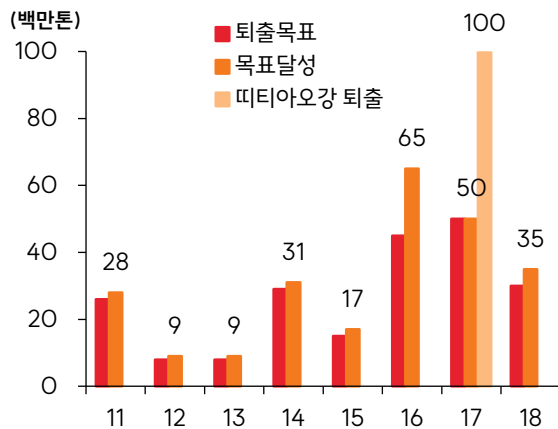
자료: MYSTEEL, SK 증권

중국 열연 스프레드 추이



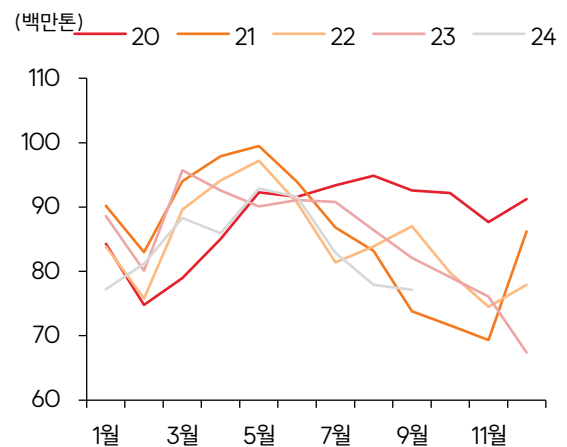
자료: Bloomberg, SK 증권

중국 철강 생산 능력 퇴출



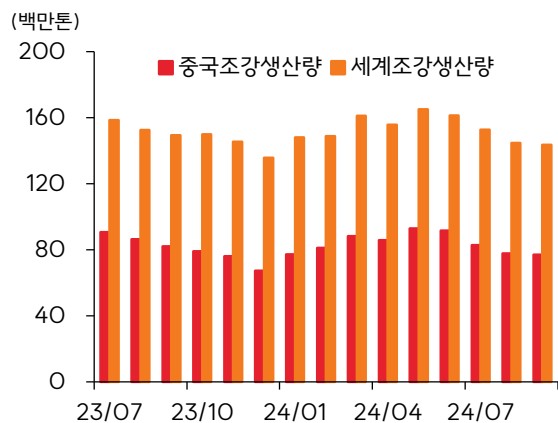
자료: SK 증권

중국 월별 조강생산량 추이



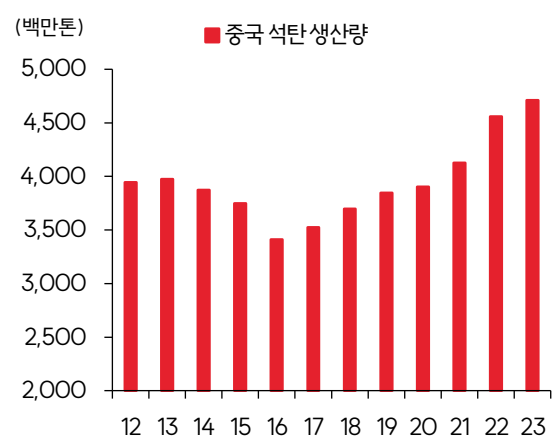
자료: WSA, SK 증권

세계 및 중국 조강생산량 추이



자료: WSA, SK 증권

중국 석탄 생산량 추이



자료: CEIC, SK 증권

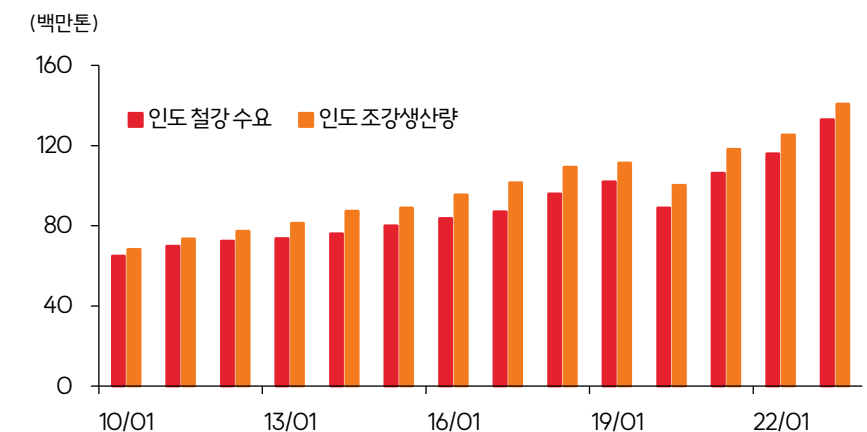
(3) 인도 철강 수요 성장폭 확대 예상

세계철강협회에 따르면 인도의 24년 철강 수요는 1.43억 톤으로 주요 철강 수요국 중 유일하게 수요 성장을 보여줄 것으로 예상된다. 25년 수요 예상치는 1.56억 톤으로 연간 수요 성장률은 8.5%에 달할 것으로 예상된다. 중국 철강 수요는 위축된 데 반해 인도 철강 수요는 빠르게 성장하며 글로벌 수요에서 인도가 차지하는 비중은 15년 5.2%에서 25년 8.8%까지 상승할 전망이다.

OECD에 따르면 23년 기준 인도의 철강 생산 능력은 1.37억 톤이며 향후 3년 간 최대 4,340만 톤의 생산 능력 증가가 예상된다. 이는 현재 진행중인 570만 톤의 생산 능력 증가와 예정되어 있는 3,770만 톤의 합이다. 인도의 연간 수요 성장폭이 천만 톤 초중반에 이른다는 점 감안했을 때 예정대로 모든 생산 능력 확대가 이뤄진다면 일부 공급 과잉은 불가피할 것으로 예상된다.

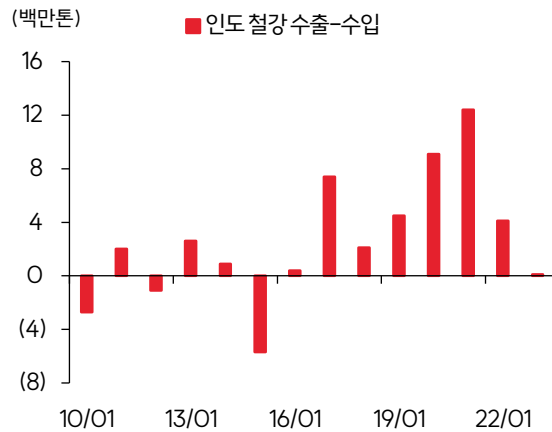
그러나 예정되어 있는 생산 능력 증가가 온전히 이뤄질 가능성은 크지 않다고 판단된다. 또한 현재 인도 도시화율은 30% 후반으로 추정되는데, 통상적으로 도시화율이 40% 넘어가는 구간에서 도시화율 상승 속도가 빨라지는 점 감안하면 인도의 수요 성장폭은 확대될 가능성도 있다. 현재 인도의 순수입 상태가 지속될 가능성 높다고 판단한다.

인도 조강 생산량 및 철강 수요 추이



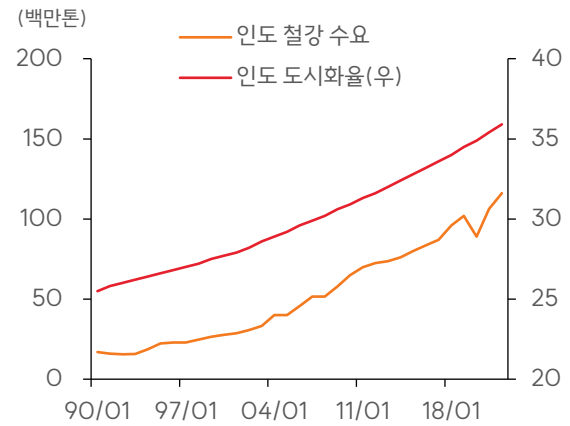
자료: WSA, SK 증권

인도 순수출입 추이



자료: WSA, SK 증권

인도 도시화율 추이



자료: CEIC, SK 증권

지역별 철강 수요 및 전망

(단위: 백만톤)

지역	2021	2022	2023	2024E	2025E
EU+UK	165	152	139	137	141
Other EUROPE	40	39	45	43	42
CIS	58	52	60	61	60
USMCA	137	133	133	131	133
Central and south America	50	45	46	46	47
Africa	39	40	35	37	38
Middle East	50	57	54	57	58
Asia and Oceania	1,299	1,265	1,256	1,241	1,249
Developed Economies	400	375	359	352	359
China	952	921	896	869	860
Developing Economies Excl China	486	487	512	530	552

자료: WSA, SK 증권

국가별 철강 수요 및 전망

(단위: 백만톤)

국가	2021	2022	2023	2024E	2025E
중국	952	921	896	869	860
인도	106	116	133	143	156
미국	97	95	91	89	91
일본	57	55	53	52	53
대한민국	56	51	52	50	50
러시아	44	42	45	44	43
독일	35	33	28	26	28
터키	33	33	38	36	36
글로벌	1,839	1,783	1,767	1,751	1,772

자료: WSA, SK 증권

24-26년 착공 인도 철강 프로젝트 목록

COMPANY	OWNER	STATUS	START	EQUIPMENT	CAPACITY(천톤)
Tata Steel BSL.ltd		PLAN	2030	BOF	6,070
Tata Steel BSL.ltd		PLAN	2030	EAF	1,550
Tata steel		PLAN	2024	BOF	5,000
Tata steel		UNDERWAY	2025	EAF	750
JSW Steel Limited	JSW Holdings	UNDERWAY	2024	BOF	5,000
JSW Steel Limited	JSW Holdings	PLAN	2026	BOF	1,800
NMDC	NMDC	OPERATING	2023	BOF	3,000
Brand Steel and Power		PLAN	2025	EAF	450
KIC Metaliks		PLAN	2025	EAF	380
Jindal Steel and Power	O.P.Jindal Group	PLAN	2024	BOF	6,000
Jindal Steel and Power		PLAN	2025	EAF	3,000
Godawari Power		PLAN	2025	BOF	1,000
Tata Sponge Iron		PLAN	2025	EAF	750
ArcelorMittal Nippon Steel India		PLAN	2025	BOF	6,000
JSW Steel Limited		PLAN	2025	BOF	4,000
Jindal Steel and Power		PLAN	2025	BOF	3,300
Jindal Steel and Power		PLAN	2025	EAF	3,000
Bhushan Power and Steel		PLAN	2023	BOF	2,800
Action Ispat&Power		PLAN	2024	EAF	680
Ispat Damodar		PLAN	2025	EAF	190
Prakash Industries		PLAN	2025	EAF	1,000
Jayaswal Neco Industries		PLAN	2025	EAF	570
Gallantt group		PLAN	2024	IF	?

자료: OECD, SK 증권

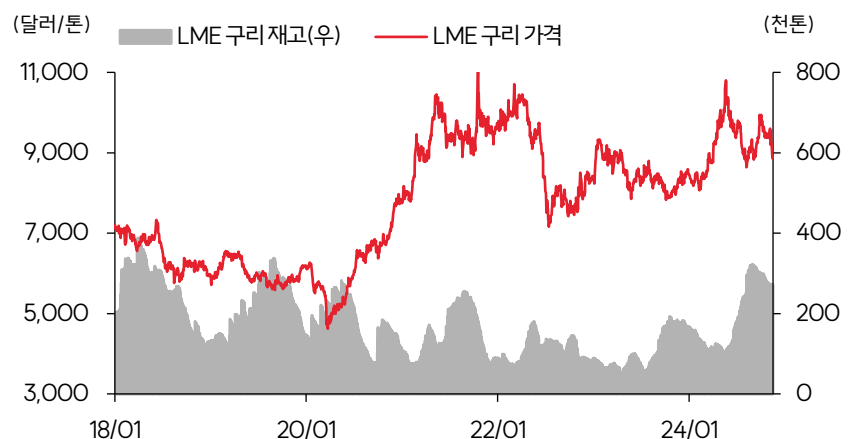
3. [비철] 25년 전망: 구리/아연 강세 예상

(1) 구리: 점진적 우상향 기대

올해 구리 가격은 변동성 높은 한 해를 보냈다. 23년 말 파나마 코브레 광산 폐쇄 이후 정광 공급 부족이 심화되었고 구리 TC는 급락했다. 이에 3월 중국 제련소들은 감산에 대한 논의를 진행했고 감산 기대감에 구리 가격은 상승하기 시작했다. 3월 말 발표된 중국 제조업 PMI 호조에 구리 가격은 상승세를 더했으며 이후 AI 관련 전력망 구축 그리고 신재생 관련 수요 증가에 대한 기대감까지 가세하며 구리 가격은 역대 최고 수준까지 상승했다.

그러나 구리 가격 상승은 기대감에 의해서만 이뤄졌을 뿐 지표는 개선되지 않았으며 해당 사실이 확인되는 과정에서 구리 가격은 조정을 받았다. 조정 이후 횡보하던 구리 가격은 9월 점진적인 수요 개선에 힘입어 반등하기 시작했으며 9월 말 중국 부양책 발표 이후 상승폭을 더했다. 그러나 11월 초 미국 대선에서 트럼프가 당선된 이후 달러 강세 및 무역 분쟁 심화로 인한 구리 수요 부진 우려에 구리 가격은 다시 금 하락세를 보이고 있다.

LME 구리 가격 및 재고 추이



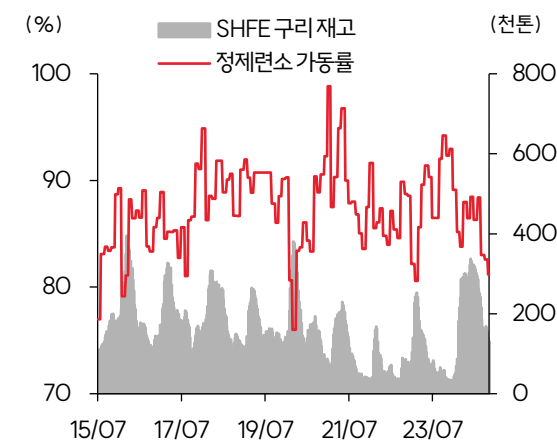
자료: Bloomberg, SK증권

최근 구리 가격은 다시금 하락세를 보이고 있지만 25년에는 공급과 수요 모든 측면에서 개선이 예상되기 때문에 구리 가격은 점진적 우상향할 것으로 예상된다. 우선 공급 측면에서 살펴보면, 구리의 25년 BM TC는 역사적으로 가장 낮은 수준에서 결정될 가능성이 높다. 정광 공급 부족 심화로 24년 spot TC는 한 자리 수 대에 머물러 있는 가운데, 25년부터는 인도네시아산 정광 수출도 막힐 것으로 예상되기 때문에 글로벌 정광 공급 차질은 보다 심화될 가능성이 높다. 25년 BM TC는 \$40~50 혹은 그 이하에서 결정될 것으로 예상되며 이는 역사적으로 가장 낮은 수준이다. BM TC 하락으로 인한 제련소 생산량 감소는 불가피할 것으로 전망한다.

구리 수요 측면에서도 정책 효과에 힘입어 24년 대비 개선될 것으로 예상한다. 중국 정부는 이구환신 및 설비 교체 정책을 지속적으로 시행하고 있으며 저소득층 및 학생들에게 보조금도 지원하고 있다. 해당 정책 효과로 실제 자동차 및 가전 판매량은 호조를 보이고 있으며 이로 인한 중국 구리 수요 개선이 예상된다.

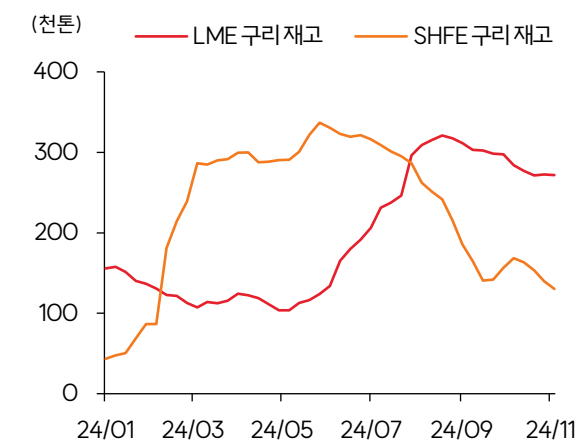
트럼프 당선 이후 무역 분쟁 심화로 인한 중국 구리 수요 부진을 우려하는 시각도 많으나 트럼프 1기 대비 부양책 규모도 확대되었으며, 미국 의존도도 하락했다. 트럼프 정권 1기 대비 트럼프 당선에 따른 영향은 제한적일 것으로 예상된다.

SHFE 구리 재고 및 중국 정제련소 가동률 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

LME 및 SHFE 구리 재고 추이



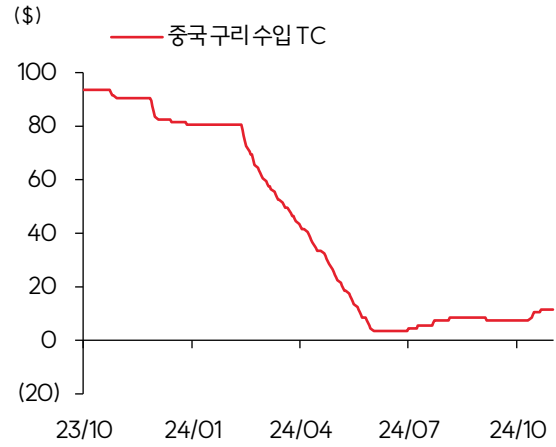
자료: Bloomberg, SK 증권

양산항 구리 수입 프리미엄 추이



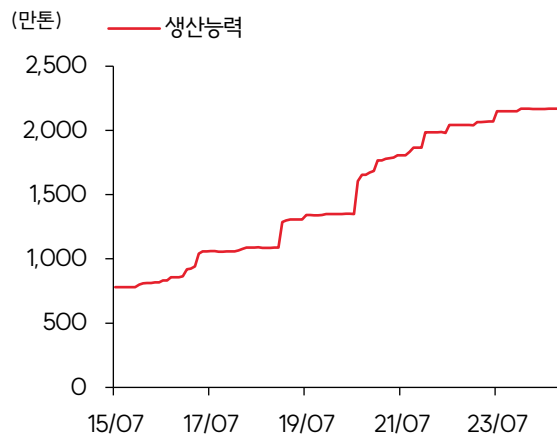
자료: Bloomberg, SK 증권

중국 구리 수입 TC 추이



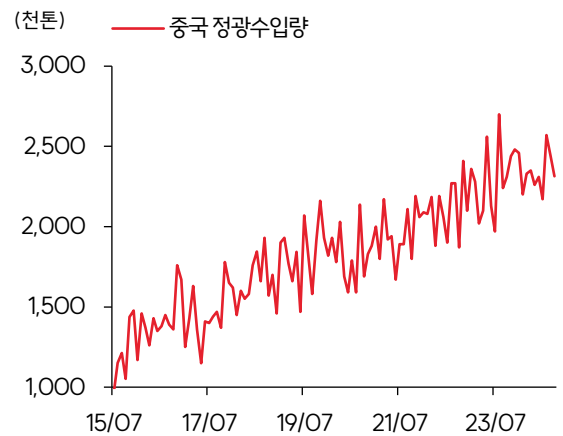
자료: Bloomberg, SK 증권

중국 구리 제품 생산 능력 추이



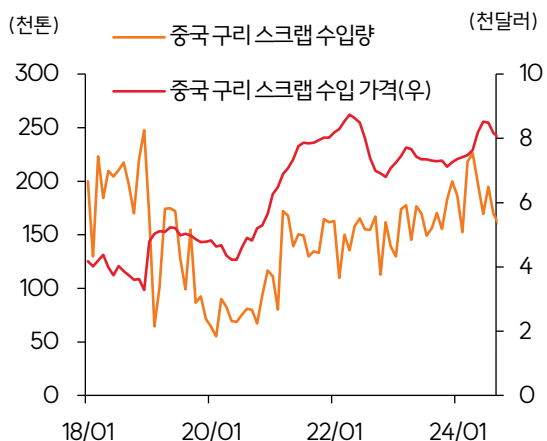
자료: Bloomberg, SK 증권

중국 구리 정광 수입량 추이



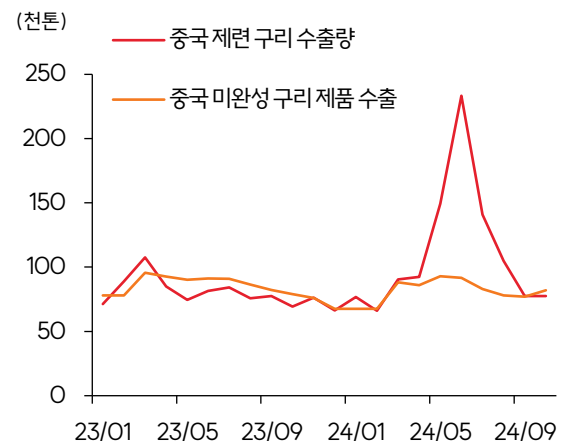
자료: Bloomberg, SK 증권

중국 구리 스크랩 수입량 및 가격 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

중국 제련 구리 및 구리 제품 수출량 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

(2) 아연: 25년도 견조

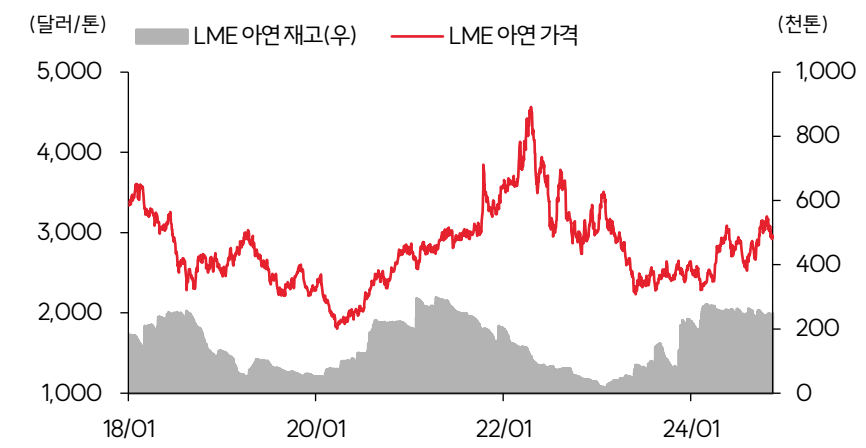
아연 가격도 올해 아연 TC 하락으로 인한 감산 기대에 견조한 흐름을 보였다. 아연 TC는 연초 \$80이었으나 정광 공급 부족으로 11월 중순 현재 -\$40까지 하락했다. 이로 인해 내년 BM TC는 올해 \$165 대비 대폭 하향 조정된 수준에서 형성될 가능성이 높다.

25년 아연 TC는 점진적 회복을 예상한다. 정치적 혹은 구조적 이슈로 구리 광산 생산량이 줄어든 데 반해 아연 광산은 아연 가격 하락 과정에서 수익성 결여로 생산량을 줄인 부분이 크기 때문에 아연 가격 회복하는 구간에서 광산들이 조업을 재개할 가능성이 높다. 실제 아일랜드 Tara 광산은 25년 초부터 채굴을 재개한다고 밝히기도 했다.

올해 아연 가격을 지탱했던 TC 하락에 따른 감산 이슈는 사그라들 것으로 예상되지만 국내 석포 제련소가 2개월 간의 영업 정지가 예정되어 있고 해당 제련소 생산량이 글로벌 생산량의 2~3%를 담당한다는 점 감안하면 25년 아연 공급 증가폭은 제한적일 것이다.

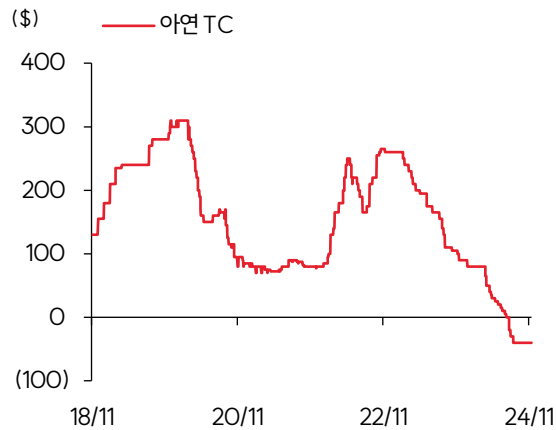
더불어 중국 철강 업황 개선에 따른 아연 수요도 회복한다면 25년에도 아연 가격은 견조할 것으로 예상된다.

LME 아연 가격 및 재고 추이



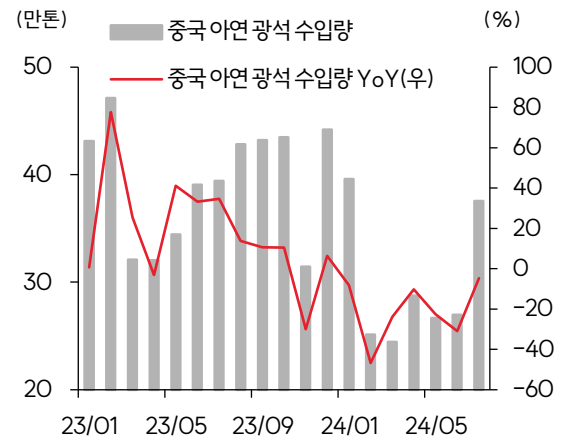
자료: Bloomberg, SK 증권

중국 아연 수입 TC 추이



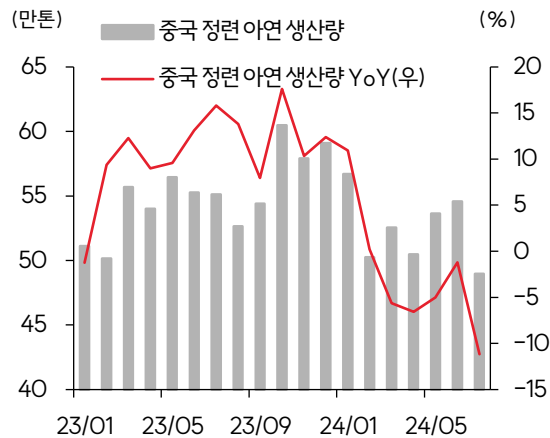
자료: Bloomberg, SK 증권

중국 아연 광석 수입량



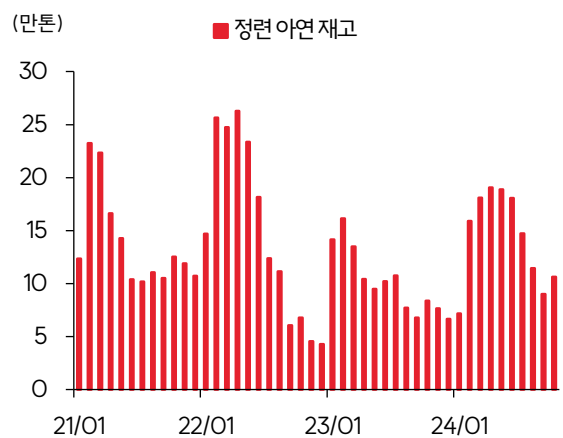
자료: Bloomberg, SK 증권

중국 정련 아연 생산량



자료: Bloomberg, SK 증권

중국 정련 아연 재고 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

철강 국내 PEER 테이블

		POSCO 홀딩스	현대제철	동국제강	세아제강	한국철강	대한제강	세아베스틸지주
현재가(현지통화)		290,000	21,500	8,310	112,300	9,200	14,530	24,000
시가총액(십억원)		23,961	2,869	412	319	391	340	861
주가수익률	1D	4.5	3.1	4.9	2.6	4.1	0.1	4.3
	1M	-15.9	-21.1	-6.5	-1.3	17.2	5.7	20.0
	3M	-12.3	-16.8	-3.0	-6.4	12.3	22.3	27.9
	6M	-27.1	-32.3	-24.1	-15.6	-21.7	8.3	0.8
	12M	0.2	-34.8	-44.0	-24.6	44.4	9.2	27.7
PER(배)	2022	6.7	4.0	N/A	2.3	3.0	1.6	6.3
	2023	22.3	10.4	N/A	2.0	3.7	3.2	6.9
	2024E	12.8	29.0	5.0	3.6	N/A	6.5	7.8
	2025E	10.6	7.9	3.8	3.3	N/A	5.5	6.9
PBR(배)	2022	0.4	0.2	N/A	0.4	0.3	0.3	0.3
	2023	0.7	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3	0.5
	2024E	0.4	0.1	0.2	0.3	N/A	0.4	0.4
	2025E	0.4	0.1	0.2	0.3	N/A	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	2022	3.9	3.9	N/A	1.5	N/A	N/A	6.4
	2023	7.1	4.9	N/A	1.5	N/A	N/A	5.9
	2024E	5.1	5.5	3.4	2.2	N/A	0.1	5.8
	2025E	4.6	4.3	2.4	1.7	N/A	N/A	5.0
매출액성장률(%)	2022	11%	20%	N/A	20%	20%	5%	20%
	2023	-9%	-5%	N/A	3%	-15%	-32%	-7%
	2024E	-4%	-9%	N/A	-9%	N/A	-16%	-9%
	2025E	5%	1%	8%	1%	N/A	7%	4%
영업이익성장률(%)	2022	-47%	-34%	N/A	63%	18%	7%	-46%
	2023	-27%	-51%	N/A	8%	-29%	-49%	54%
	2024E	-17%	-54%	N/A	-52%	N/A	-47%	-19%
	2025E	26%	91%	22%	11%	N/A	28%	13%
영업이익률(%)	2022	6%	6%	N/A	12%	11%	10%	3%
	2023	5%	3%	N/A	12%	10%	8%	5%
	2024E	4%	2%	4%	7%	N/A	5%	4%
	2025E	5%	3%	5%	7%	N/A	6%	5%
순이익률(%)	2022	4%	4%	N/A	9%	7%	6%	2%
	2023	2%	2%	N/A	10%	8%	5%	3%
	2024E	3%	0%	2%	5%	N/A	4%	3%
	2025E	3%	1%	3%	6%	N/A	5%	3%
ROE(%)	2022	6.1	5.6	N/A	21.1	10.5	18.5	4.9
	2023	3.2	2.4	N/A	20.7	8.3	9.9	6.7
	2024E	3.4	0.4	4.7	8.4	N/A	6.8	5.6
	2025E	4.0	1.7	6.0	8.7	N/A	7.6	6.1
순부채비율(%)	2022	10.9%	42.3%	N/A	0.3%	-57.3%	-43.7%	42.9%
	2023	15.0%	34.6%	37.9%	0.5%	-60.6%	-42.2%	39.6%
	2024E	19.0%	41.1%	N/A	N/A	N/A	-3.7%	5.7%
	2025E	21.0%	36.6%	N/A	N/A	N/A	-4.0%	5.4%

자료: Bloomberg, SK 증권

철강 글로벌 PEER 테이블

		ARCELOR MITTAL	USS	NSSMC	Baoshan	NUCOR	JFE	ANGANG
현재가(현지통화)		24	36	3,165	7	147	1,755	2
시가총액(십억원)		30,301	11,266	30,696	28,833	48,229	10,124	4,175
주가수익률	1D	0.5	-1.5	2.2	3.3	0.5	0.5	4.7
	1M	7.3	-5.3	4.0	3.7	-7.1	-5.3	6.0
	3M	19.3	-14.3	-3.3	11.5	1.3	-11.7	16.5
	6M	-0.7	-0.2	-3.6	-3.1	-14.5	-23.4	2.9
	12M	-3.8	52.0	44.1	27.8	3.6	18.1	-7.8
PER(배)	2022	2.6	2.4	4.1	10.2	4.4	6.0	171.2
	2023	26.1	10.5	6.1	11.0	9.1	7.9	N/A
	2024E	7.8	15.2	8.9	15.1	17.4	6.1	N/A
	2025E	5.8	12.9	5.9	13.5	16.1	5.8	N/A
PBR(배)	2022	0.4	0.6	0.7	0.6	1.8	0.5	0.3
	2023	0.4	1.0	0.7	0.7	2.0	0.7	0.2
	2024E	0.4	0.7	0.6	0.7	1.7	0.4	0.5
	2025E	0.3	0.7	0.6	0.7	1.6	0.4	0.5
EV/EBITDA(배)	2022	2.0	1.6	5.0	5.4	3.2	6.1	9.9
	2023	5.7	7.0	6.7	5.0	5.9	6.8	N/A
	2024E	4.0	7.3	5.5	5.9	8.7	5.5	N/A
	2025E	3.6	5.7	4.4	5.2	8.4	4.7	9.6
매출액성장률(%)	2022	18%	17%	9%	9%	28%	12%	4%
	2023	-14%	-13%	5%	-10%	-15%	-7%	-17%
	2024E	-1%	-6%	-2%	1%	-6%	-2%	-2%
	2025E	2%	9%	5%	1%	0%	1%	-3%
영업이익성장률(%)	2022	-32%	-28%	15%	-57%	27%	-43%	-100%
	2023	-77%	-74%	-26%	0%	-39%	6%	-12748%
	2024E	78%	-34%	3%	10%	-50%	13%	-4%
	2025E	17%	53%	37%	12%	9%	13%	71%
영업이익률(%)	2022	13%	15%	9%	3%	25%	4%	0%
	2023	3%	4%	6%	4%	18%	4%	-4%
	2024E	6%	3%	7%	4%	10%	5%	-4%
	2025E	7%	4%	9%	4%	10%	5%	-1%
순이익률(%)	2022	12%	12%	9%	3%	18%	3%	0%
	2023	1%	5%	6%	3%	13%	4%	-3%
	2024E	4%	4%	4%	3%	7%	4%	-3%
	2025E	5%	4%	6%	4%	7%	4%	-1%
ROE(%)	2022	18.2	26.3	18.1	6.3	46.7	7.9	0.2
	2023	1.7	8.4	12.3	6.0	22.9	8.6	-5.8
	2024E	4.4	4.7	6.2	4.8	9.7	7.2	-6.1
	2025E	6.0	5.3	10.3	5.3	9.8	7.5	-2.5
순부채비율(%)	2022	4.2%	6.3%	43.3%	11.7%	10.9%	79.5%	23.2%
	2023	5.3%	12.9%	41.9%	4.6%	0.0%	62.5%	38.0%
	2024E	10.0%	20.8%	38.3%	10.9%	12.5%	60.2%	14.5%
	2025E	9.7%	15.5%	33.5%	8.8%	17.2%	56.9%	19.2%

자료: Bloomberg, SK 증권

비철금속 글로벌 PEER 테이블

		고려아연	Glencore	NEXA Resources	Boliden AB	Hindustan Zinc	풍산	Aurubis
현재가(현지통화)		1,006,000	382	8	318	498	58,800	79
시가총액(십억원)		20,828	82,201	1,437	11,033	34,781	1,648	5,214
주가수익률	1D	-2.6	0.7	-1.1	0.9	0.4	-1.5	0.3
	1M	22.1	-6.5	-1.5	-4.3	-1.8	-11.0	16.2
	3M	93.8	-4.2	14.8	4.5	-4.3	5.4	20.2
	6M	96.5	-22.2	3.7	-13.7	-19.7	-18.6	0.0
	12M	55.2	-24.4	51.2	-14.1	53.8	97.6	5.2
PER(배)	2022	13.1	5.0	6.3	8.6	N/A	5.3	3.3
	2023	19.1	17.7	N/A	14.2	15.9	6.8	21.7
	2024E	32.0	15.6	75.4	10.1	20.5	6.1	10.5
	2025E	27.9	10.7	9.1	10.4	18.6	6.3	12.5
PBR(배)	2022	1.2	1.7	0.6	1.8	N/A	0.5	0.5
	2023	1.1	1.7	0.8	1.5	8.1	0.5	0.7
	2024E	2.1	1.4	1.0	1.4	14.1	0.7	0.8
	2025E	2.0	1.3	0.9	1.3	11.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	2022	8.3	3.4	3.4	5.0	N/A	5.4	1.8
	2023	9.7	6.7	17.2	6.7	9.0	4.2	7.8
	2024E	16.0	6.1	3.7	5.7	12.4	4.2	5.8
	2025E	14.9	4.6	3.7	5.5	11.1	4.0	6.4
매출액성장률(%)	2022	12%	42%	31%	21%	20%	25%	14%
	2023	-14%	-14%	-14%	-12%	-17%	-6%	-4%
	2024E	21%	16%	9%	14%	24%	12%	9%
	2025E	8%	-1%	-1%	6%	4%	6%	7%
영업이익성장률(%)	2022	-16%	173%	-9%	36%	11%	-26%	12%
	2023	-28%	-65%	-144%	-50%	-30%	-1%	-82%
	2024E	44%	-7%	302%	59%	43%	69%	188%
	2025E	8%	29%	21%	-8%	9%	-5%	-8%
영업이익률(%)	2022	8%	10%	12%	18%	43%	5%	5%
	2023	7%	4%	-6%	10%	36%	6%	1%
	2024E	8%	3%	11%	14%	42%	8%	2%
	2025E	8%	4%	14%	12%	44%	7%	2%
순이익률(%)	2022	7%	7%	2%	14%	32%	4%	4%
	2023	5%	2%	-11%	8%	28%	4%	1%
	2024E	6%	2%	-1%	10%	30%	6%	2%
	2025E	6%	2%	4%	9%	32%	5%	2%
ROE(%)	2022	9.4	38.8	3.5	22.7	N/A	9.9	18.6
	2023	5.7	9.2	-21.9	10.6	N/A	8.2	3.3
	2024E	7.0	8.4	-2.6	15.0	75.0	12.8	7.9
	2025E	7.6	12.9	10.4	12.3	66.1	11.1	6.7
순부채비율(%)	2022	-14.0%	59.4%	67.7%	-1.7%	N/A	45.0%	-6.8%
	2023	-11.9%	79.3%	86.9%	17.0%	-5.9%	13.9%	-5.1%
	2024E	-1.8%	79.5%	128.9%	22.3%	12.0%	15.6%	4.1%
	2025E	-1.6%	56.5%	118.8%	20.7%	-58.0%	9.7%	11.9%

자료: Bloomberg, SK 증권

주요 철강사 가격 변동 내역

		3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월
포스코	열연	+5만원	-	+3만원	-	-	-	-	-	+5만원	-
	냉연	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	냉연도금재	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	후판	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	STS300	-	-	-	+10만원	-	-10만원	-	-	-	-
	STS400	+10만원	-	-	-	-	-	-	-	-	-
현대제철	열연	-	-	+1만원	+2만원	-	+3만원	-	+5만원	-	-
	냉연	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	냉연도금재	-	-	-	-	-	-	-	-	+3만원	-
	후판	-	-	-	-	-	-	-	+5만원	-	-
동국제강	H형강	+5만원	-	-	+3만원	-	+1만원	+3만원	-	-	+5만원
	후판	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
바오강	H형강	+5만원	-	+3만원	+3만원	+3만원	+1만원	+3만원	+3만원	-	-
	열연	+100위안	-	-100위안	+50위안	-	-100위안	-100위안	-	+500위안	-
	냉연	+100위안	-	-150위안	-	-	-100위안	-100위안	-	+550위안	-
	석도강판	-	-	-150위안	-	-	-	-100위안	-	+550위안	-
사강강철	후판	-	-	-100위안	-	-	-	-150위안	-	+500위안	-
	열연	-	-300위안	-	+100위안	-150위안	-250위안	-200위안	-	+300위안	-
	철근	-200위안	+50위안	+50위안	-50위안	-200위안	-320위안	+150위안	-100위안	-	-
	선재	-300위안	+50위안	+50위안	-50위안	-200위안	-350위안	+150위안	-100위안	-	-

자료: 각 사, SK 증권

Company Analysis

1) 풍산

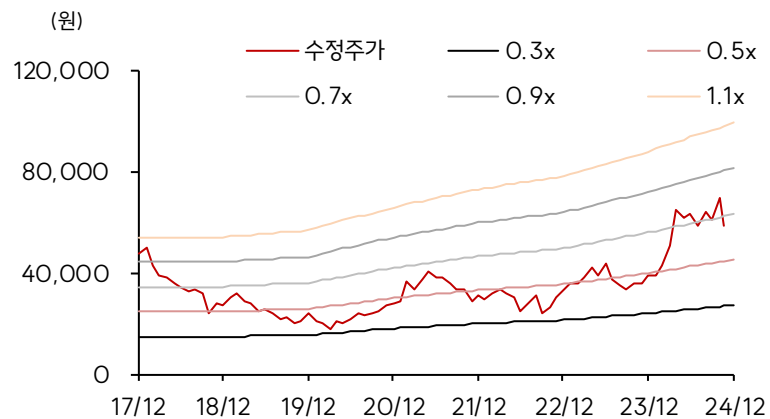
투자의견: 매수(유지)

T.P: 84,000 원(유지)

Upside: 48.1%

- > 동사의 4 분기 연결 매출액 1.4 조원(+25.3% YoY, +23.5% QoQ), 영업이익 1,086 억원(+82.9% YoY, +46% QoQ)전망. 판매량 4.51 만 톤(+4.5% YoY, +12.5% QoQ) 예상. 구리 가격 소폭 상승, 방산 수출 이익률 33% 가정. 일회성 판관비 200 억원가량 반영
- > 25년 연결 매출액 5.1조원(+8.4% YoY), 영업이익 4,635억원(+16.3% YoY) 전망. 25 년 구리 공급 보다 타이트해질 것으로 예상. 부양책 효과로 인한 중국 수요 개선, 금리 인하로 인한 글로벌 수요 개선도 기대. 연 평균 구리 가격 \$9,780(+6% YoY), 신동 판매량 18.2 천 톤(+1.9% YoY)예상
- > 방산 부문 감익에 대한 우려 존재. 그러나 높은 수익성 계약 물량 25 년 온전히 반영될 것으로 예상되며 증설 물량도 실적에 기여하기 시작. 환율도 우호적일 것. 24 년 대비 방산 이익 소폭 성장 기대
- > 투자의견 매수 및 목표주가 84,000 원 유지

풍산 PBR 밴드 차트



자료: FNGUIDE, SK 증권

풍산 실적 추정 테이블(연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	964	1,234	1,129	1,395	1,136	1,329	1,198	1,453	4,125	4,722	5,116
풍산 별도	715	978	830	1,097	837	1,052	881	1,144	3,091	3,612	3,914
풍산 이외	248	256	300	298	299	277	317	309	1,025	1,102	1,202
영업이익	54.2	161.3	74.4	108.6	82.8	130.1	107.2	143.4	230.0	398.5	463.5
풍산 별도	35.2	140.9	70.6	104.6	69.2	117.4	92.7	129.4	190.3	351.3	408.7
풍산 이외	19.0	20.4	3.8	4.0	13.6	12.6	14.5	14.1	39.7	47.2	54.8
순이익	36.9	111.3	47.6	73.7	54.3	90.3	73.0	100.7	158.8	269.5	318.2

자료: SK 증권

풍산 실적 추정 테이블(별도 기준)

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	715	978	830	1,097	837	1,052	881	1,144	3,091	3,612	3,914
신동	541	640	558	642	650	693	591	664	2,101	2,373	2,598
내수	240	277	237	268	278	298	256	286	969	1,022	1,117
수출	298	360	319	374	372	395	335	378	1,132	1,351	1,481
방산	174	338	272	455	187	359	290	480	990	1,239	1,315
내수	79	111	104	212	81	114	106	217	497	507	517
수출	95	227	168	243	106	245	183	263	492	732	798
영업이익	35.2	140.9	70.6	104.6	69.2	117.4	92.7	129.4	190	352	409
신동	13.5	48.0	1.7	8.6	29.6	31.6	26.9	30.3	36	72	118
방산	22.7	92.9	69.0	96.0	39.6	85.8	65.8	99.1	155	281	290
영업이익률	4.9%	14.4%	8.5%	9.5%	8.3%	11.2%	10.5%	11.3%	6.2%	9.8%	10.4%
신동	2.5%	7.5%	0.3%	1.3%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	1.7%	3.0%	4.6%
방산	13.0%	27.5%	25.4%	21.1%	21.2%	23.9%	22.7%	20.7%	15.6%	22.6%	22.1%

자료: SK 증권

풍산 실적추정 변경표

구분	변경전		변경후		변경율 (%)	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	4,733	5,157	4,722	5,116	-0.0	-0.1
영업이익	401	438	399	464	-0.1	5.9
순이익	276	322	270	318	-2.2	-1.2
OPM (%)	8.5	8.9	8.5	9.1		
NPM	5.8	6.2	5.7	6.7		

자료: SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	1,859	2,013	2,239	2,312	2,476
현금및현금성자산	126	155	408	223	389
매출채권 및 기타채권	523	600	560	640	702
재고자산	1,183	1,204	1,227	1,374	1,320
비유동자산	1,289	1,382	1,421	1,627	1,698
장기금융자산	30	73	64	61	63
유형자산	1,099	1,138	1,183	1,359	1,429
무형자산	15	11	12	12	12
자산총계	3,148	3,395	3,661	3,939	4,174
유동부채	1,109	1,118	1,352	1,360	1,295
단기금융부채	681	675	474	590	614
매입채무 및 기타채무	199	183	268	259	222
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	354	435	342	359	373
장기금융부채	263	333	232	276	287
장기매입채무 및 기타채무	10	13	13	13	13
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,463	1,553	1,695	1,719	1,668
지배주주지분	1,684	1,840	1,966	2,220	2,506
자본금	140	140	140	140	140
자본잉여금	495	495	495	495	495
기타자본구성요소	-0	-23	-23	-23	-23
자기주식	-0	-23	-23	-23	-23
이익잉여금	1,034	1,195	1,315	1,554	1,840
비지배주주지분	2	2	0	0	0
자본총계	1,686	1,842	1,966	2,220	2,506
부채와자본총계	3,148	3,395	3,661	3,939	4,174

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업활동현금흐름	-19	137	696	1	308
당기순이익(손실)	243	175	156	270	319
비현금성항목등	168	217	205	256	213
유형자산감가상각비	95	93	90	89	81
무형자산상각비	3	2	1	1	1
기타	70	122	115	167	132
운전자본감소(증가)	-430	-110	454	-407	-95
매출채권및기타채권의감소(증가)	-107	-94	33	-88	-62
재고자산의감소(증가)	-384	-11	-29	-140	54
매입채무및기타채무의증가(감소)	20	-24	90	-56	-37
기타	-31	-234	-178	-176	-230
법인세납부	-30	-89	-59	-58	-101
투자활동현금흐름	-114	-141	-137	-315	-155
금융자산의감소(증가)	-1	-25	5	2	-1
유형자산의감소(증가)	-90	-117	-136	-277	-150
무형자산의감소(증가)	-0	-0	-1	-0	0
기타	-23	1	-5	-39	-5
재무활동현금흐름	172	30	-306	151	2
단기금융부채의증가(감소)	61	-106	-304	1	24
장기금융부채의증가(감소)	111	158	-2	150	11
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	-33
기타	0	-22	0	0	0
현금의 증가(감소)	47	29	253	-184	166
기초현금	79	126	155	408	223
기말현금	126	155	408	223	389
FCF	-110	20	561	-277	158

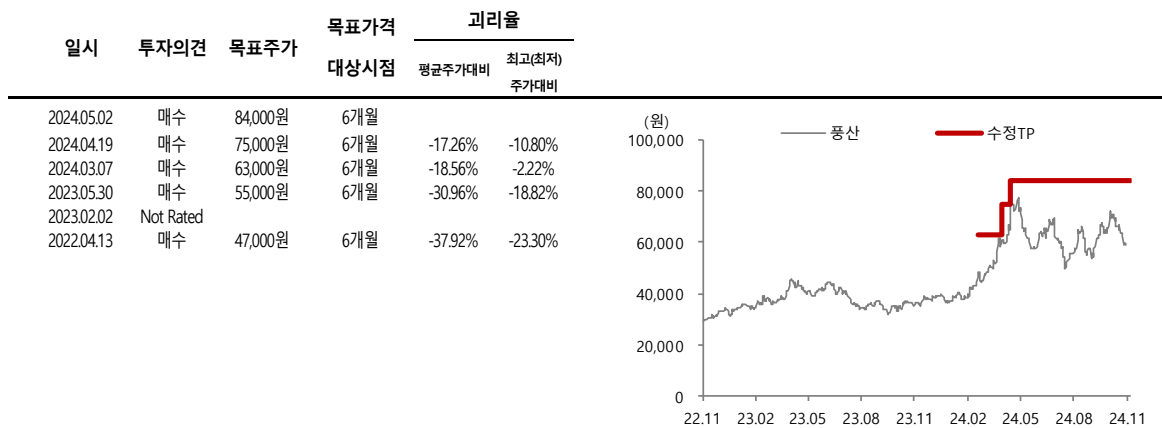
자료 : 풍산, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	3,509	4,373	4,125	4,722	5,116
매출원가	3,010	3,911	3,684	4,068	4,376
매출총이익	500	462	441	654	740
매출총이익률(%)	14.2	10.6	10.7	13.8	14.5
판매비와 관리비	185	230	212	255	276
영업이익	314	232	229	399	464
영업이익률(%)	9.0	5.3	5.5	8.4	9.1
비영업손익	-7	-12	-28	-37	-44
순금융손익	-19	-31	-34	-29	-29
외환관련손익	18	10	4	-3	-0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	307	220	201	362	419
세전계속사업이익률(%)	8.7	5.0	4.9	7.7	8.2
계속사업법인세	63	44	45	92	101
계속사업이익	243	175	156	270	319
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	243	175	156	270	319
순이익률(%)	6.9	4.0	3.8	5.7	6.2
지배주주	243	175	156	270	319
지배주주귀속 순이익률(%)	6.9	4.0	3.8	5.7	6.2
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	256	209	153	287	319
지배주주	256	208	153	287	319
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	412	326	319	488	545

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	35.3	24.6	-5.7	14.5	8.4
영업이익	159.2	-26.3	-1.3	74.3	16.3
세전계속사업이익	210.0	-28.4	-8.5	79.9	15.8
EBITDA	85.6	-20.7	-2.1	52.8	11.6
EPS	238.4	-28.0	-10.7	72.3	18.2
수익성 (%)					
ROA	8.5	5.4	4.4	7.1	7.9
ROE	15.6	9.9	8.2	12.9	13.5
EBITDA마진	11.7	7.5	7.7	10.3	10.6
안정성 (%)					
유동비율	167.7	180.1	165.6	170.0	191.2
부채비율	86.8	84.3	86.2	77.4	66.5
순차입금/자기자본	48.1	44.7	13.9	28.2	19.8
EBITDA/이자비용(배)	21.9	10.1	8.1	12.9	14.1
배당성향	11.5	15.6	21.0	12.2	10.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	8,682	6,250	5,582	9,619	11,367
BPS	60,080	66,466	70,959	80,031	90,228
CFPS	12,167	9,630	8,819	12,807	14,264
주당 현금배당금	1,000	1,000	1,200	1,200	1,200
Valuation지표 (배)					
PER	3.6	5.4	7.0	6.1	5.2
PBR	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
PCR	2.6	3.5	4.4	4.6	4.1
EV/EBITDA	4.1	5.4	4.3	4.7	3.9
배당수익률	3.2	3.0	3.1	2.0	2.0



Compliance Notice

작성자(이규익)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 11월 20일 기준)

매수	96.95%	중립	3.05%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

2) 현대제철

투자의견: 매수(유지)

T.P: 40,000 원(유지)

Upside: 86.1%

- > 동사의 4 분기 연결 실적은 매출액 5.7 조원(-7.4% YoY, +0.5% QoQ), 영업 이익 768 억원(흑자전환 YoY, +49.1% QoQ), 판매량 426 만 톤(-3.4% YoY, +3.3% QoQ)을 전망
- > 25 년 연결 실적은 매출액 23.5 조원(+0.7% YoY), 영업이익 8,192 억원 (+190.4% YoY) 전망. 25 년에도 건설 향 수요 부진 지속되며 판매량은 24 년 과 비슷할 것으로 예상. 그러나 중국 철강 업황 회복으로 인한 판가 상승, 24 년 대비 낮은 수준의 원재료 가격에 힘입어 증익 가능할 것으로 기대
- > 중국 철강 가격의 바닥은 확인되었으며 중국 부양책 및 부동산 규제 완화로 인해 중국 부동산 업황의 개선과 철강 업황 반등 기대. 실제 중국 주택 가격은 하락폭을 빠르게 축소하고 있고 일부는 상승 전환
- > 철강 업황 개선 시기 동사의 주가가 대형주 중 가장 빠르게 움직일 것으로 예상. 투자의견 매수 및 목표주가 4 만원 유지

현대제철 PBR 밴드차트



자료: Fnguide, SK 증권

현대제철 실적 추정 테이블

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	5,948	6,041	5,624	5,679	5,771	6,037	5,712	5,939	25,915	23,293	23,459
현대제철 별도	4,819	4,852	4,463	4,595	4,620	4,824	4,527	4,833	21,610	18,729	18,804
현대제철 외	1,128	1,190	1,161	1,084	1,151	1,213	1,185	1,106	4,305	4,564	4,655
영업이익	56	98	52	77	176	264	195	184	798	282	819
현대제철 별도	89	46	32	64	164	257	179	159	650	231	759
현대제철 외	-33	52	19	13	12	7	16	25	148	51	60
지배주주순이익	32	-7	-16	-11	93	160	119	75	461	-3	447

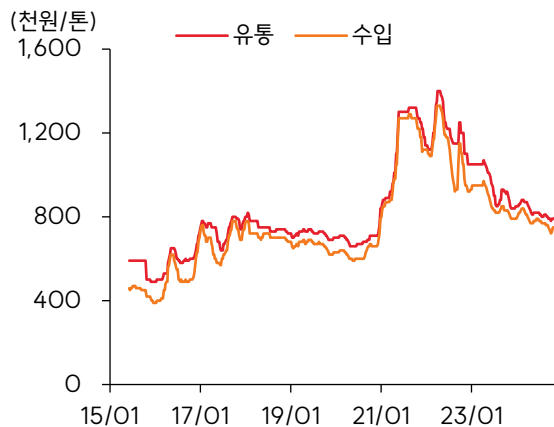
자료:SK 증권

현대제철 실적추정 변경표

구분	변경전		변경후		변경율 (%)	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	23,533	23,956	23,293	23,459	-1.0	-2.1
영업이익	439	1,088	282	819	-35.8	-24.7
순이익	125	646	-3	447	N/A	-30.8
OPM (%)	1.9	4.5	1.2	3.5		
NPM	0.5	2.7	N/A	1.9		

자료: SK 증권 추정

국내 열연 유통 및 수입 가격 추이



자료:스틸데일리, SK 증권

국내 철근 유통 및 수입 가격 추이



자료:스틸데일리, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	12,776	13,191	11,954	10,603	10,445
현금및현금성자산	1,381	1,699	1,386	200	246
매출채권 및 기타채권	3,226	2,714	3,032	3,138	3,213
재고자산	6,730	6,704	6,279	6,267	6,020
비유동자산	24,266	23,610	23,265	23,797	23,571
장기금융자산	1,839	2,002	2,149	2,202	2,189
유형자산	19,251	18,755	18,250	18,731	18,613
무형자산	1,365	1,328	1,438	1,378	1,314
자산총계	37,042	36,801	35,219	34,400	34,017
유동부채	7,467	8,119	7,984	7,242	6,876
단기금융부채	3,144	4,248	3,951	4,028	3,566
매입채무 및 기타채무	3,369	2,494	2,771	3,109	3,205
단기충당부채	8	8	6	4	5
비유동부채	11,315	9,553	7,739	7,702	7,361
장기금융부채	10,022	8,295	6,651	6,654	6,391
장기매입채무 및 기타채무	1	1	1	1	1
장기충당부채	339	445	437	426	393
부채총계	18,782	17,672	15,723	14,944	14,236
지배주주지분	17,869	18,714	19,100	19,050	19,365
자본금	667	667	667	667	667
자본잉여금	3,906	3,906	3,906	3,905	3,905
기타자본구성요소	-112	-112	-112	-112	-112
자기주식	-112	-112	-112	-112	-112
이익잉여금	12,359	13,374	13,639	13,505	13,820
비지배주주지분	392	415	396	406	415
자본총계	18,260	19,129	19,496	19,456	19,780
부채와자본총계	37,042	36,801	35,219	34,400	34,017

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업활동현금흐름	2,003	2,180	1,948	1,257	2,353
당기순이익(손실)	1,505	1,038	443	6	456
비현금성항목등	2,597	2,531	1,955	1,846	2,151
유형자산감가상각비	1,531	1,531	1,555	1,616	1,618
무형자산상각비	61	57	87	88	84
기타	1,005	943	312	142	449
운전자본감소(증가)	-1,726	-738	304	-289	191
매출채권및기타채권의감소(증가)	-589	480	-212	37	-75
재고자산의감소(증가)	-1,977	-258	618	163	247
매입채무및기타채무의증가(감소)	1,025	-555	30	-407	96
기타	-500	-1,031	-1,214	-361	-591
법인세납부	-127	-379	-460	-54	-146
투자활동현금흐름	-663	-1,395	-132	-2,426	-1,498
금융자산의감소(증가)	294	-504	483	193	-18
유형자산의감소(증가)	-888	-1,000	-800	-2,468	-1,500
무형자산의감소(증가)	-78	-6	-5	-29	-20
기타	9	115	191	-122	40
재무활동현금흐름	-887	-469	-2,121	-124	-856
단기금융부채의증가(감소)	-3,310	-1,481	-2,930	-1,522	-462
장기금융부채의증가(감소)	2,489	1,056	906	1,454	-262
자본의증가(감소)	0	0	0	-1	0
배당금지급	-67	-132	-132	-132	-132
기타	-0	87	36	77	0
현금의 증가(감소)	464	318	-313	-1,185	46
기초현금	917	1,381	1,699	1,386	200
기말현금	1,381	1,699	1,386	200	246
FCF	1,115	1,179	1,148	-1,211	853

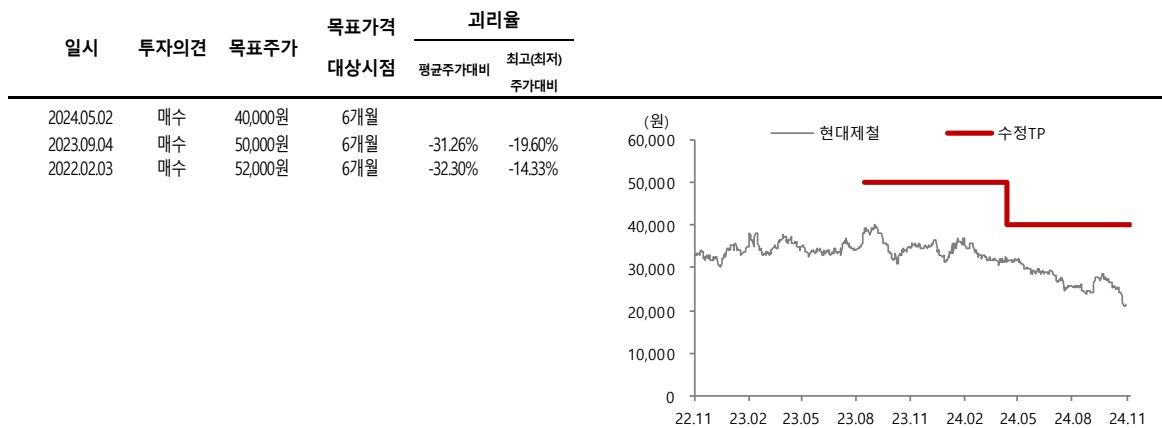
자료 : 현대제철, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	22,850	27,341	25,915	23,293	23,459
매출원가	19,326	24,507	23,782	21,722	21,234
매출총이익	3,524	2,834	2,132	1,571	2,225
매출총이익률(%)	15.4	10.4	8.2	6.7	9.5
판매비와 관리비	1,076	1,217	1,334	1,289	1,406
영업이익	2,448	1,616	798	282	819
영업이익률(%)	10.7	5.9	3.1	1.2	3.5
비영업손익	-298	-268	-266	-291	-218
순금융손익	-285	-313	-332	-298	-300
외환관련손익	32	-142	-37	-82	-3
관계기업등 투자손익	3	12	5	9	0
세전계속사업이익	2,149	1,349	532	-9	602
세전계속사업이익률(%)	9.4	4.9	2.1	-0.0	2.6
계속사업법인세	644	310	89	-15	146
계속사업이익	1,505	1,038	443	6	456
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,505	1,038	443	6	456
순이익률(%)	6.6	3.8	1.7	0.0	1.9
지배주주	1,461	1,018	461	-3	447
지배주주귀속 순이익률(%)	6.4	3.7	1.8	-0.0	1.9
비지배주주	44	21	-18	9	9
총포괄이익	1,634	1,001	500	91	456
지배주주	1,589	977	518	127	-295
비지배주주	45	24	-18	-36	751
EBITDA	4,039	3,205	2,441	1,986	2,522

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	26.8	19.7	-5.2	-10.1	0.7
영업이익	3,251.3	-34.0	-50.6	-64.7	190.4
세전계속사업이익	흑전	-37.3	-60.5	적전	흑전
EBITDA	144.5	-20.7	-23.9	-18.6	26.9
EPS	흑전	-30.4	-54.7	적전	흑전
수익성 (%)					
ROA	4.2	2.8	1.2	0.0	1.3
ROE	8.5	5.6	2.4	-0.0	2.3
EBITDA마진	17.7	11.7	9.4	8.5	10.7
안정성 (%)					
유동비율	171.1	162.5	149.7	146.4	151.9
부채비율	102.9	92.4	80.6	76.8	72.0
순차입금/자기자본	57.5	48.8	41.6	49.1	44.6
EBITDA/이자비용(배)	13.3	9.0	5.9	4.6	6.0
배당성향	9.0	12.9	28.5	-4,700.9	29.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	10,951	7,625	3,456	-21	3,347
BPS	134,744	141,078	143,973	143,598	145,959
CFPS	22,879	19,530	15,762	12,750	16,104
주당 현금배당금	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Valuation지표 (배)					
PER	3.7	4.0	10.6	-1,025.3	6.4
PBR	0.3	0.2	0.3	0.1	0.1
PCR	1.8	1.6	2.3	1.7	1.3
EV/EBITDA	4.1	4.3	5.5	6.7	5.0
배당수익률	2.4	3.3	2.7	4.1	4.1



Compliance Notice

작성자(이규익)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024 년 11 월 20 일 기준)

매수	96.95%	중립	3.05%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

3) POSCO 홀딩스

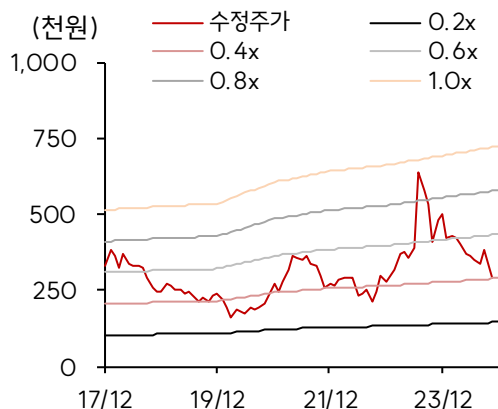
투자의견: 매수(유지)

T.P: 510,000 원(유지)

Upside: 75.3%

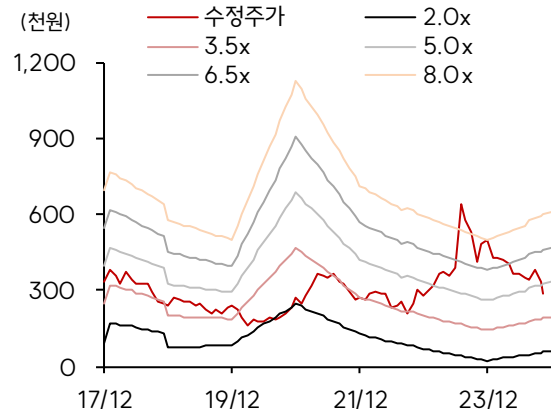
- 동사의 4 분기 연결 실적은 매출액 18.8조원(+0.7% YoY, +2.6% QoQ), 영업이익 8,440억원(+177.4% YoY, +13.6% QoQ), 판매량 845.3만 톤(+1.5% YoY, +2.5% QoQ) 전망. 판가 소폭 하락할 것으로 예상되지만 원재료 하락폭이 더 클 것으로 예상되어 스프레드 개선될 것
- 동사의 25년 실적은 매출액 76조원(+3.2% YoY), 영업이익 3.9조원(+32.7% YoY) 전망. 24년 일회성 판매량 부진 요인 제거되며 판매량 1.8% 증가 예상. 아울러, 중국 철강 업황 개선으로 인한 판가 개선도 기대
- 동사는 4분기 밸류업 관련 내용을 공시할 예정. 주주환원 확대 여력은 POSCO 홀딩스 저수익 사업 및 비핵심 자산 매각을 통해 마련할 것으로 예상. 3분기까지 총 6,254억원의 현금 유입된 것으로 확인되며 26년까지 총 2.6조원의 현금 확보할 계획
- 최근 이차전지 섹터センチ 악화로 동사의 주가 하락하고 있으나 밸류업 공시가 하단을 지지해줄 것으로 기대. 자회사 지분 평가 금액 축소 및 리튬 가격 하락으로 일부 적정 가치 하향은 불가피하지만 목표주가 조정폭이 크지 않아 투자의견 매수 및 목표주가 51만원 유지.

POSCO 홀딩스 PBR 밴드 차트



자료: WiseFN, SK 증권

POSCO 홀딩스 EV/EBITDA 밴드 차트



자료: WiseFN, SK 증권

POSCO 홀딩스 실적 추정 테이블

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	18,052	18,510	18,321	18,789	18,618	19,360	18,821	19,248	77,127	73,672	76,046
철강	15,444	15,449	15,669	15,292	15,141	16,027	15,654	15,789	63,539	61,854	62,612
포스코	9,520	9,277	9,479	9,381	9,314	9,642	9,411	9,675	38,971	37,657	38,041
해외	4,942	5,156	5,279	4,930	4,835	5,359	5,241	5,084	20,495	20,307	20,519
기타	982	1,016	911	981	992	1,027	1,002	1,031	4,073	3,890	4,052
철강 외	15,309	15,715	15,168	15,673	16,124	16,484	15,953	16,534	63,570	61,865	65,095
(연결조정)	12,701	12,654	12,516	12,176	12,647	13,152	12,786	13,076	49,983	50,047	51,660
영업이익	583	752	743	844	944	1,037	960	937	3,531	2,922	3,878
철강	339	497	466	601	645	718	645	624	2,557	1,903	2,633
영업이익률	2.2%	3.2%	3.0%	3.9%	4.3%	4.5%	4.1%	4.0%	4.0%	3.1%	4.2%
철강 외	346	401	396	292	356	379	374	372	2,478	1,435	1,482
(연결조정)	102	146	119	133	144	158	147	143	1,504	500	592
당기순이익	608	546	430	118	703	749	615	299	1,846	1,702	2,366
지배주주순이익	541	530	360	98	612	649	516	251	1,698	1,528	2,028
비지배주주순이익	67	16	70	21	91	101	99	48	148	174	338

자료: SK 증권

POSCO 홀딩스 실적추정 변경표

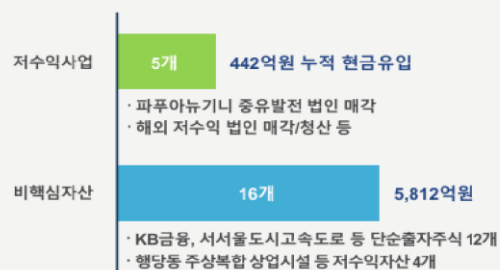
구분	변경전		변경후		변경을 (%)	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	74,339	78,461	73,672	76,046	-0.9	-3.1
영업이익	3,047	4,222	2,922	3,878	-4.1	-8.2
순이익	1,674	2,357	1,528	2,028	-8.7	-14.0
OPM (%)	4.1	5.3	4.0	5.1		
NPM	2.3	3.0	2.1	2.7		

자료: SK 증권 추정

POSCO 홀딩스 구조개편 시행 경과

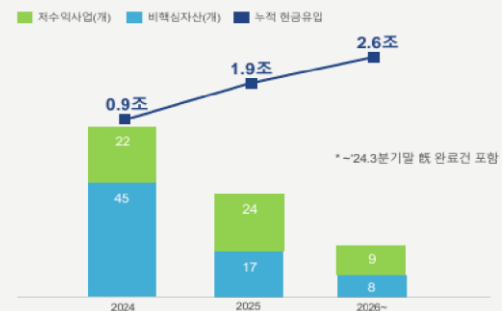
구조개편 완료 현황 (~'24.3분기말)

21개 구조조정 완료 → 누적 현금유입 6,254억원



추진 계획 (~'26년말)

'26년까지 진도율 97% 목표, 총 2.6조원 현금유입 기대



자료: POSCO 홀딩스, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	46,622	47,649	46,212	46,242	47,847
현금및현금성자산	4,775	8,053	6,671	6,629	7,999
매출채권 및 기타채권	11,771	11,557	12,716	13,020	12,731
재고자산	15,215	15,472	13,826	13,348	14,167
비유동자산	44,850	50,757	54,733	58,535	58,903
장기금융자산	3,002	3,667	3,867	4,304	4,478
유형자산	29,597	31,781	35,206	38,132	38,107
무형자산	4,166	4,838	4,715	4,467	4,012
자산총계	91,472	98,407	100,945	104,777	106,750
유동부채	21,084	23,188	21,862	22,988	24,107
단기금융부채	9,123	12,179	11,307	12,408	12,912
매입채무 및 기타채무	6,503	6,944	6,957	9,445	10,062
단기충당부채	306	380	273	334	320
비유동부채	15,583	16,961	19,420	20,407	19,652
장기금융부채	13,531	13,151	15,925	16,932	16,265
장기매입채무 및 기타채무	83	116	113	98	98
장기충당부채	544	547	430	451	469
부채총계	36,667	40,149	41,281	43,395	43,759
지배주주지분	50,427	52,512	54,181	55,526	56,798
자본금	482	482	482	482	482
자본잉여금	1,388	1,401	1,663	1,656	1,656
기타자본구성요소	-2,297	-1,886	-1,889	-1,913	-1,913
자기주식	-2,508	-1,892	-1,890	-1,890	-1,890
이익잉여금	51,533	52,965	53,858	54,649	55,921
비지배주주지분	4,378	5,745	5,483	5,856	6,194
자본총계	54,805	58,257	59,664	61,382	62,991
부채와자본총계	91,472	98,407	100,945	104,777	106,750

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업활동현금흐름	6,259	6,187	6,168	6,159	6,790
당기순이익(손실)	7,196	3,560	1,846	1,702	2,366
비현금성항목등	6,095	5,289	6,030	5,108	5,739
유형자산감가상각비	3,135	3,205	3,346	3,302	3,225
무형자산상각비	444	489	498	464	456
기타	2,516	1,595	2,185	1,342	2,058
운전자본감소(증가)	-7,071	-335	-1,087	-29	-3
매출채권및기타채권의감소(증가)	-1,565	547	-1,128	119	289
재고자산의감소(증가)	-6,050	-416	1,384	649	-819
매입채무및기타채무의증가(감소)	1,402	142	-119	-455	618
기타	-550	-5,101	-1,348	-1,045	-2,067
법인세납부	-589	-2,774	-727	-422	-755
투자활동현금흐름	-5,584	-4,220	-7,388	-5,783	-4,349
금융자산의감소(증가)	-1,709	2,191	469	1,468	446
유형자산의감소(증가)	-3,080	-4,927	-6,745	-5,386	-3,200
무형자산의감소(증가)	-422	-485	-452	-217	0
기타	-373	-999	-661	-1,648	-1,596
재무활동현금흐름	-769	1,319	-179	499	-920
단기금융부채의증가(감소)	-330	1,765	-2,524	488	504
장기금융부채의증가(감소)	358	148	3,133	626	-667
자본의증가(감소)	77	13	263	-7	0
배당금지급	-1,311	-1,218	-815	-841	-756
기타	437	613	-235	234	0
현금의 증가(감소)	20	3,278	-1,382	-42	1,370
기초현금	4,756	4,776	8,053	6,671	6,629
기말현금	4,776	8,053	6,671	6,629	7,999
FCF	3,180	1,260	-577	773	3,590

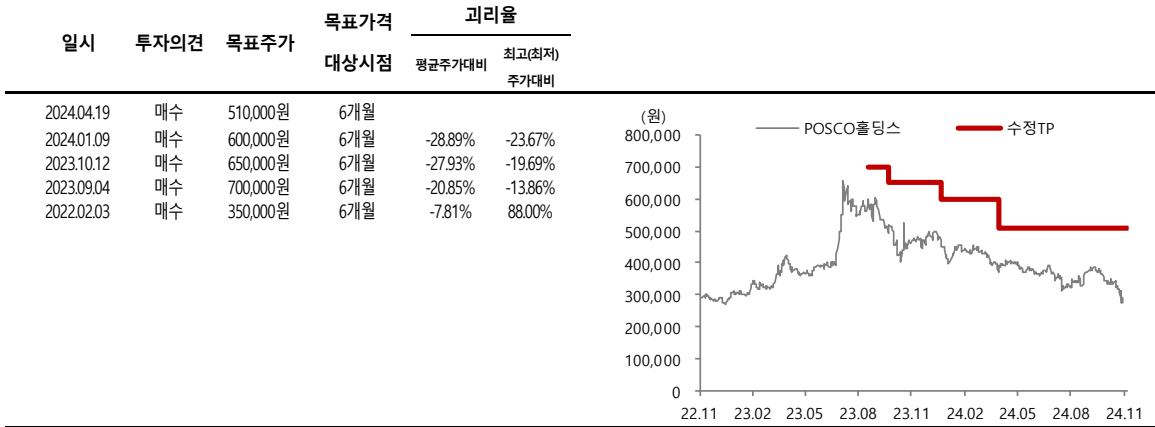
자료 : POSCO홀딩스, SK증권

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	76,332	84,750	77,127	73,671	76,046
매출원가	64,451	77,101	70,710	67,714	69,035
매출총이익	11,881	7,649	6,417	5,958	7,011
매출총이익률(%)	15.6	9.0	8.3	8.1	9.2
판매비와 관리비	2,643	2,799	2,885	3,034	3,133
영업이익	9,238	4,850	3,531	2,923	3,878
영업이익률(%)	12.1	5.7	4.6	4.0	5.1
비영업손익	178	-836	-896	-748	-757
순금융손익	-148	-360	-499	-513	-576
외환관련손익	-162	-487	-348	-941	-858
관계기업등 투자손익	650	676	270	267	280
세전계속사업이익	9,416	4,014	2,635	2,175	3,122
세전계속사업이익률(%)	12.3	4.7	3.4	3.0	4.1
계속사업법인세	2,220	454	789	473	755
계속사업이익	7,196	3,560	1,846	1,702	2,366
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	7,196	3,560	1,846	1,702	2,366
순이익률(%)	9.4	4.2	2.4	2.3	3.1
지배주주	6,617	3,144	1,698	1,528	2,028
지배주주귀속 순이익률(%)	8.7	3.7	2.2	2.1	2.7
비지배주주	579	416	148	174	338
총포괄이익	8,013	3,794	2,331	2,458	2,366
지배주주	7,385	3,381	2,132	2,181	2,172
비지배주주	629	414	199	277	195
EBITDA	12,818	8,544	7,376	6,689	7,559

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	32.1	11.0	-9.0	-4.5	3.2
영업이익	284.4	-47.5	-27.2	-17.2	32.7
세전계속사업이익	365.0	-57.4	-34.4	-17.5	43.5
EBITDA	112.7	-33.3	-13.7	-9.3	13.0
EPS	313.0	-51.0	-46.0	-7.9	35.5
수익성 (%)					
ROA	8.4	3.8	1.9	1.7	2.2
ROE	14.0	6.1	3.2	2.8	3.6
EBITDA마진	16.8	10.1	9.6	9.1	9.9
안정성 (%)					
유동비율	221.1	205.5	211.4	201.2	198.5
부채비율	66.9	68.9	69.2	70.7	69.5
순차입금/자기자본	7.4	10.4	14.9	18.5	16.3
EBITDA/이자비용(배)	29.1	14.1	7.4	6.3	7.0
배당성향	19.4	28.9	44.7	49.6	37.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	75,897	37,177	20,079	18,496	25,060
BPS	607,152	643,297	662,997	694,900	725,139
CFPS	116,952	80,851	65,539	64,078	70,541
주당 현금배당금	17,000	12,000	10,000	10,000	10,000
Valuation지표 (배)					
PER	3.6	7.4	24.9	15.7	11.6
PBR	0.5	0.4	0.8	0.4	0.4
PCR	2.3	3.4	7.6	4.5	4.1
EV/EBITDA	2.5	4.1	7.7	7.2	6.3
배당수익률	6.2	4.3	2.0	2.7	2.7



Compliance Notice

작성자(이규익)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 11월 20일 기준)

매수	96.95%	중립	3.05%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

4) 세아베스틸지주

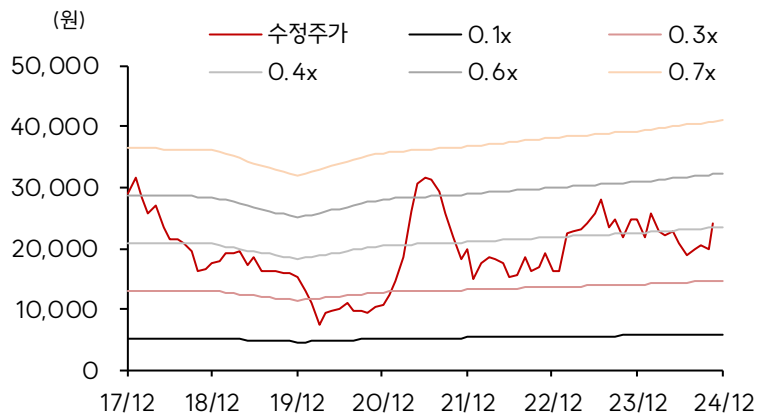
투자의견: 매수(유지)

T.P: 28,000 원(유지)

Upside: 17.4%

- 동사의 4분기 연결 실적은 매출액 9,125억원(+2.8% YoY, +2,960% QoQ), 영업이익 355억원(+5.5% YoY, +42.7% QoQ) 전망. 비수기 효과 제거되며 세아베스틸 판매량 소폭 증가할 것으로 예상. 3분기 반영되었던 재고평가손실 45억원도 제거되며 전분기 대비 증익 가능할 것
- 동사의 25년 연결 실적은 매출액 3.9조원(+6% YoY), 영업이익 1,793억원(+22.6% YoY) 예상. 중국 철강 업황 개선으로 인한 판매량 증가와 판가 인상 기대. 25년부터는 사우디 STS 강관 매출도 실적에 기여할 것
- 트럼프 당선 이후 우주/항공 관련주들 부각 받으며 동사의 주가도 저점 대비 20% 가량 상승. 동사는 미국 텍사스에 우주/항공 기업 향 특수합금 소재 공장을 26년에 준공할 예정. 26년부터 유의미한 실적 기여 기대
- 다만 아직 실적 기여까지 시간이 남았기 때문에 해당 사항으로 목표주가를 인상하기엔 이르다고 판단. 투자의견 매수와 목표주가 28,000 원 유지

세아베스틸지주 PBR 밴드 차트



자료: FNGUIDE, SK 증권

세아베스틸주 실적 추정 테이블

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	953	970	883	912	963	997	959	1,003	4,084	3,719	3,921
세아베스틸	550	552	474	520	547	543	531	547	2,311	2,096	2,167
특수강	518	519	443	486	513	513	499	511	2,198	1,967	2,037
대형 단조	28	26	28	32	31	27	29	33	102	113	119
세아창원특수강	354	387	365	364	386	425	398	427	1,609	1,470	1,636
세아항공방산소재	26	25	26	28	30	30	29	29	86	106	118
영업이익	21	65	25	36	42	52	37	48	197	146	179
영업이익률	2.2%	6.7%	2.8%	3.9%	4.4%	5.2%	3.8%	4.8%	4.8%	3.9%	4.6%
순이익	16	47	11	25	34	37	25	36	128	99	132

자료: SK 증권

세아베스틸주 판매량 추정 테이블

(단위: 천 톤)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
판매량	533	534	470	495	539	541	538	545	2,114	2,033	2,163
세아베스틸	408	402	352	373	391	390	389	393	1,594	1,535	1,563
특수강	367	362	313	339	358	357	354	360	1,454	1,380	1,428
대형 단조	9	7	7	8	8	7	7	8	33	30	30
세아창원특수강	115	124	110	112	138	141	140	143	479	461	562
세아항공방산소재	2	2	2	2	2	2	2	2	7	7	7

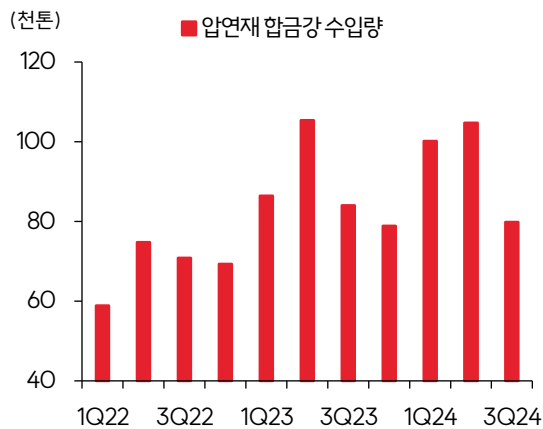
자료: SK 증권

세아베스틸 실적추정 변경표

구분	변경전		변경후		변경율 (%)	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	3,801	4,124	3,719	3,921	-2.2	-4.9
영업이익	169	184	146	179	-13.6	-2.7
순이익	108	114	99	132	-8.3	15.8
OPM (%)	4.4	4.5	3.9	4.6		
NPM	2.8	2.8	2.6	3.4		

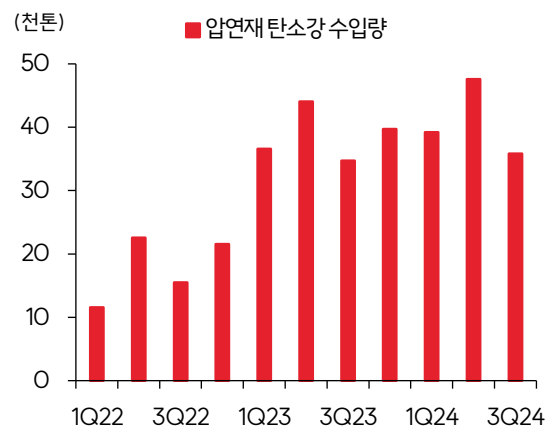
자료: SK 증권 추정

압연재 합금강 수입량 추이



자료: 한국무역협회, SK 증권

압연재 탄소강 수입량 추이



자료: 한국무역협회, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	1,636	1,809	1,664	1,894	2,182
현금및현금성자산	65	137	97	287	529
매출채권 및 기타채권	442	529	434	520	562
재고자산	1,088	1,120	1,105	1,042	1,046
비유동자산	1,890	2,009	2,001	2,010	1,838
장기금융자산	59	119	86	76	79
유형자산	1,681	1,692	1,652	1,613	1,417
무형자산	27	25	51	63	61
자산총계	3,526	3,818	3,665	3,904	4,021
유동부채	911	1,026	749	1,132	1,162
단기금융부채	305	423	283	573	596
매입채무 및 기타채무	486	424	303	519	525
단기충당부채	2	1	1	1	2
비유동부채	709	821	877	666	663
장기금융부채	494	580	635	429	429
장기매입채무 및 기타채무	7	5	7	7	7
장기충당부채	32	66	80	81	72
부채총계	1,620	1,847	1,626	1,798	1,825
지배주주지분	1,818	1,886	1,955	2,016	2,104
자본금	219	219	219	219	219
자본잉여금	309	306	306	439	439
기타자본구성요소	127	139	139	-0	-0
자기주식	-13	0	0	0	0
이익잉여금	1,162	1,219	1,290	1,350	1,439
비지배주주지분	88	86	84	91	91
자본총계	1,906	1,972	2,039	2,106	2,195
부채외자본총계	3,526	3,818	3,665	3,904	4,021

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업활동현금흐름	83	33	230	271	317
당기순이익(손실)	184	88	126	99	132
비현금성항목등	180	209	233	165	293
유형자산감가상각비	112	107	103	105	226
무형자산상각비	3	3	2	2	2
기타	65	99	127	58	65
운전자본감소(증가)	-268	-213	-54	78	-42
매출채권및기타채권의감소(증가)	-124	-148	40	-80	-42
재고자산의감소(증가)	-354	-17	-3	78	-4
매입채무및기타채무의증가(감소)	141	-60	-121	66	6
기타	-12	-81	-120	-117	-107
법인세납부	0	-29	-45	-46	-42
투자활동현금흐름	95	-97	-146	-120	-63
금융자산의감소(증가)	-3	-1	-5	-8	-7
유형자산의감소(증가)	-58	-85	-93	-54	-30
무형자산의감소(증가)	-2	-0	-24	-14	0
기타	158	-11	-23	-44	-26
재무활동현금흐름	-191	136	-123	35	-20
단기금융부채의증가(감소)	-79	47	-228	-72	23
장기금융부채의증가(감소)	-29	145	146	144	0
자본의증가(감소)	0	-3	-0	134	0
배당금지급	-3	-49	-38	-37	-43
기타	-81	-4	-4	-134	0
현금의 증가(감소)	-11	72	-40	190	242
기초현금	76	65	137	97	287
기말현금	65	137	97	287	529
FCF	25	-52	137	217	287

자료 : 세아베스틸주주, SK증권

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	3,651	4,386	4,083	3,719	3,921
매출원가	3,257	4,041	3,677	3,371	3,538
매출총이익	394	346	406	348	384
매출총이익률(%)	108	79	99	93	98
판매비와 관리비	155	218	209	202	204
영업이익	238	128	197	145	179
영업이익률(%)	65	29	48	39	46
비영업손익	-6	-12	-41	-17	-5
순금융손익	-16	-23	-28	-27	-23
외환관련손익	-11	-9	-4	-5	0
관계기업등 투자손익	4	5	-7	-2	0
세전계속사업이익	233	116	155	128	174
세전계속사업이익률(%)	64	26	38	34	44
계속사업법인세	49	27	29	29	42
계속사업이익	184	88	126	99	132
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	184	88	126	99	132
순이익률(%)	50	20	31	27	34
지배주주	186	91	128	99	132
지배주주귀속 순이익률(%)	51	21	31	27	34
비지배주주	-2	-3	-2	0	0
총포괄이익	194	104	106	105	132
지배주주	197	107	108	104	131
비지배주주	-2	-2	-2	0	1
EBITDA	353	238	302	252	407

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	44.0	20.1	-6.9	-8.9	5.4
영업이익	흑전	-46.4	53.8	-26.1	23.4
세전계속사업이익	흑전	-50.3	34.3	-17.4	35.6
EBITDA	98.5	-32.6	26.8	-16.5	61.5
EPS	흑전	-51.1	41.0	-22.8	33.0
수익성 (%)					
ROA	5.4	2.4	3.4	2.6	3.3
ROE	10.8	4.9	6.7	5.0	6.4
EBITDA마진	9.7	5.4	7.4	6.8	10.4
안정성 (%)					
유동비율	179.6	176.4	222.1	167.4	187.8
부채비율	85.0	93.7	79.7	85.4	83.2
순차입금/자기자본	36.8	43.3	39.5	32.4	21.2
EBITDA/이자비용(배)	20.2	9.1	9.2	7.5	12.1
배당성향	26.2	42.4	30.0	43.5	32.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,183	2,537	3,576	2,761	3,672
BPS	51,053	52,580	54,525	56,202	58,674
CFPS	8,389	5,611	6,513	5,743	10,029
주당 현금배당금	1,500	1,200	1,200	1,200	1,200
Valuation지표 (배)					
PER	3.8	6.4	6.9	8.7	6.5
PBR	0.4	0.3	0.5	0.4	0.4
PCR	2.4	2.9	3.8	4.2	2.4
EV/EBITDA	4.3	6.4	5.9	6.3	3.4
배당수익률	7.5	7.4	4.8	5.2	5.2



Compliance Notice

작성자(이규익)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024 년 11 월 20 일 기준)

매수	96.95%	중립	3.05%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

5) 동국제강

투자 의견: 매수(유지)

T.P: 16,000 원(유지)

Upside: 90.3%

- ▶ 동사의 4 분기 실적은 매출액 8,537 억원(-16.2% YoY, -3.9% QoQ), 영업이익 222억원(-76.6% YoY, -39.2% QoQ), 판매량 90.7만 톤(-15.8% YoY, +5.5% QoQ) 전망. 비수기 효과 제거되며 판매량은 전분기 대비 개선될 것으로 예상되지만, 전기료 인상 및 환율 상승으로 인한 슬라브 수입 가격 상승 등 실적 훼손 요인도 공존
- ▶ 동사의 25년 실적은 3.6조원(+0% YoY), 영업이익 1,502 억원(+9.9% YoY)을 전망한다. 24년 대비 판매량 소폭 개선될 것으로 예상되며, 판가도 24년 대비 소폭 상승을 가정
- ▶ 아직 국내 업황의 개선을 기대하긴 힘든 상황이지만 경쟁사 H 형강 공장 폐쇄, 후판 반덤핑 관세 조사 등 동사의 상황이 개선될 여지는 존재
- ▶ 최근 철강 업황 부진으로 주가 하락. 작년과 같은 DPS 유지한다면 연간 배당수익률은 8%에 육박하여 배당 매력도 높음
- ▶ 투자 의견 매수와 목표주가 16,000 원 유지

동국제강 실적 추정 테이블(분할 전 열연 사업 부문 포함)

(단위: 십억원, 천톤)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	927	940	839	854	875	938	847	901	4,698	3,560	3,561
봉형강	684	733	654	660	676	729	651	697	3,646	2,731	2,753
후판	230	194	184	180	185	195	181	190	1,027	788	751
기타	13	14	14	14	14	14	14	15	48	54	57
영업이익	53	40	21	22	32	40	32	46	475	137	150
영업이익률	5.7%	4.3%	2.6%	2.6%	3.7%	4.3%	3.8%	5.1%	10.1%	3.8%	4.2%
세전이익	38	30	12	13	23	31	23	37	190	93	115
당기순이익	29	23	10	10	17	24	18	28	142	71	87
판매량(천톤)	902	961	860	907	920	962	876	914	4,277	3,630	3,672
봉형강	693	781	676	721	731	767	693	726	3,424	2,871	2,917
후판	209	180	184	186	189	195	183	188	853	759	755

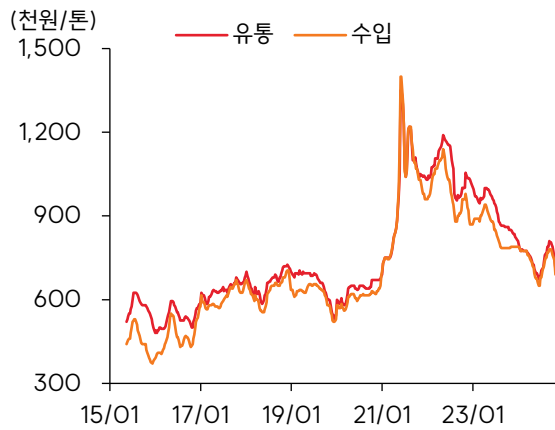
자료: SK 증권

동국제강 실적추정 변경표

구분	변경전		변경후		변경율 (%)	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	3,807	3,966	3,560	3,561	-6.5	-10.2
영업이익	169	248	137	150	-19.1	-39.4
순이익	96	166	71	87	-25.6	-47.6
OPM (%)	4.4	6.3	3.8	4.2		
NPM	2.5	4.2	2.0	2.4		

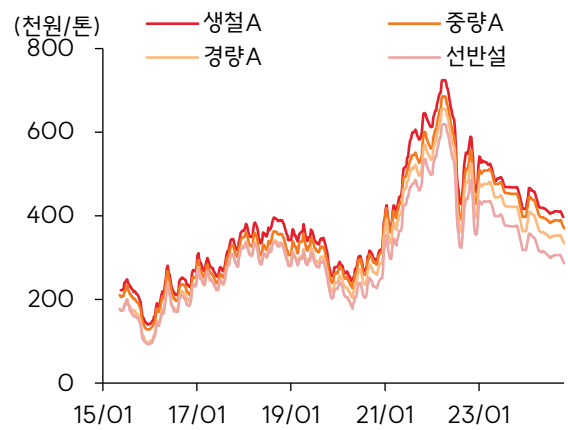
자료: SK 증권 추정

국내 철근 유통 및 수입 가격 추이



자료: 스틸데일리, SK 증권

철스크랩 가격 추이



자료: 스틸데일리, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산			1,461	1,287	1,319
현금및현금성자산			435	378	337
매출채권 및 기타채권			413	393	425
재고자산			599	510	552
비유동자산			2,070	1,970	1,830
장기금융자산			4	4	4
유형자산			1,970	1,871	1,733
무형자산			34	36	34
자산총계			3,532	3,257	3,150
유동부채			1,532	1,271	1,146
단기금융부채			984	813	719
매입채무 및 기타채무			379	372	343
단기충당부채			38	38	33
비유동부채			279	242	223
장기금융부채			104	74	71
장기매입채무 및 기타채무			0	0	0
장기충당부채			0	0	0
부채총계			1,810	1,514	1,369
지배주주지분			1,721	1,743	1,781
자본금			248	248	248
자본잉여금			1,053	853	853
기타자본구성요소			-1	-1	-1
자기주식			-1	-1	-1
이익잉여금			135	356	394
비지배주주지분			0	0	0
자본총계			1,721	1,743	1,781
부채와자본총계			3,532	3,257	3,150

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업활동현금흐름			348	227	85
당기순이익(손실)			142	71	87
비현금성항목등			191	213	184
유형자산감가상각비			78	130	114
무형자산상각비			1	2	2
기타			112	80	68
운전자본감소(증가)			50	-8	-122
매출채권및기타채권의감소(증가)			79	22	-32
재고자산의감소(증가)			72	83	-42
매입채무및기타채무의증가(감소)			-68	-53	-29
기타			-35	-56	-91
법인세납부			-1	-6	-28
투자활동현금흐름			-69	-48	-8
금융자산의감소(증가)			0	4	-0
유형자산의감소(증가)			-68	-53	-4
무형자산의감소(증가)			-0	-4	0
기타			-1	4	-4
재무활동현금흐름			-89	-255	-146
단기금융부채의증가(감소)			0	-51	-93
장기금융부채의증가(감소)			-89	-154	-3
자본의증가(감소)			1,301	-200	0
배당금지급			0	-50	-50
기타			-1,302	200	-0
현금의 증가(감소)			191	-56	-42
기초현금			244	435	378
기말현금			435	378	337
FCF			281	174	81

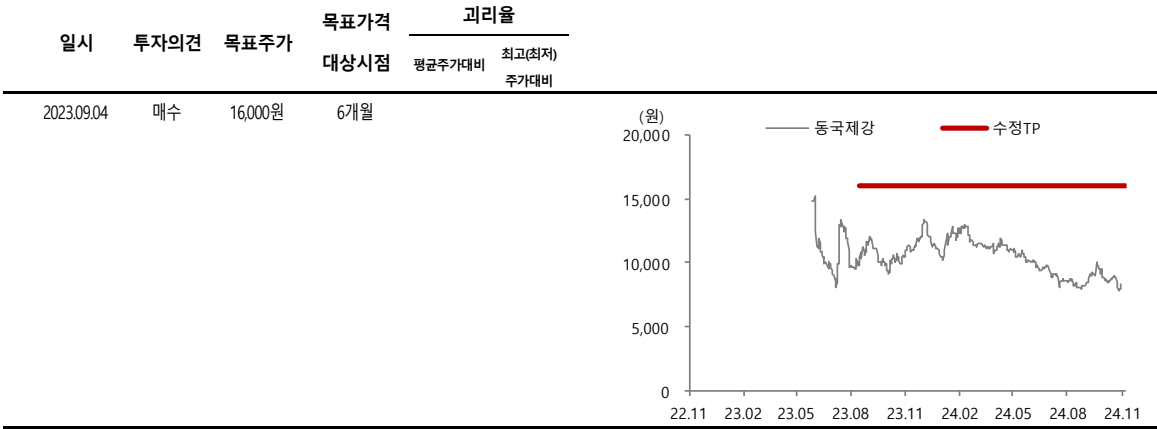
자료 : 동국제강, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액			2,632	3,560	3,561
매출원가			2,228	3,190	3,178
매출총이익			404	370	383
매출총이익률(%)			15.4	10.4	10.8
판매비와 관리비			169	233	233
영업이익			235	137	150
영업이익률(%)			8.9	3.8	4.2
비영업손익			-28	-44	-36
순금융손익			-31	-42	-36
외환관련손익			5	-4	0
관계기업등 투자손익			0	0	0
세전계속사업이익			208	93	115
세전계속사업이익률(%)			7.9	2.6	3.2
계속사업법인세			48	22	28
계속사업이익			142	71	87
중단사업이익			0	0	0
*법인세효과			0	0	0
당기순이익			142	71	87
순이익률(%)			5.4	2.0	2.4
지배주주			142	71	87
지배주주귀속 순이익률(%)			5.4	2.0	2.4
비지배주주			0	0	0
총포괄이익			130	71	87
지배주주			130	71	87
비지배주주			0	0	0
EBITDA			314	269	266

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액			N/A	35.2	0.0
영업이익			N/A	-42.0	9.9
세전계속사업이익			N/A	-55.2	23.2
EBITDA			N/A	-14.4	-1.0
EPS			N/A	-49.7	21.7
수익성 (%)					
ROA			4.0	2.1	2.7
ROE			8.3	4.1	4.9
EBITDA마진			11.9	7.6	7.5
안정성 (%)					
유동비율			95.4	101.2	115.1
부채비율			105.2	86.8	76.9
순차입금/자기자본			37.8	29.0	25.3
EBITDA/이자비용(배)			8.6	5.2	6.0
배당성향			24.4	69.3	62.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)			2,866	1,441	1,753
BPS			34,717	35,158	35,912
CFPS			4,455	4,110	4,092
주당 현금배당금			700	1,000	1,100
Valuation지표 (배)					
PER			4.2	5.8	4.7
PBR			0.3	0.2	0.2
PCR			2.7	2.0	2.0
EV/EBITDA			4.0	3.4	3.3
배당수익률			5.8	11.9	13.1



Compliance Notice

작성자(이규익)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024 년 11 월 20 일 기준)

매수	96.95%	중립	3.05%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

6) 세아제강

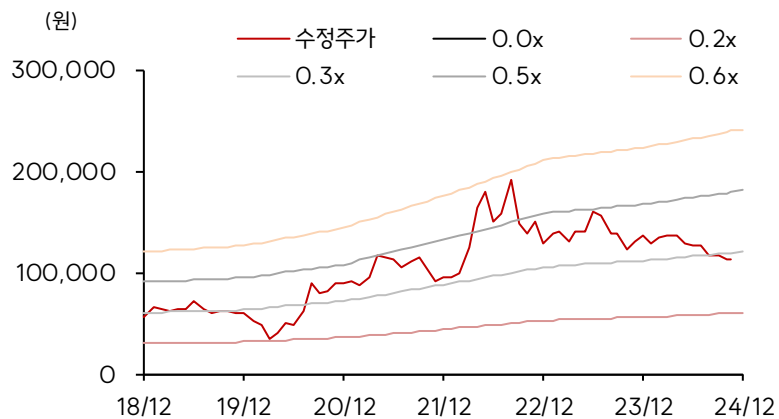
투자의견: 매수(유지)

T.P: 180,000 원(유지)

Upside: 55.4%

- > 동사의 4분기 실적은 매출액 4,342억원(-0.7% YoY, +18.1% QoQ), 영업이익 242억원(-45.6% YoY, +116.7% QoQ), 판매량 23.7만 톤(-3% YoY, +11.5% QoQ)을 전망. 3분기 비수기 효과 제거로 판매량 소폭 증가할 것으로 예상되며 판가도 소폭 개선을 기대
- > 25년 동사의 실적은 매출액 1.8조원(+5.8% YoY), 영업이익 1,418억원(+37.7% YoY)을 전망. 북미 유정관 재고 조정 어느정도 마무리되며 24년 10월 초부터 유정관 가격 반등. 트럼프 취임 이후 에너지 생산 확대에 따른 유정관 수요 증가 그리고 유정관 가격 상승 예상
- > 작년과 같은 배당 수준 8천원 유지한다면 배당수익률 7%를 상회할 것으로 예상. 현재 주가 수준에서 배당 수익률도 매력적

세아제강 PBR 밴드 차트



자료: FNGUIDE, SK 증권

세아제강 실적 추정 테이블

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	456	440	368	434	463	458	414	460	1,861	1,697	1,796
매출원가	400	386	335	388	407	398	359	398	1,543	1,509	1,561
판매비	24	17	22	22	22	23	23	24	86	85	93
영업이익	32	36	11	24	34	38	32	38	232	103	142
영업이익률	7.0%	8.2%	3.0%	5.6%	7.2%	8.2%	7.8%	8.3%	12.5%	6.1%	7.9%
세전이익	34	38	7	24	34	38	32	36	243	102	141
당기순이익	27	29	6	18	26	29	24	27	189	80	107

매출액											
YoY	-7.0%	-13.8%	-13.2%	-0.7%	1.6%	4.3%	12.7%	5.9%	3.3%	-8.8%	5.8%
QoQ	4.2%	-3.6%	-16.3%	18.1%	6.7%	-1.0%	-9.6%	10.9%			
영업이익											
YoY	-59.5%	-47.2%	-72.7%	-45.6%	5.7%	4.7%	190.9%	58.2%	7.8%	-55.6%	37.7%
QoQ	-28.5%	13.2%	-69.0%	116.7%	39.0%	12.1%	-13.9%	17.9%			

자료: SK 증권

세아제강 실적추정 변경표

구분	변경전		변경후		변경율 (%)	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	1,744	1,868	1,697	1,796	-2.7	-3.9
영업이익	130	153	103	142	-20.8	-7.2
순이익	107	125	80	107	-25.2	-14.4
OPM (%)	7.5	8.2	6.1	7.9		
NPM	6.1	6.7	4.7	6.0		

자료: SK 증권 추정

세아제강 주가 및 북미 유정관 가격 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	681	837	840	734	773
현금및현금성자산	108	271	218	93	130
매출채권 및 기타채권	259	267	319	325	338
재고자산	242	279	287	285	274
비유동자산	547	628	696	776	774
장기금융자산	6	68	131	184	191
유형자산	519	546	535	559	552
무형자산	7	7	26	25	23
자산총계	1,228	1,465	1,536	1,509	1,547
유동부채	332	419	400	395	353
단기금융부채	150	126	155	166	141
매입채무 및 기타채무	139	182	178	199	186
단기충당부채	0	41	24	15	13
비유동부채	217	217	139	60	56
장기금융부채	146	165	82	1	1
장기매입채무 및 기타채무	3	3	3	3	3
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	549	636	539	455	408
지배주주지분	680	829	997	1,055	1,139
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	530	530	530	530	530
기타자본구성요소	-2	-2	-2	-2	-2
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
이익잉여금	138	287	455	513	597
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	680	829	997	1,055	1,139
부채외자본총계	1,228	1,465	1,536	1,509	1,547

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업활동현금흐름	22	216	111	93	118
당기순이익(손실)	91	159	189	80	107
비현금성항목등	83	126	71	51	71
유형자산감가상각비	27	27	29	27	27
무형자산상각비	1	1	2	3	3
기타	55	98	40	21	42
운전자본감소(증가)	-133	-22	-80	-7	-22
매출채권및기타채권의감소(증가)	-26	-8	-71	-3	-13
재고자산의감소(증가)	-74	-39	-4	1	11
매입채무및기타채무의증가(감소)	3	36	-6	7	-13
기타	-34	-93	-137	-60	-72
법인세납부	-15	-46	-68	-28	-34
투자활동현금흐름	-2	-40	-97	-116	-39
금융자산의감소(증가)	15	5	-46	-63	-7
유형자산의감소(증가)	-17	-45	-50	-43	-20
무형자산의감소(증가)	0	-0	0	-2	0
기타	1	0	-1	-7	-12
재무활동현금흐름	53	-13	-66	-91	-47
단기금융부채의증가(감소)	-18	9	12	-67	-25
장기금융부채의증가(감소)	78	-12	-62	-1	-0
자본의증가(감소)	0	0	0	-0	0
배당금지급	-7	-10	-17	-22	-22
기타	-0	-0	0	-0	0
현금의 증가(감소)	73	162	-52	-125	37
기초현금	35	108	271	218	93
기말현금	108	271	218	93	130
FCF	5	171	62	50	98

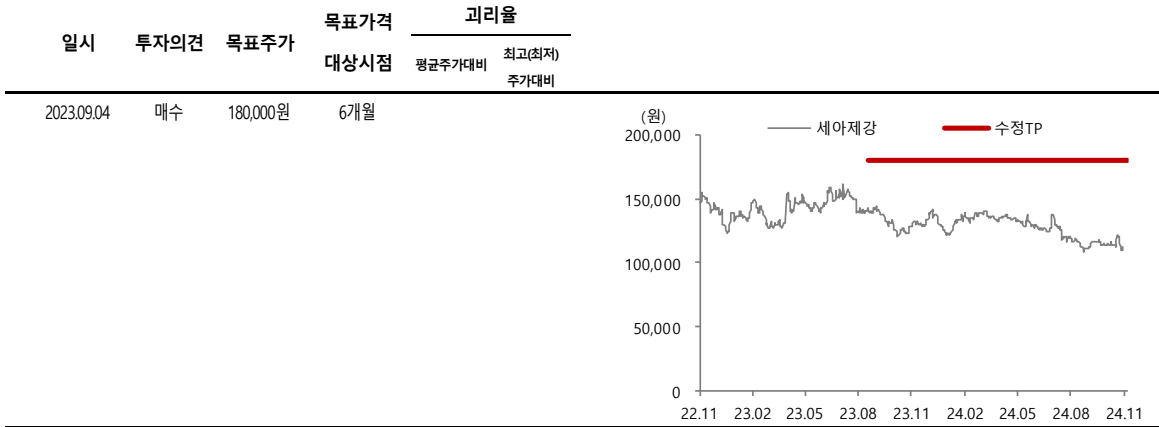
자료 : 세아제강, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,497	1,802	1,861	1,697	1,796
매출원가	1,291	1,470	1,543	1,509	1,561
매출총이익	206	332	317	188	234
매출총이익률(%)	13.8	18.4	17.1	11.1	13.1
판매비와 관리비	74	117	86	85	93
영업이익	132	215	232	103	142
영업이익률(%)	8.8	11.9	12.5	6.1	7.9
비영업손익	-2	-8	11	-1	-1
순금융손익	-4	-1	-1	-4	-4
외환관련손익	1	-6	-1	3	0
관계기업등 투자손익	-0	0	-0	0	0
세전계속사업이익	130	207	243	102	141
세전계속사업이익률(%)	8.7	11.5	13.0	6.0	7.8
계속사업법인세	33	52	54	22	34
계속사업이익	91	159	189	80	107
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	91	159	189	80	107
순이익률(%)	6.1	8.8	10.1	4.7	5.9
지배주주	91	159	189	80	107
지배주주귀속 순이익률(%)	6.1	8.8	10.1	4.7	5.9
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	91	159	185	80	107
지배주주	91	159	185	80	107
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	159	243	263	133	171

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	30.2	20.3	3.3	-8.8	5.8
영업이익	146.3	63.1	7.8	-55.6	37.7
세전계속사업이익	184.3	59.2	17.0	-57.9	37.8
EBITDA	95.8	52.5	8.1	-49.3	28.5
EPS	176.5	74.3	18.5	-57.5	32.9
수익성 (%)					
ROA	8.0	11.8	12.6	5.3	7.0
ROE	14.3	21.1	20.7	7.8	9.7
EBITDA마진	10.6	13.5	14.1	7.8	9.5
안정성 (%)					
유동비율	205.2	199.8	210.0	185.9	219.3
부채비율	80.7	76.7	54.0	43.1	35.8
순차입금/자기자본	17.1	0.4	0.5	5.3	-0.6
EBITDA/이자비용(배)	33.1	34.5	26.6	17.4	27.8
배당성향	10.7	10.5	11.9	27.9	21.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	32,223	56,163	66,578	28,320	37,630
BPS	240,485	293,162	352,482	372,760	402,493
CFPS	41,852	65,932	77,390	38,935	47,929
주당 현금배당금	3,500	6,000	8,000	8,000	8,000
Valuation지표 (배)					
PER	3.0	2.3	2.1	4.0	3.0
PBR	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
PCR	2.3	2.0	1.8	2.9	2.3
EV/EBITDA	2.4	1.5	1.5	2.8	1.8
배당수익률	3.7	4.6	5.8	7.3	7.3



Compliance Notice

작성자(이규익)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 11월 20일 기준)

매수	96.95%	중립	3.05%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------