



2017년 철강산업 전망

중국이 밀어주고,
미국이 끌어주고

2016. 11. 28

키움증권 

키움증권 리서치센터

철강

Analyst 박종국

02) 3787-5152

jkpark@kiwoom.com

Contents

- Part I **2016년 Review**
중국에 의한 바닥 탈출
- Part II **2017년 전망**
중국이 밀어주고, 미국이 끌어주고
- Part III **중국이 밀어주고**
철강 구조조정에 따른 Cost Push
- Part IV **미국이 끌어주고**
트럼프노믹스에 따른 철강재 가격 상승
- Part V **기업분석**
Top pick:POSCO



Summary

>>> 2017년 철강업종 투자의견 “비중확대(Overweight)” 유지

- 철강재 가격은 2014년 수준으로 회복 전망: 1)글로벌 철강 수요가 2017년 소폭 상승하는 점, 2)2016년 하반기 주요 원재료 가격이 상승하여 2017년 철강재 가격 상승 요인 있는 점, 3)중국 철강 구조조정이 가속화 되는 점, 4)미국의 대규모 인프라 투자에 따른 수요개선 기대가 있는 점
→ 상기의 이유로 철강재 가격의 회복세는 지속될 것으로 전망되며, 2015년 급락 전 수준인 \$500/톤 수준의 가격대를 전망

>>> 중국 구조조정의 지속적인 진행으로 철강재 가격 지지 할 전망

- 2016년에 이어 2017년에도 중국 철강산업은 인수합병 등 활발한 구조조정 전망
- 2017년 입법 가능성이 높은 환경보호세와 19차 당대회는 중국 철강산업 구조조정을 촉진할 가능성
- 중국의 철강산업 구조조정은 철강재 가격 지지 요인으로 작용 할 전망

>>> 미국의 트럼프노믹스는 철강재 가격 상승요인이 될 전망

- 보호무역주의 확대에 따른 영향은 제한적: 철강산업은 이미 수많은 수입규제를 받고 있어 추가적인 악화는 제한적
- 인프라 투자 확대에 따른 수혜 가능성: Q의 증가보다는 P의 상승이 클 것으로 판단
- 미국의 수요개선 강도에 따라 철강재 가격 상승 수준이 결정될 것으로 전망

>>> Top Pick

- POSCO: 2017년에도 POSCO

Part I | 2016년 Review

중국에 의한 바닥 탈출



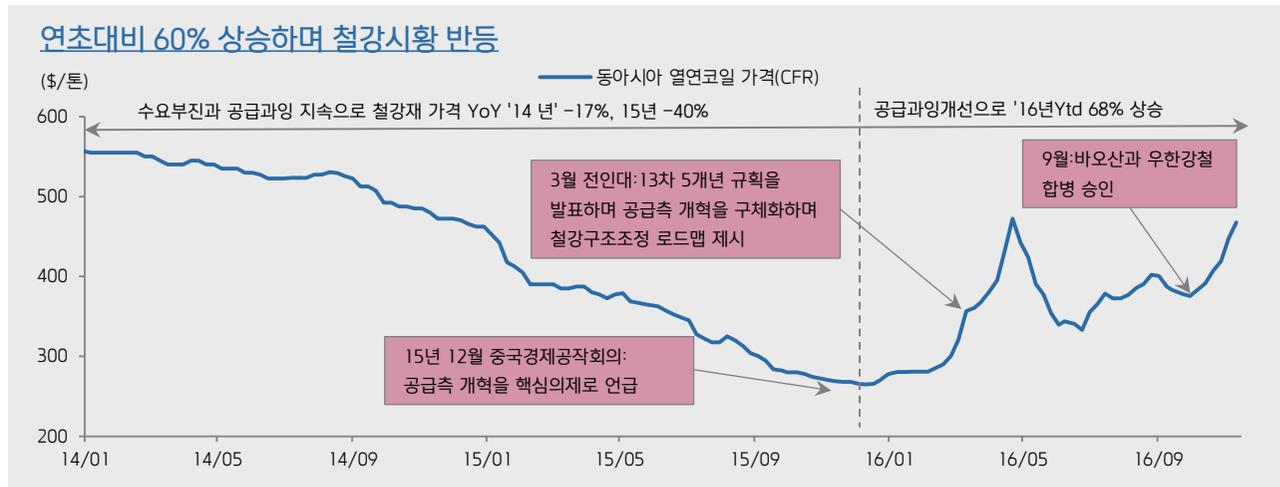
2016년 Review-1.업황:중국에 의한 철강시황 반등

◎ 중국 철강구조조정 이슈가 좌우했던 2016년 철강시황

- 2016년 철강 시황:상반기엔 중국 철강 구조조정 기대감이, 하반기엔 합병 등 실질적인 구조조정이 진행되며 철강시황 견인
- 2016년 상반기:3월 전인대(전국인민대표대회)에서 13차 5개년 계획을 발표하며 공급측 개혁을 강조, 철강산업 구조조정의 당위성과 향후 5년간 1~1.5억톤 감축이라는 목표 제시 → **철강 구조조정 기대감**
- 2016년 하반기: 9월 바오산과 우한강철 합병 승인으로 연간 CAPA 7,000만톤의 글로벌 2위 철강사 탄생+10월 말 2016년 CAPA 감축 목표 4,500만톤의 조기 달성 → **실질적인 철강 구조조정**

◎ 철강재 가격 저점을 높이며 바닥 탈출

- 2016년 지속적인 우상향: 2015년 12월을 저점 \$265/톤, 2016년 6월 \$333/톤, 2016년 9월 \$376/톤으로 저점을 높이며 철강재 가격은 지속적인 우상향 흐름 →2016년Ytd 68% 상승



자료: Bloomberg 주:주간기준

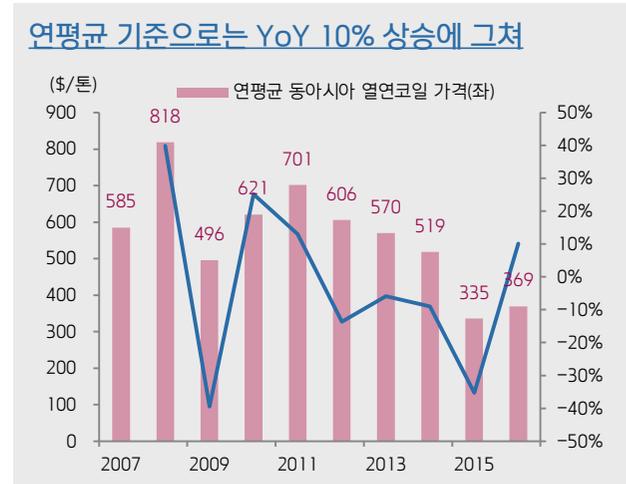
2016년 Review-2. 업황: 단발성 반등이 아닌 회복의 시작

◎ 2016년 가격 상승은 급등이 아닌 회복의 시작

- 철강재 가격은 연초대비 68% 상승하였으나,
 - 1) 절대적인 수준은 2016년 9월~11월 평균 \$405.7/톤으로 글로벌 금융위기 직후 최저점 수준
 - 2) 연평균 기준 철강재 가격은 2015년 YoY -35% 급락에 따른 기저효과로 2016년 상승률이 착시가 있을 뿐 2016년 철강재 가격은 YoY 10% 상승 수준
 - 3) 2016년 연평균 철강재 가격은 \$369/톤으로 2008년 고점대비 55% 하락한 수치
 - 4) 2011년 이후 2015년까지 4년 연속 하락 이후 첫 상승
 → 상기의 이유로 2016년 철강재 가격 상승은 정상 가격 수준으로의 회복의 시작



자료: Bloomberg 주:주간기준



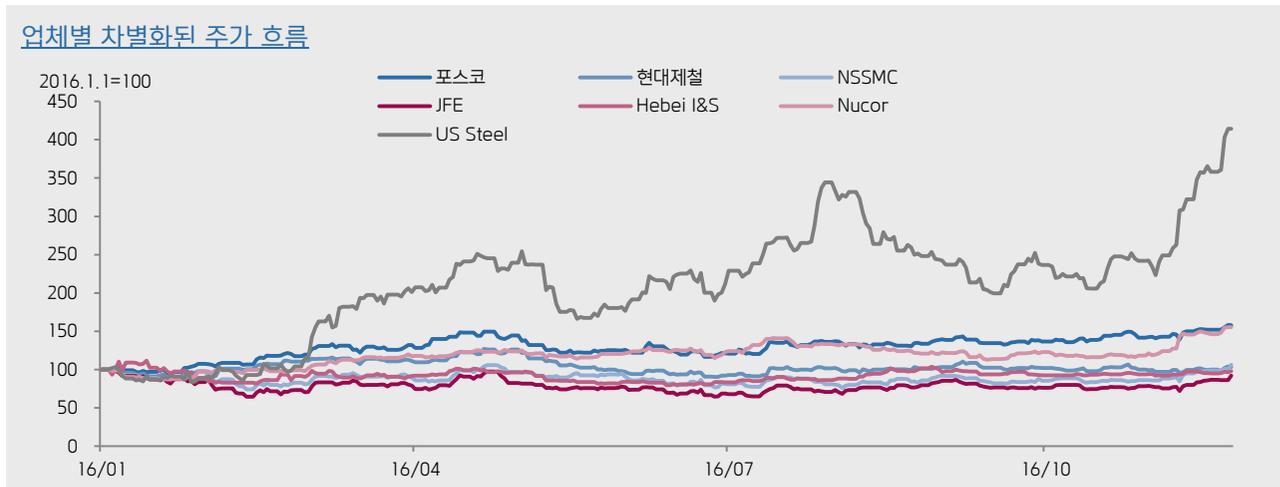
자료: Bloomberg

2016년 Review-3.주가:업체별 차별화

◎ 동일한 철강시황, 업체별 다른 주가 흐름

- 국내:POSCO 57.4%,현대제철 3.1%
- 해외-일본: NSSMC 6.2%,JFE -8.2%
- 해외-중국:바오산 11.6%, 허베이 -2.4%,
- 해외-미국:Nucor 55.1%, US Steel 314.3%

업체별 차별화된 주가 흐름



자료: Bloomberg 주:2016년 11월 24일기준

Part II 2017년 전망

중국이 밀어주고, 미국이 끌어주고



2017년 Preview-업황: 정상화의 원년

◎ 2017년은 철강시황 정상화의 원년

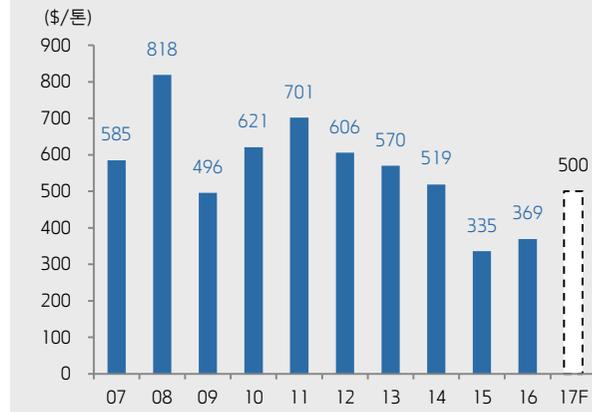
- 글로벌 철강재 수요는 2년 연속 증가세로: 2013년부터 증가율이 감소하여 2015년 역성장하였던 글로벌 철강수요는 2016년 0.2% 성장에 이어 2017년에도 소폭이지만 증가율을 확대하여 0.5% 상승 전망
- 철강재 가격은 2014년 수준으로 회복 전망:
 - 1)글로벌 철강 수요가 2017년 상승하는 점
 - 2)2016년 하반기 주요 원재료 가격이 상승한 점
 - 3)중국 철강 구조조정이 가속화 되는 점
 - 4)미국의 대규모 인프라 투자에 따른 수요개선 기대가 있는 점
 → 상기의 이유로 철강재 가격의 회복세는 지속될 것으로 전망되며, 2015년 급락 전 수준인 \$500/톤 수준의 가격대를 전망

글로벌 철강 수요 2년연속 증가세로 회복



자료: WSA, Bloomberg

철강재 가격 2014년 수준으로 회복 가능성



자료: Bloomberg 주:2016년은 11월 누적기준

Price:바닥을 다지며 저점을 높일 전망

◎ 중국 철강 구조조정 가속화로 가격 하락 방어

- 2016년에 이어 2017년에도 철강사 인수합병 등 중국 철강산업 구조조정은 지속될 전망
- 원료탄 등 원재료 가격 상승과 환경보호세 도입에 따른 원가 상승으로 철강재 가격 상승 가능성
- 중국 철강산업의 구조조정 진행과 철강원가 상승은 철강재 가격 지지요인으로 작용할 전망

◎ 미국의 트럼프노믹스로 가격 상승 견인

- 단기적으로 보호무역주의 강화에 따른 철강산업의 영향은 제한적일 전망
- 오히려, 반이민정책에 따른 실질임금 인상과 인프라투자 확대에 따른 수요개선 가능성으로 가격 상승 가능성
- 즉, 중국측의 공급조절로 가격이 지지되는 가운데 미국측의 수요개선 강도에 따라 철강재 가격 상승 강도가 결정될 전망

글로벌 철강가격은 점진적으로 상승할 전망



자료: Bloomberg

Quantity:소폭 회복

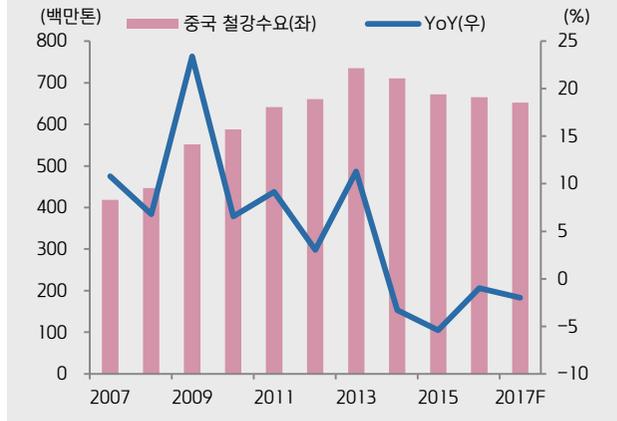
◎ 중국 수요 개선은 불투명

- 2017년 철강수요증가율 -2%: 2016년 -1%에 이어 2017년에도 중국 철강 수요는 6.5억톤 수준으로 역성장 할 전망
- 2013년 7.4억톤을 정점으로 수요는 지속적으로 줄고 있으나, 글로벌 금융위기 이후 중국의 평균 인당 철강소비량 480.2kg 감안시 중국의 철강수요는 6~7억톤 수준에서 안정화될 전망

◎ 미국의 수요개선은 기대되지만 파급효과는 미지수

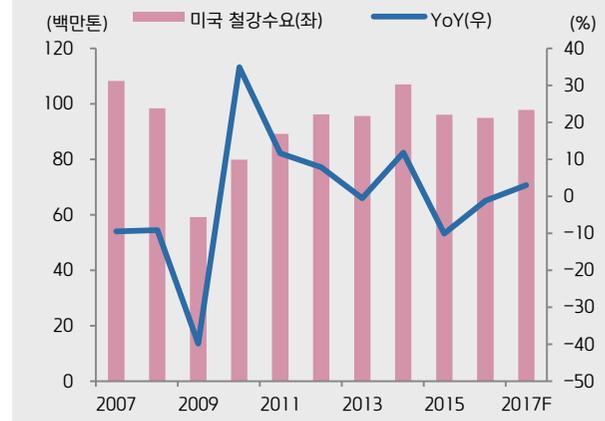
- 미국 수요 개선 기대: 2017년 철강재 수요는 98백만톤으로 YoY 3% 증가 할 전망
- 트럼프의 인프라 투자확대로 수요 개선 폭은 더욱 클 수도:5년간 1조 달러의 인프라 투자+자국철강산업 육성→수요개선이 이루어지더라도 미국기업에 한정 될 가능성도 있으나, 원자재 가격 상승 유발 할 수 있어, 철강 가격에 긍정적

2017년 중국 철강수요는 YoY -2% 전망



자료:WSA, 키움증권

2017년 미국 철강수요는 YoY 3% 전망



자료:WSA, 키움증권

Cost:철광석 건조한 흐름전망

◎ 상승중인 철광석 가격,2017년에도 건조한 흐름 전망

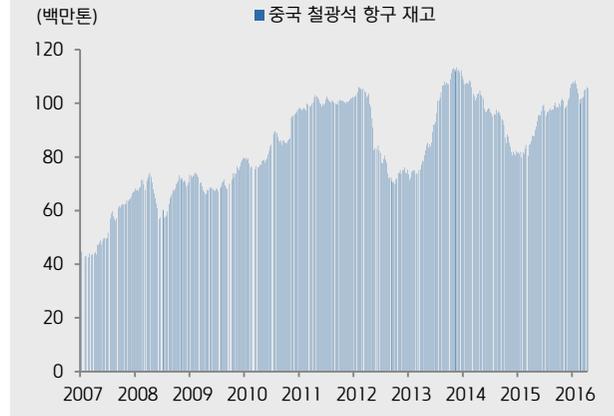
- 2016년 철광석 가격은 지속적인 우상향: 11월 기준 중국 철광석 수입 가격은 연초대비 64% 상승하며 2016년 연평균 \$55.5/톤을 기록 2015년 \$55.5/톤을 회복
- 급등의 배경에는 1)철강재 가격 회복 2)투기적 세력의 유입이 복합적으로 작용하였는데, 최근 10월 이후 약 30% 급등한 것은 투기적 세력의 유입과 더불어 트럼프 당선으로 인프라 투자 확대 기대감이 작용한 것으로 판단
- 2017년: 변동성이 확대 될 것으로 보이는데, 연평균 기준으로는 톤당 \$60 수준에서 움직일 것으로 전망
- 배경에는 1)미국 인프라 투자 확대 진행, 2)철강재 가격 상승 등 상승 요인도 있지만, 3)역사적 고점 수준인 중국 철광석 항구 재고 4)불투명한 중국과 미국의 환율 향방 등 하락 요인도 혼재 되어 있는 상황

2016년 평균 철광석 가격은 2015년 수준 회복



자료:Bloomberg

중국 항구 철광석 재고는 1억톤으로 높은 수준



자료:CEIC

Cost:연료탄 안정화 될 듯

◎ 폭등한 연료탄 가격,2017년에는 안정화 전망

- 예상 못했던 2016년 연료탄 가격 폭등: 11월 기준 제철용 원료탄(동호주 항구,FOB 기준)가격은 연초대비 305% 폭등하며, 2016년 연평균 \$124.8/톤으로 2015년 \$87.2/톤 대비 43% 상승
- 폭등의 배경에는 1)철강재 가격 회복 2)투기적 세력의 유입 3)중국의 석탄 구조조정(2016년 석탄 생산량 2.5억톤 감축, 탄광 1600개 폐쇄 진행 중,2020년까지 10억톤 감축 목표) 4)호주와 중국의 홍수에 따른 수급 차질 등이 복합적으로 작용
- 2017년 전망: 2016년과 같은 급등세는 제한적일 것으로 전망하며, 점진적으로 안정화 될 것으로 판단
- 배경에는 1)2016년 연료탄 가격의 급등이 수요개선에 따른 것이 아닌 공급차질에 기인한 것으로, 2)실제로 연료탄 가격 급등 시기였던 2016년 하반기 중국의 조강생산량은 평년수준이었고3) 중국정부가 연료탄 가격 급등으로 4월부터 줄였던 석탄 생산일수를 11월에 다시 276일에서 333일로 확대하였으며, 4) 투기세력에 대한 지속적인 모니터링을 강화 하고 있는 점 등으로 2016년과 같은 석탄 가격 급등은 제한적일 전망

연료탄 가격:급등에 급등



자료:Bloomberg

연료탄 급등시기에도 조강생산량은 평년수준



자료:Bloomberg

Part III 중국이 밀어주고

철강 구조조정에 따른 Cost push



2016년의 화두: 공급측 개혁(구조조정)

◎ New Normal시대로의 진입과 공급측 개혁

- New Normal(신창타이), 중속성장, 그리고 공급측 개혁: 중속성장으로 대표되는 New Normal시대에 접어들면서 중국 정부(시진핑)는 과거 양적 패러다임의 한계를 인지 → 전 분야의 혁신 강조 → 혁신은 결국 전 산업분야의 효율성 제고 → 중국의 산업 효율성을 저해하는 과잉산업에 대한 구조조정이 혁신의 타겟 → 공급측 개혁

◎ 공급측 개혁 5대 정책과제 & 5대 경제개혁분야

- 5대 정책과제: 과잉설비 해소, 기업원가 절감, 부동산재고해소, 금융리스크 최소화, 유효공급 확대
- 5대 경제개혁분야: 국유기업 개혁, 재정세제 개혁, 금융체계 개혁, 은행체계 개혁, 의료/위생 체계 개혁
- 결국 핵심은 국유기업이 대부분을 차지하는 철강 등 과잉산업에 대한 구조조정

“공급측 개혁” 5대 정책과제

| 5 대정책과제 | 세부내용 |
|-----------|--|
| 과잉생산설비 해소 | - 기업합병 및 구조조정을 통한 과잉생산 해소 - 재정세무 지원 폭 확대, 불량자산의 처리, 실업자 재취업 및 사회보장제도 원비 추진 |
| 기업원가 절감 | - 신속한 파산, 청산 심사 진행 - 기업 재무비용, 전기요금 등 가격개혁을 통한 기업원가 절감 - 유통체제 개혁 추진과 물류비용 절감 |
| 부동산 재고 해소 | - 불합리한 세금감면, 제조업 증치세율 인하 방안 모색 - 부동산업의 합병과 재편을 통한 구조조정 가속화 - 공공 임대주택의 적용대상 확대 - 농민공의 시민화를 통한 효과적인 부동산 수요 확대 |
| 금융리스크 최소화 | - 감독관리 강화 통한 융자방식 규범화, 전문적인 금융리스크 관리를 통한 불법자금 모금 억제 - 리스크 모니터링 강화 |
| 유효공급 확대 | - 기업의 기술 및 설비 개선 지원, 기업의 채무부담 감소 - 빈곤퇴치를 위한 지속적인 정책적, 재정적 지원확대 |

자료: 언론기사, 키움증권

“공급측 개혁” 5대 경제개혁분야

| 5대 경제개혁분야 | 세부내용 |
|-------------|---|
| 국유기업 개혁 | - 국유자본 투자 및 국유기업 운영체계 재정비 - 독점업종 개혁 가속화 |
| 재정세제 개혁 | - 중앙과 지방의 권한과 지출책임 명확히 확정 - 지방세 체계를 개선하여 지방정부 재정능력 제고 - 기업 감세 정책 추진 |
| 금융체계 개혁 | - 건실한 금융제도 구축 - 효과적인 금융시장 감독 실시 |
| 은행체계 개혁 | - 금융감독체제 개혁방안 연구 및 수립 - 국유상업은행 개혁 단행 |
| 의료/위생 체계 개혁 | - 녹색금융 발전 - 의료보험 지원을 통한 난치병 의료비 해결 - 양로보험제도 개혁 추진 |

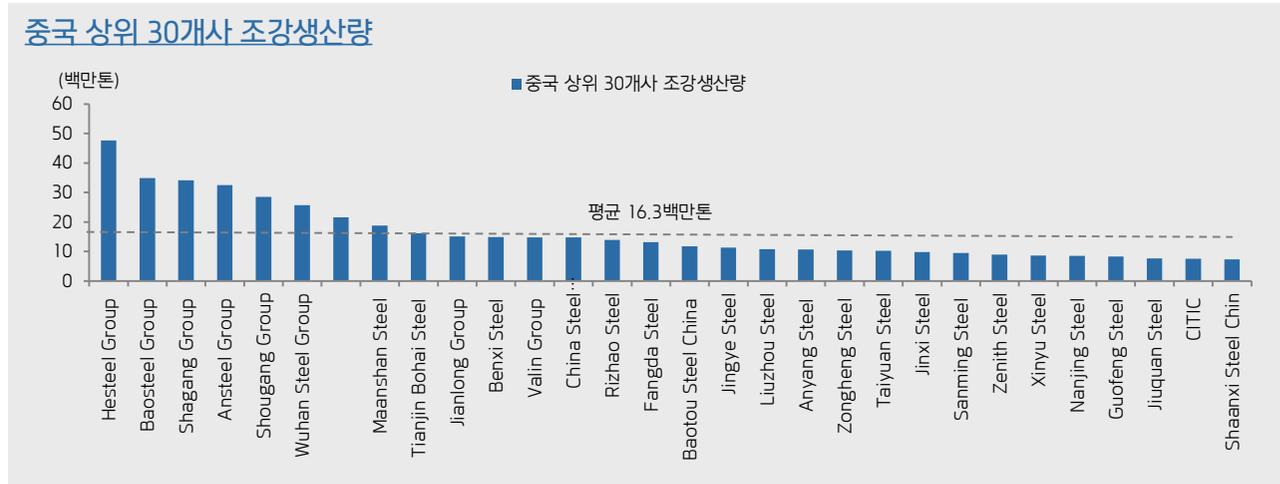
자료: 언론기사, 키움증권

2017년에도 중국 철강산업 구조조정 진행 전망

◎ 목표대로 진행중인 중국 철강구조조정

- 목표대로 진행되었던 2016년 구조조정: 2016년 9월 중국 국무원의 “철강산업 합병 및 좀비기업 처리에 관한 지도의견”에 따르면 2025년까지 60~70%의 생산량을 10여개 대기업 그룹에 집중→ 연간 생산량 8,000만톤 이상 3~4개, 4,000만톤 이상 6~8개 최종 목표
- 중국 철강 구조조정의 첫 일환으로 바오강-우한 강철 합병 최종 승인 및 2016년 CAPA 감축 목표 4,500만톤 10월 조기 달성
- 2017년에도 지속적으로 구조조정 진행 전망: 중국 상위 30개사 조강생산량 합산 2015년 기준 488.5백만톤, 평균 생산량 16.3백만톤 + 중국 목표 연간 생산량 8,000만톤 이상 3~4개(240~320백만톤), 4,000만톤 이상 6~8개 (240~320백만톤) 감안시 중국 대다수의 철강회사들이 결국 구조조정 대상→향후 지속적인 인수합병이 진행될 것으로 판단

중국 상위 30개사 조강생산량



자료: WSA, 주: 2015년 기준

환경 이슈도 철강산업 구조조정 가속화

◎ 지속적으로 강력해지는 환경보호법

- 지속적으로 강화되는 환경보호법: 2015년 1월 1일 신환경보호법 시행→4월 수질오염예방관리행동계획 발표 → 8월 대기오염방지법 개정 → 2017년 3월 전후 환경보호세 입법 예정
- 과세형태로 강화되는 환경규제: 2006년부터 매년 환경보호세가 양회에서 의제로 다루어졌으나 번번히 무산 → 2016년 9월 제12대 전인대에서 "중화인민공화국 환경보호세법"이 최초로 심의, 교부됨에 따라 2017년 입법 가능성 큼
- 환경보호세로 변화되는 점: 1)과세대상 물질 총 8개로 확대 2)감독기관이 환경보호부에서 세무당국으로 변경

◎ 환경보호세 도입에 따른 영향

- 기업들의 원가 상승 불가피할 전망: 중국 정부에 따르면 2003년~2015년 오염물배출비 누적 징수금액은 36조원, 500만 사업자 해당+2015년에만 177만 사업체 환경 점검 실시, 2만여 공장폐쇄, 벌금 5천만위안 징수 → 기업들의 세금 부담 증가에 따른 원가 상승 불가피→철강재 가격 상승 유발
- 중소형 철강사들의 원가 상승 부담으로 구조조정 가속화

환경보호세 도입되면

| | 환경보호세법 도입전 | 환경보호세법 도입후 |
|------|---------------|-------------|
| 대상 | 수질오염물 배출 상위3개 | 수질오염물 배출 8개 |
| 감독기관 | 환경보호부 | 세무당국 |

자료: KOTRA

환경보호세는 원가 상승 요인

| 세목 | 세금납부 기준 |
|---------|---------------------------------|
| 대기오염 | 1.2위안/당량(當量) |
| 수질오염 | 1.4위안/당량(當量) |
| 고체 오염물질 | 버력 5위안/톤 |
| | 미광 15위안/톤 |
| | 위험폐기물 100위안/톤 |
| 소음 | 분말 연탄재, 고로슬래그, 기타 고체 폐기물 25위안/톤 |
| | 기준 초과 분량 1-3데시벨 350위안/월 |
| | 기준 초과 분량 4-6데시벨 700위안/월 |
| | 기준 초과 분량 7-9데시벨 1,400위안/월 |
| | 기준 초과 분량 10-12데시벨 2,800위안/월 |
| | 기준 초과 분량 13-15데시벨 5,600위안/월 |
| | 기준 초과 분량 16데시벨 11,200위안/월 |

자료: KOTRA

정치 이슈도 구조조정 가속화

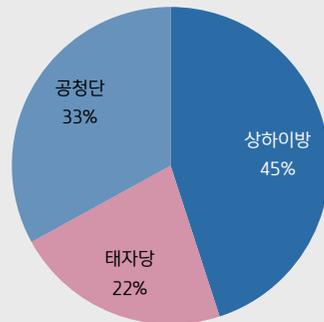
◎ 2017년 가을 19차 당대회로 시진핑 집권 2기 시작

- 칠상팔하(七上八下, 67세는 남고 68세 이상은 떠난다):7인의 상무위원 중 시진핑과 리커창 제외 모두 교체 가능성
- 지방권력부터 시진핑 세력으로 교체중:시진핑 집권이후 중국 전국 31개의 성중 24개 성의 성장이 시진핑 측근들로 교체
- 공산당 핵심부서에는 시진핑 측근 포진:실제로 중앙기율위 부서기,公安部 부부장, 국가안전위원회 부주임, 중앙조직부 상무부 부장, 중앙선전부 상무부 부장

◎ 시진핑의 강력한 힘→시코노믹스 탄력(공급측 개혁)→구조조정 추진력 ↑

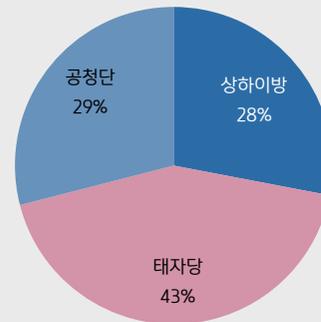
- 집권 2기 시진핑의 권력을 더욱 강화될 가능성:시진핑의 권력이 강화될 수록 시진핑이 추진하는 공급측 개혁은 더욱 탄력 받을 가능성

17기(2007~2012)상무위원회 구성



자료: 국무원

18기(2012~2017)상무위원회 구성



자료: 국무원

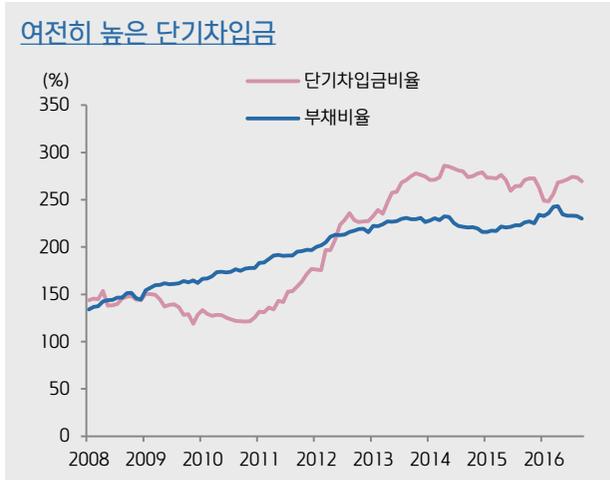
여전히 우려스러운 중국 철강사들 재무 상황

◎ 여전히 우려스러운 재무상황

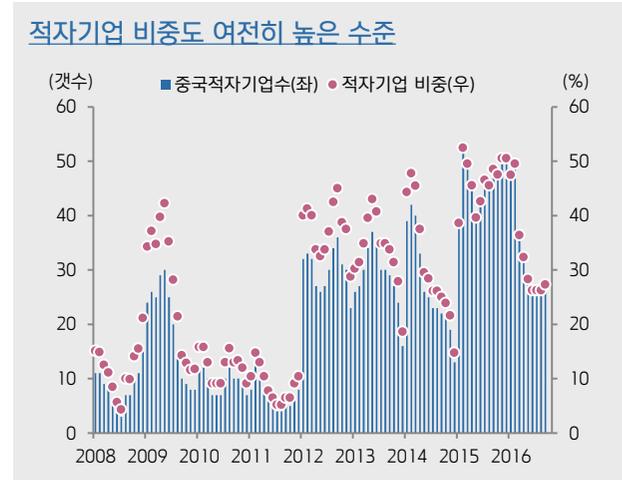
- 부채비율 증가: 글로벌 금융위기 직후인 2008년 연평균 144%→2015년 연평균 223% →2016년 9월 현재 230%
- 부채도 단기차입금에 치중:단기차입금비율(단기차입금/장기차입금) 2008년 평균 144%에서 → 2016년 9월 현재 269%
- 2016년 철강업황이 2015년보다는 회복되긴 하였지만, 여전히 중국 철강사들의 차입금, 그 중 단기차입금은 우려스러운 수준 → 중국 정부의 정책 변경에 따라 언제든지 유동성 위기에 처 할 수 있는환경

◎ 적자기업 소폭 감소하긴 하였으나 여전히 높은 수준

- 적자기업 비중: 2016년 9월 기준 적자기업비중은 평균 33.3%로 2015년 46.5%보다 개선되었지만, 2010년~2014년 평균 24.8% 대비 여전히 높은 상황



자료: CEIC



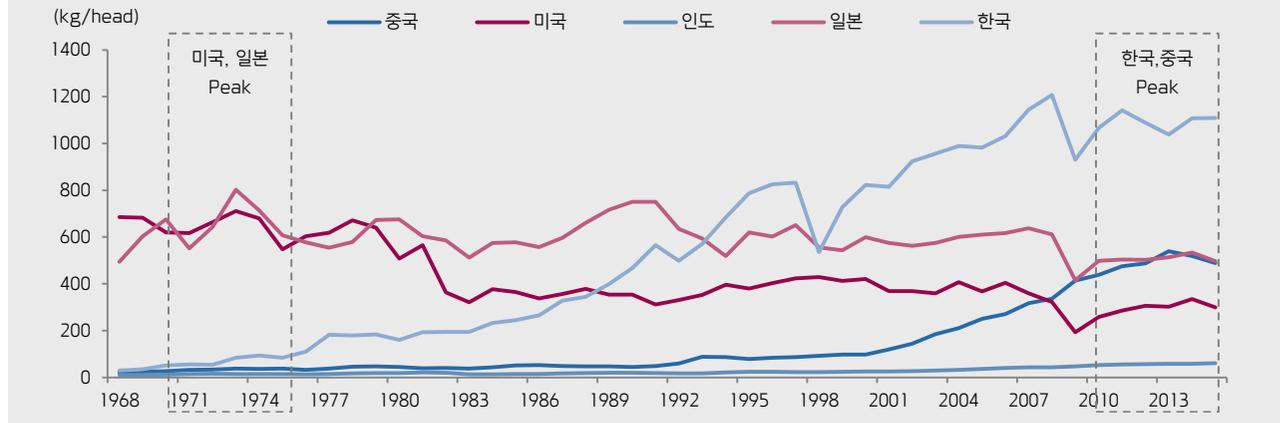
자료: CEIC

중국 철강산업은 정점을 지난 것으로 판단

◎ 중국 철강산업은 Peak를 지난 것으로 판단

- 중국 철강산업은 2013년이 Peak: 2013년 중국의 인당철강소비량은 539.5kg으로 정점을 찍은 후 2014년 519.0kg, 2015년 488.6kg 2016년(예상) 480.2kg으로 3년 연속 하락
- 미국과 일본 등 1970년대 초 철강산업 Peak 후 서서히 감소한 인당 철강소비량+글로벌 저성장의 고착화+2차산업 중심에서 3차산업 중심으로 성장전략을 바꾼 중국→중국의 인당철강소비량 증가는 제한적 →중국철강산업 회복에는 철강산업 구조조정이 불가피

1970년대 초 미국과 일본의 철강산업 peak에 이어 한국과 중국도 2013년 전후로 Peak일 것으로 판단



자료:WSA

Part IV 미국이 끌어주고

트럼프노믹스에 따른

철강재 가격 상승



트럼프노믹스란 무엇인가?

◎ 트럼프노믹스란 무엇인가?

- 트럼프노믹스:재정적으로는 5년간 1조달러의 인프라 투자, 레이건의 감세정책 모방+통화 금융 측면에서는 규제 완화+통상 측면에서는 미국우선주의를 근간으로 TPP철회 등 FTA 재협상, 중국 45% 관세 부과+ 산업측면에서는 이민 정책에 근거한 강력한 이민 통제
- 후보자 시절과 당선 이후 미묘한 스탠스 변화:당선 전 완전폐기를 공약했던 오바마케어에 대해서 일부 조항은 유지한다고 밝혔으며, 멕시코 장벽 설치나 불법 이민자 추방 관련해서도 수정 시사

◎ 정책의 수정은 있어도 핵심은 불변

- 정책의 수정은 있어도 핵심은 불변: 트럼프노믹스의 근간은 미국우선주의에 따른 신고립주의와 이민 정책→적극적인 감세와 인프라 투자를 통한 재정지출 확대+보호무역주의 핵심은 불변

트럼프노믹스란?

| | |
|-------|---|
| | 5년간 1조달러 인프라 투자 |
| 재정 | 오바마케어 폐지:건강보험 상품 경쟁시켜 의료보험 단가 개선 레이건의 감세정책 모방 |
| 통화/금융 | 금융 규제강화법인 도트-프랭크법 폐지 옐런 의장 교체와 연준의 의회 감사 |
| 통상 | TPP철회,NAFTA 등 기존 FTA 재협상 중국 45%, 멕시코 35% 관세부과 환율 조작 강경대응:중국 환율 조작국 선포 |
| 산업 | 규제 완화 등을 통해 미국 화석연료 산업 재기 유도 파리기후 협약 폐기 강력한 이민 통제:멕시코와의 국경에 장벽/울타리 설치 |

자료: 언론기사, 키움증권

당선 전후로 수정된 트럼프 공약

| 공약 | 당선 전 | 당선 후 |
|-----------|-----------|---------------------|
| 오바마케어 | 완전폐기 | 2개 조항 유지 검토 |
| 멕시코장벽 | 신속한 추진 | 비용 문제등 측근들 견해 차이 |
| 불법 이민자 추방 | 1,100만 추방 | 범죄 관련자 200~300만명 추방 |
| 무슬림 입국 | 전면금지 | 의견 발표 유보 |

자료: 언론기사, 키움증권

보호무역주의 강화

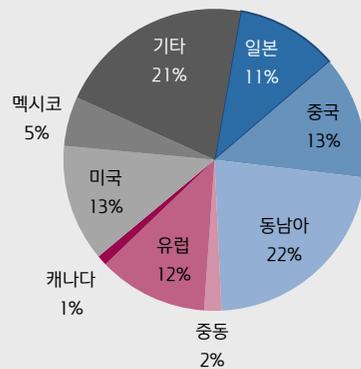
◎ 트럼프 당선에 따른 보호무역주의 강화

- 보호무역주의 강화 :트럼프가 당선되며, 자국 산업 보호를 위한 보호무역주의 강화 불가피
- 모든 중국산 수입품에 45% 과세,자유무역협정 전면 재검토 등 수출장벽 높아질 것으로 예상됨에 따라 자동차,가전, IT 등 주요 전방산업의 수출 차질 우려

◎ 실적에 미치는 영향은 제한적일 전망

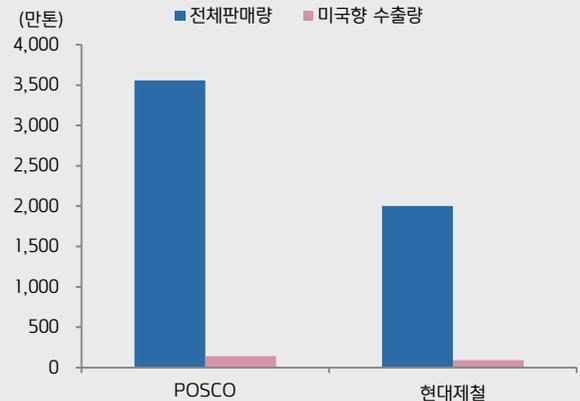
- 단기적: 1)전체 철강 수출 중 미국향 비중은 13%로 크지 않으며, 2)이미 냉연, 열연 등 대부분 품목에서 반덤핑 관세 부과된 상황, 3)POSCO, 현대제철 등 전체 판매량 중 미국 수출 비중은 5% 내외→단기적으로 실적에 미치는 영향은 제한적
- 중장기적:보호무역주의 강화로 전방산업의 수출 차질 현실화 →전반적인 철강재 수요 감소우려 →수요처가 다변화된 POSCO보다 모회사에 의존도가 높은 현대제철 피해 우려

철강재 수출량 중 미국향 비중은 13%



자료: 한국철강협회 주:2015년 연간 기준

POSCO, 현대제철 모두 미국향 비중은 5% 내외



자료: 각사 주:2015년 연간 기준

보호무역주의 강화에 지나친 우려는 지양

◎ 자국 보호무역주의는 이미 전세계에 존재

- 전세계는 이미 수많은 규제로 자국 산업 보호 중: 우리나라는 현재 글로벌 26개 국에서 반덤핑 108건,상계조치 8 건,세이프가드 49건 등 165건의 수입규제 대상
- 따라서, 보호무역주의 강화는 더 이상 새로운 상황은 아님

이미 전세계는 수입규제 중

| 국 가 | | 반덤핑(AD) | 반덤핑/상계조치 (AD/CVD) | 상계조치 (CVD) | 세이프가드 (SG) | 총계 |
|---------------|----------|----------|----------------------|---------------|---------------|----------|
| 북미 (2개국) | 캐나다 | 6 | 2 (2) | 0 | 0 | 8 (2) |
| | 미국 | 10 | 6 (2) | 0 | 0 | 16 (2) |
| 중남미 (5개국) | 아르헨티나 | 3 (1) | 0 | 0 | 0 | 3 (1) |
| | 브라질 | 11 (3) | 0 | 0 | 0 | 11 (3) |
| | 콜롬비아 | 1 | 0 | 0 | 4 (4) | 5 (4) |
| | 코스타리카 | 0 | 0 | 0 | 1 (1) | 1 (1) |
| | 멕시코 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 아시아 (10개국) | 중국 | 17 | 0 | 0 | 0 | 17 |
| | 인도 | 21 (6) | 0 | 0 | 8 (3) | 29 (9) |
| | 인도네시아 | 5 (2) | 0 | 0 | 7 (3) | 12 (5) |
| | 키르기스스탄 | 0 | 0 | 0 | 1 (1) | 1 (1) |
| | 말레이시아 | 4 (2) | 0 | 0 | 1 (1) | 5 (3) |
| | 파키스탄 | 5 | 0 | 0 | 0 | 5 |
| | 필리핀 | 0 | 0 | 0 | 3 (2) | 3 (2) |
| | 대만 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| | 태국 | 4 | 0 | 0 | 3 (1) | 7 (1) |
| | 베트남 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| 아프리카 (2개국) | 이집트 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| | 남아프리카공화국 | 1 | 0 | 0 | 1 | 2 |
| 유럽 (3개국) | 유럽연합 | 4 (1) | 0 | 0 | 0 | 4 (1) |
| | 러시아 | 0 | 0 | 0 | 4 (1) | 4 (1) |
| | 우크라이나 | 1 | 0 | 0 | 3 | 4 |
| 대양주 (1개국) | 오스트레일리아 | 9 (3) | 0 | 0 | 0 | 9 (3) |
| 중동 (3개국) | 이스라엘 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| | 요르단 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| | 터키 | 4 | 0 | 0 | 9 (1) | 13 (1) |
| 총계 (26개국) | | 108 (18) | 8 (4) | 0 | 49 (18) | 165 (40) |

자료: 한국무역협회 주·괄호는 조사중인 수치

이미 철강 무역에 수많은 규제 존재

◎ 규제의 대부분은 철강산업에 집중

- 이미 철강산업은 수 많은 규제가 집중되어 있는 상황: 전체 165건의 수입규제 중 철강산업이 차지하는 비중은 39%
- 즉, 철강산업은 이미 수많은 수입규제로 보호무역주의가 상당히 진척된 상태→철강산업에 추가적인 규제는 제한적이고, 추가적인 규제가 취해져도 현재의 상황과 다르지 않음

규제의 대부분은 철강산업에 집중

| 국 가 | | 철강/금속 | 전기전자 | 화학공업 | 섬유류 | 기타 | 총계 |
|------------------|----------|----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|
| 북미 (2개국) | 캐나다 | 7 (2) | 1 | 0 | 0 | 0 | 8 (2) |
| | 미국 | 12 (2) | 2 | 1 | 1 | 0 | 16 (2) |
| 중남미 (5개국) | 아르헨티나 | 1 | 1 (1) | 1 | 0 | 0 | 3 (1) |
| | 브라질 | 3 | 0 | 4 (1) | 1 | 3 (2) | 11 (3) |
| | 콜롬비아 | 2 (2) | 0 | 1 | 2 (2) | 0 | 5 (4) |
| | 코스타리카 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 (1) | 1 (1) |
| | 멕시코 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 |
| 아시아 (10개국) | 중국 | 0 | 1 | 14 | 1 | 1 | 17 |
| | 인도 | 5 (2) | 2 (2) | 20 (5) | 2 | 0 | 29 (9) |
| | 인도네시아 | 8 (2) | 0 | 0 | 3 (2) | 1 (1) | 12 (5) |
| | 키르기스스탄 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 (1) | 1 (1) |
| | 말레이시아 | 5 (3) | 0 | 0 | 0 | 0 | 5 (3) |
| | 파키스탄 | 0 | 0 | 4 | 1 | 0 | 5 |
| | 필리핀 | 1 (1) | 0 | 0 | 0 | 2 (1) | 3 (2) |
| | 대만 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| | 태국 | 6 (1) | 0 | 0 | 0 | 1 | 7 (1) |
| | 베트남 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| 아프리카 (2개국) | 이집트 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 |
| | 남아프리카공화국 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 | 2 |
| 유럽 (3개국) | 유럽연합 | 3 (1) | 0 | 1 | 0 | 0 | 4 (1) |
| | 러시아 | 1 (1) | 0 | 0 | 0 | 3 | 4 (1) |
| | 우크라이나 | 1 | 0 | 0 | 1 | 2 | 4 |
| 대양주 (1개국) | 오스트레일리아 | 6 (2) | 0 | 1 | 0 | 2 (1) | 9 (3) |
| 중동 (3개국) | 이스라엘 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| | 요르단 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| | 터키 | 1 | 1 | 2 | 4 | 5 (1) | 13 (1) |
| 총계 (26개국) | | 64 (19) | 8 (3) | 50 (6) | 18 (4) | 25 (8) | 165 (40) |

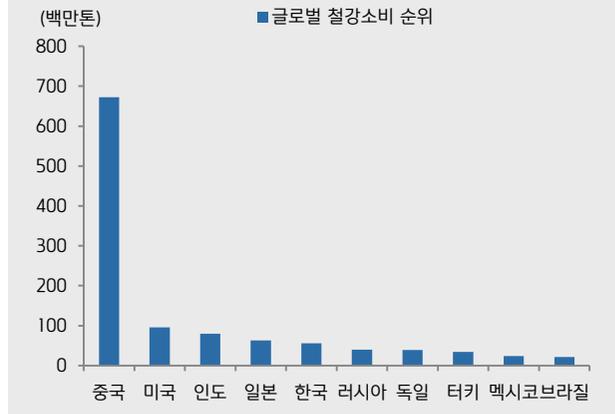
자료: 한국무역협회 주:괄호는 조사종인 수치

트럼프의 인프라투자 확대에 따른 Q의 영향

◎ 트럼프 인프라 투자 확대 영향은?

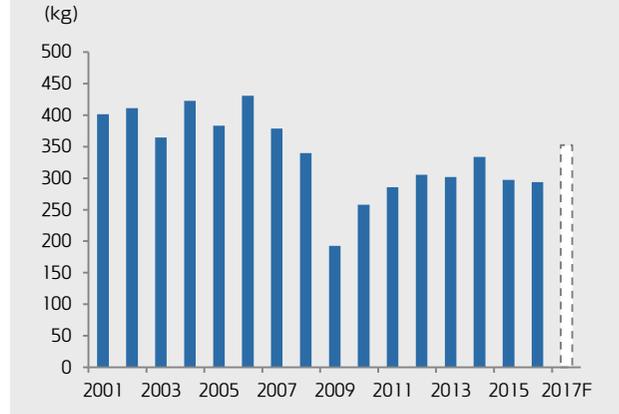
- 미국 철강재 수요가 글로벌 No.2이긴 하지만: 2015년 연간 미국의 철강재 수요량은 95.7백만톤으로 글로벌 비중 6.4%로 글로벌 철강 수요 No.1인 중국의 672.3백만톤(글로벌 비중 44.8%)와는 큰 격차
- 2000년 이래 미국의 인당 철강수요가 가장 많았던 시기는 2000년 초중반:현재와 같은 미국 대통령과 상하원 모두가 공화당이었던 2003~2006년에도 대규모 감세 정책과 재정지출 확대로 미국 제조업 자본지출지수와 고정자산투자 개선
- 2002~2006년 인당 철강소비량 400kg
- 대규모 인프라 투자확대로 미국의 인당 철강수요가 400kg으로 급증하여도 글로벌 철강재 수요 증가는 3% 내외→Q의 증가는 제한적이고 선택적일 가능성이 큼

국가별 철강 소비량:중국과 나머지



자료: WSA 주:2015년 연간기준

미국 소비량이 급증하여도 글로벌 영향은 제한적

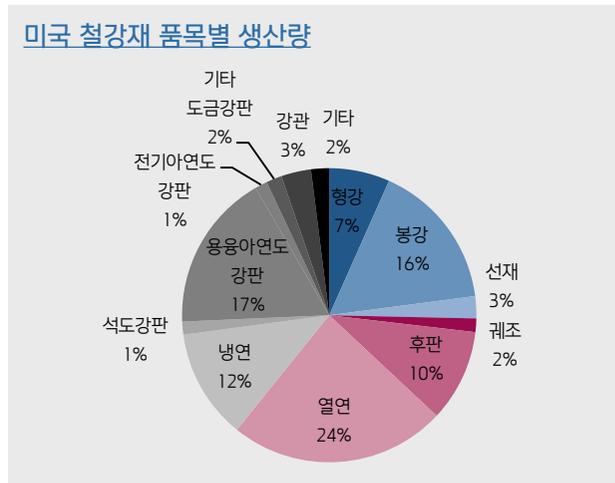


자료: WSA 주:인당철강소비량

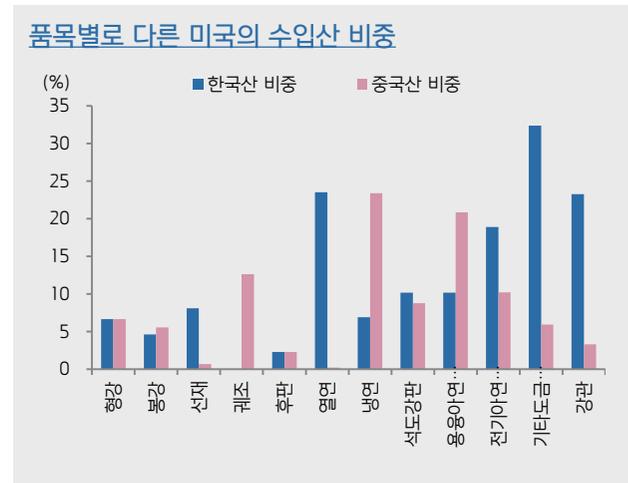
품목별로 수혜는 차별화 될 전망

◎ 미국의 철강재 출하 품목에 따라 차별화 될 전망

- 열연,용융아연도 강판 생산 비중이 높음: 2015년 연간 기준 미국의 철강재 출하량을 분석해보면, 총 철강재 생산량 7,851만톤 중 열연 1,870만톤, 용융아연도강판 1,361만톤, 봉강 1,276만톤 순→미국의 철강재 생산 비중이 높은 품목일수록 자국기업 보호 경향이 클 가능성
- 한국의 미국향 철강재 수출 품목 비중:강관 166만톤(34.3%), 열연 94만톤(19.5%) 비중이 큼 →강관의 경우 미국의 생산량이 낮아 수입의존도가 크나, 열연의 경우 미국의 주요 생산 품목 →강관 수요 증가시 국내 업체 수혜 가능
- 중국의 미국향 철강재 수출 품목 비중:용융아연도강판 70만톤(29.4%), 냉연 68만톤(28.5%) 수출이 대부분 →중국과 미국의 무역분쟁 가능성이 점증하는 상황에서 중국산 수입비중이 큰 품목의 경우 규제 가능성이 더 클 가능성
- 즉, 미국 생산량 비중이 낮고, 중국산 비중이 낮은 강관의 경우 미국 수요 증가시 수출 증대 가능성



자료: 한국철강협회 주:2015년 연간 기준



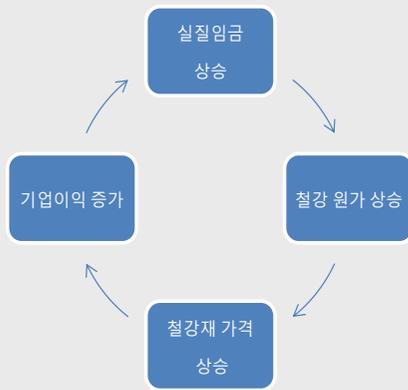
자료: 한국철강협회 주:2015년 연간기준

트럼프의 인프라투자 확대에 따른 P의 영향

◎ 트럼프 인프라 투자 확대 영향은?

- 반이민 정책의 시행: 트럼프의 경제정책의 핵심이자 미 대선의 당락을 좌우했던 러스트벨트에서의 승리 원동력이었던 반이민 정책의 시행은 불가피할 전망 →실질임금의 상승 → 철강재 원가 상승 →철강재 가격 상승
- 보호무역주의 강화에 따른 추가적인 관세 가능성:자국 산업 보호를 위해 관세 부과 가능성 →미국내 수입철강재 가격 상승 →미국 철강재 가격 상승 →글로벌 철강재 가격 상승 요인
- 미국 철강시장에서 저가 중국산 철강재 퇴출로 가격 하방압력은 약화 될 전망 →철강재 가격 상승

임금의 상승이 철강재 가격 상승으로



자료: 키움증권

상승하는 미국 철강재가격



자료:Bloomberg

Part V 기업분석

Top pick: POSCO

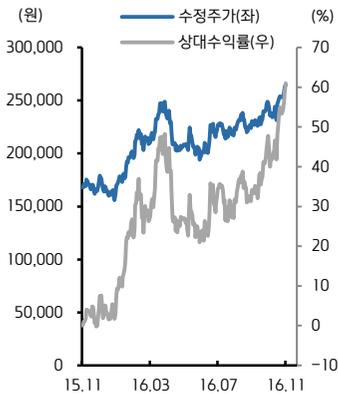


POSCO(005490) 2017년에도 POSCO

BUY (Maintain)

주가(11/25): 263,500원/TP: 350,000원

| | | |
|---------------|------------|-------------|
| KOSPI(11/25) | 1,974.46pt | |
| 시가총액 | 229,737억원 | |
| 52주 주가동향 | 최고가 | 최저가 |
| | 264,500원 | 156,000원 |
| 최고/최저가 대비 등락율 | 0.00% | 69.55% |
| 상대수익률 | 절대 | 상대 |
| | 1M | 7.3% 11.5% |
| | 6M | 29.0% 26.8% |
| | 12M | 57.4% 61.0% |
| 발행주식수 | 87,187천주 | |
| 일평균거래량(3M) | 319천주 | |
| 외국인 지분율 | 50.86% | |
| 배당수익률(16.E) | 4.80% | |
| BPS(16E) | 474,419원 | |



◎ 탄탄한 철강경쟁력, 마무리된 비철강부문

- 탄탄한 본원 철강경쟁력은 2016년 별도 실적으로 증명
- 2015~2016년 대부분의 비핵심계열사들의 구조조정이 마무리됨에 따라 연결 실적 가시성 증대

◎ 2017년은 2016년보다 업황이 개선될 전망

- 2016년이 철강시황 반등의 원년이었다면, 2017년은 철강시황 정상화의 원년
- 2016년부터 이어진 중국 철강 구조조정에 2017년 미국의 트럼프노믹스에 따른 철강수요가 뒷받침해준다면 2017년 시황은 2016년보다 개선될 것으로 판단

◎ 목표주가 35만원으로 상향,투자자의견 Buy 유지

- Target PBR을 기존 0.63배에서 0.70배로 높임에 따라 목표주가를 기존 30만원에서 35만원으로 상향

| 투자지표 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액(억원) | 650,984 | 581,923 | 519,684 | 575,842 | 609,214 |
| 보고영업이익(억원) | 32,135 | 24,100 | 31,595 | 37,257 | 39,416 |
| 핵심영업이익(억원) | 32,135 | 24,100 | 31,595 | 37,257 | 39,416 |
| EBITDA(억원) | 64,521 | 56,283 | 61,350 | 67,046 | 69,235 |
| 세전이익(억원) | 13,781 | 1,808 | 21,510 | 34,847 | 37,232 |
| 순이익(억원) | 5,567 | -962 | 14,926 | 24,393 | 26,062 |
| 지배주주지분순이익(억원) | 6,261 | 1,806 | 17,102 | 26,832 | 28,668 |
| EPS(원) | 7,181 | 2,072 | 19,615 | 30,775 | 32,882 |
| 증감율(%YoY) | -54.5 | -71.1 | 846.7 | 56.9 | 6.8 |
| PER(배) | 38.4 | 80.4 | 8.5 | 5.4 | 5.1 |
| PBR(배) | 0.6 | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.3 |
| EV/EBITDA(배) | 6.7 | 1.5 | 4.5 | 4.2 | 3.9 |
| 보고영업이익률(%) | 4.9 | 4.1 | 6.1 | 6.5 | 6.5 |
| 핵심영업이익률(%) | 4.9 | 4.1 | 6.1 | 6.5 | 6.5 |
| ROE(%) | 1.2 | -0.2 | 3.3 | 5.3 | 5.5 |
| 순부채비율(%) | 48.4 | 35.6 | 33.9 | 32.0 | 29.0 |

현대제철(004020) Key는 모기업에

BUY (Maintain)

주가(11/25): 51,400원/TP: 63,000원

| | | | |
|---------------|------------|---------|------|
| KOSPI(11/25) | 1,974.46pt | | |
| 시가총액 | 68,591억원 | | |
| 52주 주가동향 | 최고가 | 최저가 | |
| | 63,400원 | 43,850원 | |
| 최고/최저가 대비 등락율 | -18.77% | 17.45% | |
| 상대수익률 | 절대 | 상대 | |
| | 1M | -1.7% | 2.1% |
| | 6M | 3.2% | 1.4% |
| | 12M | 1.4% | 3.7% |
| 발행주식수 | 133,446천주 | | |
| 일평균거래량(3M) | 436천주 | | |
| 외국인 지분율 | 21.91% | | |
| 배당수익률(16E) | 1.50% | | |
| BPS(16E) | 119,620원 | | |



◎ 완성된 수직계열화, 시너지는 아직

- 2016년말 특수강 공장까지 가동에 들어감에 따라 수직계열화는 완성
- 수직계열화에 따른 시너지는 잦은 일회성 비용과 모기업의 이익률 하락으로 현재까지 시장기대치에 미흡

◎ 철강시황 개선보다는 모기업의 상황에 주목

- 2017년에도 철강시황은 2016년처럼 견조할 것으로 전망되나, 모기업의 상황에 영향을 크게 받는 동사의 특 성장 2017년 실적 개선 불투명
- 단, 트럼프노믹스로 자동차산업의 향후 전망이 엇갈리는 상황에서, 자동차산업의 흐름이 긍정적으로 전개된 다면 동사의 주가는 빠르게 회복 될 가능성 상존

◎ 목표주가 63,000원, 투자의견 Buy 유지

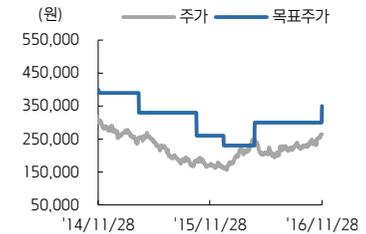
| 투자지표 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액(억원) | 167,624 | 161,325 | 163,900 | 168,744 | 178,152 |
| 보고영업이익(억원) | 14,911 | 14,641 | 14,177 | 14,795 | 15,735 |
| 핵심영업이익(억원) | 14,911 | 14,641 | 14,177 | 14,795 | 15,735 |
| EBITDA(억원) | 26,797 | 27,377 | 26,222 | 26,819 | 27,687 |
| 세전이익(억원) | 10,988 | 9,267 | 11,548 | 11,844 | 13,102 |
| 순이익(억원) | 7,823 | 7,392 | 8,467 | 8,713 | 9,639 |
| 지배주주지분순이익(억원) | 7,648 | 7,336 | 8,181 | 8,447 | 9,344 |
| EPS(원) | 6,562 | 5,866 | 6,130 | 6,330 | 7,002 |
| 증감율(%YoY) | -19.0 | -10.6 | 4.5 | 3.3 | 10.6 |
| PER(배) | 9.7 | 8.5 | 8.1 | 7.9 | 7.1 |
| PBR(배) | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| EV/EBITDA(배) | 7.1 | 6.8 | 6.9 | 6.3 | 5.8 |
| 보고영업이익률(%) | 8.9 | 9.1 | 8.6 | 8.8 | 8.8 |
| 핵심영업이익률(%) | 8.9 | 9.1 | 8.6 | 8.8 | 8.8 |
| ROE(%) | 5.8 | 5.0 | 5.3 | 5.2 | 5.5 |
| 순부채비율(%) | 82.3 | 76.7 | 68.8 | 58.8 | 51.8 |

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

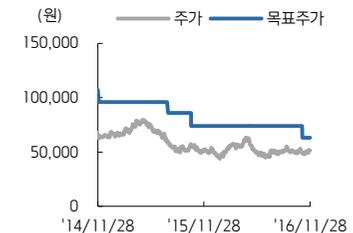
| 종목명 | 일자 | 투자의견 | 목표주가 |
|-------------------|---------------|-----------------|----------|
| POSCO (005490) | 2014-11-30 | BUY(Reinitiate) | 390,000원 |
| | 2015-04-20 | BUY(Reinitiate) | 330,000원 |
| | 2015-04-22 | BUY(Maintain) | 330,000원 |
| | 2015-06-23 | BUY(Maintain) | 330,000원 |
| | 2015-06-29 | BUY(Maintain) | 330,000원 |
| | 2015-07-16 | BUY(Maintain) | 330,000원 |
| | 2015-08-12 | BUY(Maintain) | 330,000원 |
| | 2015-10-15 | BUY(Maintain) | 260,000원 |
| | 2015-10-21 | BUY(Maintain) | 260,000원 |
| | 2015-11-24 | BUY(Maintain) | 260,000원 |
| | 2016-01-12 | BUY(Maintain) | 230,000원 |
| | 2016-01-29 | BUY(Maintain) | 230,000원 |
| | 2016-04-22 | BUY(Maintain) | 300,000원 |
| | 2016-05-09 | BUY(Maintain) | 300,000원 |
| | 2016-06-08 | BUY(Maintain) | 300,000원 |
| | 2016-07-14 | BUY(Maintain) | 300,000원 |
| | 2016-07-22 | BUY(Maintain) | 300,000원 |
| | 2016-09-08 | BUY(Maintain) | 300,000원 |
| | 2016-10-12 | BUY(Maintain) | 300,000원 |
| | 2016-10-27 | BUY(Maintain) | 300,000원 |
| 2016-11-28 | BUY(Maintain) | 350,000원 | |

| 종목명 | 일자 | 투자의견 | 목표주가 |
|------------------|---------------|-----------------|---------|
| 현대제철 (004020) | 2014-11-30 | BUY(Reinitiate) | 96,000원 |
| | 2015-04-20 | BUY(Reinitiate) | 96,000원 |
| | 2015-04-27 | BUY(Maintain) | 96,000원 |
| | 2015-06-29 | BUY(Maintain) | 96,000원 |
| | 2015-07-08 | BUY(Maintain) | 96,000원 |
| | 2015-07-27 | BUY(Maintain) | 86,000원 |
| | 2015-10-15 | BUY(Maintain) | 74,000원 |
| | 2015-10-23 | BUY(Maintain) | 74,000원 |
| | 2015-11-24 | BUY(Maintain) | 74,000원 |
| | 2016-01-18 | BUY(Maintain) | 74,000원 |
| | 2016-01-28 | BUY(Maintain) | 74,000원 |
| | 2016-04-28 | BUY(Maintain) | 74,000원 |
| | 2016-05-09 | BUY(Maintain) | 74,000원 |
| | 2016-07-14 | BUY(Maintain) | 74,000원 |
| | 2016-07-26 | BUY(Maintain) | 74,000원 |
| | 2016-10-18 | BUY(Maintain) | 74,000원 |
| 2016-11-01 | BUY(Maintain) | 63,000원 | |
| 2016-11-28 | BUY(Maintain) | 63,000원 | |

POSCO



현대제철



투자의견 변동내역 및

목표주가 그래프

- > 당사는 11월 25일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- > 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- > 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- > 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

◎ 투자의견 적용기준

| 기업 | 적용기준(6개월) | 업종 | 적용기준(6개월) |
|------------------------|------------------------|--------------------|----------------------|
| Buy(매수) | 시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상 | Overweight (비중확대) | 시장대비 +10% 이상 초과수익 예상 |
| Outperform(시장수익률 상회) | 시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상 | Neutral (중립) | 시장대비 +10~-10% 변동 예상 |
| Marketperform(시장수익률) | 시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상 | Underweight (비중축소) | 시장대비 -10% 이상 초과하락 예상 |
| Underperform(시장수익률 하회) | 시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상 | | |
| Sell(매도) | 시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상 | | |

◎ 투자등급 비율 통계 (2015/10/1~2016/9/30)

| 투자등급 | 건수 | 비율(%) |
|------|-----|--------|
| 매수 | 156 | 95.71% |
| 중립 | 7 | 4.29% |
| 매도 | 0 | 0.00% |