

Industry Indepth

철강

Overweight (신규)

Entering a New Phase

- Part I Steel Industry Today
- Part II Steel Industry Future
- Part III [수요] Looking for the special
- Part IV [원재료] Normalizing
- Part V [결론] 2019년 국내 철강산업 P(↘) x Q(→) - C(↘) = Earnings(→)



철강
Analyst 민사영
02. 6098-6652
sayeong.min@meritz.co.kr



Top Picks

종목	투자판단	적정주가
POSCO(005490)	Buy(신규)	360,000원
세아베스틸(001430)	Buy(신규)	24,000원

관심종목

종목	투자판단	적정주가
현대제철(004020)	Buy(신규)	56,000원
동국제강(001230)	Buy(신규)	9,500원



Contents

Summary	3
Key Chart	4
Part I Steel Industry Today	9
Part II Steel Industry Future	14
Part III [수요] Looking for the special	30
Part IV [원재료] Normalizing	43
Part V [결론] 2019 년 국내 철강산업 $P(\searrow) \times Q(\rightarrow) - C(\searrow) = \text{Earnings}(\rightarrow)$	53
기업분석	
POSCO(005490)_ 이익 기초체력을 믿자	56
세아베스틸(001430)_ 니치마켓에서 잡는 기회	69
현대제철(004020)_ 투자 회수기, 강화될 주주환원책	82
동국제강(001230)_ 정상화되는 경영환경	91

Summary

2016년부터 나타난 중국의 세 가지 변화: 1) 가동률 상승, 2) 철 스크랩 사용량 증가, 3) 통합

전세계 철강가격의 중심에는 중국이 있다. 철강 생산과 소비의 절반을 중국이 차지하고 있기 때문이다. 그런 중국이 2016년부터 변하고 있다. 중국의 변화를 세 가지로 요약하면 1) **가동률 상승**, 2) **철 스크랩 사용량 증가**, 3) **통합**이다. 이번 보고서는 변화가 의미하는 것을 공급 중심으로 살펴본 뒤 수요산업의 현황을 통해 수급을 전망하고자 한다.

1) 가동률 상승: 2018년 이전은 증산없는 가동률 상승, 2019년 이후는 증산이 동반되는 가동률 상승

가동률 상승은 2018년 이전과 이후가 다른 성격을 지닌다. 2016~2018년의 가동률 상승은 정부의 구조조정으로 인한 생산능력 감축, 락아웃으로 대표되는 통계외 생산물량의 양성화 효과였다. 반면, 2018년 이후 나타날 가동률 상승은 증산을 동반한다. 가동률 상승을 전망하는 이유는 1) 시장논리에 따른 제강사의 높은 생산욕구, 2) 정부의 경기 방어를 위한 규제 완화, 3) 전기로 생산 확대 때문이다.

2) 철 스크랩 사용량 증가: 구조적으로 철 스크랩 사용량을 늘려야 할 필요가 있음
수급은 전로의 장입량 비중에 따라 크게 변화

중국의 철 스크랩 사용량은 명백하게 증가할 전망이다. 그 원인이 전기로 때문만은 아니다. 중국의 철강재 축적량을 고려하면 2020년에는 연간 철 스크랩 생산량이 2억톤에 달한다. 과거 중국은 연간 1억 5천만톤 수준을 소비했기 때문에 5천만톤의 수요를 창출하거나 수출을 해야 하는 상황이다. 중국은 전자를 선택했고 전기로 확대 정책도 이와 맞아왔다. 그러나 실제로 수요를 크게 변화시켰던 것은 전로의 스크랩 장입량이다. 과거 6% 내외에 불과했던 전로의 스크랩 장입량이 현재 15% 이상으로 추정된다. 중국의 수요 증가로 철 스크랩 가격 상승 우려가 있으나 고로의 장입량 조절을 통해 충분히 수급을 조절할 수 있다.

3) 통합: 공급측 변수는 M&A, 복잡한 지배구조 및 지분구조로 인한 통합의 속도가 문제

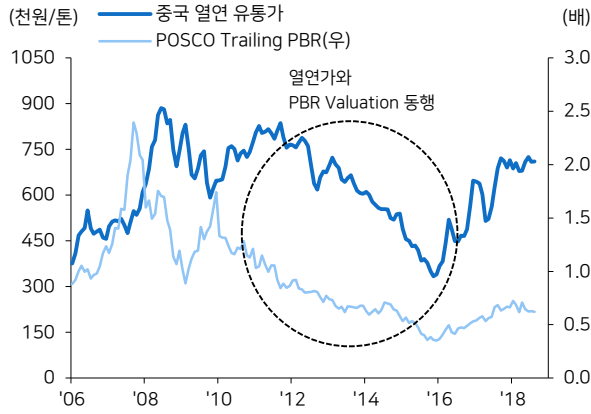
한편, 정부 주도의 구조조정은 올해를 기점으로 마무리된다. 공급측면의 변수는 철강기업의 M&A만 남아있는 상황이다. 철강기업의 M&A가 생산량 감소로 이어진다고 보기는 어려우나 구조조정을 통해 고정비 부담이 낮아지는 만큼 수익성 중심의 경영을 이어가기 유리해진다. 단, 통합은 장기적인 관점에서 바라보아야 한다. 중국 정부는 데드라인을 2025년으로 설정하고 있으며 실제로 복잡한 지배구조 및 지분구조로 인해 통합이 빠르게 진행되기는 어렵다.

2019년은 공급과 수요 모두 새로운 국면을 맞는 시기
이익 기초체력이 높은 POSCO와 니치마켓을 공략할 수 있는 세아베스틸을 Top pick 으로 제시

2019년은 공급과 수요 모두 새로운 국면을 맞는 시기다. 공급 측면에서 실질적인 증산, 수요 측면에서 건설 부문의 둔화가 나타날 전망이다. 그러나 국내 철강기업의 이익 기초체력을 고려하면 둔화되는 시황에도 불구하고 현재 주가는 저평가 상태다. 여기에 특정 수요산업의 수혜를 받을 수 있는 니치마켓에도 주목할 필요가 있다. 이익 기초체력이 가장 튼튼한 POSCO와 니치마켓을 공략할 수 있는 세아베스틸을 철강업종 내 Top-pick으로 제시한다.

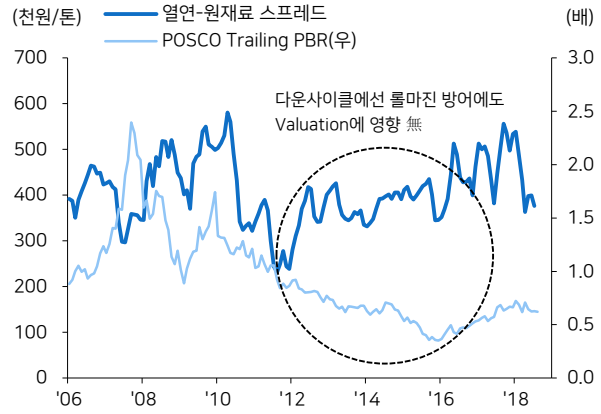
Key Chart

그림1 중국 열연 유통가격과 POSCO의 Trailing PBR



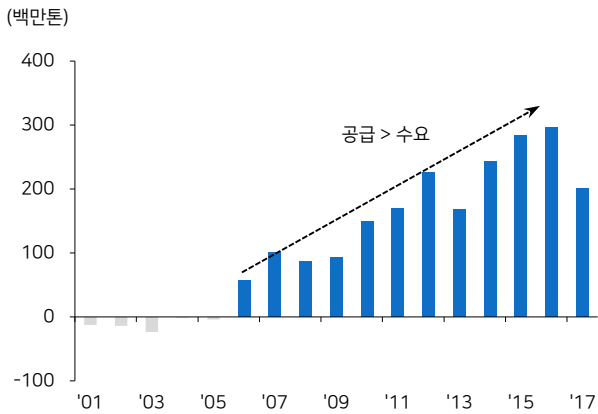
자료: SteelDaily, WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 열연 롤마진과 POSCO의 Trailing PBR



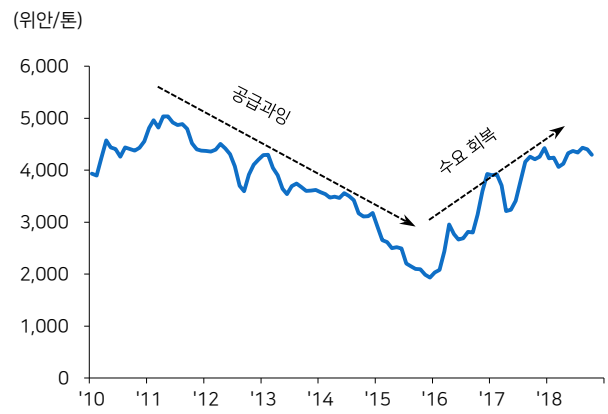
자료: SteelDaily, KITA, WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 중국 철강재 과잉 공급 추이



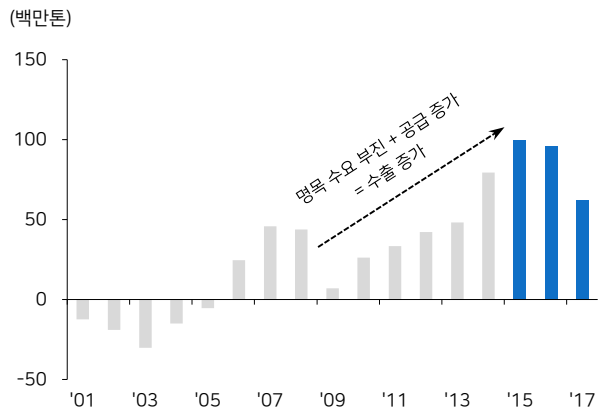
자료: WSA, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 상하이 열연 유통가격



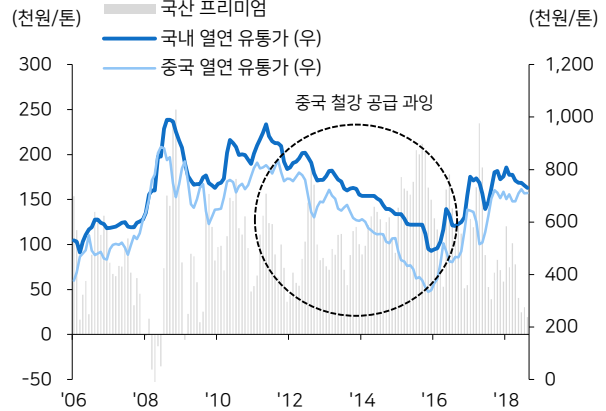
자료: Steelhome, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 중국 철강재 순수출 추이



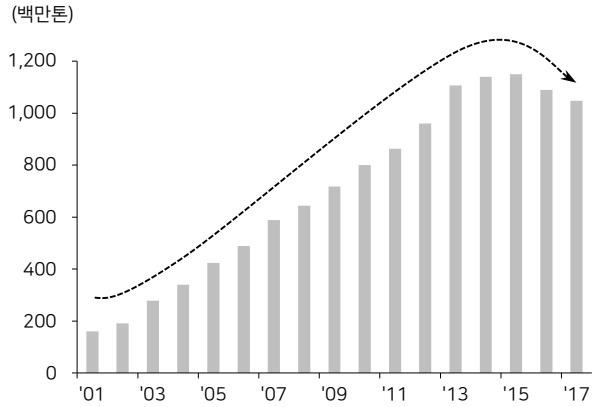
자료: 중국해관총서, CEIC, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 국내와 중국 열연 유통가격 추이



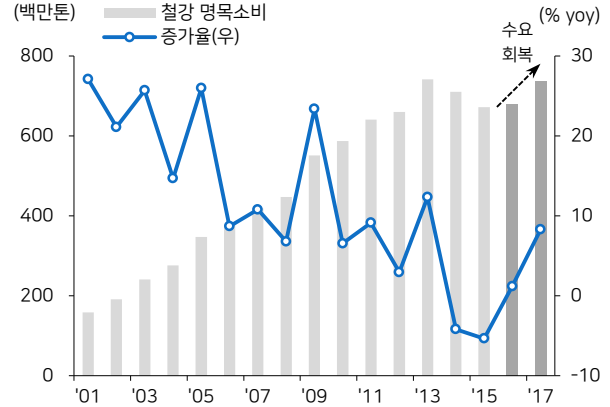
자료: SteelDaily, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 중국의 조강생산능력 추이



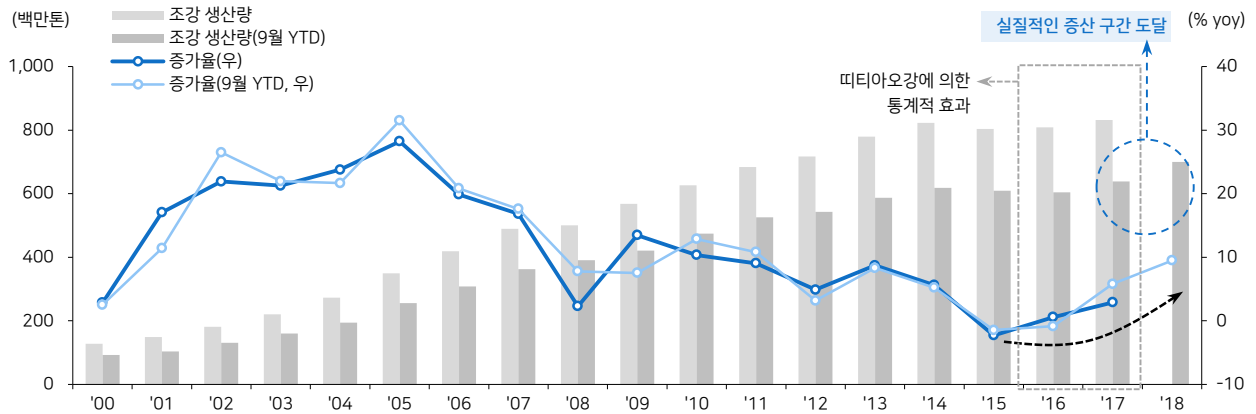
자료: OECD, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 중국의 철강제품 명목소비 추이



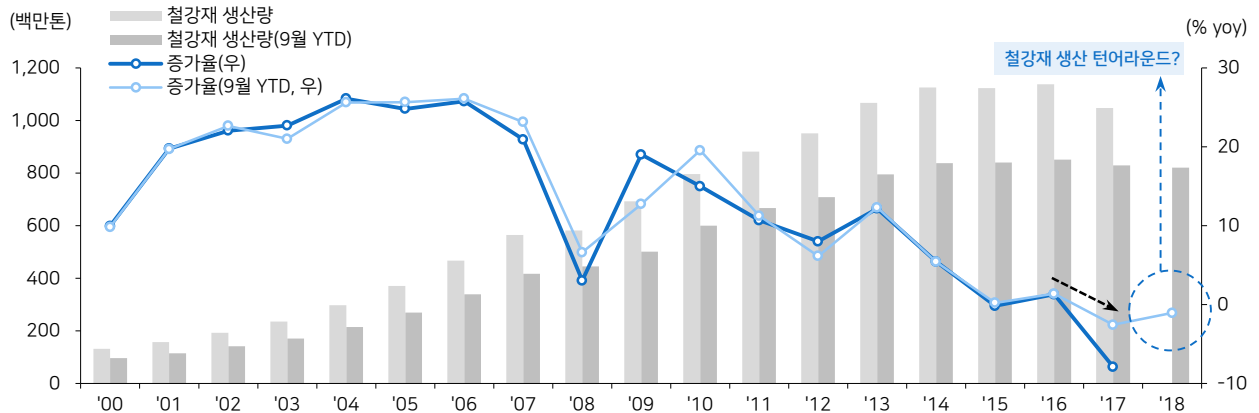
자료: WSA, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 중국 조강 생산량 추이



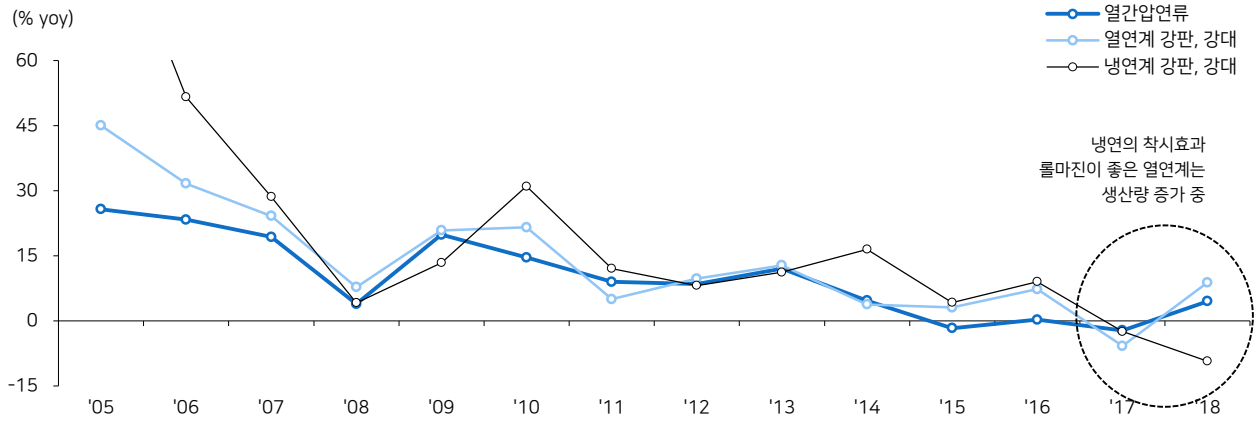
자료: NBS, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 중국 철강재 생산량 추이



자료: NBS, 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 열연류와 냉연류의 생산량 추이



주: 2018년 수치는 누적 데이터를 연환산
 자료: CEIC, CISA, 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 중국 열연코일 롤마진 추이



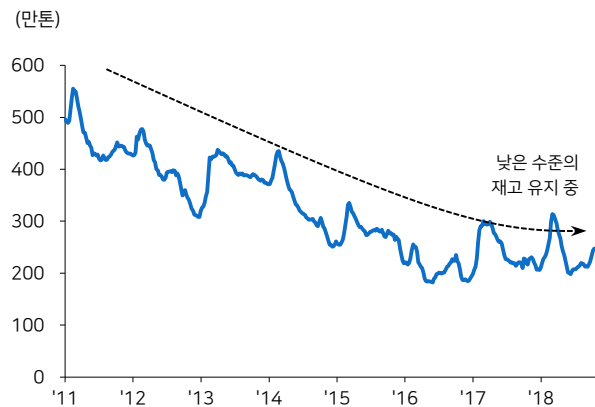
주: 상해 유통가 기준, 열연광폭강대
 자료: Steelhome, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림13 중국 철근 롤마진 추이



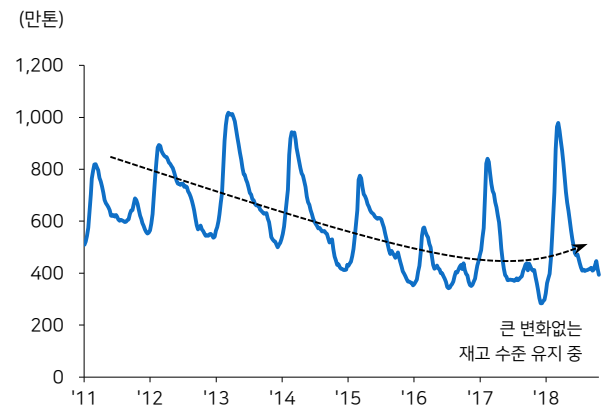
주: 상해 유통가 기준
 자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림14 중국 열연코일 재고 추이



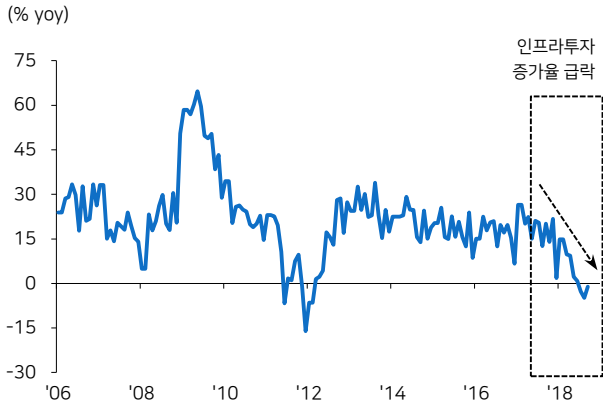
자료: Steelhome, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림15 중국 철근 재고 추이



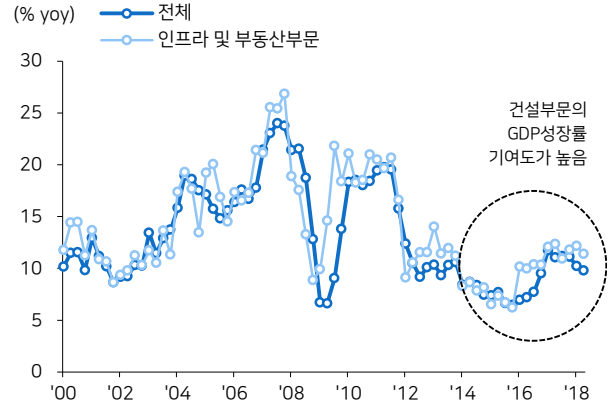
자료: Steelhome, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림16 중국 인프라 투자 증가율 추이



자료: NBS, CEIC, 메리츠증권증권 리서치센터

그림17 중국 명목GDP 증가율 추이



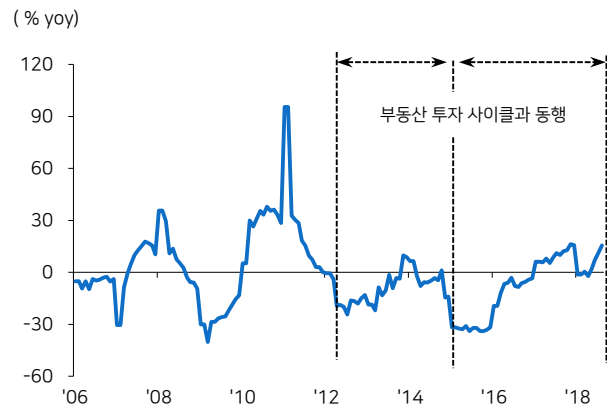
자료: NBS, CEIC, 메리츠증권증권 리서치센터

그림18 중국 부동산 투자 증가율 추이



자료: NBS, CEIC, 메리츠증권증권 리서치센터

그림19 중국 토지 매입 면적 추이



자료: NBS, CEIC, 메리츠증권증권 리서치센터

그림20 중국 부동산 투자 증가율 - 국내 대출



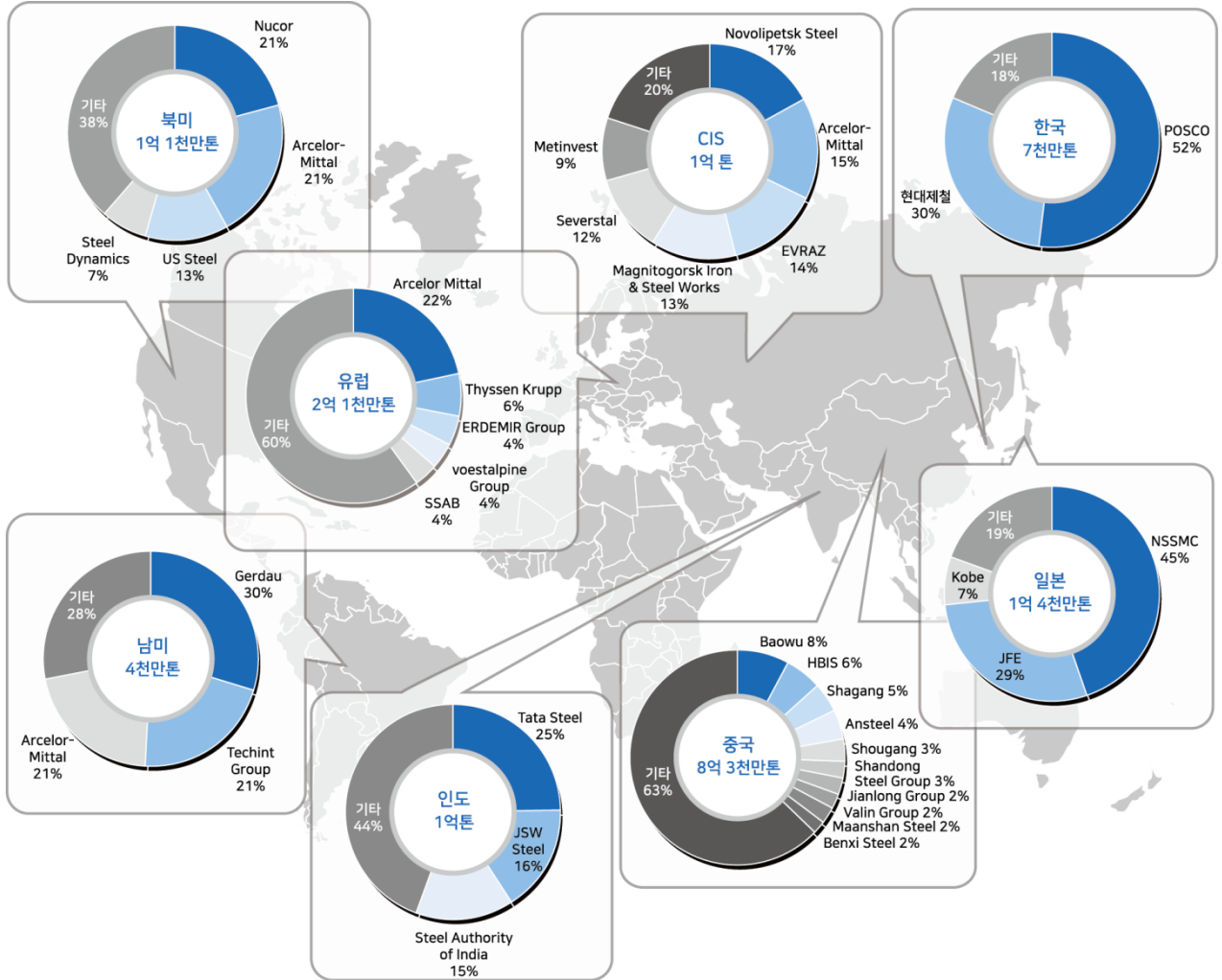
자료: NBS, CEIC, 메리츠증권증권 리서치센터

그림21 중국 부동산 투자 증가율 - Self-Raised



주: Self-Raised Funds는 중앙 및 지방정부의 특별예산을 포함함
 자료: NBS, CEIC, 메리츠증권증권 리서치센터

그림22 World Steel Map



주: 다국적기업 중 일부는 제철소의 지리적 위치를 고려하지 않았음
 자료: WSA, 메리츠증권증권 리서치센터

그림23 한국 철강 연대기



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

Part 1-1. Steel Industry Today – 철강업체 주가의 Driver는 중국의 수급

철강업체 주가는 제품 가격에 민감(주가=철강가)

철강업체의 주가는 철강 가격에 연동되어 움직임

지난 몇 년간 철강업체의 주가는 중국 열연가격에 연동되어 움직였다. 철강산업은 전형적인 장치 사업이므로 생산을 많이 할수록 고정비가 낮아진다. 시황이 나빠져 제품 판매단가가 하락하더라도 고정비를 상회하는 이상 생산을 지속할 수 밖에 없다. 즉, 제품 가격은 수요가 얼마나 탄탄하나에 달려있다. 가격 상승은 수요가 그만큼 좋다는 것을 의미한다.

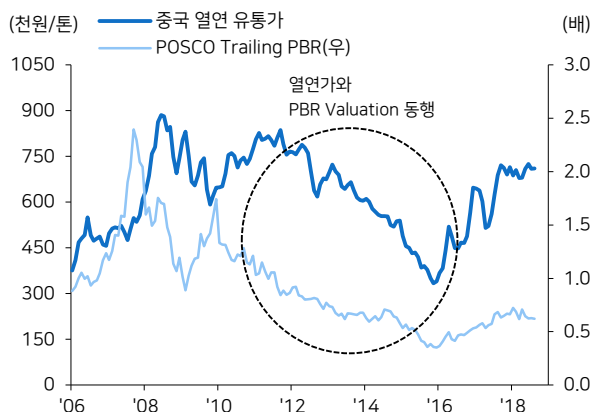
철강업체의 수익성은 ‘롤마진’ 이라고 부르는 투입 원재료 대비 제품 판매가격으로 판단한다. 수요가 좋으면 제품 가격이 상승하면서 롤마진이 확대된다. 그런데 가격이 오르지 않아도 원재료 가격이 하락하면서 롤마진이 확대되는 경우도 있다. 원재료 가격 하락에 따른 롤마진 개선은 Valuation에 큰 영향을 미치지 않는다.

철강 가격은 원재료 하락에 의한 수익성 확대는 지속성이 낮음

원재료 가격은 철강제품의 수익성을 결정하는 중요한 요소이긴 하나 장기적으로 제한적인 영향을 미친다. 원재료 가격 하락은 수요가(需要家)에서 즉각적인 반응을 요구하기 때문이다. 원재료 가격이 지속적으로 하락한다면 롤마진이 점차 확대되겠지만 하락이 둔화되는 시점부터 다시 좁혀지게 된다.

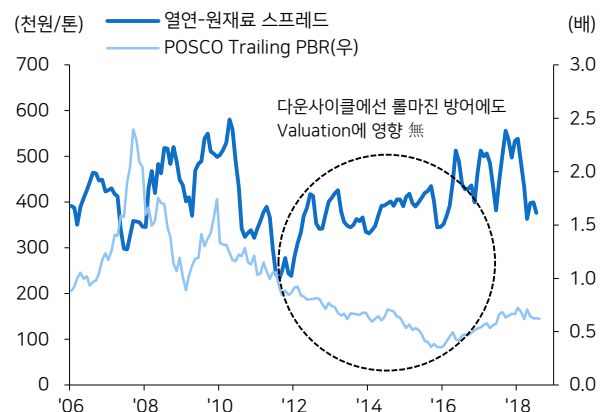
철강업체는 전방산업과 상생해야 하는 소재 업체이기 때문에 수요가 좋지 않은 상황에서 원재료 가격을 빌미로 롤마진을 확대하기 어렵다. 더구나 공급과잉 상황이기 때문에 가격을 내리지 않는다면 국내 경쟁사 혹은 수입산에게 시장 점유율을 잃게 된다. 로컬 철강업체는 안정적인 공급을 바탕으로 자국 내 업체와 밀접한 관계를 맺고 있다. 안정적인 공급처를 잃는 것이 롤마진 확대에 의한 일시적 이익보다 훨씬 손해다. 이렇게 원재료는 시간에 따라 가격에 반영되는 부분이기 때문에 철강업체의 주가는 단기 수익성보다 수요에 따른 제품가격 상승에 민감하다.

그림24 중국 열연 유통가격과 POSCO의 Trailing PBR



자료: SteelDaily, WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림25 열연 롤마진과 POSCO의 Trailing PBR



자료: SteelDaily, KITA, WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

철강가격은 중국 수급이 결정한다(철강가=철강수급)

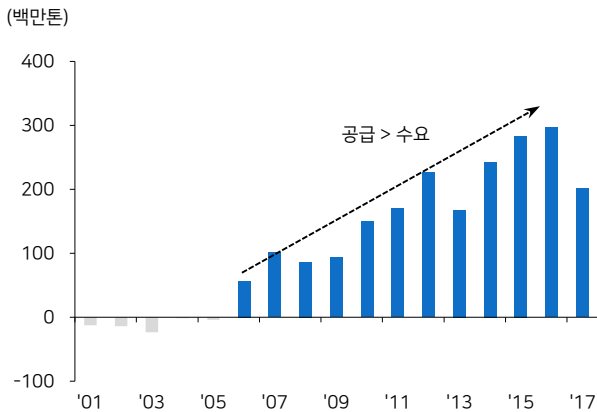
철강 가격은 중국의 수급에 의해 결정됨

일반적으로 제품 가격은 수급에 따라 결정된다. 철강은 기본적으로 내수 중심이나 대체성이 높은 커머디티(Commodity)이기 때문에 수입산이 로컬 수급에 미치는 영향이 크다. 현재 철강가격에 가장 큰 영향력을 지니는 국가는 전세계 생산능력 및 생산량의 절반을 차지하는 중국이다. 특히, 중국 철강 공급이 수요를 초과하게 된 시점부터 중국의 영향력은 더욱 확대되었다.

국내 가격은 중국 가격에 후행하는 경향이 있음

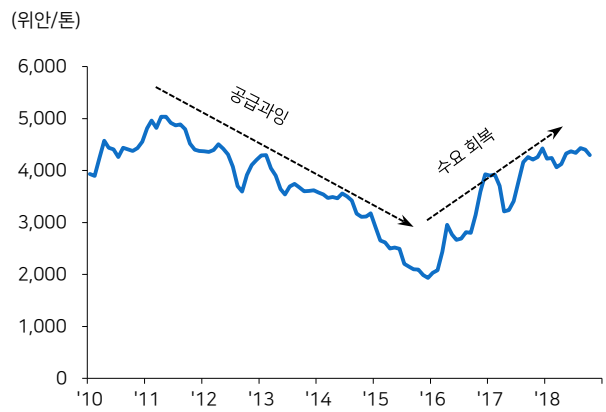
한국은 1) 철강재에 대한 수입규제가 약하고, 2) 수요가 철강가격에 민감한 편이며, 3) 지리적 근접성 때문에 중국의 영향을 많이 받는다. 그래서 국내 철강업체들의 주가는 중국의 철강 수급 전망을 바탕으로 움직인다. 중국의 수급이 타이트해지면 수출이 줄면서 국내 가격이 상승하고 반대로 공급과잉이 되면 수출이 늘면서 국내 가격이 하락한다.

그림26 중국 철강재 과잉 공급 추이



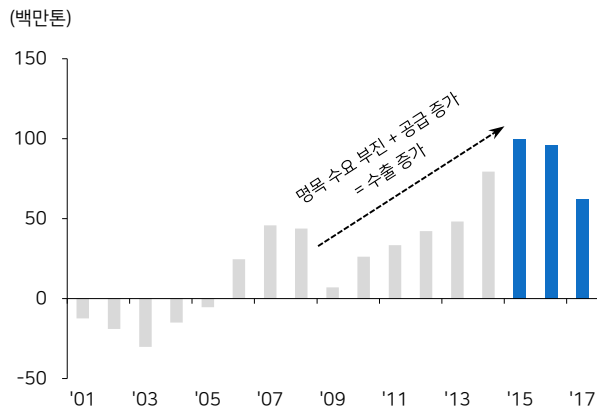
주: 철강재 생산 - 철강재 명목소비
자료: WSA, 메리츠증권증권 리서치센터

그림27 상하이 열연 유통가격



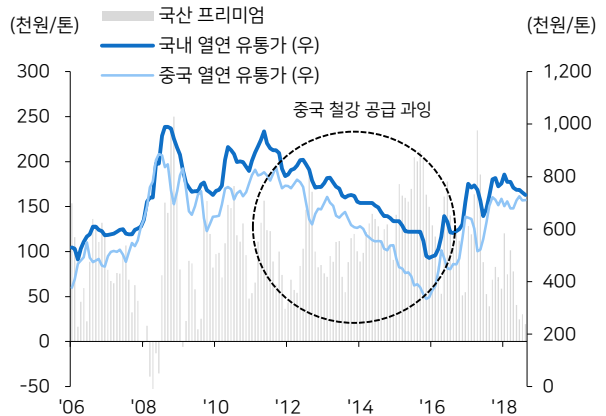
자료: Steelhome, 메리츠증권증권 리서치센터

그림28 중국 철강재 순수출 추이



자료: 중국해관총서, CEIC, 메리츠증권증권 리서치센터

그림29 국내와 중국 열연 유통가격 추이



주: 국내 가격은 포스코 SS400강종 기준
자료: SteelDaily, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

Part 1-2. Steel Industry Today - 중국의 수요 증가로 호황을 즐긴 지난 2년

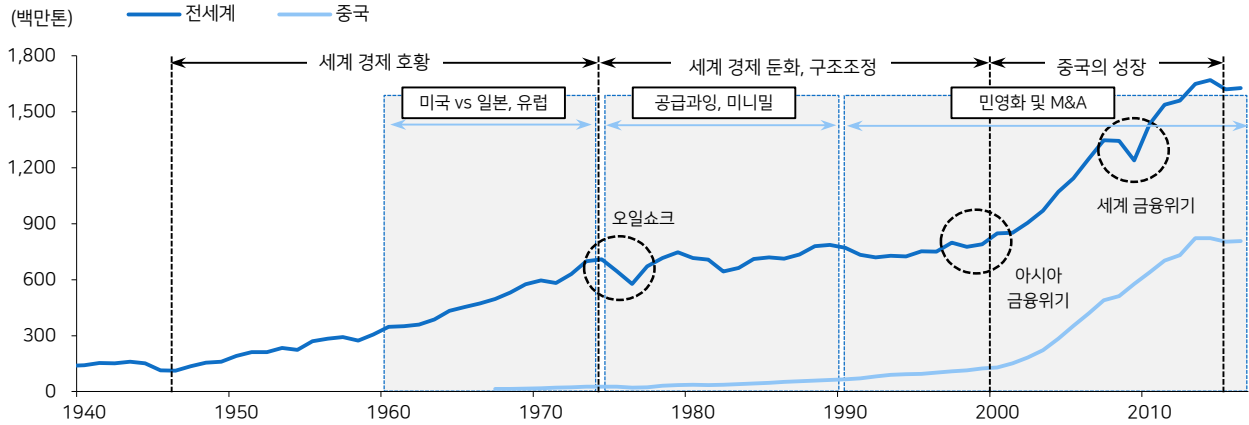
중국의 철강 공급과잉과 다운사이클

2011년부터 공급과잉이 본격화되며 철강산업은 다운사이클이 지속되었음

철강산업은 1990년대의 공급과잉으로 위기를 맞았으나 중국의 호황을 통해 이를 극복했다. 그렇지만 2011년 무렵부터 중국발 공급과잉 영향으로 다시 다운사이클에 들어섰다. 중국의 철강 명목소비 증가율은 2013년부터 급격하게 둔화되며 GDP성장률을 하회하였으나 생산능력은 2015년까지 지속적으로 늘어났다.

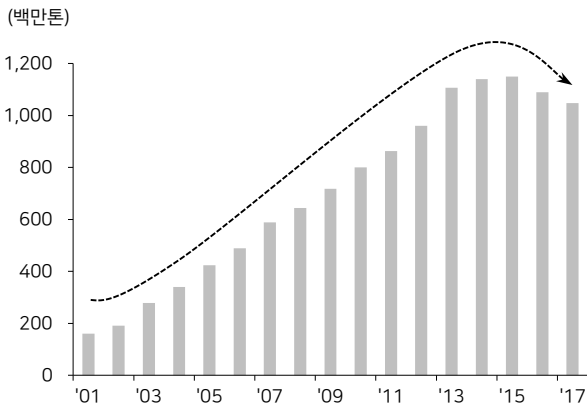
둔화되는 소비로 인해 중국의 철강산업 구조조정은 필연적인 일이었으며 중국 정부도 2010년 10월에 발표한 제 12차 5개년 계획(2011~2015)을 통해 철강산업의 구조조정을 시사하였다. 그러나 계획과 달리 구조조정이 제대로 이루어지지 않으면서 동기간 중국의 공급과잉은 오히려 심화되었다. 2015년까지 철강산업은 공급과잉에 따른 다운사이클로 인해 고통의 시간을 보내야 했다.

그림30 전세계 조강생산량 추이



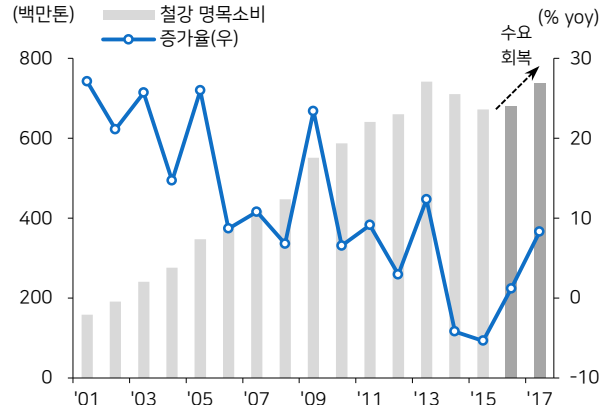
자료: WSA, 메리츠증권증권 리서치센터

그림31 중국의 조강생산능력 추이



자료: OECD, 메리츠증권증권 리서치센터

그림32 중국의 철강제품 명목소비 추이



자료: WSA, 메리츠증권증권 리서치센터

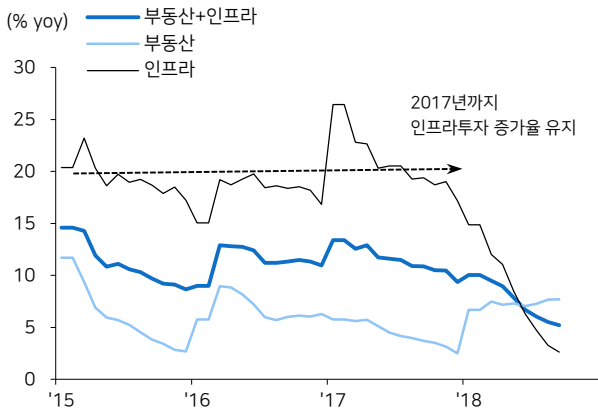
중국 건설부문 호황에 따른 수요 증가로 반전

중국의 구조조정과 건설부문의 호황으로 철강 시황이 반전됨

2016년부터 상황이 급반전 되었다. 정부가 ‘제 13차 5개년 개발 계획’ 을 통해 적극적으로 산업 구조조정을 진행하였고 이와 맞물려 중국 건설 투자가 대폭 확대되며 수요가 늘었다. 중국 철강수요의 55%는 건설부문에서 창출되며 건설용 수요가 대부분인 봉형강류의 생산량이 많다. 때문에 건설 수요의 회복이 시장에 미치는 영향이 크다.

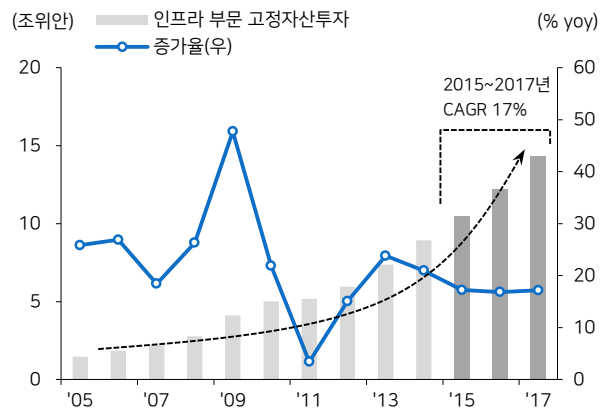
건설은 크게 인프라와 부동산으로 나눌 수 있다. 2015~2017년은 이 두 부문이 모두 고성장이던 시기였다. 인프라 투자의 경우 2017년까지 17% 내외의 고성장세를 이어왔다. 증가율 자체는 2013년 이후 둔화되긴 했으나 2015년부터 하락추세가 멈추면서 금액 측면 성장이 가팔랐다. 부동산 부문은 2015년부터 업사이클이 시작되면서 본격적으로 개발 수요가 확대되었다.

그림33 Ytd 기준 부문별 고정자산투자 증가율 추이



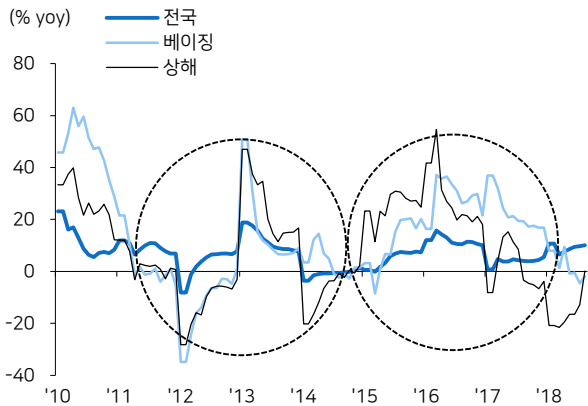
주: 부동산은 2차산업의 건설과 3차산업의 부동산 부문을 합산
자료: NBS, CEIC, 메리츠증권리서치센터

그림34 연간 인프라 부문 고정자산투자 추이



자료: NBS, CEIC, 메리츠증권리서치센터

그림35 중국 부동산 가격 상승률 추이



자료: NBS, CEIC, 메리츠증권리서치센터

그림36 부동산 부문 투자 추이



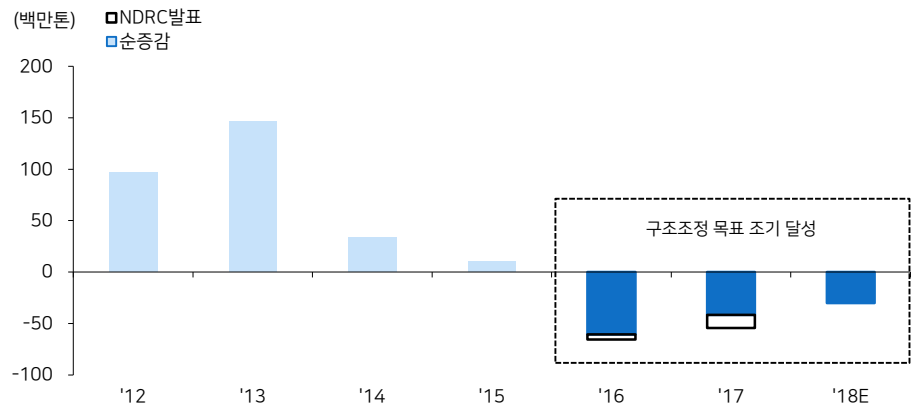
자료: NBS, CEIC, 메리츠증권리서치센터

환경규제를 명분으로 적극적으로 진행된 구조조정

부동산의 호황에 따른 수요 증가와 함께 정부의 고강도 구조조정 정책도 철강 가격 상승에 영향을 미쳤다. 제 12차 5개년 개발 계획과 달리 제 13차 계획에서는 중국 정부가 적극적으로 철강 부문의 구조조정을 단행했다. 정부는 2020년까지 1.5억톤을 감축하는 것을 목표로 삼았는데 2018년 말 기준으로 이를 조기 달성할 전망이다. 목표에 포함되지 않은 1.2억톤 규모의 유도로를 폐쇄하기도 했다.

또, ‘푸른 하늘 지키기(Blue Sky Protection)’ 정책을 바탕으로 동절기 동안 주요 지역 철강업체들의 가동률을 50% 수준으로 제한하였다. 구조조정과 환경규제가 철강재 생산량을 감소시킨 것은 아니다. 그렇지만 수요 증가에 따라 철강재 가격이 상승하는 구간에서도 생산량이 확대되지 않게 하는 역할을 하였다.

그림37 중국 조강생산능력 순증감 추이



자료: OECD, 메리츠증권증권 리서치센터

Part 2. Steel Industry Future - 중국의 세 가지 변화와 철강산업 전망

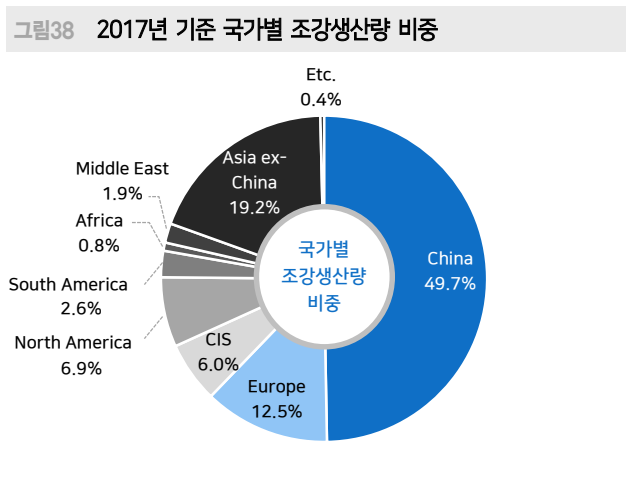
글로벌 철강 시장을 전망할 때 가장 중요한 요소는 중국의 철강재 수급이다. 중국의 조강 생산량은 연간 8억톤을 상회하여 전세계 절반을 차지하고 있다. 철강산업은 본질적으로 생산 중심이다. 대규모 설비투자가 기반이 되는 만큼 생산을 줄이게 되면 감가상각비를 감당할 수 없다. 따라서 공급과잉 상황에서는 감산보다 재고 밀어내기가 먼저 나타난다. 즉, 저가 수출이 대규모로 발생한다. 2016년 이전 철강산업은 중국의 저가물량이 전세계에 풀리면서 다운사이클이 지속되었다.

중국은 2016년부터 본격적인 산업 구조조정에 들어갔다. 철강산업의 과잉생산능력을 고려하면 구조조정은 시기의 문제였을 뿐이다. 2016년부터 진행된 구조조정이 특히 주목 받았던 이유는 중국 정부의 강한 의지가 엿보였기 때문이다.

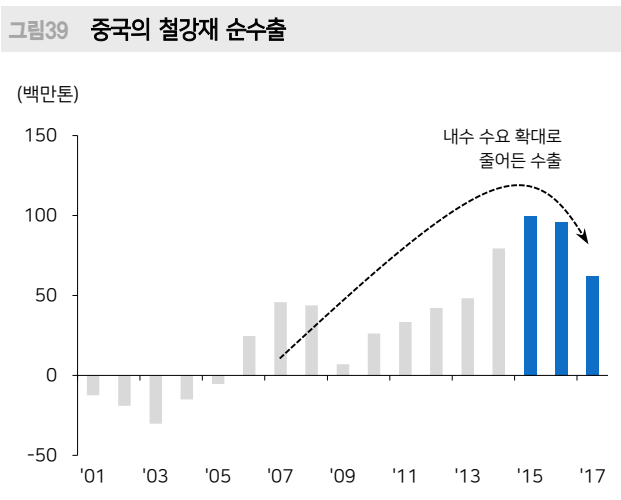
철강 가격 강세는 수요 증가의 영향이 가장 컸음

그렇지만 실질적으로 철강 가격 상승을 주도한 것은 공급보다 수요였다. 사실 중국의 철강재 공급량은 지난 2년간 감소하지 않았다. 지난 2년간 중국은 수요를 촉진시키는 정책을 많이 펼쳐왔고 이에 불구하고 공급은 정책적으로 제한되면서 수급이 타이트해졌다. 내수 수요 증가로 수출이 감소하면서 전세계적인 가격 상승 국면이 이어졌다.

이번 보고서에서는 중국의 구조조정 정책에 따라 철강산업에 나타난 세 가지 변화를 살펴보고 이에 따른 철강산업에 나타날 영향, 그리고 가격 변수들을 살펴보고자 한다.



자료: WSA, 메리츠증권증권 리서치센터



자료: 중국해관총서, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

Part 2-1. 첫 번째 변화 - 가동률 상승

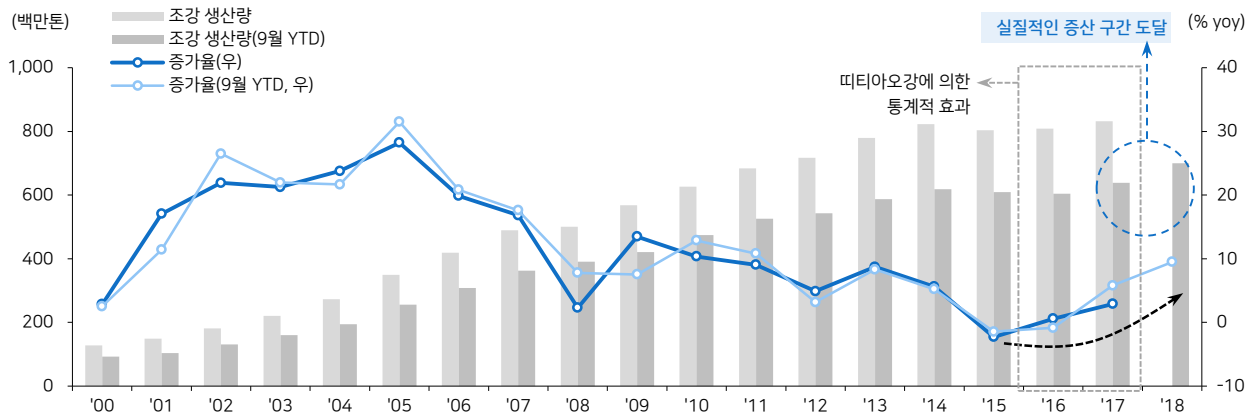
지난 2년은 생산량 증가 없는 가동률 상승기

2016년 중국은 철강 생산능력을 1.5억톤 가량 축소하겠다는 목표를 설정하고 강도 높은 구조조정 정책을 통해 이를 조기 달성하였다.

구조조정이 가장 활발했던 '16~'17년에 조강 생산량은 확대

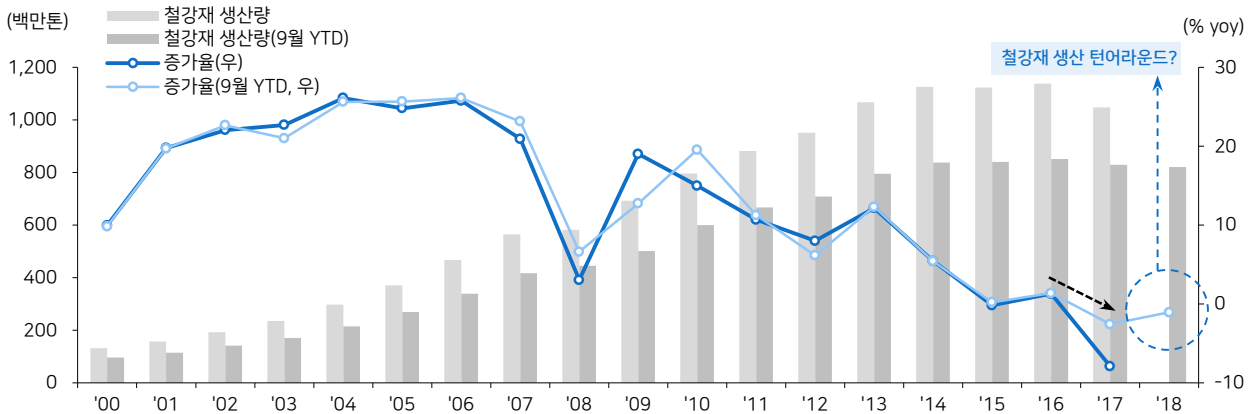
그런데 정작 구조조정을 가장 적극적으로 진행했던 2016~2017년 사이에 조강생산량은 확대되었다. 더구나 최근 2년 동안 조강 생산량이 증가했음에도 철강재 생산량은 소폭이나마 감소추세를 보이는 모순적인 상황이 나타나고 있다. 재고를 쌓아두지 않는 산업 특성을 고려하면 상공정 생산이 증가하고 있음에도 하공정 생산이 감소하는 것은 대단히 이례적인 상황이다.

그림40 중국 조강 생산량 추이



자료: NBS, 메리츠증권리서치센터

그림41 중국 철강재 생산량 추이



자료: NBS, 메리츠증권리서치센터

가장 먼저 살펴보아야 할 부분은 상공정 제품의 공급량이 정말로 확대되었는지 여부다. 시장의 가장 보편적인 해석은 생산능력 1억톤 가량의 유도도가 통계적으로 반영되지 않은 가운데 중국 정부가 2017년에 이를 전부 폐쇄하자 상위업체들이 생산을 대체하며 조강 생산량이 확대되었다는 것이다.

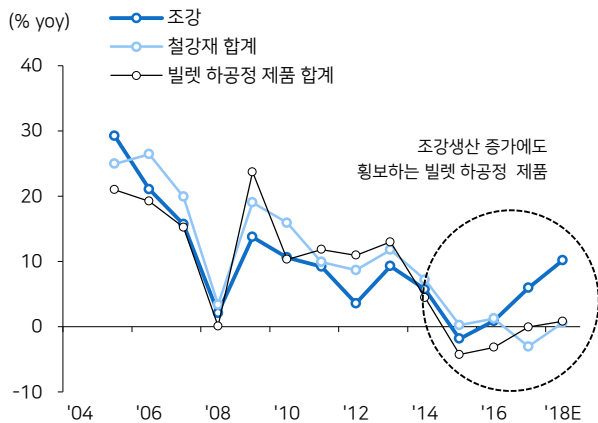
과연 철강재 통계에는 이러한 부분이 기 반영되어 있을까? 폐쇄 조치된 유도도 업체들은 철스크랩을 통해 C급 저품질 빌렛(Billet)을 주로 생산하는 것으로 알려져 있다. A급 제품이 정품이라고 하면 B급은 규격 미달 제품이고 C급은 규격조차 논할 수 없는 제품이다. 이런 제품을 띠티아오강(地条钢)이라고 부른다. 띠티아오강은 통계에 반영되지 않는다. 만약 철강재 통계에 반영되는 제품들이 띠티아오강을 상당부분 사용하고 있었다면 최근의 조강 생산량 증분은 큰 문제가 되지 않는다. 기존 저급 반제품을 정상 제품이 대체하면서 통계적으로 생산량 증가가 나타났다는 것을 의미하기 때문이다.

지난 2년간 빌렛 기반 제품의 생산량은 변화 없음
과거 조강 생산량 증가는 유도도 폐쇄 효과에 의한 통계적 효과로 볼 수 있음

중국 철강협회(CISA)가 발표하는 품목별 철강재 생산량을 살펴보면 지난 2년간 빌렛 기반 제품의 생산량은 증가하지 않았다. 그러나 중대형사 기준으로 2017년 빌렛 기반 제품의 생산량은 전년 대비 10.5%나 증가하였다. 이는 띠티아오강 공급 중단에 따라 소규모 업체에게 반제품 수급 문제가 있었다는 점을 시사한다. 결론적으로 철강재 통계에 띠티아오강을 사용한 제품이 상당부분 반영되어 있었으며 이들이 반제품 수급에 문제를 겪으면서 일부 물량의 생산주체가 소형사에서 대형사로 바뀌었다.

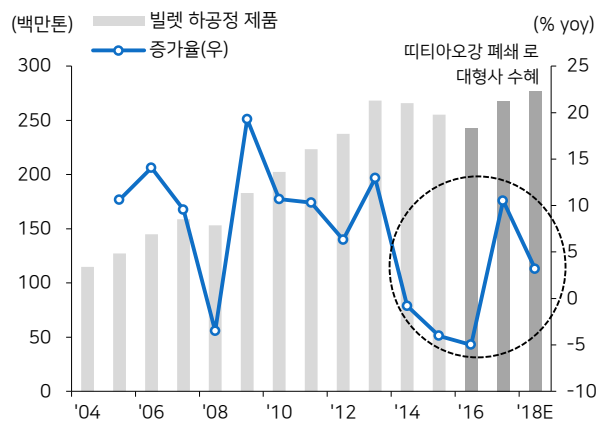
올해 들어 빌렛 가격과 철근 가격은 상승 추세를 이어오고 있다. 지난 2년은 띠티아오강 퇴출에 따른 정품 빌렛 수요 증가 및 철 스크랩 가격 상승에 따른 빌렛 가격 상승, 견조한 부동산 수요가 철근 가격을 상승 시킨 것으로 판단된다. 이 추세를 반전시킬 만한 요인은 조강 생산량 증가에 따른 빌렛 가격 하락과 부동산 수요의 하락이다.

그림42 품목별 중국 철강재 생산량 추이



주: 빌렛 하공정 제품은 철근, 선재, 봉형강을 포함
주2: 2018년 수치는 누적 데이터를 연환산
자료: CEIC, CISA, 메리츠증권증권 리서치센터

그림43 중대형사 기준 빌렛 하공정 제품 생산량 추이



주: 빌렛 하공정 제품은 철근, 선재, 봉형강을 포함
자료: CEIC, CISA, 메리츠증권증권 리서치센터

2019년은 공급의 변곡점 - 생산량 증가가 동반된 가동률 상승

2018년 조강 생산량은 유도로 폐쇄의 효과를 넘어 실질적으로 증산되는 수준에 도달

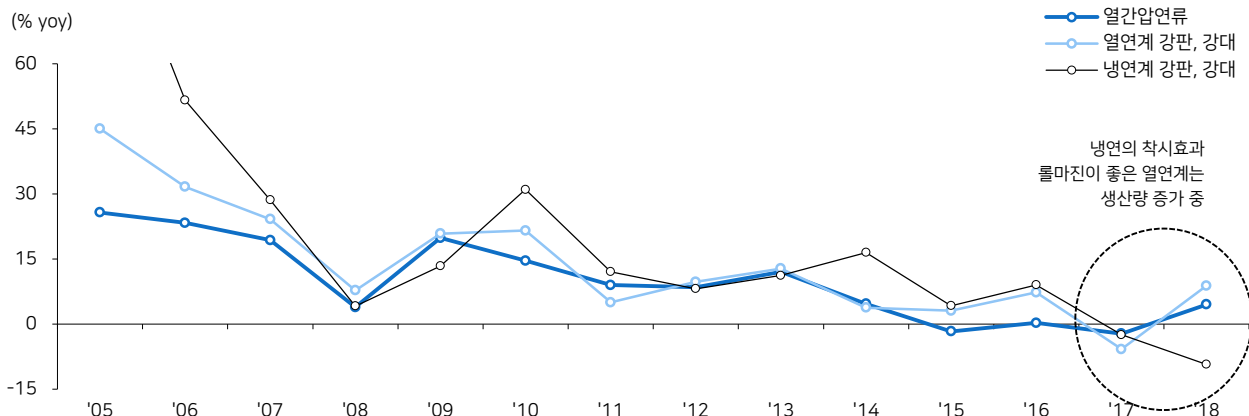
올해 들어 중국의 조강 생산량은 더욱 빠르게 확대되고 있다. 9월 누적 기준으로 비교해볼 경우 올해 조강 생산량은 전년 동기 대비 9% 가량 증가한 상황이다. 작년 연간으로 2016년 대비 조강 생산량이 3,000만톤 증가하였고 올해에는 year-to-date 기준으로 6,000만톤이 증가하였다. 유도로의 반제품 생산물량이 5,000만~7,000만톤 규모로 알려져 있다는 점을 고려하면 **지난 2년동안 조강생산량 증가 규모는 유도로 폐쇄 효과를 상회하고 있다.** 실질적으로 조강 생산이 증가하는 국면으로 들어선 셈이다.

제강업체들 입장에서는 열연, 철근 등의 롤마진이 좋고 재고 역시 낮은 상황이 지속되고 있기 때문에 시장논리에 의해 생산 확대가 가능한 상황이다. 또, 2016년부터 건설되기 시작한 전기로가 내년부터 본격적인 생산에 들어갈 가능성이 높다. 올해에도 이미 전기로 생산량이 일부 반영되고 있다고 판단된다.

조강 생산량이 확대될 경우 그 동안 증가하지 않았던 철강재 생산량도 반전될 전망

조강 증산이 내년에도 이어진다면 그 동안 증가하지 않았던 철강재 생산량도 반전될 것으로 전망한다. 실제로 전체 철강재 생산량은 보합세 혹은 소폭 하락세를 유지하고 있으나 롤마진이 좋은 열연류 제품의 경우 생산량이 확대되는 모습이 나타난다. 철강재 생산이 보합 수준인 이유는 수요가 좋지 않은 냉연 등 다른 품목에서 열연효과가 상쇄되었기 때문이다. 조강이 증산된다면 롤마진이 좋은 제품을 중심으로 생산량 확대가 더 가파르게 나타날 것으로 전망한다.

그림44 열연류와 냉연류의 생산량 추이



주: 2018년 수치는 누적 데이터를 연환산
 자료: CEIC, CISA, 메리츠증권증권 리서치센터

그림45 중국 열연코일 롤마진 추이



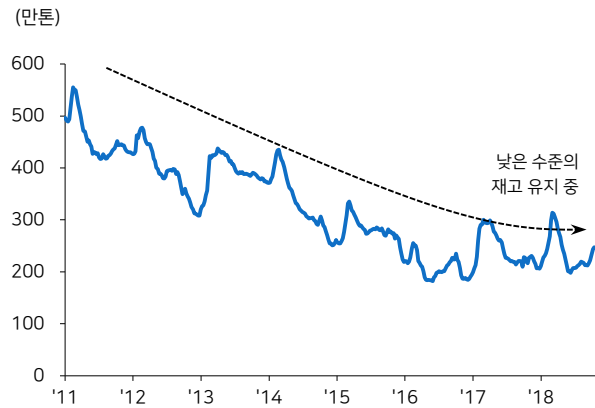
주: 상해 유통가 기준, 열연광폭강대
 자료: Steelhome, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림46 중국 철근 롤마진 추이



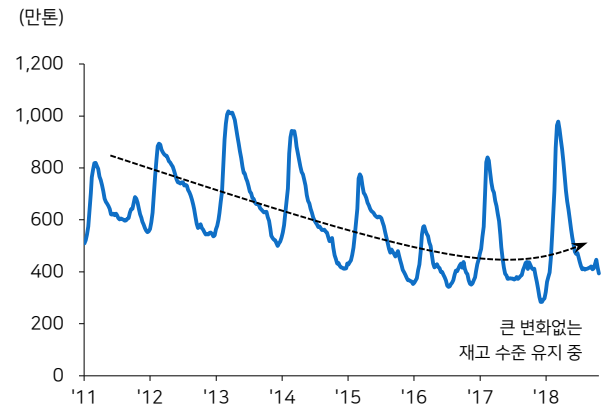
주: 상해 유통가 기준
 자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림47 중국 열연코일 재고 추이



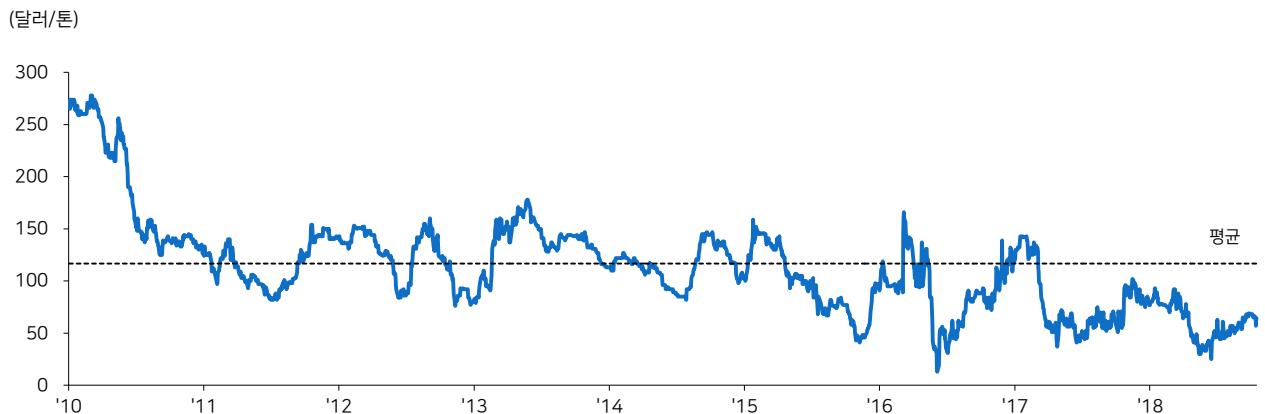
자료: Steelhome, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림48 중국 철근 재고 추이



자료: Steelhome, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림49 중국의 냉연과 열연 제품 가격 스프레드



주: 유통가 기준
 자료: 스틸데일리, 메리츠증권증권 리서치센터

정부도 감산을 바라지 않는다

중국 정부의 목표는 조강
생산능력 감축이며 생산량 감축이
아님

중국 정부는 지난 2년간 생산능력 감축, 동절기 감산 등으로 철강산업의 구조조정에 대한 강한 의지를 보여왔다. 그렇지만 정부가 공식적으로 내걸고 있는 목표는 생산량의 감소가 아닌 생산능력의 감소다. 2017년을 기준으로 이미 1.2억톤 가량 감축되었기 때문에 2020년까지의 목표는 상당부분 달성했다. 정부 주도 구조조정이 끝났다는 의미다.

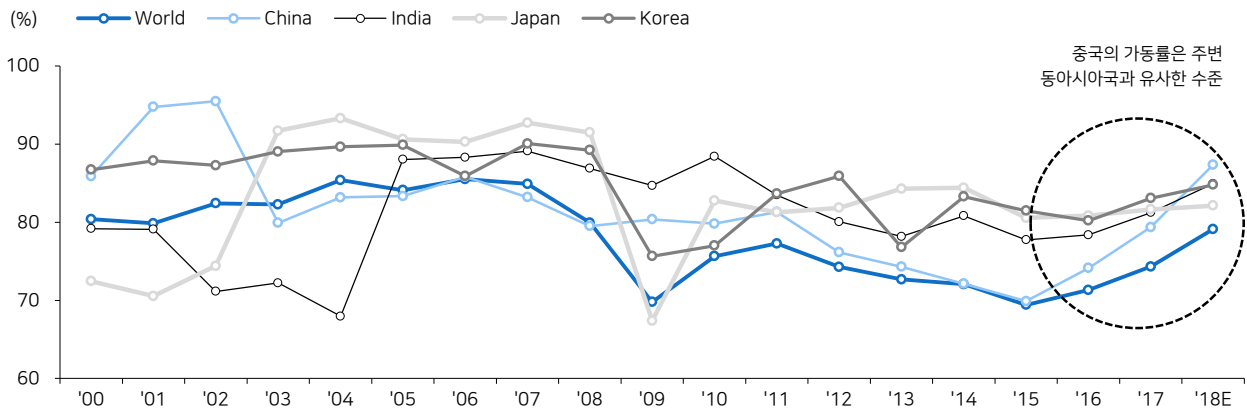
가동률을 고려하면 중국 정부가
고의적으로 생산량을 감축시킬
이유는 마땅치 않음
상황이 유지되는 한 적어도 현재
수준의 생산량 유지 전망

OECD에 따르면 중국의 조강 생산능력은 작년 기준 10억 5천만톤이다. 추가적인 설비 폐쇄가 없다고 가정하면 조강 생산량 8억 8천만톤을 기준으로 올해 가동률은 84.3%로 2006년 85.8%를 기록한 이후 최고 수준에 달할 전망이다. 그렇지만 한국, 일본 등 동아시아의 경쟁 국가 가동률이 80% 초중반인 점을 고려하면 현재 가동률은 적절한 수준이다. 중국은 특별한 외부 변수가 없었더라도 현재 수준의 조강 생산량을 유지했을 것이다.

그런데 무역분쟁이라는 특별한 외부 변수가 발생했다. 이로 인해 경제의 경착륙 우려가 커지게 되었다. 중국 정부가 최근 환경규제를 완화시켜 주는 이유가 이와 무관하지 않다. 그간 중국 제강사들의 적극적인 증산을 가로 막았던 마지막 장애물이 사라지고 있는 셈이다.

- 1) 기업들은 시장논리로 증산을 원하고, 2) 정부는 경기 방어를 위해 규제를 풀어 주었다. 3) 내년부터는 전기로 생산도 더욱 확대된다. 2019년은 철강 공급이 새로운 국면에 들어서는 시기다.

그림50 국가별 조강 생산 기준 가동률 추이



자료: WSA, OECD, 메리츠증권증권 리서치센터

Part 2-2. 두 번째 변화 - 철 스크랩 사용량 증가

철 스크랩 사용량은 빠르게 증가 중

철강산업 성숙에 따른 리사이클링
부문의 발전은 필연적

중국 철강산업이 본격적으로 확대되기 시작한지 약 20년이 흘렀다. 급격히 증가한 조강생산량에 따라 중국 내 철강축적량 역시 빠르게 확대되었다. 철강산업이 성숙하면 필연적으로 나타나는 현상이다. 이로 인해 리사이클링이 발전하게 된다. 포스코경영연구원에 따르면 2020년까지 중국의 연간 철 스크랩 생산량은 2억톤이상으로 추산되며 현재 수준의 수요가 유지될 경우 잉여 철 스크랩은 중장기적으로 연간 5천만톤 이상 발생한다. 따라서, 중국은 철 스크랩 사용량을 늘리거나 수출을 모색해야 한다. 중국은 이 중 철 스크랩 사용량을 늘리는 방안을 선택했다.

실제로 조강생산량 대비 선철 생산량의 증가폭이 더딘데 이는 철 스크랩 사용량이 늘어나기 때문이다. 철광석 소비량과 조강생산량을 비교해보면 이러한 추세는 명확하게 나타난다.

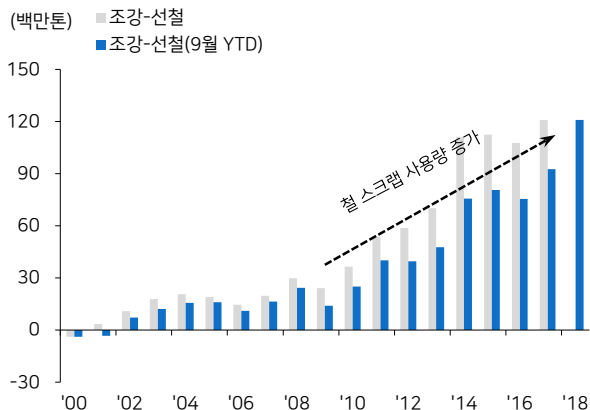
$$\text{철광석 소비} = \text{기초 재고} + \text{철광석 공급(생산+수입-수출)} - \text{기말재고}$$

[표1]과 같이 위의 산식으로 철광석 소비량을 구한 후 이를 조강생산량으로 나누어 철광석 투입원단위를 구해보면 2017년부터 그 배수가 하향 조정되기 시작하였다. 철강을 생산하는데 사용된 철광석의 양은 줄었고 그 대신 철 스크랩 사용량이 늘었다는 의미다. 철광석 투입 배수를 과거치인 1.66배를 고려했을 때 철 스크랩 사용량은 2017년에만 1,700만톤 가량 증가한 것으로 추정된다.

띠티아오강 폐쇄의 영향으로
늘어난 철 스크랩 공급은 고로
업체들의 투입 비중 확대를 통해
소모 중

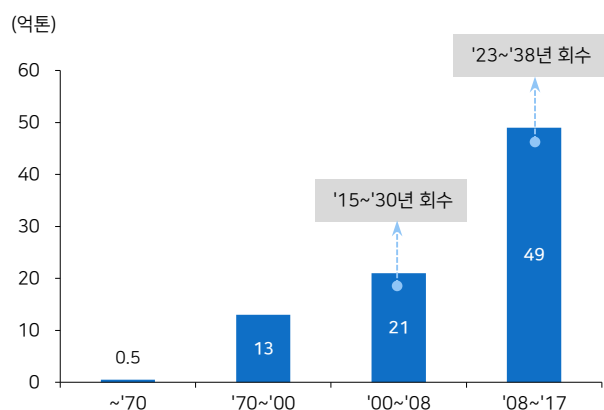
중국 정부는 제 13차 5개년 발전계획에서 2020년까지 철 스크랩의 사용비율을 제12차 계획 대비 2배로 확대한 20%를 달성하겠다고 밝혔다. 이러한 정책 배경 하에서 2017년 진행된 띠티아오강(地条钢) 폐쇄조치의 영향으로 철 스크랩의 공급이 늘자 고로업체들이 스크랩 투입 비중을 확대한 것으로 분석된다.

그림51 중국 조강 생산량 - 선철 생산량 추이



자료: NBS, 메리츠증권증권 리서치센터

그림52 중국 기간별 철강축적량



자료: POSRI, 메리츠증권증권 리서치센터

중국의 전기로와 전로는 탄력적으로 철 스크랩 비중을 조절 가능

중국 철강산업은 전기로와 전로가 명확하게 구분되는 한국과 다르다. 전기로 업체라 하더라도 선철을 많이 사용하는 편이다. 전로 역시 철 스크랩을 많이 사용하는 등 유연한 생산이 가능한 구조다. 철 스크랩 사용량이 증가한다는 것이 필연적으로 전기로 투자와 연결되지 않는다.

전기로 생산이 본격화되지 않았음에도 철 스크랩 사용량은 급격히 증가

과거 전로의 스크랩 장입량이 6%에 불과했으나 최근에는 15~20% 수준으로 확대되었다. 중국 민영철강사 1위 기업인 사강 그룹의 경우 최근 전로에 철 스크랩을 무려 25% 가량 장입한다고 밝혔다. 이는 전기로 없이도 철 스크랩 사용량 증가가 충분히 가능하다는 점을 시사한다. 과거에는 상당한 수의 전기로에 선철을 60~80% 가량 투입하여 전로와 같이 사용하였다. 이러한 전기로의 스크랩 투입 비중도 늘릴 수 있다.

표1 중국의 철광석 소비량과 투입 원단위 추이

(백만톤, %)	수입량 (A)	원광 생산량	사용 가능 물량 (B)	사용 가능 비중	원광의 품위	공급량 (A)+(B)	소비량	조강 생산	철광석 투입 원단위
'04	208	310	156	50.3	31.3	364		272	
'05	275	420	186	44.2	27.3	461		349	
'06	326	588	237	40.3	25.0	563		419	
'07	384	707	345	48.8	30.3	729	720	489	1.47
'08	444	824	339	41.1	25.5	783	767	500	1.53
'09	628	880	374	42.5	26.4	1,002	998	568	1.76
'10	619	1,072	371	34.6	21.5	990	980	627	1.56
'11	687	1,327	442	33.3	20.6	1,129	1,107	683	1.62
'12	745	1,310	420	32.1	19.9	1,165	1,182	717	1.65
'13	820	1,451	417	28.7	17.8	1,237	1,239	779	1.59
'14	933	1,514	410	27.1	16.8	1,343	1,327	823	1.61
'15	953	1,381	375	27.1	16.8	1,328	1,333	804	1.66
'16	1,025	1,281	329	25.7	15.9	1,353	1,339	808	1.66
'17	1,075	1,229	313	25.5	15.8	1,389	1,355	832	1.63
'18.8	710	511	130	25.5	15.8	840	831	533	1.56
'17.8	714	864	220	25.5	15.8	935	993	566	1.75

주: 2014, 2015년의 사용 가능 물량은 USGS의 추정치, 2016년, 2017년의 사용 가능 물량은 메리츠증권증권 추정치

주2: 투입 원단위는 조강 1톤당 들어가는 철광석의 양을 의미

자료: NBS, 해관총서, USGS, Steelhome, 메리츠증권증권 리서치센터

전기로가 확대되겠지만 그 속도와 철 스크랩 시장에 미치는 영향은 제한적

고로를 전기로로 전환하기에는
기회비용이 큰 상황

중국 정부는 1차적으로 구조조정을 통해 철강 생산능력을 줄여야 한다. 따라서 신설 전기로를 대폭 확대하기 어렵다. 그래서 고로를 전기로로 전환하도록 유도를 하고 있는 상황이다. 그렇지만 고로 업체 입장에서는 전기로로 전환할 이유가 없다. 중국 고로의 50%는 2000년대 이후에 준공이 되었기 때문에 고로의 연식은 불과 10~15년으로 감가상각비조차 미처 회수되지 못한 상황이다. 현재 정부에서는 전로에서 전기로로 전환 시 생산능력을 1대 1(혹은 1.25:1)로 교환할 수 있는 혜택을 주는 상황인데 그 전제 조건으로 고로 관련 시설의 폐쇄를 요구하고 있다. 단순히 전로를 전기로로 대체한다면 교체가 활발히 일어날 수 있으나 고로를 폐쇄 하면서 까지 전기로로 전환할 수요는 많지 않을 전망이다.

그럼에도 불구하고 2017년에 허가가 난 5,400만톤 규모의 전기로가 2018~2020년 사이에 준공이 된다고 가정하면 스크랩 수요는 2억 3천만톤까지도 증가할 수 있다. [표3]에서 (C)시나리오를 2018년의 상황으로 상정하면 철 스크랩 수요는 (E)시나리오에서 2020년까지 5,000만톤 증가한다. 이 경우 철 스크랩을 중국 내 공급으로 충족하기 어렵다.

전로의 철 스크랩 사용 비중에
따라 수급이 크게 변할 수 있음

그러나 [표3]과 같이 고로(전로)의 철 스크랩 투입 비중에 따른 철 스크랩 수요 변동폭은 상당히 크다. (D)시나리오와 같이 고로 공정에 철 스크랩이 10% 정도 사용되고 전기로가 100% 철 스크랩을 사용한다고 가정하면 고로가 감소하지 않는 케이스에서 철 스크랩 수요는 1억 9천만톤 가량으로 추정된다. 이 경우 철 스크랩 수요는 2020년까지 1,700만톤 가량 증가할 전망이다. 중국의 철 스크랩 발생량은 2020년까지 2억톤을 상회할 것으로 전망되기 때문에 절대적인 수치만 본다면 수급 밸런스에 문제가 되지 않는다.

표2 국가별 철스크랩 투입원단위

(kg/톤)	국가	'08	'09	'10	'11	'12	'13	'14	'15
전로	중국	80	65	73	70	59	61	60	
	한국	130	97	135	147	158	196	123	
	대만	146	141	123	117	94	86	84	87
	일본	158	145	158	136	115	122	122	106
	미국	231	329	314	257	211	208	192	147
전기로	중국	629	520	521	521	403	381	372	
	한국	1014	1107	1009	934	995	965	1104	
	대만	1036	1025	1051	1066	1043	1023	1054	1039
	일본	1041	1038	1043	1047	1048	1050	1032	1036
	미국	848	1088	817	854	922	771	734	797
합계	중국	149	109	119	116	90	83	79	
	한국	516	532	498	450	473	464	455	410
	대만	585	569	563	582	533	494	488	446
	일본	378	340	350	346	332	331	333	319
	미국	589	798	622	617	631	549	531	555

자료: POSRI 재인용, 메리츠증권 리서치센터

전기로 증가 ≠ 철 스크랩 수요 증가

철 스크랩의 가격이 지나치게 높아질 경우 고로 업체들이 철 스크랩 투입량을 줄이면 수급 문제는 쉽게 해결된다. 극단적으로 과거처럼 고로 업체들이 철 스크랩을 6.5%만 투입한다면 전기로에서 철 스크랩을 100% 사용한다고 가정하더라도 철 스크랩 수요는 1억 6천만톤에 불과하다. 이 경우 오히려 초과 공급이 4,000만톤 발생하기 때문에 단순히 전기로가 증가한다고 하여 선불리 철 스크랩의 부족을 예단하기는 어렵다고 판단된다. 메리츠중금증권은 (C)시나리오를 베이스 시나리오로 가정하여 2020년까지 철 스크랩 수요는 2억톤 수준으로 공급과 유사한 수준이 유지될 것으로 전망한다.

표3 시나리오별 철광석 및 철 스크랩 수요 변화

	2017년	2018년 추정치	2020년 고로 생산 유지	2020년 고로 감소
고로				
조강 생산능력 (만톤/년)	96,400	93,400	91,400	91,400
조강 생산량 (만톤/년)	77,973	79,800	79,800	73,120
가동률 (%)	80.9	85.4	87.3	80.0
전기로				
조강 생산능력 (만톤/년)	8,600	10,600	14,000	14,000
조강 생산량 (만톤/년)	5,200	8,200	12,000	12,000
가동률 (%)	60.5	77.4	85.7	85.7
합계				
조강 생산능력 (만톤/년)	105,000	104,000	105,400	105,400
조강 생산량 (만톤/년)	83,173	88,000	91,800	85,120
가동률 (%)	79.2	84.6	87.1	80.8
전기로 비중 (%)	6.3	9.3	13.1	14.1
철 스크랩 소비 (만톤/년)				
(A): 철 스크랩 투입비 - 고로 10%, 전기로 50%	10,161	11,707	13,435	12,767
(B): 철 스크랩 투입비 - 고로 15%, 전기로 50%	12,500	14,101	15,829	14,960
(C): 철 스크랩 투입비 - 고로 15%, 전기로 70%	15,005	17,188	19,606	18,604
(D): 철 스크랩 투입비 - 고로 10%, 전기로 100%	12,525	15,435	18,889	18,221
(E): 철 스크랩 투입비 - 고로 15%, 전기로 100%	16,423	19,425	22,879	21,877
철광석 소비 (만톤/년)				
(A): 철 스크랩 투입비 - 고로 10%, 전기로 50%	134,635	140,452	143,967	119,201
(B): 철 스크랩 투입비 - 고로 15%, 전기로 50%	130,307	136,023	139,538	115,560
(C): 철 스크랩 투입비 - 고로 15%, 전기로 70%	125,498	130,037	132,146	109,148
(D): 철 스크랩 투입비 - 고로 10%, 전기로 100%	129,825	132,867	132,867	109,241
(E): 철 스크랩 투입비 - 고로 15%, 전기로 100%	122,612	125,486	125,486	103,172
철 스크랩 사용 비중 (%)				
(A): 철 스크랩 투입비 - 고로 10%, 전기로 50%	10.8	11.8	13.0	14.6
(B): 철 스크랩 투입비 - 고로 15%, 전기로 50%	13.3	14.2	15.4	17.2
(C): 철 스크랩 투입비 - 고로 15%, 전기로 70%	16.1	17.5	19.2	21.4
(D): 철 스크랩 투입비 - 고로 10%, 전기로 100%	13.4	15.7	18.5	21.1
(E): 철 스크랩 투입비 - 고로 15%, 전기로 100%	17.6	19.9	22.6	25.3

자료: WSA, NBS, 메리츠중금증권 리서치센터

Part 2-3. 세 번째 변화 – Consolidation

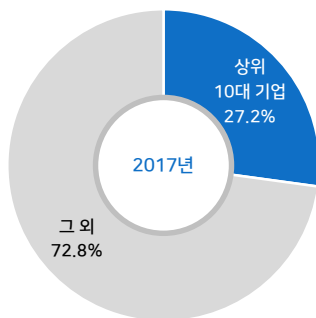
중국 철강업체의 합병으로 글로벌 철강산업의 집중도가 높아진다

철강산업은 미국, 한국, 일본 등 선진국에서는 굉장히 과점적인 형태를 띠고 있다. 국가 기간 산업으로서 정부의 보호와 규제를 받고 자본집약적인 특성상 규모의 경제 효과가 크기 때문이다.

그런데 정작 글로벌 전체로 보면 상위 10개 기업의 조강생산량은 4억 5,400만톤으로 산업집중도는 27.2%에 불과하다. 각국 입장에서 집약도는 높으나 내수 중심이기 때문에 글로벌 관점에서는 집약도가 낮다. 또 전체 시장의 50%를 차지하는 중국 철강의 산업집중도가 낮다는 점도 한몫하고 있다. 중국 정부는 구조조정을 통해 2025년까지 8천만톤 급 기업 3~4개, 4천만톤급 기업 6~8개를 확보하여 산업집중도를 60%까지 끌어올리겠다고 밝혔다. 이 경우 다른 기업의 증설 효과를 배제한다면 글로벌 상위 10대 기업의 산업집중도는 37.5%까지 상승하며 상위 20대 기업으로는 산업집중도가 38%에서 60%수준까지 확대될 전망이다.

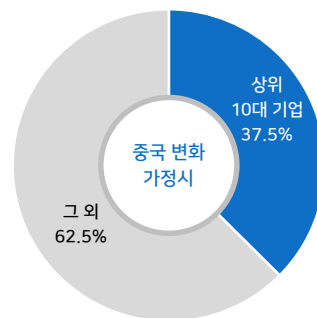
산업집중도가 이렇게 큰 폭으로 상승한 경험은 2000년~2005년의 M&A물결을 제외하면 없었다. 최근에도 NSSMC같은 일본업체의 대규모 합병이 있었으나 중국의 생산량 증가로 인해 상위 10대 업체의 집중도는 큰 폭의 변화 없이 27% 수준을 유지하고 있는 상황이다.

그림53 10대 기업 산업집중도 현황 [2017년]



자료: WSA, 메리츠증권증권 리서치센터

그림54 중국 구조조정 이후 산업집중도 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표4 시대별 조강생산량 상위 10대 업체와 생산량 기준 산업집중도						
(백만톤)	1988년		1995년		2000년	
등수	기업	생산량	기업	생산량	기업	생산량
1	Nippon Steel(NSSMC)	28.3	Nippon Steel(NSSMC)	27.8	Arcelor	44.0
2	Usinor Sacilor(Arcelor)	17.6	POSCO	23.4	LNM Group(Mittal Steel)	34.8
3	POSCO	13.1	British Steel(Corus→Tata)	15.7	Nippon Steel(NSSMC)	29.8
4	British Steel(Corus→Tata)	14.7	Usinor Sacilor(Arcelor)	15.5	POSCO	28.1
5	USX(US Steel)	14.1	Riva	14.4	Shanghai Baosteel(Baowu Steel)	19.5
6	NKK Corporation	12.0	Arbed(Arcelor)	11.5	Corus(Tata Steel)	16.8
7	Thyssen(ThyssenKrupp)	11.8	USX(US Steel)	12.1	ThyssenKrupp	16.4
8	ILVA	11.8	NKK(JFE)	12.0	NKK(JFE)	15.2
9	Bethlehem Steel(Arcelor)	11.7	SAIL	10.5	Riva	15.0
10	Kawasaki(JFE)	10.9	Kawasaki(JFE)	11.1	US Steel	14.4
전체 조강생산량		779.6			752.3	848.9
상위 10대 업체 집중도		18.7			20.5	27.6
	2005년		2012년		2017년	
등수	기업	생산량	기업	생산량	기업	생산량
1	Mittal Steel	63.0	Arcelor Mittal	93.6	ArcelorMittal	97.0
2	Arcelor	46.7	NSSMC	47.9	China Baowu Group	65.4
3	Nippon Steel(NSSMC)	32.0	Hebei Group(HBIS)	42.8	NSSMC	47.4
4	POSCO	30.5	Baosteel Group(Baowu Group)	42.7	HBIS Group	45.6
5	JFE	29.9	POSCO	39.9	POSCO	42.2
6	Baosteel(Baowu Group)	23.8	Wuhan Group(Baowu Group)	36.4	Shagang Group	38.4
7	US Steel	19.3	Shagang Group	32.3	Ansteel Group	35.8
8	Nucor	18.4	Shougang Group	31.4	JFE Steel Corporation	30.2
9	Corus Group(Tata Steel)	18.2	JFE	30.4	Shougang Group	27.6
10	Riva	17.5	Ansteel Group	30.2	Tata Steel Group	25.1
전체 조강생산량		1,144.1			1,560.1	1,673.0
상위 10대 업체 집중도		26.2			27.4	27.2

자료: WSA, 메리츠증권증권 리서치센터

철강산업 통합의 역사

1기(1960~1980s): 통합은 정부주도로 구조조정을 위해 이루어짐

철강산업에서 통합의 사례는 상당히 많다. 큰 틀에서 통합의 역사는 세 가지 시기로 구분된다. 먼저, 제 1기에 해당하는 1960~1980년대 사이에는 각국의 산업정책 변화에 의해 정부주도로 통합이 이루어졌다. 대표적인 사례는 신일본제철, British Steel 등이 있다. 신일본제철은 1970년 야하타제철과 후지제철이 합병해 탄생했다. British Steel 역시 영국 정부가 14개의 국영 철강업체를 합병하며 탄생했다. 1기의 특징은 정부주도로 구조조정을 하는 과정에서 통합이 이뤄졌다는 것이다.

2기(1990s): 민영화와 공급과잉에 따른 위기를 극복하기 위한 통합

이후 1990년대에는 철강 공급 과잉에 따른 민간기업 중심의 통합이 이루어졌다. 냉전체제가 종식되면서 군수산업에 소재를 공급했던 철강산업의 입지가 약해졌고 많은 국영 철강기업이 민영화되던 시기였다. 영국의 British Steel, 프랑스의 Usinor가 대표적이며 POSCO가 민영화 추진된 시기도 이 무렵이었다. 이렇게 민영화된 기업들은 위기를 극복하기 위해 M&A도 활발하게 진행하였다. British Steel의 경우 네덜란드의 Hoogovens와 합병하여 Corus로 재탄생하였으며 Usinor의 경우도 룩셈부르크의 Arbed, 스페인의 Aceralia와 합병하여 Arcelor가 되었다.

3기(2000s): 전후방 산업의 통합화에 대한 대응, 신흥시장 진출, 원재료 수직계열화를 위한 통합

2000년대에 들어 선진국 철강기업들이 전후방 산업의 통합화에 맞서 교섭력을 제고하기 위해 인수합병을 추진했다. 수평적 결합을 통해서 진출국의 원재료를 사용하거나 합작기업을 만들어 신흥시장에 진출하였다. 수직적 결합을 위해 광산 등을 인수하기도 하였다. 이 무렵 철강사 간 전략적 제휴도 활발해졌다.

표5 철강산업 통합의 역사

시기	목적	대표업체
'60~'80년	정부 중심으로 구조조정을 위한 수평적 통합	신일본제철, British Steel, Usinor-Sacilor
'90년대	민영화와 경영위기를 극복하기 위한 수평적 통합	British Steel, Usinor, ThyssenKrupp, Riva-Ilva, JFE
'00년~'15년	지역 다변화를 위한 수평적 통합 원재료 경쟁력 향상을 위한 수직적 통합 다각화를 위한 M&A	Arcelor-Mittal Corus, POSCO TKS, Tata, POSCO
'15년~현재	구조조정을 위한 국가 내 수평적 통합	NSSMC, Baowu Group

자료: 메리츠증권리서치센터

구조조정을 위한 중국 철강업체들의 통합

최근 나타나는 중국 혹은 일본 철강산업의 통합은 같은 지역 내 수평적 통합

불과 몇 년 전까지만 해도 철강사의 M&A는 원가경쟁력 확보를 위한 수직적 통합이거나 지역 다변화를 위한 수평적 결합이 중심이 되었다. 최근 일본의 NSSMC나 중국업체의 합병은 한 국가 내 수평적 통합이라는 측면에서 이와 차이가 있다. 일본과 중국 정부 모두 철강산업을 구조조정하는 가운데 지역 내 M&A가 나타났다는 점이 1980년대 이전의 모습과 유사하다.

수평적 통합을 통해 개별기업은 시장의 공급을 늘리지 않고 성장 가능

중국 개별 기업입장에서는 정부가 신규설비를 제한하고 있기 때문에 성장 전략으로서 다른 철강사 인수가 필요하다. 정부의 규제도 노후설비 가동 중단으로 충족시키고 신규 설비 중심으로 가동률을 높이는 방식으로 피할 수 있다. 정부입장에서는 통합 이후 노후 설비의 폐쇄 및 고부가가치 제품 중심의 투자를 유도해 산업의 경쟁력을 끌어올릴 수 있다.

중국업체의 통합은 고부가가치 제품의 경쟁을 유발할 가능성이 있음

중단기적으로 중국업체의 통합은 산업 구조조정의 측면에서 긍정적으로 작용하겠으나 장기적인 관점에서 고부가가치 제품의 경쟁은 치열해질 가능성이 있다. 업체간 통합 이후 중국 정부가 취할 다음 행동은 고부가가치 제품의 비중 확대에 집중될 가능성이 높기 때문이다. 바오산강철과 같이 고부가가치 제품의 경쟁력이 상당히 높은 기업들이 저품질 제품을 생산하는 기업을 인수할 경우 경쟁력을 빠르게 개선시킬 수 있다.

M&A 중심으로 생산능력 감축이 이루어질 전망이기에 시장 전반적으로 합병의 긍정적인 효과가 더 클 전망

그럼에도 불구하고 합병이 빠르게 진행될 경우 긍정적인 효과가 더 크다고 판단한다. 정부의 생산능력 감축 목표가 달성되면서 향후 구조조정은 정부의 강제적인 시설 폐쇄보다 M&A를 중심으로 진행될 가능성이 높기 때문이다. 실제로 바오산강철과 우한강철이 합병하는 과정에서 약 1,000만톤 규모의 조강생산능력을 감축하였다. 대부분 가동중단 상태였던 노후 설비이므로 생산량에 미치는 영향은 크지 않았을 것으로 보이지만 감가상각비에 대한 부담이 줄어든 만큼 증산에 대한 부담감은 낮아질 수 있다. 철강업체가 공급과잉 상태라는 점과 공급증가가 제한되는 상황에서 가격 상승을 경험한 만큼 통합 이후 무리한 경쟁을 추구하기보다 수익성을 개선하는데 주력할 가능성이 높다.

표6 바오산 강철과 우한 강철 합병 과정에서 폐쇄된 노후 설비

대상 철강사	폐쇄 대상 설비	폐쇄 능력
상해 뤄징	150만톤 고로 3기	조강 345만톤
남통보강	420m ³ 고로 1기, 50톤 전로 2기, 100톤 전로 1기	조강 120만톤
소관강철	420m ³ 고로 1기, 450m ³ 고로 1기, 150톤 전로 2기	조강 90만톤
상해STS유한공사	750m ³ 고로 1기, 2,500m ³ 고로 1기, 150톤 전로 2기	조강 315만톤
팔일강철	1,800m ³ 고로 2기, 120톤 전로 2기	
보강특수강	100톤 전기로	조강 50만톤

자료: 언론사, 메리츠증권증권 리서치센터

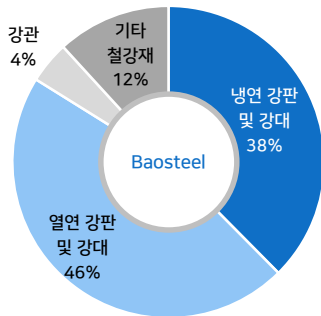
M&A의 속도는 복잡한 지배구조와 지분구조로 인해 더딜 수 있음

실질적으로 통합의 속도는 생각만큼 빠르지는 않을 수 있다. 작년엔 바오산강철과 우한강철이 바오우그룹으로 합병하였지만 복잡한 지배구조와 지분구조로 인해 두 기업 모두 국무원국유자산감독관리위원회가 소유한 국영업체임에도 불구하고 합병이 완전히 마무리되는데 3년 이상의 시간이 걸릴 것으로 전망되고 있다. 행정적인 관점에서 둘의 합병은 발표 직후 5개월만에 이루어졌으나 합병의 시너지가 나기 위해서 필요한 중복 사업부 정리, 설비 폐쇄 등에 3년이 걸리는 것이다. 중국 정부 역시 업체간 통합 목표시기를 2025년으로 설정하여 상당한 여유를 두고 있다.

M&A가 시너지가 나는 경우가 상당히 많기 때문에 속도와 무관하게 방향성은 유지될 것

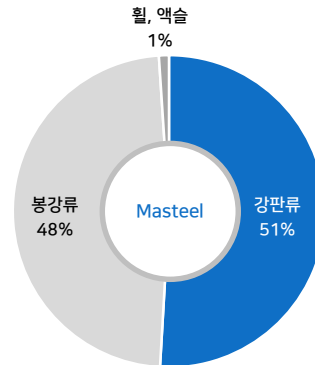
최근 해외 언론에서 바오우그룹과 마강그룹의 합병이 언급되었는데 양사간 합병 역시 국영기업간 합병이긴 하나 중앙정부와 지방정부로 소유구조가 달라 마찰은 더 심할 것으로 전망된다. 그럼에도 불구하고 양사가 합병할 경우 판재류 중심의 바오우강철이 봉형강류로 포트폴리오를 다변화할 수 있기 때문에 시너지가 상당할 전망이다. 이처럼 중국 업체들의 합병은 상호간 시너지가 날 여력이 많이 남아있다. 포트폴리오 다변화나 지리적 근접성으로 원재료 조달비용 절감 등이 가능하다. 속도가 더딜 수 있으나 M&A 확대라는 방향성에 대해서는 의심의 여지가 없다.

그림55 바오산강철 제품 포트폴리오 [2017년]



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림56 마안산강철 제품 포트폴리오 [2017년]



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Part 2-4. 소결론 – Supply Inflection Point

1) 공급의 변곡점 – 철강재 생산량 확대에 대한 우려

작년부터 이어진 조강 생산량의 확대는 철강재 생산 확대로 이어지지 않았기 때문에 음성적인 반제품의 양성화 효과라고 판단된다. 문제는 올해 들어 생산량이 더 가파르게 상승하고 있는 상황이며 이미 띠티리아오강의 폐쇄효과를 상쇄하고 실질적으로 증산이 나타나는 구간에 들어섰다.

가동률을 고려하면 중국은 철강 생산량을 현재 수준 이상으로 유지할 가능성이 높다. 그 동안 생산능력을 감축함으로써 가동률을 높여올 수 있었지만 향후 추가적인 감축이 없는 만큼 가동률을 80%이상 유지하기 위해선 현재 수준의 생산이 이어져야 한다. 동절기 감산 등도 일회적으로 큰 효과가 있었으나 연례화되면서 그 효과는 점점 둔감해지고 있으며 규제 역시 어려운 경제상황으로 인해 강도가 낮아지고 있는 상황이다.

반면 낮은 재고와 높은 롤마진으로 인해 기업들의 생산 확대 욕구는 여전히 높은 상황이다. 증설된 전기로의 가동효과까지 고려한다면 철강 생산량이 확대될 가능성을 염두 해야 한다. 중국 내수 수요가 받쳐주지 않는다면 확대된 생산량이 수출로 이어지며 국제 철강가격이 하락 압력을 받을 것이다.

2) 철 스크랩 - 수급의 조절이 가능하다

전기로 제강생산이 증가하기 때문에 철 스크랩이 부족하다는 단순한 논리에서 벗어나야 한다. 중국은 전로의 철 스크랩 장입량 조절을 통해 수급을 조절하고 있는 상황이다. 국가적인 차원에서 철 스크랩 사용을 장려하고 있는 것은 맞으나 공급 역시 향후 10년 간 빠르게 늘어날 것이라는 점을 고려해야 한다. 철 스크랩 가격은 Part4에서 추가적으로 다루겠지만 중국 외의 요인을 고려하더라도 상승을 단언하기 어렵다고 판단된다.

3) 남은 공급변수는 M&A - 속도의 문제

남아있는 공급 변수는 중국 정부의 정책과 기업간 대규모 합병이다. 최근 중국 정부의 환경규제는 오히려 기대보다 완화되고 있으며 낮아지는 경제성장률과 무역분쟁으로 인한 경제 효과를 방어하기 위해 구(舊)경제분야의 생산량을 적극적으로 제한하기 어려운 상황이 지속될 것으로 판단된다.

따라서, 기업간 대규모 합병이 구조조정으로 이어지며 공급 조절에 기여할 가능성이 높다. 그러나 복잡한 지배구조, 중앙정부와 지방정부 간 이권 문제 등으로 속도가 빠르게 나타나기 어려울 것이다. 만약 통합이 예상보다 빠르게 이루어진다면 공급과잉에 대한 우려가 완화될 가능성이 있다.

Part 3-1. 수요 - Looking for the special

열쇠는 여전히 건설이 쥐고 있다

중국의 철강재 공급 우려가 있으나 수요가 견조하다면 큰 문제가 되지 않는다. 가격이 우상향하는 가운데 유통재고가 낮은 상황이 지속되고 있어 수요는 아직까지 견조한 편이다. 향후 인프라를 중심으로 건설부문 수요 둔화가 우려된다.

인프라 투자의 불확실성으로 인한
건설부문 수요 둔화 우려

수요의 방향성을 결정하는 것은 여전히 건설이다. 자동차의 경우 부진이 지속되고 있으며 조선은 개선이 명확한 상황이나 전체 시장 규모를 고려하면 큰 영향을 주기는 어렵다. 건설의 경우 토목과 주택의 상황이 대조되는 상황이다. 중국의 인프라 투자가 둔화되며 토목향 수요는 단기적으로 부진할 전망이다. 주택부문은 견조한 모습이 유지되고 있다. 작년까지는 두 부문의 수요가 모두 좋았기 때문에 공급 우려가 지속될 경우 가격 하락 압력은 강해질 전망이다.

중국 정부의 인프라 정책이 수요
방향성을 결정

상황을 반전시킬 변수는 중국의 인프라 정책 변화이다. 중국 정부는 소비 중심의 경제로 전환 하는 과정에서 부채를 기반으로 한 인프라 투자는 신중하게 진행했었다. 그 결과 올해 인프라 투자 증가율은 굉장히 둔화된 상황이다. 인프라 투자 감소에 따른 경제적 효과가 정부의 예상보다 큰 것으로 보인다. 최근 중국 정부는 기존의 전략을 수정하여 재정정책을 다시 확대하고자 하는 움직임을 보여주고 있다. 특히, 무역분쟁으로 인한 부정적인 효과를 인프라 투자로 일부 상쇄시키려는 모습이다.

니치마켓에서 찾는 기회

개선이 명확한 조선/플랜트
부문에 주목
니치마켓에서 기회를 발견

수요산업 중에서는 개선이 명확한 조선/플랜트 부문을 주목한다. 석유기업의 다운스트림 진출, 유가 상승에 따른 LNG플랜트 및 해양플랜트 확대로 고부가가치 특수강에 대한 수요가 확대될 것으로 전망한다. 미국의 철강 쿼터가 완화된다면 유정용/송유관용 강관 혹은 조선/해양플랜트용 후속강관을 생산하는 업체들에도 주목할 만하다.

주가 측면에서 니치마켓을 공략하는 업체들은 다운사이클에서도 상대적으로 주가가 선방하였다. 특히, 품목이 특화된 특수강 업체들의 경우 철강 시황보다 전방시장의 사이클을 따라가면서 다른 철강업체들과 달리 주가가 상승하는 경우도 나타난다. 니치마켓을 중심으로 사업을 영위하는 업체들에 대해 산업 내 방어주 관점에서 주목할 필요가 있다.

Part 3-2. 건설 - 정부 주도의 중국 시장, 둔화되는 국내 시장

중국

(1) 인프라 회복 여부에 주목

지난 2년의 철강 호황에는 건설부문의 기여가 컸다. 인프라 투자가 지속되는 가운데 특히 부동산 개발에 대한 투자가 증가하며 건설부문 수요가 많은 봉형강류의 가격도 강세였다. 문제는 건설부문의 수요에 대한 우려가 인프라 부문의 고정자산 투자 증가율이 급감하면서 부각되고 있다.

중국은 소비 중심의 신(新)경제로 전환한다는 목표 아래 디레버리징 정책을 펼쳤다. 이러한 영향으로 인프라 투자 증가율이 급감하였다. 그러나 과도기인 현재 구(舊)경제의 둔화가 성장률에 생각보다 큰 영향을 미치고 있다. 올해는 무역분쟁 이슈까지 겹치면서 경제의 연착륙을 위한 방안이 절실한 상황이다. 중국 정부로서 대안이 많지 않은 상황이기 때문에 인프라 투자 활성화가 유력하게 언급된다. 정부는 경기부양에 대한 의지를 보여주고 있다.

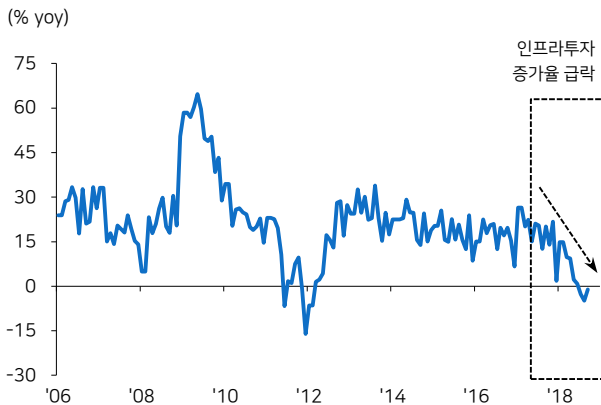
지방정부 특별채에 대한 인센티브를 부여하는 등 인프라 재원의 유동성은 확대되는 중

지난 8월 중국 국무원은 올해 9월까지 지방정부 특별채 발행을 한도의 80% 이상까지 조기 발행하라고 지시했다. 지방정부들은 올해 한도인 1조 3,500억위안의 발행을 10월까지 대부분 마무리해야 한다. 지방정부 특별채는 낮은 수익률로 인해 그 동안 PPP 대비 인프라 투자에 선호되지 않는 방식이었다. 중국 정부는 이러한 점을 고려하여 채권의 만기에 대한 규제를 없애 투자 매력을 높여준 상황이다. 특별채는 정부 예산에 포함되지 않기 때문에 그 동안 정부의 부채 관리로 인해 투자가 진행되지 못했던 프로젝트들의 착공에 도움이 될 전망이다.

지방정부 특별채 조기발행으로는 인프라 투자의 회복을 기대하기 어려움

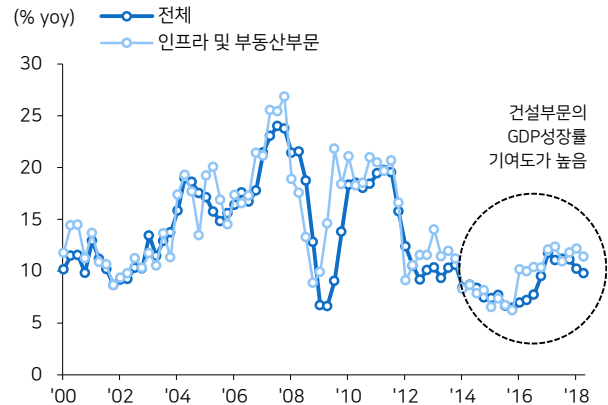
그러나 단기적으로 올해 하반기 수치가 괜찮게 나온다 하더라도 인프라 투자 증가 추세가 이어질지 여부는 확인이 필요하다. 지방정부 특별채 같은 경우 올해 4분기 한도를 조기 발행한 것이기 때문에 내년에 재원의 확대가 나타나는지가 중요하다.

그림57 중국 인프라 투자 증가율 추이



자료: NBS, CEIC, 메리츠증권증권 리서치센터

그림58 중국 명목GDP 증가율 추이



자료: NBS, CEIC, 메리츠증권증권 리서치센터

- 1) 중국정부의 낮은 재정여력,
- 2) PPP 사업 증가율 둔화로 인해 인프라 투자 회복은 쉽지 않음

문제는 1) 중국정부의 재정여력이 크지 않으며, 2) PPP프로젝트 발굴에 한계가 나타나고 있다는 점이다. 중국 정부의 GDP 대비 부채비율은 지방융자플랫폼 부채와 우발부채를 포함할 경우 70%를 상회하여 재정적 여력이 크지 않다. PPP프로젝트는 매 분기 실행 프로젝트가 확대되고 있으나 전 단계의 사업 규모는 감소하는 추세이다. 특히 발굴 단계에 있는 프로젝트의 감소추세가 가파른 것으로 보아 새로운 인프라 프로젝트의 발굴이 쉽지 않은 상황으로 판단된다.

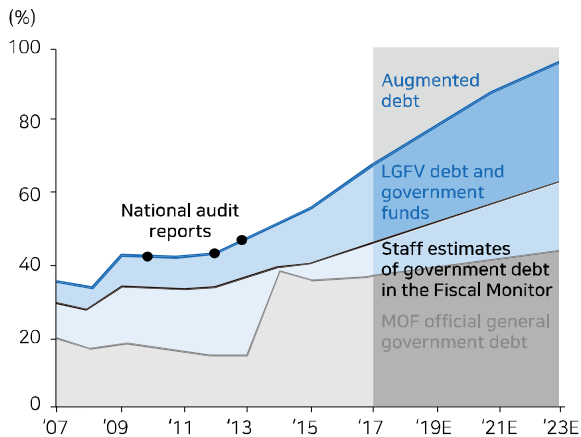
최근 마찰이 커지는 일대일로 사업도 우려 요인으로 작용한다. 2013년에 최초로 제안된 일대일로 프로젝트는 2015년에 발표된 제 13차 5개년 개발 계획에도 포함되며 핵심 과제로 공식화되었다. 그러나 2017년부터 연선국가에서 과도한 부채와 중국의 정치적 개입 등이 이슈화되며 프로젝트가 중단되는 등 마찰을 겪고 있는 상황이다.

표7 일대일로 프로젝트 관련 마찰 사례

날짜	국가	프로젝트 규모	내용
'17.05	인도	-	'파키스탄 경제회랑'에 대한 반대의견 표명
'17.11	네팔	3조원	간다키 수력발전소 프로젝트 취소
	파키스탄	15조원	디아메르 바사담 건설사업 중지
'18.05	네팔	2조원	서부 세티 수력발전소 프로젝트 취소
'18.08	미국	-	미국 상원의원 16명, 일대일로 참여국에 IMF 자금 지원 금지 요청
	말레이시아	15조원	말레이시아 새 정부, 일대일로 건설사업 전면 재검토
	미얀마	8조원	차우푸 항구 개발사업 축소 계획 발표(73억달러→13억달러)
'18.09	스리랑카	-	함반토타항 운영권 매각에 대한 대규모 시위
	파키스탄	70조원	파키스탄 새 정부, '파키스탄 경제회랑'사업 재검토
'18.10	시에라리온	4,500억원	신공항 건설계획 취소

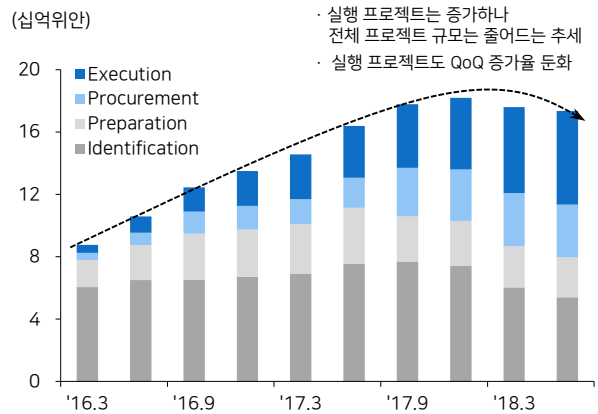
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림59 광의의 일반정부 부채 추이 및 전망 (GDP대비 비율)



주: IMF의 일반정부 부채 추계 = NBS+2015년 이후 발행된 우발채무의 2/3
 자료: IMF, 메리츠증권증권 리서치센터

그림60 중국 PPP 사업의 단계별 추이



자료: 중국 재정부, CEIC, 메리츠증권증권 리서치센터

(2) 부동산 개발 주체가 변한다

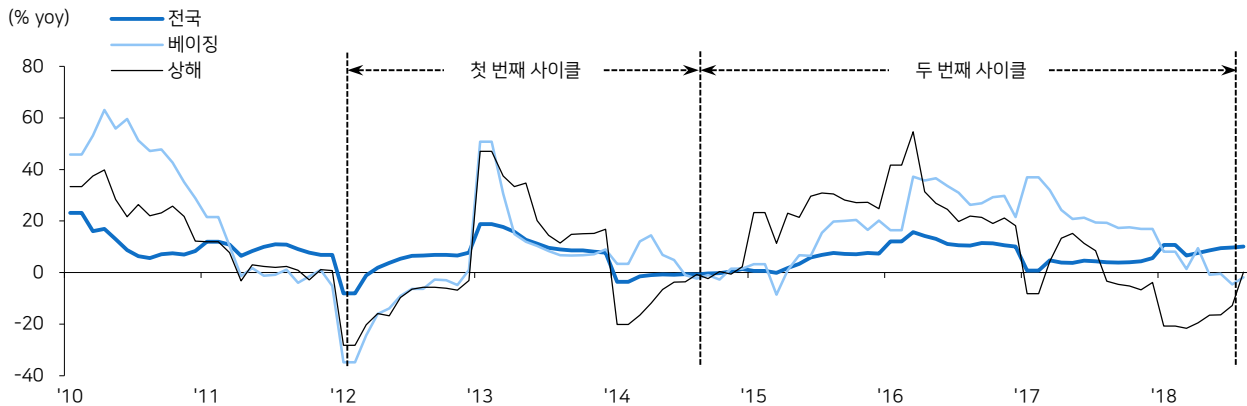
중국 부동산 시장은 2010년 이후 두 번의 사이클이 있었다. 첫 번째 사이클은 2012~2014년까지 3년 동안 지속되었고 두 번째 사이클은 2015년부터 현재까지 지속되고 있다. 2017년 말부터 강화된 정부 규제로 인해 부동산 부문은 다운사이클로 접어든 상황이다.

2016~2017년 부동산 가격은 다운사이클이었으나 부동산 투자는 이에 동행하지 않았음

중국 통계청에서는 부동산 투자의 자금원을 구분해서 발표한다. 모기지론 및 현금/분양대금은 부동산 시황과 일치하는데, 이 두 가지 방식이 시황이 좋을 때 자금 조달이 용이하기 때문이라고 판단된다. 그러나, 토지 매입 면적은 국내 대출과 동행한다. 이는 부동산 시행사가 금융권에서 자금을 PF형태로 조달하는 점을 반영한다고 할 수 있다.

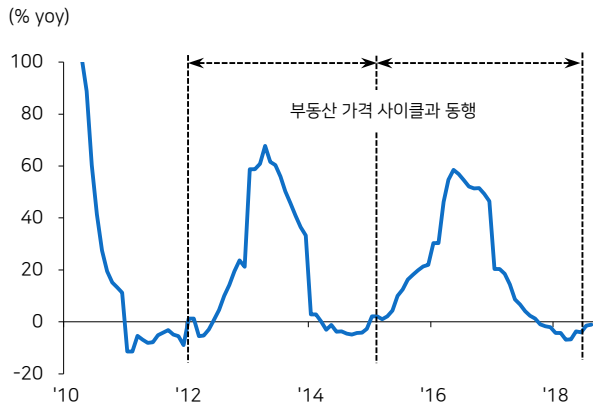
중국의 부동산 투자 데이터는 토지 구매 면적과 동행한다. 토지 구매 면적은 부동산 가격을 꼭 따라가지는 않기 때문에 단순히 현재 부동산 가격을 바탕으로 부동산 투자의 증감 여부를 판단하면 안 된다.

그림61 중국 주택 가격 상승률 추이



자료: NBS, CEIC, 메리츠증권증권 리서치센터

그림62 중국 부동산 투자 증가율 - 모기지론



자료: NBS, CEIC, 메리츠증권증권 리서치센터

그림63 중국 부동산 투자 증가율 - 현금, 분양대금



자료: NBS, CEIC, 메리츠증권증권 리서치센터

2017년 말부터 중국 정부는 부동산 버블에 대한 우려로 인해 지속적으로 부동산 규제를 강화하였다. 이로 인해 대부분의 자금원에서 부동산 투자 증가율이 하락하는 모습이 나타난다. 토지 매입 면적 역시 대출 규제로 인해 올해 4월까지만 하더라도 둔화되는 모습이 나타났다.

비은행기관 조성 자금을 이용한 부동산 투자가 늘고 있는 상황
부동산 투자의 주체가 민간에서 정부로 바뀌고 있을 가능성 제기

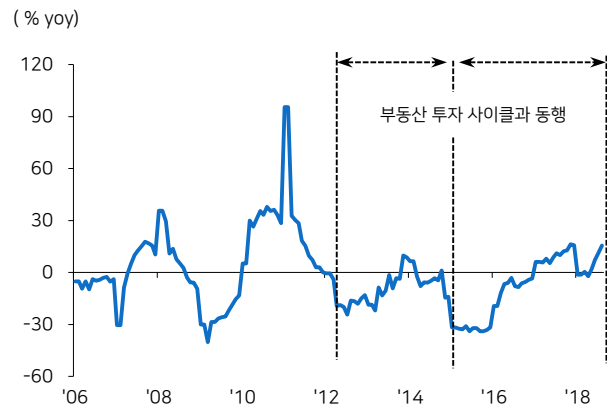
그런데 올해 5월부터 과거와 다른 모습의 부동산 투자가 나타나고 있다. 5월부터 토지 매입 면적이 다시 증가하고 있다. 이러한 상황이 나타나는 원인은 정부 등 비은행기관에서 조성된 자금(Self-Raised)을 바탕으로 하는 부동산 투자가 빠르게 상승하고 있기 때문이다. 즉, 부동산 투자의 주체가 민간에서 정부로 바뀌고 있는 것이다. 중국 부동산이 가격 측면에서는 다운사이클이긴 하나 부동산 투자는 정부자금을 바탕으로 지속되는 모습이 나타날 수 있다. 대출규제를 통한 수요 통제와 정부주도 투자를 통한 공급 증대를 통해 부동산 가격을 하향 안정화시키는 것이 주된 목적으로 보인다.

그림64 중국 부동산 투자 증가율 추이



자료: NBS, CEIC, 메리츠증권증권 리서치센터

그림65 중국 토지 매입 면적 추이



자료: NBS, CEIC, 메리츠증권증권 리서치센터

그림66 중국 부동산 투자 증가율 - 국내 대출



자료: NBS, CEIC, 메리츠증권증권 리서치센터

그림67 중국 부동산 투자 증가율 - Self-Raised



주: Self-Raised Funds는 중앙 및 지방정부의 특별예산을 포함함
자료: NBS, CEIC, 메리츠증권증권 리서치센터

국내 - 수주 감소 사이클

올해부터 국내 건설기성의 하락이 전망된다. 건설수주가 2016년을 고점으로 하락하고 있는 영향이다. 올해 아파트 분양물량은 36만 5천호 정도로 전년대비 상승하긴 했으나 2015년 이후의 하락추세를 반전시키는 정도는 아니다.

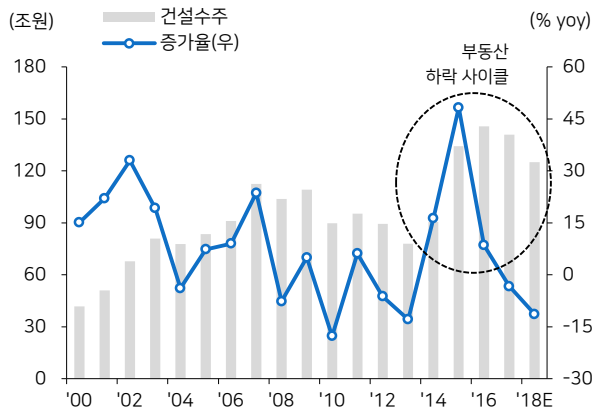
주택시장에 대한 규제와 지방 부동산 시장의 침체를 고려하면 국내 건설부문 수요 감소 전망

정부의 강화된 규제와 지방 부동산 시장의 침체를 고려하면 2019년의 분양은 하락추세를 이어갈 것으로 전망된다. 토목부문의 수주까지 SOC예산 축소의 영향으로 하락하면서 철강산업 수요는 올해를 기점으로 하락추세가 이어질 전망이다.

최근 발표된 SOC 투자 확대는 제한적인 영향을 미칠 전망

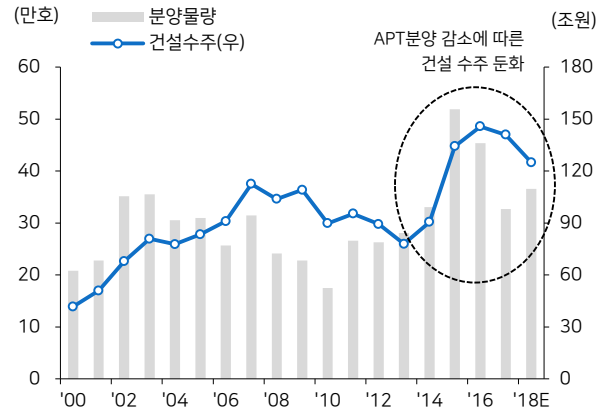
최근 정부에서 SOC 투자를 8.2조원 늘리겠다고 밝혔으나 그 영향은 제한적일 것으로 판단된다. 9.2조원 중 4.4조원을 주거 분야에 투입할 예정이나 임대주택 운영물량 확대에 대부분의 예산이 소요될 것으로 판단된다. 이는 철강 수요와 밀접한 신축 확대가 아닌 매입임대주택 중심일 가능성이 높다. 더구나 예산 및 이해관계에 대한 부분의 갈등을 고려하면 계획대로 모든 예산이 집행되기도 어렵다.

그림68 건설수주 추이



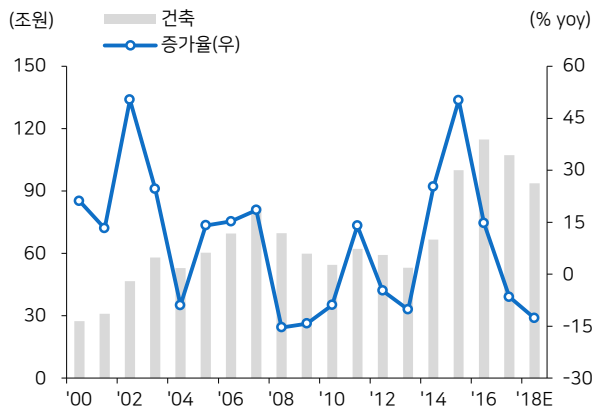
자료: 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

그림69 분양물량과 건설수주 추이



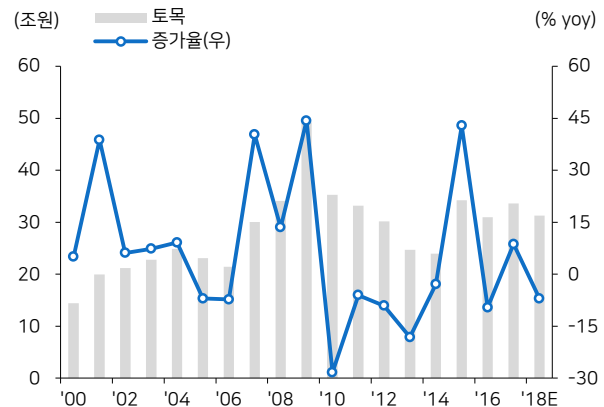
자료: REPS, 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

그림70 건축 수주 추이



자료: 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

그림71 토목 수주 추이



자료: 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

Part 3-3. 자동차 – 냉연, 어려운 환경에서 반등의 조짐이 보인다

글로벌 자동차업계는 중국의 수요둔화로 인해 어려운 경영환경이 지속되고 있다. 특히, 저연비 자동차를 주로 팔았던 중국 로컬기업들과 무역분쟁의 당사자인 미국 기업들의 어려움이 큰 상황이다. 현대차그룹의 경우 신차효과로 인한 ASP 상승과 M/S 확대가 나타나면서 상대적으로 견조한 모습을 보이고 있다.

문제는 철강산업 입장에서 특정기업의 선방은 큰 의미가 없다. 전반적인 시장 수요가 좋지 않을 경우 캡티브 마켓이 있어 판매량을 방어할 수 있더라도 가격의 하락에 따른 롤마진 악화는 피할 수는 없기 때문이다.

어려운 경영환경에 따른 영향은 이미 냉연가격에 반영되었음

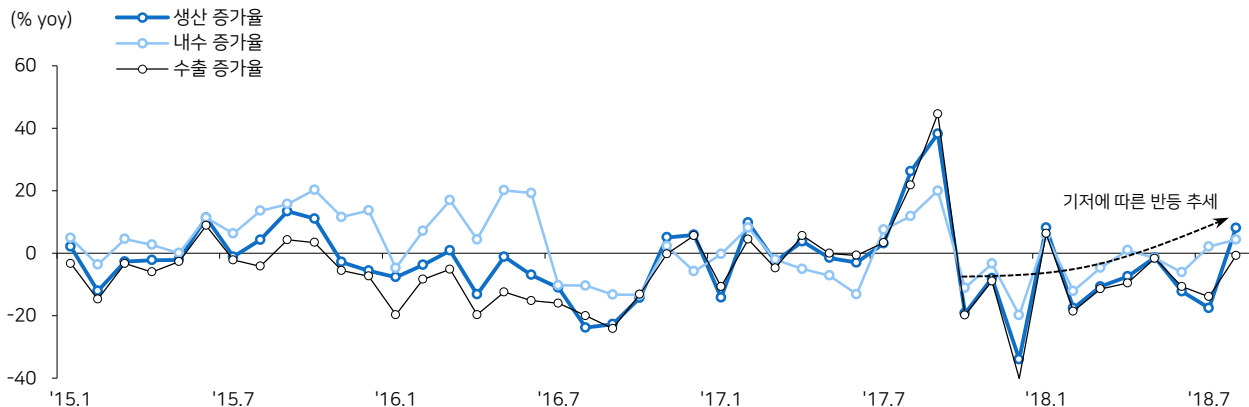
그러나 악화된 경영환경은 가격에 충분히 반영되어 있다는 판단이다. 중국의 냉연-열연 스프레드는 30달러까지 좁혀지며 가공비용 및 기타 부대비용을 고려하면 사실상 역마진이 나는 구간까지 하락했었다. 이후 스프레드는 다시 확대되었고 최근 열연가격이 하락했지만 상대적으로 낮은 하락폭을 보이며 스프레드는 오히려 벌어진 상황이다. 가격적인 측면에서 한계에 다다른 것으로 보인다.

중국 냉연강판 생산량 감소가 두드러지고 있음
냉연 시장이 한계에 도달한 것으로 판단됨

공급 측면에서도 냉연의 바닥을 확인 가능하다. 중국 철강재 생산량이 하락하는 와중에 유난히 하락폭이 두드러졌던 품종은 냉연강판이었다. 중국 통계청의 냉연강판 생산량을 기준으로 작년 연간으로 -15.1% yoy, 올해 ytd기준으로 -18.1% yoy 하락폭을 보여주고 있다. 중국 냉연강판 업체들도 현재 롤마진 수준은 건디기 어렵다는 것을 방증한다. 전방 수요의 회복은 요원한 상황이나 냉연업체들도 한계에 직면했다.

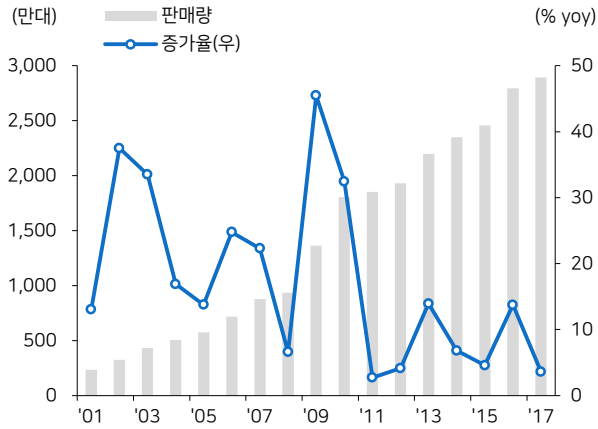
가격 인상은 어려울 수 있으나 열연가격이 하락하더라도 상대적으로 가격 방어가 이루어지며 롤마진이 회복될 수 있을 것으로 판단한다.

그림72 국내 자동차 생산, 내수, 수출 증가율 추이



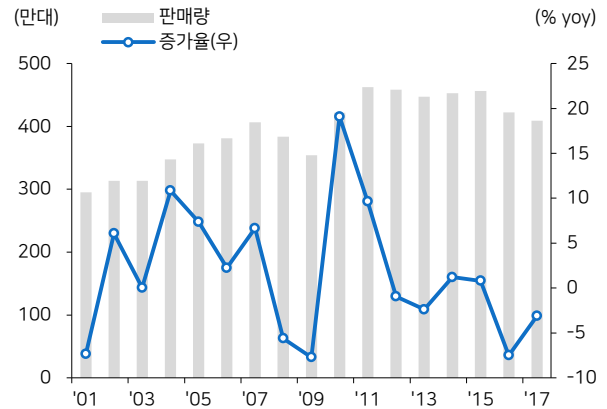
자료: KAMA, 메리츠증권 리서치센터

그림73 중국 자동차 판매량 추이



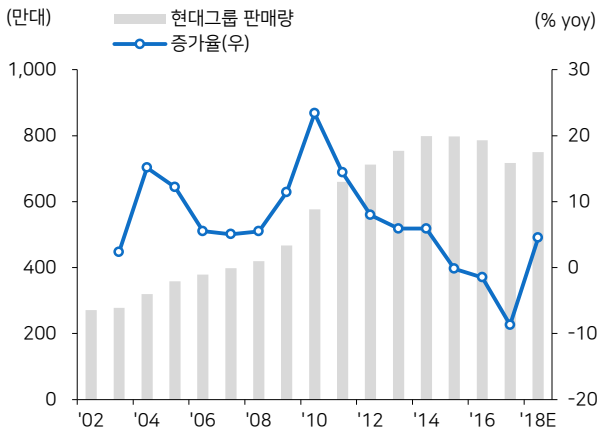
자료: CAIN, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림74 한국 자동차 판매량 추이



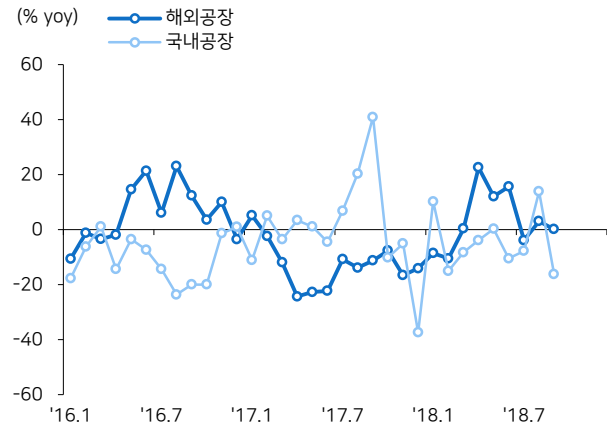
자료: KAICA, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림75 현대그룹 자동차 판매량 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림76 현대그룹 해외공장 판매량 증가율 추이



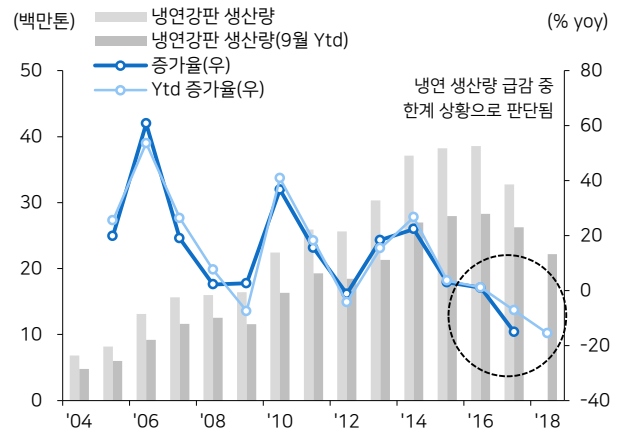
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림77 중국 냉연-열연 스프레드 추이



주: 유통가 기준
자료: SteelDaily, 메리츠증권증권 리서치센터

그림78 냉연강판 생산량 추이



자료: NBS, 메리츠증권증권 리서치센터

Part 3-4. 조선/플랜트 – 발주 사이클이 기대된다

정유/화학 플랜트 – Downstream Capex 확장 국면

유가 하락을 계기로 다운스트림 투자를 확대하는 석유기업

근래 정유/화학 업계에서는 석유기업들의 석유화학산업으로의 진출이 활발하게 나타나고 있다. 석유기업들은 지난 2014년의 유가 급락을 계기로 이익 안정성에 대한 욕구가 높아졌다. 석유기업들은 범용 석유화학 중에서는 올레핀이나 BTX 제품을 중심으로 사업을 하는데 이들 제품은 글로벌 설비과잉 수준이 비교적 높지 않다는 특징이 있다.

이들의 진출 방식에는 정유설비에 PX 및 NCC 설비를 설치하여 수직 계열화하는 방식과 스페셜티 사업까지 확대하는 형태가 있으며 아예 정제설비를 거치지 않는 COTC 방식도 최근 주목 받고 있다.

국내 정유사들의 다운스트림 투자도 활발하게 진행되는 중

국내 업체들도 최근 석유화학 관련 투자를 확대하고 있다. S-Oil은 5조원을 투자해 RUC&ODC 설비투자를 진행하며 석유화학 분야에 본격적으로 진출하였다. 최근에는 5조원 규모의 2단계 투자에 대한 타당성 검토를 진행 중이라고 밝힌 상황이다. 현대오일뱅크는 현대케미칼을 통해 2.7조원을 투자하여 HPC공장 건설을 진행하고 있다. GS칼텍스 역시 2조 6천억원을 투입해 석유화학 분야에 대한 투자를 진행할 계획이다.

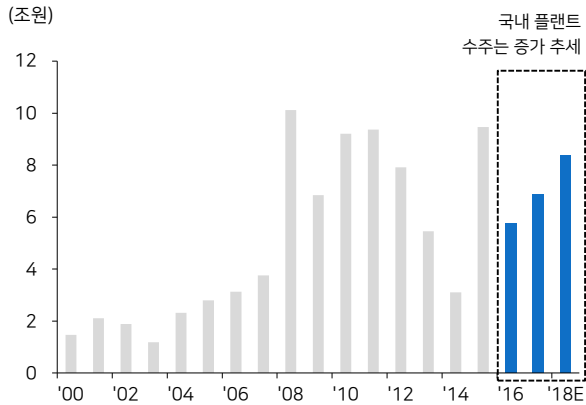
석유기업의 다운스트림 진출과 기존 석유화학기업의 다각화 및 증설 투자로 인해 국내외로 대규모 플랜트 시장이 열리게 되었다. 국내 프로젝트의 경우 내년 상반기부터 착공에 들어갈 전망이다.

표8 국내 석유기업 및 석유화학기업의 주요 설비투자 현황

기업	업종	설비	Capex(억원)	비고	시점
SK이노베이션	정유	탈황설비	3,000		2019년 준공
S-Oil	정유	고도화설비	48,000	RUC&ODC	2018년 준공
S-Oil	정유	스탬크래커&올레핀 다운스트림	50,000	석유화학 2단계	2023년 준공
현대오일뱅크	정유	윤활기유 공장	3,300	현대셀베이스오일	2014년 준공
현대오일뱅크	정유	혼합자일렌 생산	12,000	현대케미칼 JV 투자	2016년 준공
현대오일뱅크	정유	카본블랙 공장	2,200	현대OCI 투자	2017년 준공
현대오일뱅크	정유	석유화학 크래커	27,000	롯데케미칼 JV로 진행	2021년 준공
GS칼텍스	정유	석유화학 크래커	26,000		2021년 준공
롯데케미칼	화학	말레이시아 LC타이탄 인수	15,000		2010년 인수
롯데케미칼	화학	삼성그룹 화학계열사 인수	30,000	삼성SDI케미칼, 삼성정밀화학, 삼성BP화학	2015년 인수
롯데케미칼 Titan	화학	NCC	35,000	인도네시아	2020년 준공
YNCC	화학	NCC 증설 및 BD신설	7,400		2020년 준공

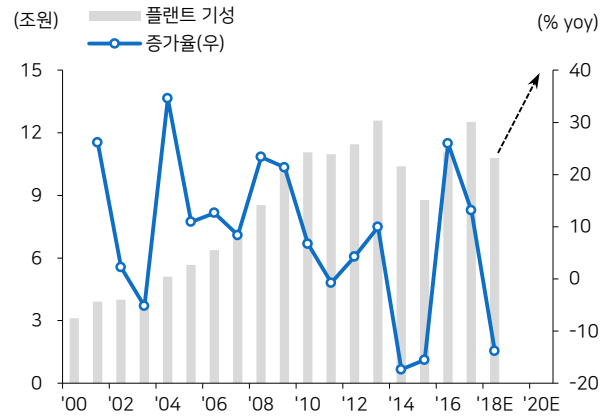
자료: 메리츠증권리서치센터

그림79 기계설치 수주 추이



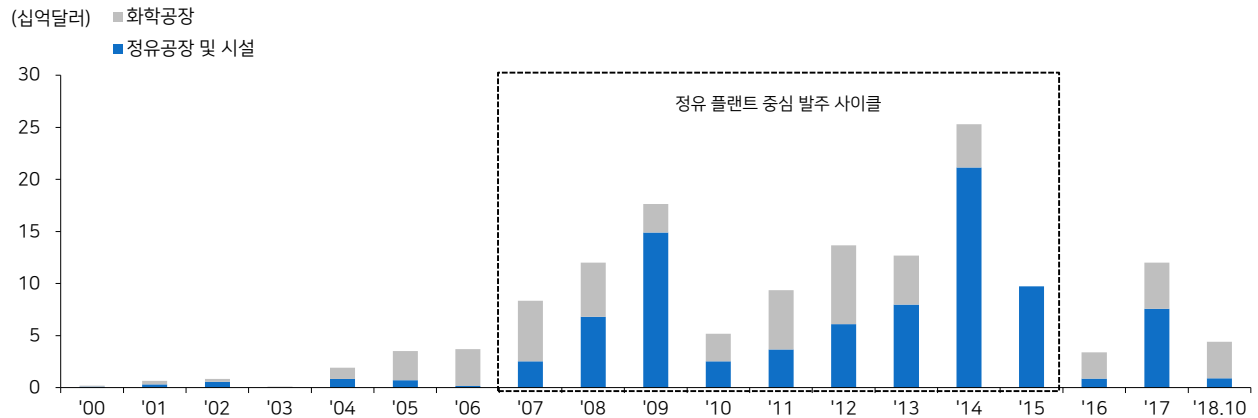
자료: 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

그림80 플랜트 기성 추이



자료: 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

그림81 해외 정유 및 석유화학 플랜트 수주 추이



주: 산업설비 수주 중 업스트림, 발전소, 일반공장, 제철소, 담수화시설, 파이프라인 등을 제외
 자료: 해외건설협회, 메리츠증권증권 리서치센터

조선/해양플랜트 - 업황의 저점 시그널이 나오고 있다

조선과 해양플랜트는 지난 2008년 이후 다운사이클이 지속되었던 대표적인 산업이다. 2009년 934개였던 조선소는 2017년 358개로 62% 감소했다. 한국 조선사의 수주잔고도 2008년 24.4억DWT에서 2018년 현재 5억 5천만DWT로 크게 감소했다.

조선산업의 불황은 한국 철강업체들에게도 큰 영향을 미쳤다. 2008년 이전만 하더라도 후판의 공급물량은 수요를 따라가지 못했기 때문에 포스코, 현대제철, 동국제강 등 후판 3사는 적극적으로 후판 생산설비를 확장했다. 이 때 확대한 후판 설비는 조선업황이 꺾이자 공급과잉으로 이어지는 원인이 되었다.

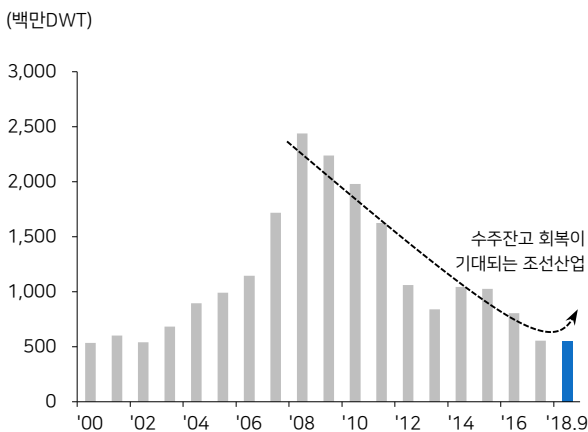
IMO 황산화물 규제로 반등의 조짐이 보이는 조선산업

그러나 길었던 다운사이클에도 끝이 보이고 있다. 조선의 경우 2020년 IMO의 황산화물 규제가 발주 모멘텀이 될 것으로 전망된다. 황산화물 규제가 시행되면 노후선박은 1) 저유황유 사용, 2) 스크러버 설치, 3) 폐선의 세 가지 선택지 중 하나를 골라야 한다. 신조선 발주가 기대되는 이유는 노후선박 입장에서 1번과 2번 선택지가 그리 매력적이지 않기 때문이다. 저유황유는 기존 연료의 2배 이상으로 비싸고 스크러버 역시 대당 300~400만달러의 설치비용이 들어간다. 때문에 규제를 계기로 폐선이 가속화될 수 있다. 실제로 운임이 좋지 않은 VLCC같은 경우 폐선이 빠르게 나타나고 있다.

유가 상승에 따른 LNG 플랜트의 FID 가속화 → LNG선 발주 확대

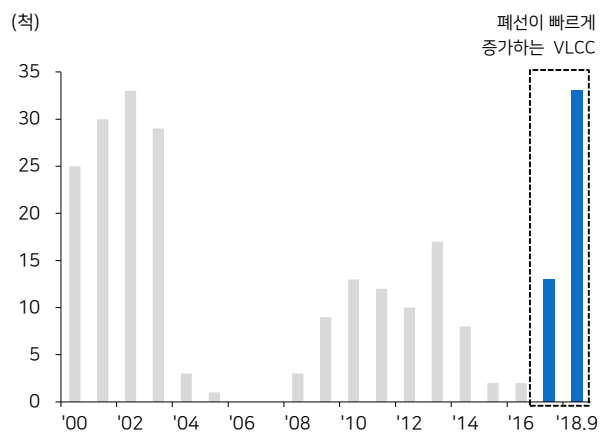
다음으로 최근 유가 상승에 힘입어 LNG플랜트의 FID가 가속화될 수 있다. 클락슨에 따르면 FEED단계에 있는 LNG프로젝트의 규모는 239억달러다. LNG의 경쟁력은 유가와 굉장히 밀접하기 때문에 최근 유가가 반등하면서 FID가 가속화될 수 있다. 현재 FEED가 진행중인 프로젝트 중 2023년까지 상업생산이 계획되어 있는 것은 23개이다. 이 중 18개 프로젝트가 기존 계획대비 상업생산이 지연된 것이다. 이 프로젝트들이 모두 제 시간에 착공이 된다고 가정하면 향후 2~3년 동안 161척의 LNG선박 발주가 나타날 수 있다.

그림82 국내 조선사 수주잔고 추이



자료: Clarkson, 메리츠증권증권 리서치센터

그림83 VLCC 폐선량 추이



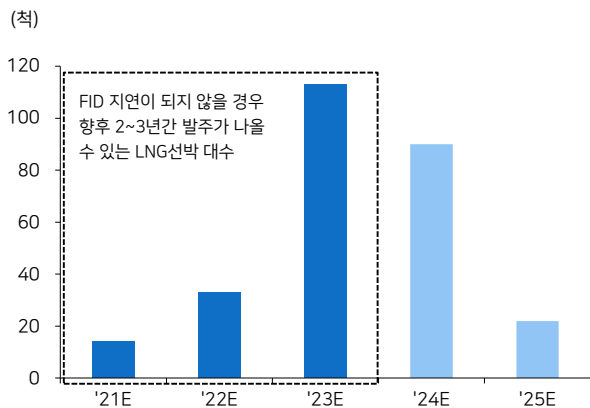
자료: Clarkson, 메리츠증권증권 리서치센터

수주 가뭄이었던 해양플랜트의 발주 재개도 기대된다. 최근 유가가 반등하며 발주 환경이 개선되기 이전부터 해양플랜트 업계에는 저점 시그널이 나타나기 시작했다. 1) 오일메이저의 매장량이 최저치에 도달했고, 2) 해양플랜트와 밀접한 시추장 비업체들의 통합과 장비 발주가 나타나고 있다.

오일메이저 업체들은 2014년 유가가 급락한 이후 매장량 대체율이 지속적으로 하락하였다. 매장량 대체율이 100% 이상을 상회해야 매장량을 유지할 수 있다. 2016년에는 낮은 유가로 인해 대체율이 55% 수준까지 하락했지만 이후 유가가 서서히 반등하면서 2017년부터 CAPEX 투자 회복이 나타나고 있는 상황이다.

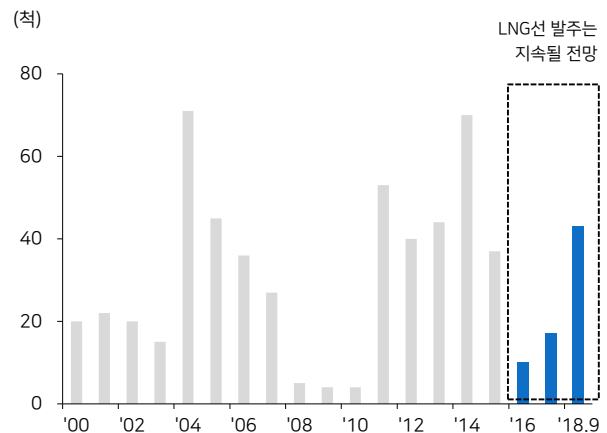
여전히 유가에 변수가 많은 상황이지만 현재 가격 수준에서는 매장량 회복을 위한 해양플랜트 발주를 고려해 볼만하다.

그림84 FEED단계 LNG플랜트의 상업생산 시기별 필요 LNG선



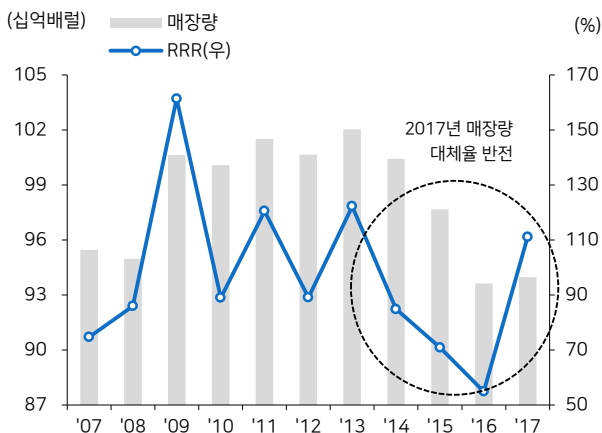
자료: Clarkson, 메리츠증권증권 리서치센터

그림85 LNG선박 발주 추이



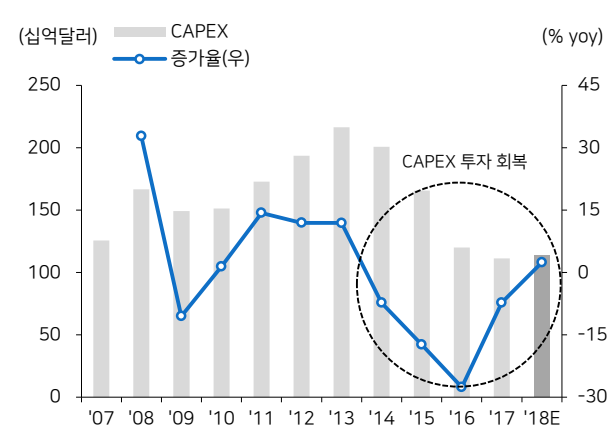
자료: Clarkson, 메리츠증권증권 리서치센터

그림86 오일 메이저 매장량 대체율 추이



주: ExxonMobil, BP, Shell, Chevron, Total, Eni, ConocoPhillips, Statoil, Woodside 합산
 자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림87 오일 메이저 CAPEX 추이



주: ExxonMobil, BP, Shell, Chevron, Total, Eni, ConocoPhillips, Statoil, Woodside 합산
 자료: 메리츠증권증권 리서치센터

시추장비 업체들의 M&A
→ 업황 저점의 강력한 시그널

오일메이저들의 투자 욕구가 증가하는 상황에서 시추장비 업체들은 업황 반등을 전망하고 있는 것으로 보인다. 대표적으로 2018년에 나타난 Transocean의 Ocean rig 인수, Ensco와 Rowan의 합병 등 시추장비 업체들의 Consolidation이 나타나고 있다. 이들의 통합은 업황 반전을 대비한 상위업체들의 선제적인 생산능력 확보로 해석할 수 있다.

사실 2017년에도 이와 유사한 M&A가 있었다. Wood Group이 Amec Foster Wheeler를 인수했고 Technip은 FMC와 합병했다. 이들 모두 해양플랜트 쪽에서 강점을 지닌 업체들로 이미 2017년부터 이 분야에 큰 변화가 나타나고 있었다고 봐야 할 것이다.

일부 업체의 투기적 시추장비 발주도 나오고 있는 상황

최근에는 Borr Drilling이 Jack-up rig 4기를 투기적 발주하였다. Borr Drilling이 업계를 대표할 수는 없겠지만, 적어도 해양플랜트 전망을 긍정적으로 보는 업체가 생겼다는 점은 의미가 있다. 지난 8월에는 대우조선해양이 Odfjell Drilling과 드릴십 건조를 논의했다는 언론보도도 나왔다. 드릴십은 불과 얼마 전까지만 해도 인도에 문제가 있었다는 점을 고려한다면 신규 발주는 업황에 대한 기대감이 상당히 높아졌음을 의미한다.

특수강, 무게목강관, 후판의 수요가 증가할 것으로 전망

철강산업에서는 특수강 업체의 수혜가 가장 클 것으로 보인다. 조선이나 플랜트와 같은 특수한 환경에 노출되는 시설들은 특수강을 이용한 단조제품들로 부품을 만든다. 강관 역시 무게목강관을 중심으로 수주 확대가 전망된다. 조선항 판매가 크게 줄었던 후판도 가격 인상과 가동률 증가를 통해 수익성이 빠르게 확대될 것이다.

Part 4. 원재료 - Normalizing

철광석 - 중국의 고품위의 수요 지속, 가격은 생산량 증가로 안정화 전망

중국 환경규제의 영향과 유연탄 가격 상승으로 고품위 철광석 가격 강세

철광석 가격은 철강 다운사이클이 지속되며 2011년 이래 지속적으로 가격이 하락하였다. 2016년 철강수요의 회복에 따라 이러한 추세가 변하며 가격이 빠르게 회복되었다. 특히 고품위 중심으로 가격이 더 빠르게 상승했다. 이는 중국의 환경규제와 유연탄의 가격 상승에 따른 고품위 철광석 수요 증가 때문이다. 향후에도 이런 상황이 크게 변하지 않을 전망이다기 때문에 고품위 철광석의 스프레드는 축소되기 어려울 전망이다.

공급 증가로 인한 수급 개선을 통해 철광석 가격의 하향 안정화 전망함

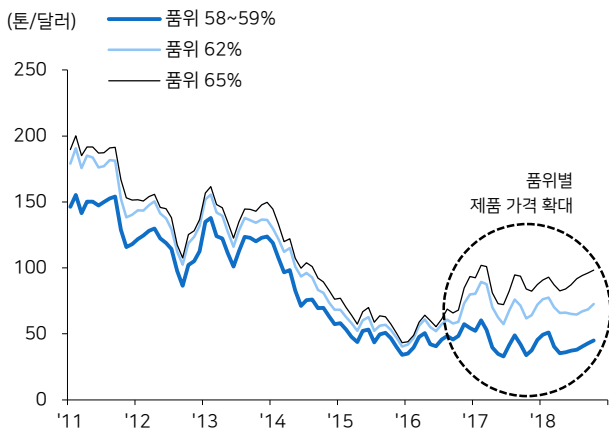
가격은 공급 증가에 따라 점진적으로 하향 안정화될 전망이다. 중국의 철광석 수요는 철 스크랩 사용 비중에 따라 변동성이 있지만 베이스 시나리오 기준으로 2020년까지 약 2,000만톤 늘어날 것으로 보인다. 반면 공급은 Vale의 S11D 광구가 Ramp-up이 마무리되며 올해 6,000만톤에서 내년엔 연간 9,000만톤 규모로 3,000만톤 증가한다. Vale의 S11D 광구의 생산만 고려하더라도 공급 증가속도가 더 가파를 전망이다.

중국 내 철광석 생산량이 감소에 따른 수입증가로 국제 철광석 가격 상승
항만재고 소진을 위해서 수입을 축소할 것으로 전망

중국은 환경규제를 바탕으로 광산의 감산 및 폐쇄를 적극적으로 실행하고 있다. 이에 자국 내 철광석 생산량은 빠르게 감소하고 있는 추세이며 반대로 수입물량은 지속적으로 증가하고 있다. 이에 전세계적으로 철광석 공급물량이 늘어났음에도 가격이 빠르게 상승할 수 있었다. 그러나 중국은 자국 철광석 생산량을 상당히 감축했고 철광석 항만재고 소진을 위해 수입이 현재 수준에서 크게 증가하기 어려울 것으로 보인다.

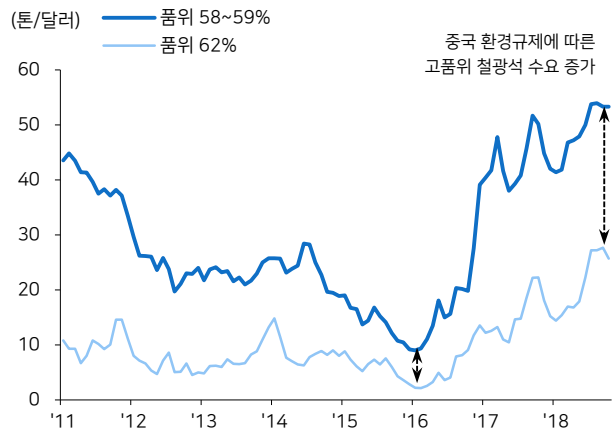
정리하면 글로벌 광산업체들의 생산량 증가와 중국의 항만재고 소진에 따른 수입증가폭 둔화로 인해 철광석 가격은 하향 안정화될 것으로 전망한다.

그림88 품위별 중국의 철광석 수입가격 추이



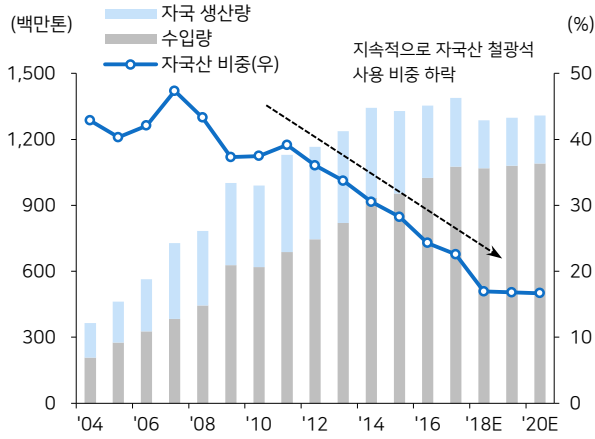
주: 가격은 CIF 기준, 각 품위별 수입 국가가 다르기 때문에 운송비 고려 필요
자료: Steelhome, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림89 품위 65% 대비 스프레드 추이



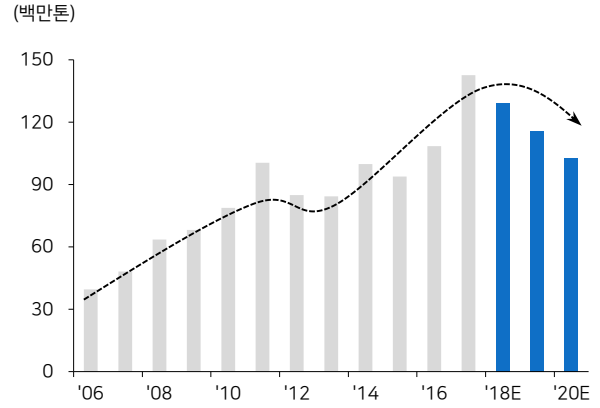
자료: Steelhome, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림90 중국 철광석 생산량과 수입량 추이



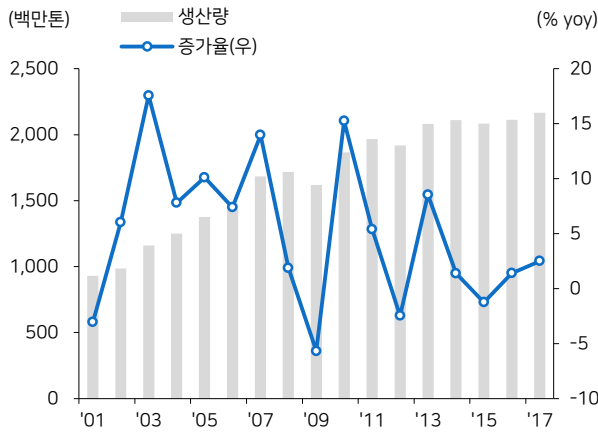
주: 중국 생산량은 품위를 고려하여 조정된 수치(품위 62%)
 자료: NBS, 중국 해관총서, USGS, 메리츠증권증권 리서치센터

그림91 중국 철광석 항만 재고 추이



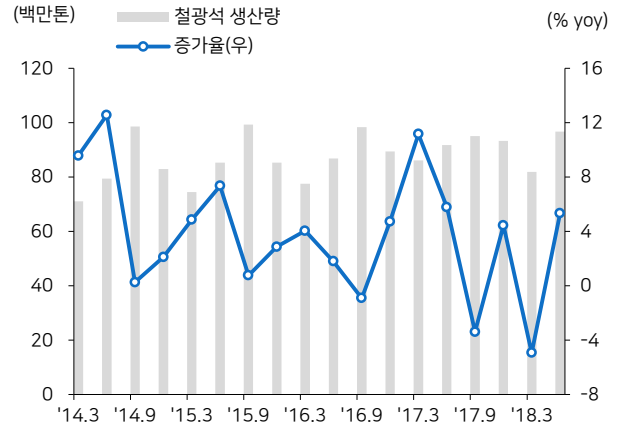
자료: Steelhome, 메리츠증권증권 리서치센터

그림92 전세계 철광석 생산량 추이



자료: 호주 산업부, 메리츠증권증권 리서치센터

그림93 Vale 철광석 생산량 추이



자료: Vale, 메리츠증권증권 리서치센터

원료탄 - 단기 공급문제 해결 이후 안정화 전망

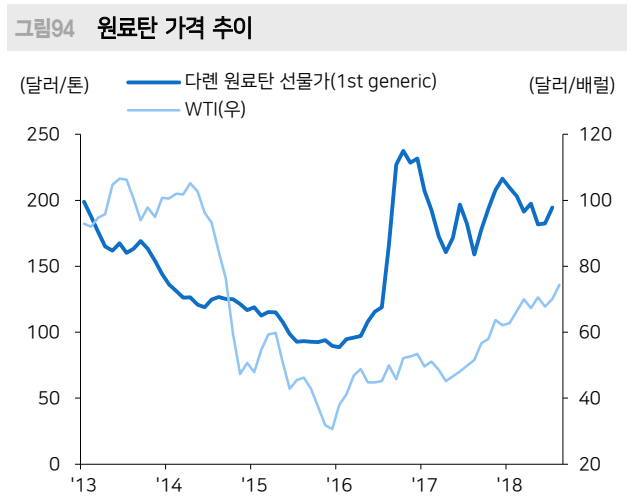
고로의 환원제로 사용되는 원료탄은 2016년부터 중국의 철광석 수요 회복과 환경 규제로 인한 광산 폐쇄 효과로 가격이 상승하였다. 유연탄은 원료탄과 연료탄으로 나뉘는데 연료탄은 발전용 수요가 많고 원료탄은 주로 철강 원료로 사용된다. 연료탄은 LNG 등 유가와 연동되는 다른 발전원과 경쟁관계에 있기 때문에 유가에 따라 수요가 변해 유가와 가격이 동행하는 경향이 있다. 원료탄은 유가와 직접적인 관련성은 없으나 유가가 경기와 밀접한 상관성을 지니므로 어느 정도 동행하는 경향을 보여준다.

최근 원료탄 가격은 두 가지 이슈 때문에 톤당 200달러 이상을 유지하며 강세를 보이고 있다. 1) 중국이 환경규제를 통해 산시성 등 주요 광산의 감산 및 폐쇄 조치를 취하고 있고, 2) 최대 수출국인 호주에서 공급 차질에 영향을 주는 이벤트가 발생하였다.

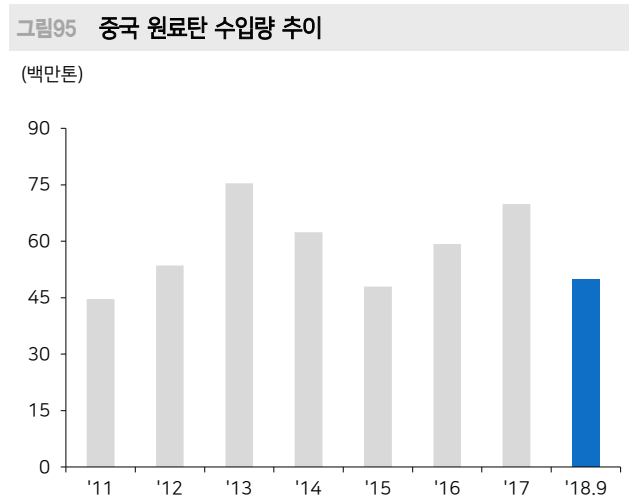
중국 정부의 강한 규제로 인한 생산량 감소에 호주의 공급차질 문제로 석탄 가격 강세

중국은 석탄 산지인 산시성에 대해 강력한 감산조치를 취하고 있다. 철광석과 마찬가지로 석탄 수입량을 늘려야 하는 상황이며 실제로 2015년부터 지속적으로 원료탄 수입은 확대되었다. 그런데 주요 수출국가인 호주에서 일회적인 공급차질 문제가 지속적으로 발생하고 있다. 중국의 수요 증가로 인해 구조적으로 수급이 타이트해졌기 때문에 일회적인 이벤트로 인한 가격 변동성이 더 커졌다.

작년에는 사이클론으로 인한 문제가 있었으며 올해에는 철도회사 Aurizon과 QCA간 분쟁으로 인한 물동량 제한, 철도 정비, 광산 화재 등으로 단기적인 공급 안정성에 대한 우려가 크다.



자료: 다렌상품거래소, NYSMEX, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터



주: 소비량은 조강생산량x0.7로 계산
 자료: NBS, 중국해관총서, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

석탄 생산량 증가 조짐이 나타나는 중

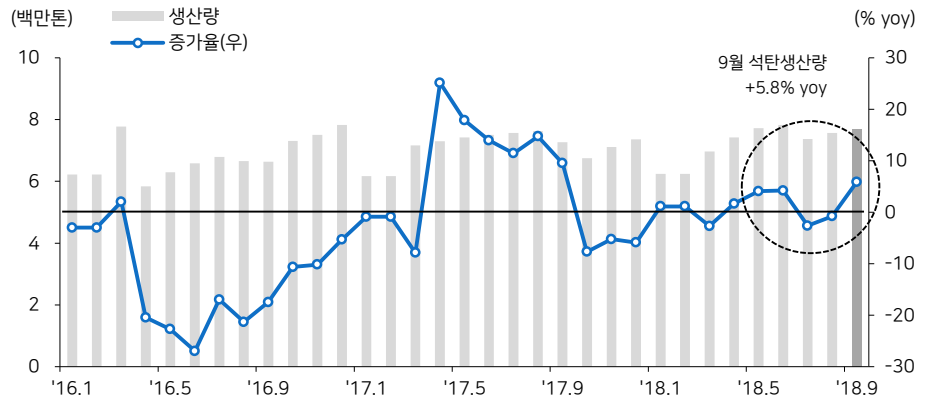
그런데 올해부터 중국에서 변화가 감지되고 있다. 올해 중국은 9월까지 누적으로 4,300만톤 가량 수입을 했는데 이는 작년 동기 대비 400만톤 가량 감소한 것이다. 중국의 조강생산이 늘고 있기 때문에 원료탄 수입이 줄어든다는 것은 자국 생산량이 증가하고 있다는 의미이다.

실제로 감산규제가 가장 강력하게 적용되었던 산시성의 석탄생산량도 9월에 +5.8% yoy 증가하는 모습을 보여주었다. 9월의 지표로 동절기 감산 효과가 완화될지 여부를 예단하기는 이르지만 최근 중국정부의 환경규제에 대한 입장을 고려하면 작년보다 완화될 가능성이 높아 보인다. 석탄은 철광석과 달리 자국 생산 및 소비 비중이 매우 높은 광물이기 때문에 중국 정부 입장에서 규제 완화의 경제적 효과가 상당히 클 수 있다.

단기적으로 호주의 공급차질 문제로 높은 가격대는 지속 전망
환경규제 완화가 확인된다면 원료탄 가격 조정 가능

단기적으로 최대 수출국인 호주의 수출 차질이 가격에 미치는 영향이 더 크므로 하반기 가격은 높은 수준을 유지할 가능성이 높다. 중국의 환경규제 완화가 확인된다면 그 동안 가파르게 상승했던 원료탄 가격도 다시 안정화될 것이다.

그림96 산시성 석탄 생산량 추이



자료: NBS, 메리츠증권증권 리서치센터

철 스크랩 - 수급 불확실성이 있으나 가격은 부담스러운 수준, 안정화 전망

구조적으로 증가하는 터키의 철 스크랩 수요로 인해 가격 상승

철 스크랩 가격은 2016년 철강 시황이 반전되며 급등했다. 철광석 가격보다 철 스크랩 가격이 더 가파르게 상승했다. 수급적인 측면에서 터키의 수입 증가가 근 2년간의 철 스크랩 가격을 설명한다.

2017년 기준 조강생산량이 3,750만톤에 달하는 터키는 생산량의 70%가 전기로에서 나온다. 자국 철 스크랩 공급이 부족하기 때문에 터키는 세계 최대 철 스크랩 수입국가이다. 2016년부터 터키의 조강생산량이 회복되자 철 스크랩 수입 역시 급증하게 되었다. 터키의 철 스크랩 수입량은 전기로 증설을 고려하면 2023년경 4천만톤에 달할 수 있다고 알려져 있다. 실제로는 공급이 부족하여 가동률이 이보다 낮을 것으로 전망되지만 구조적으로 터키의 철 스크랩 수입은 증가한다.

그럼에도 불구하고 가격의 안정화를 전망하는 이유는 1) 중국의 철 스크랩 수급 조절 능력, 2) 철 스크랩과 철광석의 가격 동행성, 3) 건설 수요에 대한 불확실성, 4) 중국의 수입 규제 때문이다.

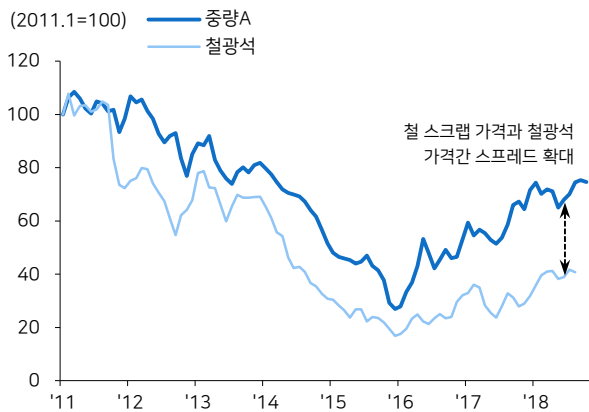
중국의 철 스크랩 수요도 증가하나 공급 부족 여부는 판단하기 어려움

앞서 중국의 세 가지 변화에서 언급하였듯이 중국의 철 스크랩 수요도 증가한다. 그러나 중국은 철 스크랩의 수급을 전로의 장입량 조절을 통해 충분히 조절 가능하다.

대체재인 철광석과 철 스크랩 간 가격 차이가 벌어지는 것은 이례적

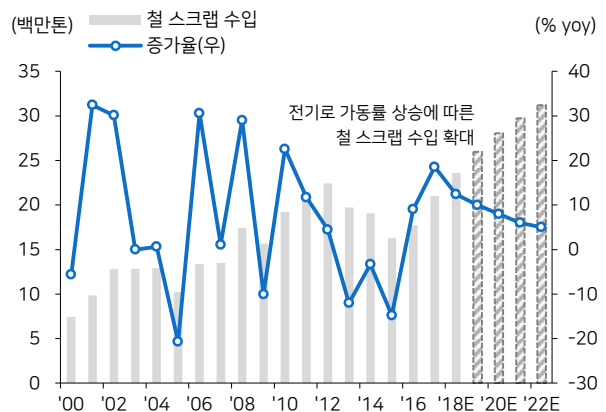
최근 철 스크랩 수급이 타이트해지면서 둘 간 가격차이가 벌어지긴 했지만 역사적으로 철 스크랩은 철광석의 대체재로서 두 재화간 가격은 일정 수준 이상으로 벌어지지 않았다. 철광석 가격이 안정화되는 와중에 철 스크랩 가격만 지속적으로 상승하기는 어려울 전망이다.

그림97 철 스크랩과 철광석의 상대가격 추이



주: 2011년 1월 가격을 100으로 환산하여 비교
 자료: SteelDaily, 메리츠증권증권 리서치센터

그림98 터키 철 스크랩 수입 추이



자료: 터키 통계청, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

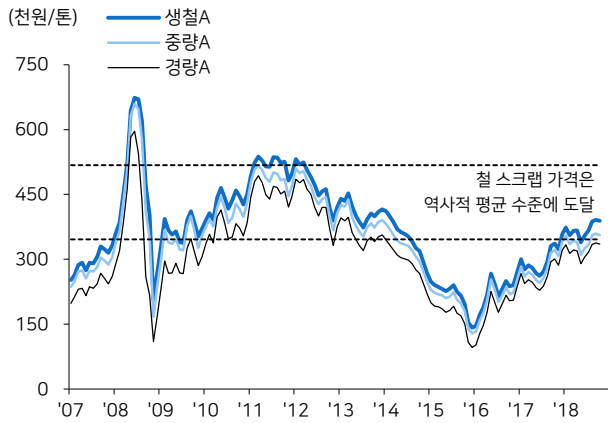
수요를 이끌었던 건설부문의
둔화로 수요가의 저항이 높음

다음으로 현재 가격에서 수요가가 저항을 느끼고 있다. 단순히 가격만 놓고 보면 현재 철 스크랩 가격은 제강사 입장에서 매입이 부담스러운 수준이다. 판가에 대한 협상력이 강하지 않은 상황에서 수요가의 반발이 거세다. 철 스크랩은 주로 봉형강류 생산에 사용되는데 봉형강류의 대부분은 건설부문에 판매된다. 한국과 중국의 건설부문 투자는 전반적으로 하강 국면에 접어들었다. 일본 역시 올해 신규 수주가 소폭 반등하기는 했으나 2020년 도쿄 올림픽에 따른 건설 수요라면 2~3년의 건축기간을 고려할 때 2019년부터는 수주측면의 반등세가 이어지기 어려울 전망이다.

2020년까지 철 스크랩 수입이
중단되며 국제 시장의 철 스크랩
공급 증가

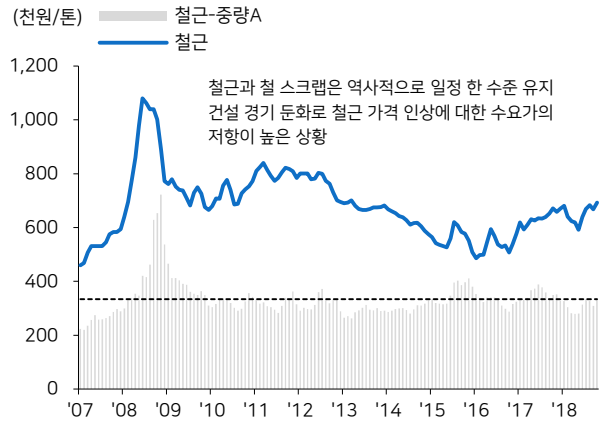
마지막으로 중국의 수입제한 정책도 변수다. 중국은 올해 4월경 스크랩 수입을 2020년부터 전면 금지하겠다고 밝힌 상황이다. 이 스크랩에 철 스크랩도 포함되기 때문에 2020년부터 연 200만톤 규모의 수입시장이 다른 국가로 대체되어야 한다. 그 규모가 절대적으로 크지는 않으나 철강 시황에 따라 부담이 될 가능성도 있다.

그림99 국내 철 스크랩 가격 추이



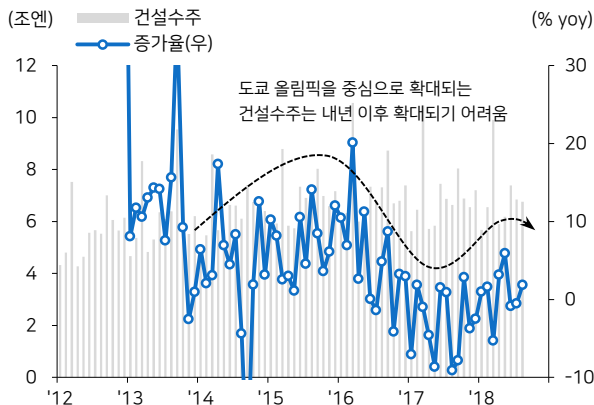
자료: SteelDaily, 메리츠증권 리서치센터

그림100 국내 철근 가격과 중량A 대비 스프레드



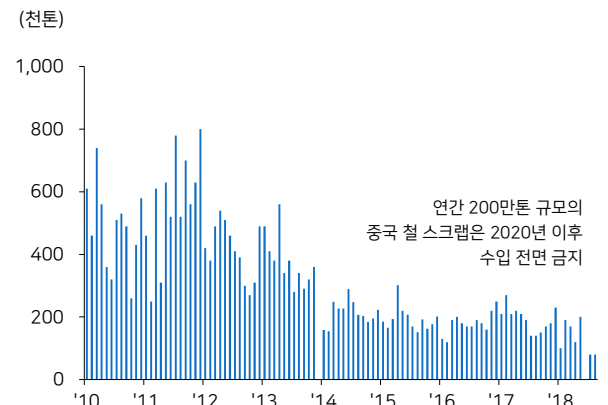
자료: SteelDaily, 메리츠증권 리서치센터

그림101 일본 건설수주 추이



자료: 일본 경제산업성, 메리츠증권 리서치센터

그림102 중국 철 스크랩 수입 추이



자료: 중국 해관총서, 메리츠증권 리서치센터

전극봉 - 원료 수급을 고려하면 가격 상승 전망

전극봉은 2016년 이전까지만 해도 가격 변동폭이 크지 않아 매출원가에 미치는 영향은 제한적이었다. 대부분의 업체들은 가격 조정 산식에 전극봉 가격을 반영하지 않을 정도였다. 그러나 2017년 말부터 본격적으로 가격이 상승하면서 2016년에 중국산 HP 400mm 제품 기준 2천달러 내외였던 가격이 현재 스팟 기준으로 1만달러를 상회하고 있다. 불과 2년 사이에 5배 가량 급등한 셈이다. 스팟 가격은 올해 상반기 최고 1만 6천달러 수준까지 근접했다가 최근 하락하여 9천달러까지 빠졌으나 계약단가는 올해 하반기에만 30%가까이 인상되었다.

침상코크스 가격 상승에 따른 전극봉 가격 상승

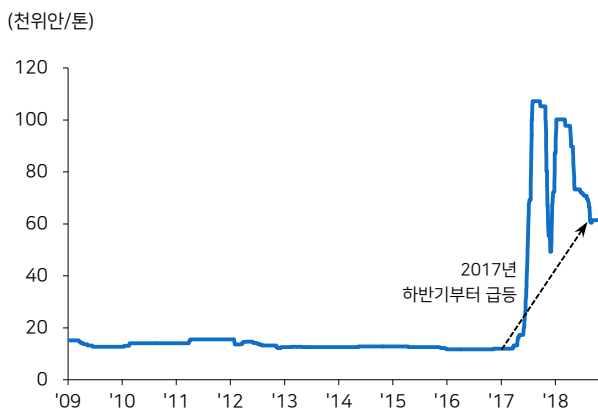
전극봉 가격의 상승 원인은 원가의 50%를 차지하는 침상코크스 가격이 급등했고 중국이 전기로를 증설함에 따라 수요도 늘었기 때문이다. 그렇다면 전극봉 수요는 얼마나 늘어날까? 한국의 경우 전극봉을 전량 수입하고 있는데 2016년 수입물량과 전기로 조강생산량을 이용해 투입 원단위를 계산하면 대략적으로 1.7~2.0kg/톤 정도가 나온다.

중국은 작년에 약 52만톤의 전극봉을 생산했는데 이 중 31만톤을 자국에서 소비하고 21만톤을 수출하였다. 한국의 투입 원단위를 적용하면 이론적으로는 1억 5천만톤 가량의 전기로 제강이 가능한 수준이다. 그러나 이러한 계산은 잘못되었다. 중국에서 생산되는 전극봉 중 60%가 HP이하 등급이기 때문이다.

전기로의 철 스크랩 비중 확대에 따른 UHP 수요 증가로 수급 밸런스에 문제가 생긴 것으로 판단함

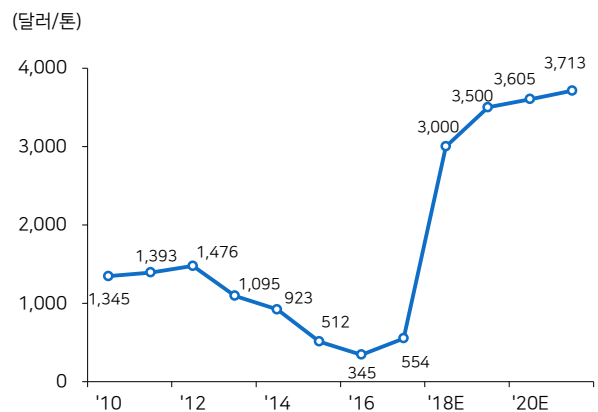
일반적으로 1차 정련에 UHP 등급이 2차 정련에 HP등급이 많이 사용된다. 중국의 경우 전기로가 고로의 전로 역할을 하는 경우가 많았기 때문에 이미 쇳물의 온도가 높은 만큼 UHP등급을 사용할 필요성이 떨어졌을 것으로 추정된다. 이 때문에 HP등급을 사용량이 많았을 것이다. 최근 정부 정책의 일환으로 전기로의 스크랩 사용 비중이 늘면서 UHP 수요가 늘었고 이것이 수급 불균형의 근본적인 원인으로 판단된다.

그림103 전극봉 스팟 가격 추이



주: HP 400mm 기준
자료: 아시안메탈, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림104 침상코크스 가격 추이



자료: Telesivory's Research, 메리츠증권 리서치센터

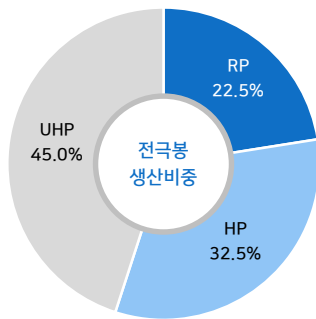
올해 중국 전기로 조강생산이 3천만톤 정도 생산량이 증가하면서 UHP 등급의 전극봉은 약 6만톤의 신규 수요가 창출되었을 것으로 보인다. 중국의 UHP 등급 전극봉 생산량은 전체 40%정도로 작년 기준 약 12만 5천톤 정도이다. 극단적으로 기존 전기로 생산과 신규 생산이 전부 UHP등급을 사용한다고 가정하면 16.5만톤의 수요가 발생하기 때문에 공급이 상당히 부족했을 것으로 보인다. 중국의 전기로 조강생산량이 2020년까지 1억 2천만톤이라는 가정하에 올해 대비 약 4천만톤의 생산량 증가 예상된다. 약 8만톤의 전극봉 공급이 추가로 더 필요한 셈이다.

중국의 UHP 전극봉 생산능력 확대에 의해 중장기적인 수급 이슈는 완화될 전망

중장기적으로 수급 이슈는 완화될 수 있다. 지난 7월 중국의 Fangda Carbon이 50,000톤 규모의 UHP 전극봉 생산시설을 투자하겠다고 밝혔다. 그 전에도 베이징구, 산둥성, 산시성에서 약 8만톤의 전극봉을 증설하겠다고 밝혔는데 이 중 40%가 UHP 등급인 것으로 알려졌다. 추가적인 투자가 더 발표될 경우 수급 이슈가 완화될 수 있다. 그러나 이들의 증설 물량은 단기적으로 반영되기 어렵고 증설 이후에도 전극봉 생산에 6개월 정도가 걸리기 때문에 ramp-up을 고려하면 향후 2년 정도는 전극봉 수급이 완화되기 어렵다.

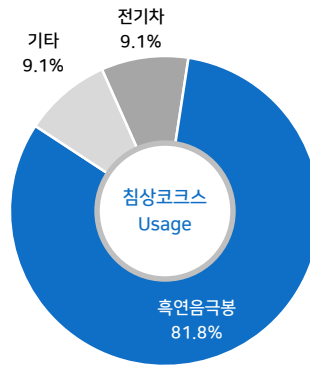
원재료인 침상코크스도 2차전지 음극재용으로 수요가 늘어나고 공급은 구조적으로 증가하기 어렵기 때문에 전극봉 가격은 상승폭은 둔화되나 당분간 강세를 유지할 전망이다.

그림105 2017년 중국 전극봉의 등급별 생산 비중



자료: 언론, 메리츠증권증권 리서치센터

그림106 침상코크스 용도별 사용 비중



자료: HEG, 메리츠증권증권 리서치센터

니켈 - 스테인리스 수요를 중심으로 점진적 우상향 전망

스테인리스 업체들의 주요 원재료인 니켈은 2018년 전극봉과 함께 가격 상승폭이 굉장히 컸다. 니켈가격은 수요의 65%를 차지하는 스테인리스 조강생산량과 동행하는 모습을 보였다. 2011년에 톤당 29,000달러를 상회했던 니켈 가격은 이후 스테인리스 조강생산량 증가율이 둔화되는 와중에 정광 생산량이 증가하면서 가격이 하락하기 시작했다. 2014년에는 인도네시아의 新정광법에 의해 수출이 제한되면서 공급감소에 대한 기대로 니켈가격이 반등했던 국면이 있었으나 이후 스테인리스 조강생산량 증가율 역시 급락하면서 가격은 다시 하락세를 이어갔다.

스테인리스 생산량 증가와
배터리향 수요로 인해 가격 급등

2016년부터 가격이 상승세로 전환되었는데 1차적으로 중국의 스테인리스 생산량 증가율이 수요회복에 의해 상승한 영향이 있었고 2017년 말부터는 배터리향 수요 증가에 대한 기대감이 생겼다. 2018년 초에는 중국의 스테인리스 생산량이 동절기 감산 등의 영향으로 둔화되었으나 청산강철의 300만톤 규모 스테인리스 공장이 가동되면서 전세계 스테인리스 조강생산량은 상승세를 이어가고 있다.

중국의 스테인리스 생산량
증가추세는 당분간 이어질 전망

당분간 스테인리스 조강생산량은 증가추세가 이어질 전망이다. 2019년에 더론흐딩스는 9.5억달러를 투자하여 인도네시아에 건설한 350만톤 규모의 스테인리스 공장을 가동할 예정이고 중국 내에서도 생산능력 확대가 이뤄질 예정이다. 2017년 기준 2,600만톤 정도를 생산했던 중국기업들이 2020년까지 스테인리스 생산량을 3,300만톤까지 확대될 수 있다는 전망도 나온다.

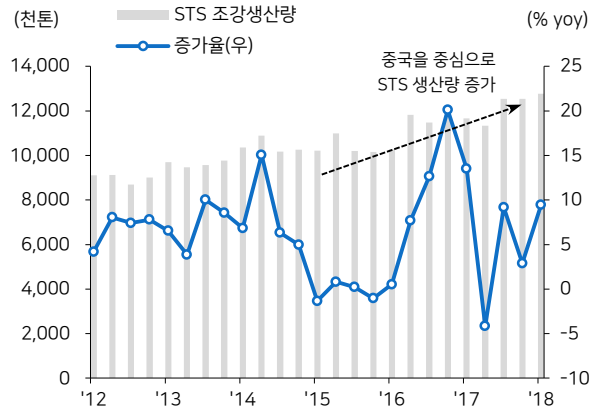
중국을 중심으로 스테인리스가 2020년까지 700만톤 증가한다고 가정한다면 니켈 생산량의 증가에도 불구하고 중단기적으로 니켈의 강세는 지속될 전망이다. 니켈은 2020년까지 인도네시아를 중심으로 약 25만톤 정도 생산량이 증가할 것으로 보인다. 일반적으로 300계 스테인리스의 약 8%가 니켈이므로 단순하게 생각해볼 경우 스테인리스가 310만톤 이상 증가한다면 공급 부족이 나타난다.

그림107 니켈 LME 3개월물 선물가



자료: LME, 메리츠증권증권 리서치센터

그림108 세계 STS조강생산량 추이



자료: ISSF, 메리츠증권증권 리서치센터

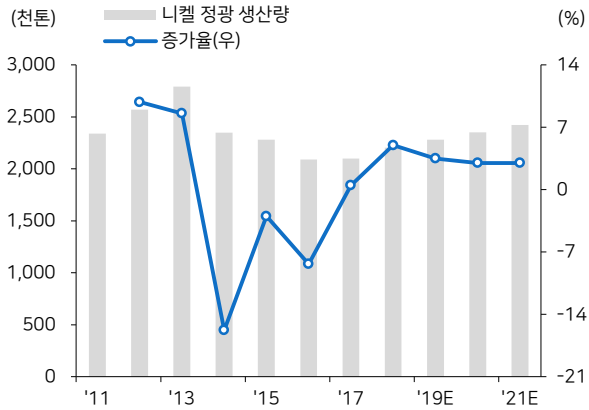
스테인리스 품종별 니켈 함유량을 고려할 경우 인도네시아의 생산량 증가분으로 수요 대응 가능

그러나 실제로는 스테인리스 품종별 니켈 함유량 차이가 크기 때문에 이러한 점을 고려할 경우 공급 부족은 생각만큼 심각하지 않다. 특히, 중국이 향후 니켈을 사용하지 않는 400계나 니켈의 사용량이 적은 듀플렉스를 중심으로 증설을 한다면 추가적인 니켈 수요가 생각보다 작을 수 있다. 전체 700만톤의 증분 중 300계가 50%, 400계가 30%, 200계가 20%라는 가정으로 계산을 해보면 니켈은 약 30만톤 필요하며 이 경우 니켈 부족분은 불과 5만톤에 불과하다.

공급 불확실성에 비해 수요 증가가 명확하므로 점진적인 가격 상승 전망

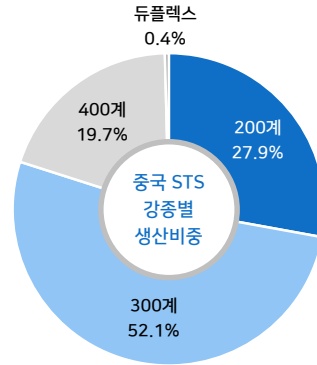
이 밖에 필리핀 광산의 생산량 회복 여부, 배터리용 수요의 빠른 성장 등 다양한 수급 요인이 상존하기 때문에 가격에 대해 단정하기는 어렵다. 그럼에도 불구하고 스테인리스 공급 증가에 따른 신규 수요 증가가 명확한 반면 공급쪽의 불확실성이 상대적으로 높다는 점을 고려하여 점진적인 가격 상승을 전망한다.

그림109 니켈 정광 생산량 추이



자료: USGS, 메리츠증권증권 리서치센터

그림110 2017년 기준 중국의 스테인리스 강종별 비중



자료: 철강협회, 메리츠증권증권 리서치센터

결론 - 원재료 변동성이 완화되며 판가에 상승 분 전가 전망

철강산업에서 원재료 가격은 수요가에 전가시킬 수 있는 부분이다. 물론 수요산업의 상황에 따라 얼마나 반영시킬 수 있을지는 다르다. 올해 상반기의 경우 지나치게 빠르게 원재료 가격이 상승하면서 이를 미처 반영하지 못한 업체들이 많았다. 판가를 인상하지 않는다면 경영환경이 지나치게 악화되는 수준에 이르렀기 때문에 내년에는 원재료 가격 상승분이 판가에 반영될 수 있다고 판단한다.

올해 4분기부터 내년까지 원재료 가격 변동성은 올해대비 완화될 것으로 전망한다. 하반기에 일부 판가 인상을 단행한 상황이기 때문에 내년의 연간 기준 물마진은 대부분 업체에서 올해 대비 개선될 것이다. 특히, 원재료 가격을 많이 반영하지 못했던 전기로 업체나 스테인리스 관련 업체들의 실적 개선폭이 두드러질 전망이다.

Part 5. 결론 – 2019년 국내 철강산업 $P(\searrow) \times Q(\rightarrow) - C(\searrow) = \text{Earnings}(\rightarrow)$

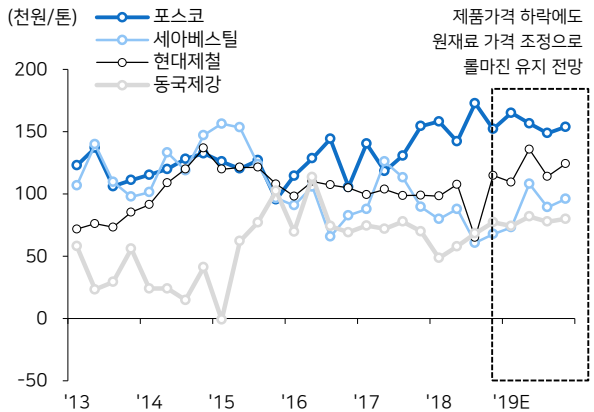
기업별로 세부적인 양상은 차이가 나겠지만 2019년 철강산업은 대체로 중국 수요 둔화에 따라 가격은 하락하지만 원재료 가격이 안정화되며 수익성이 개선될 것으로 전망한다. 공급물량은 대체로 2018년과 유사하나 봉형강류는 하락하고 후판은 증가할 것이다. 원재료 효과는 2018년 상반기 기저에 따른 일회적 성격을 지니므로 결국 중국 수요 둔화에 따른 가격하락을 고려하면 업황은 다운사이클로 접어들 가능성이 높다.

과거와 같은 급격한 다운사이클보다는 건설을 중심으로 판매량이 감소하면서 완만한 형태의 다운사이클이 예상된다. 다운사이클이 부담되긴 하나 최근 주가 조정이 되면서 Valuation 측면의 투자 매력은 높은 상황이다.

향후 주목해야 할 산업데이터는 중국의 조강생산량과 철강재 수출이다. 조강생산량이 내년에도 지속적으로 상승하는 모습이 나타날 경우 예상보다 가격하락폭이 더 클 가능성이 높다. 조강생산량이 크게 늘지 않더라도 중국 내 수요 둔화와 함께 수출이 증가하는 지 여부 역시 중요하다. 정책적으로는 중국의 인프라 투자 추이가 수요의 변수로 작용할 것이다.

품종별로는 특수강 부문을 주목한다. 내년 상반기 국내 플랜트 업체의 신규설비 착공, 하반기 이후 나타날 조선 및 해양플랜트 산업의 회복세로 인해 수요가 증가할 가능성이 높기 때문이다. 원재료 가격의 강세를 반영하지 못해 감소한 롤마진도 수요 회복과 원재료 가격 상승률 둔화에 따라 회복될 수 있다.

그림111 철강 4개 업체의 톤당 마진 추이 및 전망



주: 톤당마진 = 별도 매출총이익/판매량
 자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림112 철강 4개 업체 평균 PBR 추이



주: 4개 업체는 POSCO, 현대제철, 동국제강, 세아베스틸
 자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터



기업분석

종목	투자판단	적정주가
POSCO(005490)	Buy(신규)	360,000
세아베스틸(001430)	Buy(신규)	24,000
현대제철(004020)	Buy(신규)	56,000
동국제강(001230)	Buy(신규)	9,500

Industry Indepth
2018. 11. 8

▲ 철강

Analyst **민사영**
02. 6098-6652
sayeong.min@meritz.co.kr

POSCO 005490

이익 기초체력을 믿자

- ✓ 국내 1위 철강회사
- ✓ 열연 시장 내 지위, 고부가가치 제품을 바탕으로 높은 이익 기초체력 보유
- ✓ 2차전지 부문은 중장기적인 리레이팅 요소
- ✓ 다운사이클을 감안하더라도 현재 주가는 저평가 구간으로 판단

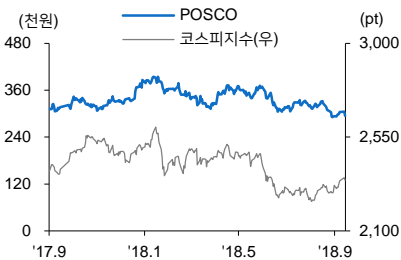
Buy (신규)

적정주가 (12개월) **360,000 원**
현재주가 (11.7) **268,000 원**
상승여력 **34.3%**

KOSPI	2,078.69pt
시가총액	233,661억원
발행주식수	8,719만주
유동주식비율	79.11%
외국인비중	54.79%
52주 최고/최저가	395,000원/254,000원
평균거래대금	890.9억원
주요주주(%)	
국민연금	11.05
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	5.22

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.9	-27.1	-17.3
상대주가	4.8	-13.6	1.3

주가그래프



다운사이클에도 강한 실적

포스코는 국내 철강산업의 1 인자로 복점적인 열연 시장의 가격결정자이다. 하 공정 역시 고부가가치 제품인 자동차 강판 비중이 높아 상대적인 이익률이 우수하다. 글로벌 Peer 중 다운사이클에서 이익 기초체력이 가장 높다.

다각화된 계열사의 성장

포스코 전사 영업이익 중 철강부문이 차지하는 비중은 2017 년 기준으로 78.5%로 철강 중심의 기업이라는 점은 명백하다. 그러나 최근 포스코 ICT, 포스코케미칼 등 자회사의 시가총액이 빠르게 상승하고 있는 상황이다. 그동안 포스코의 계열사는 철강회사인 포스코의 Valuation 으로 평가되어왔다. 포스코가 2030 년까지 2 차전지 사업부의 매출을 17 조원까지 끌어올리겠다는 목표를 제시하는 상황에서 계열사 가치에 대한 재평가가 필요하다.

대외 환경에 대한 불안을 감안하더라도 Valuation 은 매력적인 구간

중국 철강 수요가 둔화될 수 있다는 점을 감안하면 열연 롤마진은 2018 년을 고점으로 축소될 것으로 전망한다. 그럼에도 지난 4 년간 이어진 구조조정 과정에서 재무건전성을 회복하였고 후판과 냉연의 업황 개선을 통해 그 영향을 일부 상쇄할 수 있다.

보수적인 롤마진을 가정하더라도 지배주주 순이익 2.5 조원 이상은 지속 가능하다. 3 개년 평균 ROE 6.2%를 고려하여 적정 PBR 0.64 배로 판단한다. 투자 의견 Buy, 적정주가 360,000 원으로 커버리지를 개시한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	53,083.5	2,844.3	1,363.3	15,637	-1,189.8	486,007	16.5	0.5	6.7	3.3	74.0
2017	60,655.1	4,621.8	2,790.1	32,002	183.7	501,600	10.4	0.7	5.5	6.5	66.5
2018E	65,030.7	5,595.1	3,294.7	37,789	16.8	518,535	8.2	0.6	4.5	7.4	62.9
2019E	66,683.5	5,449.1	3,291.3	37,750	-0.3	547,109	8.2	0.6	4.2	7.1	57.7
2020E	66,606.4	5,139.5	3,056.2	35,053	-7.1	572,987	8.8	0.5	4.2	6.3	53.3

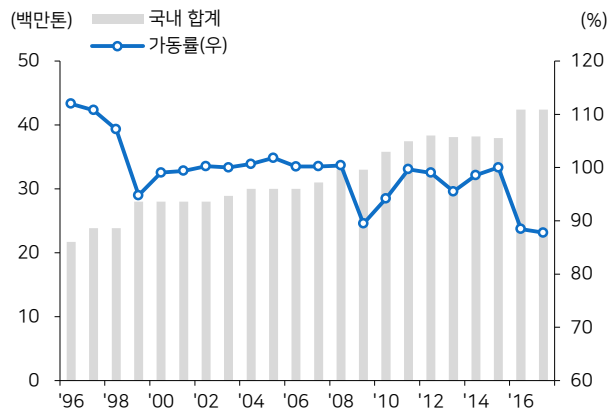
기업개요 – 국내 철강 1위 기업

포스코는 1968년 국영 종합제철회사로 설립되었다. 1970년대에 포항제철소, 1980년대에 광양제철소를 지으면서 1990년 초에는 조강생산능력 2,100만톤 규모의 제철회사로 성장하였다. 2000년에 민영화된 이후 지속적인 증설을 통해 조강생산능력은 4,760만톤 규모로 확대되었다.(국내 4,240만톤, 해외 520만톤)

연결대상회사는 총 180개이며 이 중 대표적인 회사는 포스코캠텍, 포스코대우, 포스코ICT, 포스코강판, 포스코에너지, 포스코건설이다. 2017년기준 별도회사의 자산가치는 54조원이며 관계사 합산 장부가액은 15조원이다. 국내법인의 가치가 7조원, 해외법인의 가치가 8조원을 차지한다.

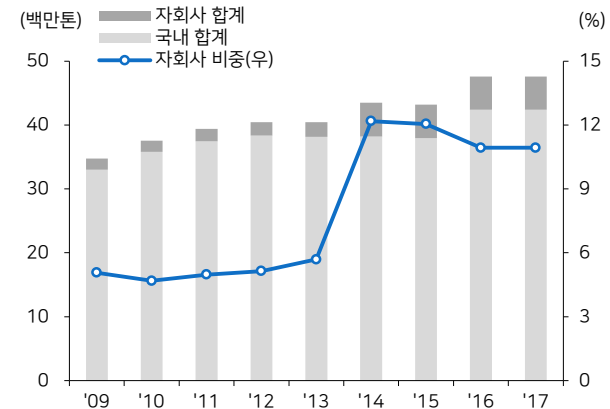
제품 포트폴리오는 판재류 중심으로 구성되어있다. 철강 매출의 수출 비중은 업황에 따라 변해왔지만 대체로 40~45% 수준을 유지하고 있다. 연결 기준 지역별 매출은 중국이 11.1%, 일본 3.6%, 북미 2.8% 순으로 높다. 매출처는 내부 매출을 제외하면 특정기업에 대한 매출이 많아야 2%에 불과할 정도로 다변화되어 있다.

그림113 국내 제철소 조강생산능력 추이



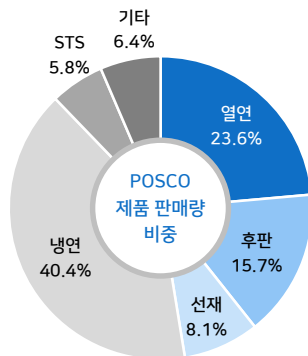
자료: 메리츠증권리서치센터

그림114 전사 조강생산능력 추이



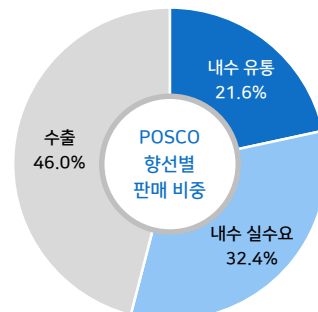
자료: 메리츠증권리서치센터

그림115 POSCO의 제품 판매량 비중 [2017년]



자료: 메리츠증권리서치센터

그림116 POSCO의 향선별 판매 비중 [2017년]



자료: 메리츠증권리서치센터

포스코의 경영전략 - 세 단계에 걸쳐 변화

2000~2008: 중국의 수요 증가에 따른 외형 확대

민영화 이후 포스코의 경영전략은 세 번에 걸쳐 변했다. 2000년부터 2008년 금융위기 전까지 포스코의 경영전략은 외형성장이었다. 이 무렵 철강의 주요 수요산업인 자동차와 조선이 중국의 수요를 등에 업고 빠르게 성장하였다. 전방산업의 수요를 받쳐주기 위해 포스코는 국내외 시설투자를 통해 생산능력을 확대하는데 주력하였다.

2008~2014: 외형 확대 지속, 다각화를 위한 M&A, 해외 투자

2008년 금융위기 이후 생산능력 확대 기조가 이어졌으나 수직계열화와 다각화 관점에서의 투자가 더욱 두드러졌다. 이는 2011년 포스코가 발표한 '포스코 패밀리 2020 비전'에서 잘 드러난다. 철강·소재·에너지를 3대 핵심사업으로 선정하며 철강기업 포스코가 아닌 포스코 패밀리의 미래를 강조하였다. 대우인터내셔널, 성진지오텍 인수, 인도네시아 일관제철소 건설, 태국 타이녹스 인수, 로이힐 광산 투자 등이 이 시기에 이루어졌다.

당시 포스코뿐만 아니라 많은 철강기업들이 2008년 이전 벌어들인 막대한 자금을 M&A에 사용하였다. 공급과잉에 따른 철강산업의 다운사이클을 다각화로 방어하고자 한 것이다. 포스코의 경우 경쟁사인 현대제철이 고로 사업에 진출하면서 국내 경쟁이 치열해졌다는 점이 더욱 부담되었을 것이다. 결과적으로 이 시기의 M&A는 포스코의 재무구조를 급격히 악화시킨 반면 수익은 기대를 하회하여 성공적인 투자로 이어지지 않았다.

2014~2018: 구조조정

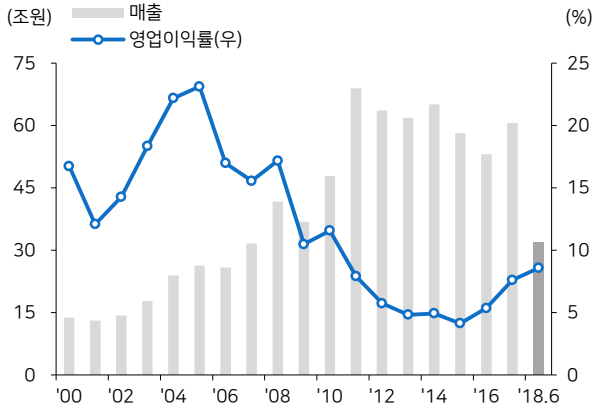
2014년부터 포스코는 철강 다운사이클을 견디고 악화된 재무구조를 개선하기 위해 구조조정을 주요 전략으로 삼았다. 포스코특수강, 포스코건설, 샌드파이어 구리광산, 뉴알텍, 포스화인, 대우마산백화점 등 비핵심자산이나 매각 가능한 자산들을 매각하여 27조원에 달했던 차입금을 2017년 말에는 21조원으로 줄였다. 포스코는 구조조정을 성공적으로 마치고 새 출발을 위한 체력을 다져놓았다. 중국과 일본의 경쟁사들이 대형화되며 철강기업 포스코의 입지가 좁아지고 있다. 앞으로 진행될 투자가 더욱 중요한 상황이다.

그림120 철강 상황과 포스코의 전략



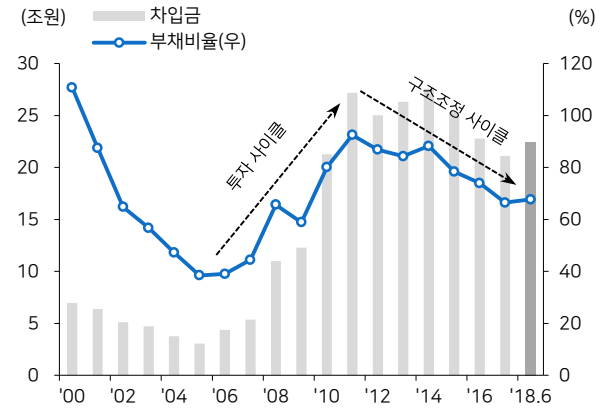
자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림121 포스코의 매출과 영업이익률 추이



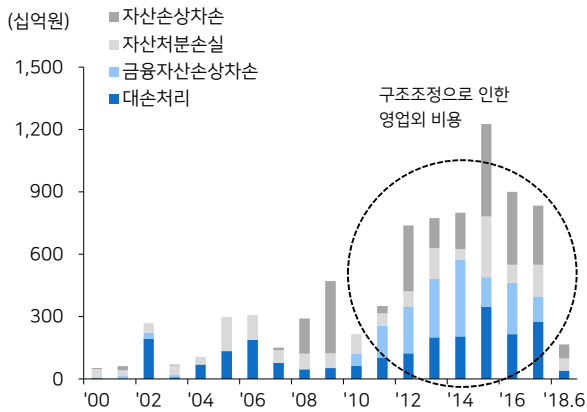
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림122 포스코의 차입금 및 부채비율 추이



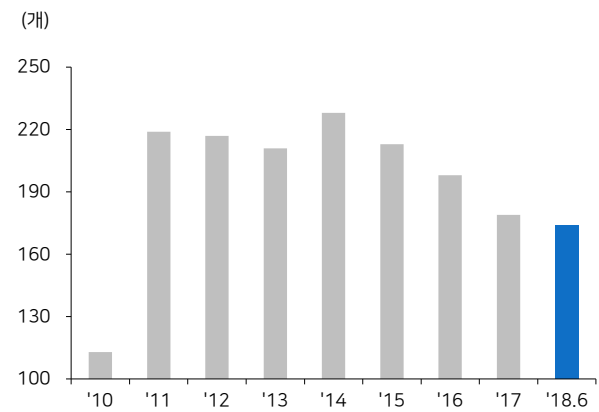
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림123 포스코의 대손처리비용, 손상차손, 자산처분손실 추이



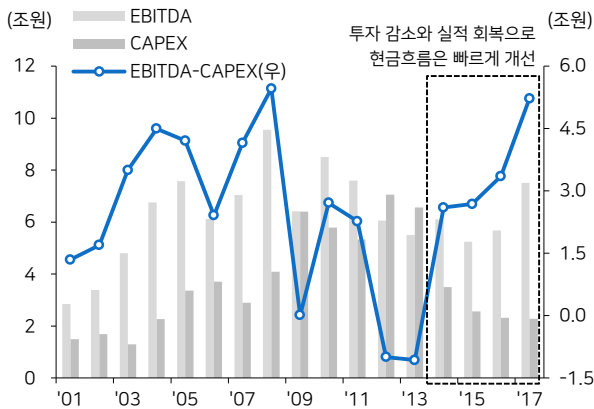
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림124 포스코의 연결대상회사 수 추이



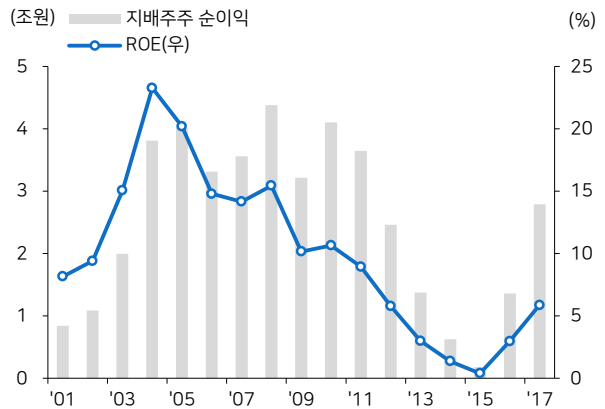
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림125 포스코의 EBITDA와 CAPEX 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림126 포스코의 ROE 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

다운사이클에도 강한 실적 - 가격 결정력과 높은 고부가가치 제품 비중

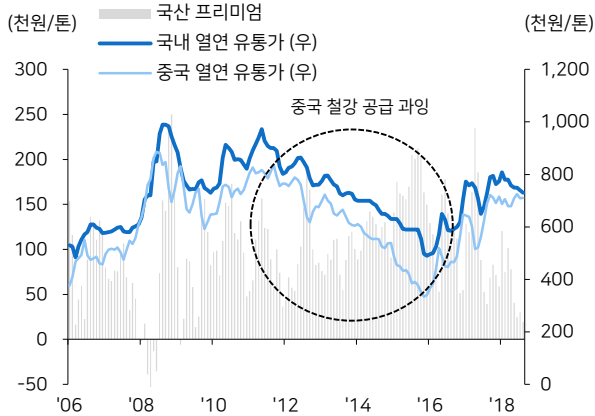
상공정 부문의 가격결정자로서
높은 가격 전가력 보유

중국 철강 수요에 대한 불확실성으로 인해 철강 가격이 하락하게 된다면 모든 철강사가 실적에 영향을 받을 수 밖에 없다. 그렇지만 개별 업체별로 어느 정도 위기 대응능력의 차이는 존재한다. 포스코는 국내 열연 시장에서 강한 지위를 가지고 있다. 경쟁사인 현대제철이 고로 투자를 통해 열연 시장에 진출하며 독점적인 지위가 흔들리긴 했지만 2017년 기준 포스코는 820만톤, 현대제철은 340만톤을 판매하면서 여전히 가격결정자로서의 지위를 유지하고 있다.

높은 고부가가치 제품 비중에
따른 가격 방어

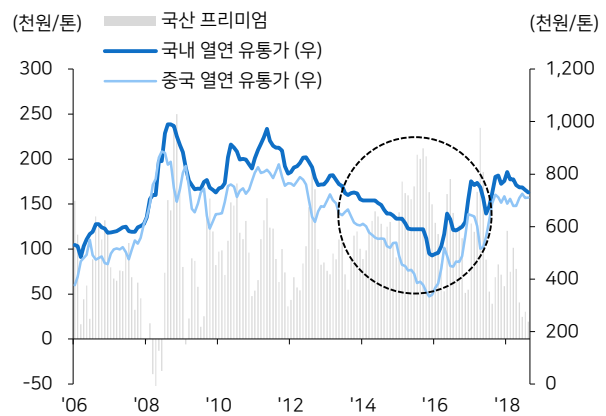
철강시장 내 막강한 지위를 바탕으로 상대적으로 높은 가격 전가력을 보유하고 있다. 때문에 다운사이클에서도 비교적 높은 수익성을 유지한다. 2013~2015년의 다운사이클에서 국내 열연의 중국산 대비 프리미엄은 시장이 좋지 않을수록 높아졌다. 냉연에서도 유사한 현상이 나타나는데 이는 중국산 대비 국산 냉연의 고부가가치 비중이 높기 때문인 것으로 보인다. 기가스틸 등 WP 제품 비중이 높은 포스코가 냉연시장에서도 가격을 선방할 수 있는 이유다.

그림127 열연 유통가 추이



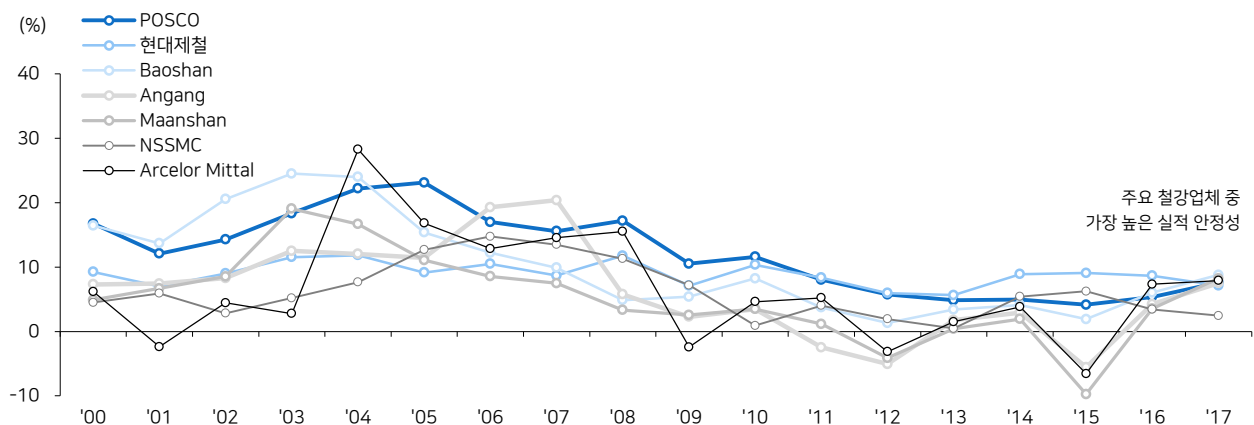
자료: SteelDaily, Steelhome, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림128 냉연 유통가 추이



자료: SteelDaily, Steelhome, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림129 철강 Peer 그룹 영업이익률 추이



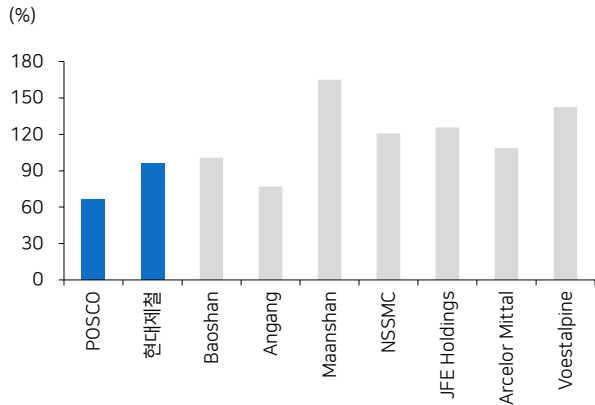
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

강한 펀더멘털에도 불구하고
주가는 다른 철강사와 동행

강한 펀더멘털에도 불구하고 주가는 글로벌 철강업체와 동행하는 모습이 나타난다. 다운사이클에서도 상대적인 저평가 매력이 나타날 수 있다. 포스코는 2008년~2015년의 다운사이클에서 글로벌 Peer 대비 가장 높은 수준의 영업이익률을 달성했다. 중국 철강시장이 내년부터 꺾인다고 가정하더라도 포스코는 향후 3년 간 2.5조원 이상의 지배주주 순이익을 유지할 만한 체력을 가지고 있다.

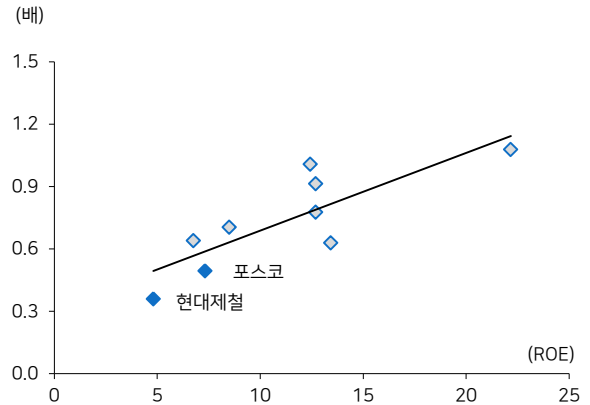
재무구조 측면에선 부채비율이 가장 낮은 철강사 중 하나다. 특히, 별도 기준 차입금은 4조원에 불과해 자본 대비 차입금 비율은 10%도 되지 않는다. ROE가 높지는 않지만 PBR을 고려하면 상대적인 저평가 매력이 있다.

그림130 철강 Peer 그룹 부채비율 비교



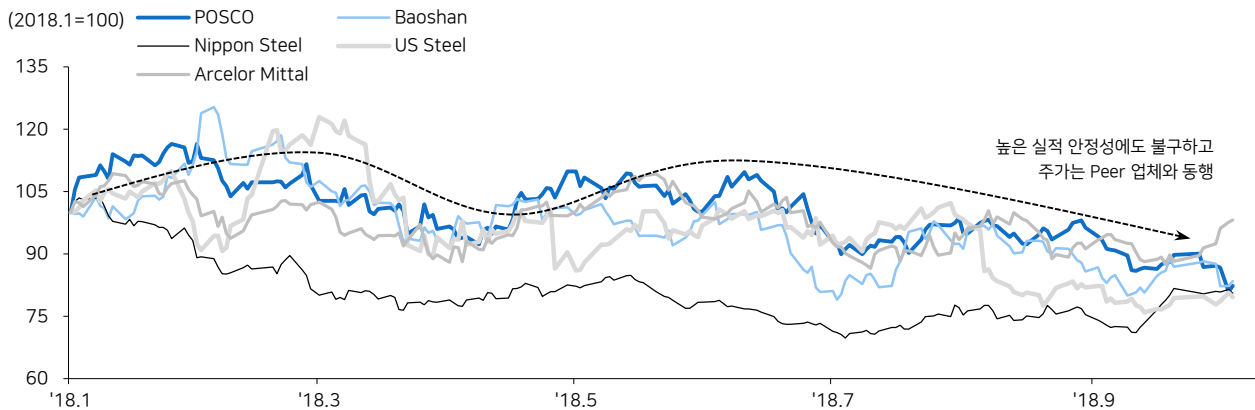
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림131 철강 Peer 그룹 ROE vs PBR [2018년]



주: POSCO, 현대제철, Baoshan, Angang, Maanshan, NSSMC, JFE, Arcelor Mittal, Voestalpine
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림132 철강 Peer 그룹 주가 추이



높은 실적 안정성에도 불구하고
주가는 Peer 업체와 동행

주: 2018.1=100
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

다각화된 계열사의 성장 - 리레이팅의 가능성

포스코의 연결 매출 중 철강부문이 차지하는 비중은 50% 정도이다. 나머지 매출은 무역부문이 34%, 건설부문이 11%. 그 외 기타부문으로 구성되어있다. 매출만 보면 이미 사업의 다각화를 이룬 회사라고 볼 수 있겠지만 영업이익은 여전히 철강부문의 의존도가 80%에 달하고 있는 상황이다.

계열사 가치에 대한 고민이 필요한 시점

그럼에도 불구하고 계열회사들의 가치에 대한 고민이 필요한 시점이 왔다. 포스코 계열사 중 국내 상장기업은 포스코강판, 포스코대우, 포스코ICT, 포스코캠텍, 포스코엠텍이다. 이 중 특별히 주목할 만한 기업은 포스코ICT와 포스코캠텍이다. 이 두 기업이 작년에 벌어들인 영업이익은 내부거래를 고려하지 않고 1,600억원 정도다. 포스코의 연결기준 영업이익은 4조 6천억원이었으므로 이 두 기업의 영업이익 기여도는 불과 3.5%밖에 되지 않는다. 반면, 이 두 기업의 합산 시총은 5.1조원에 달하고 보유 지분가치는 3.1조원으로 평가할 수 있다. 포스코의 시가총액 23조원 중 17.4%를 차지한다.

그림133 포스코의 부문별 매출액 비중[2017년]

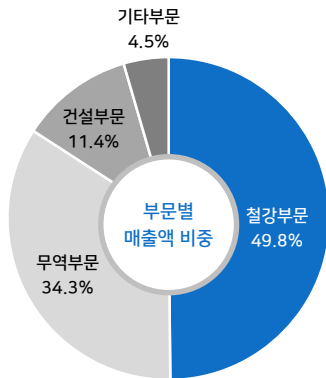
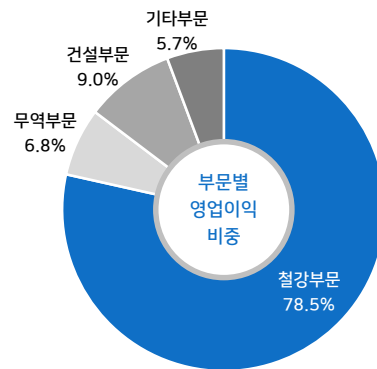


그림134 포스코의 부문별 영업이익 비중[2017년]



자료: 메리츠증권리서치센터

자료: 메리츠증권리서치센터

그림135 포스코 계열사의 시가총액 중 비중

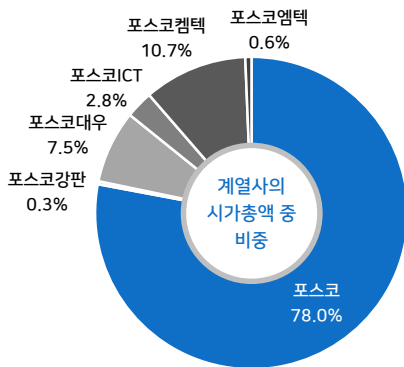
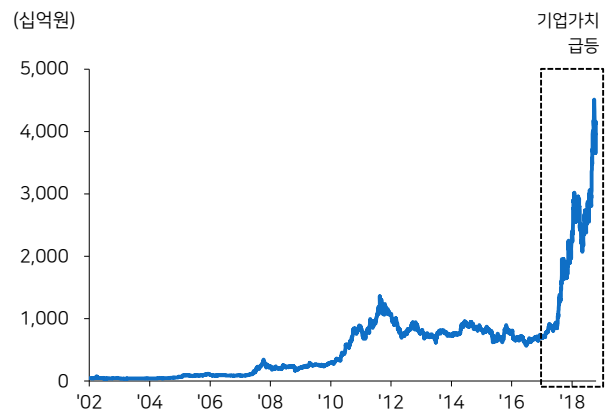


그림136 포스코캠텍의 시가총액 추이



주: 상장된 계열사의 시가총액이 포스코 시가총액에서 차지하는 비중을 지분율을 고려하여 구성
 자료: 메리츠증권리서치센터

자료: WiseFn, 메리츠증권리서치센터

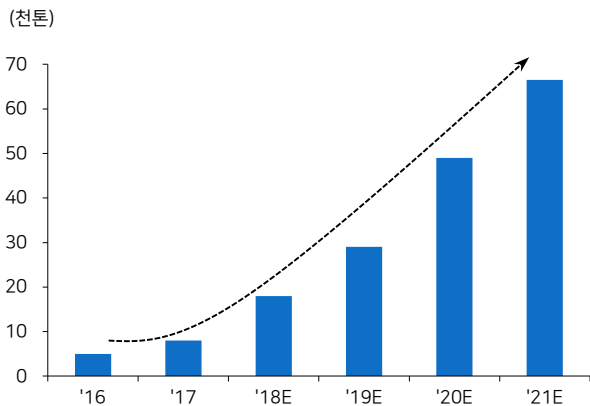
물론, 높은 Valuation을 받는 자회사를 소유한 모회사가 Valuation 할인을 받는 현상은 주식시장에서 흔하게 찾아볼 수 있다. 특히, 한국 지주회사 대부분이 이러한 형태의 할인을 받고 있다고 봐도 무방하다. 그럼에도 불구하고 Valuation gap이 일정 수준 이상으로 확대되면 순수하게 철강업체의 Multiple을 받고 있는 포스코의 리레이팅 요소로 작용할 수 있다는 점은 틀림없다.

가장 눈 여겨 보아야 할 부분은 포스코캠텍을 필두로 한 포스코그룹의 2차전지 사업이다. 포스코그룹은 향후 5년간 10조원을 이 분야에 투자할 계획이다. 포스코캠텍의 음극재 생산능력은 2021년까지 6만톤이상으로 확대된다. 확정된 투자만 고려한 것이며 추가적인 증설의 가능성도 다분하다. 증설을 통한 실적 개선이 빠르게 가시화되며 2020년까지 순이익 2,000억원을 달성할 전망이다.

검증의 시간이 필요하겠지만 2차전지 시장이 성장할 경우 단순히 철강회사로 평가하기 어려워질 전망

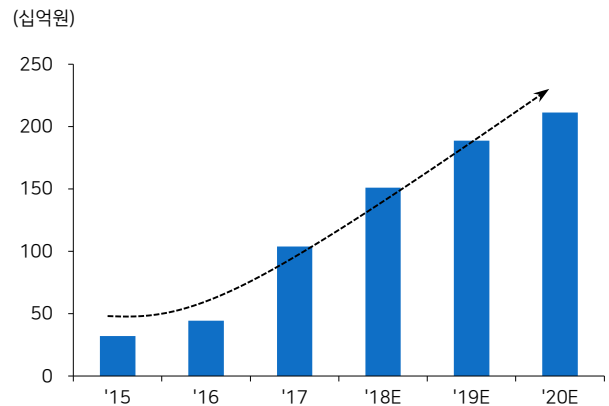
그 이외에도 포스코ESM을 통한 양극재 사업, 포스코의 자체적인 리튬광산 투자 효과가 가시화되는 시점에서 2차전지 소재 사업부의 이익은 전사 이익에서 유의미한 비중으로 확대될 수 있다. 포스코는 2030년까지 2차전지 부분에서만 매출 17조원을 달성하겠다고 선포하였다. 아직까지 먼 미래라 검증의 시간이 필요하겠지만 목표를 달성할 경우 단순히 철강회사로 평가하기 어렵다. 철강회사로 출발했지만 지금은 엘리베이터 사업에서 더 많은 이익을 내는 티센크루프(Thyssenkrupp)가 좋은 예다.

그림137 포스코캠텍의 음극재 생산능력 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림138 포스코캠텍의 순이익 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표9 포스코의 리튬 원료 관련 투자 내역

지역	투자내역	확보량(tpy)	투자비	비고
호주	필바라미네랄스 지분 매입 및 구매계약 체결	30,000	6200만달러	2020년 생산 시작
아르헨티나	온브레무에르토 염호 광권 인수	25,000	2억 8천만달러	2021년 생산 시작

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

다각화에 대한 재평가 없이도 Valuation 매력은 여전하다

2019년 포스코의 영업이익은 중국 철강가격의 하락을 반영해 올해보다 -2.6% yoy 하락한 5조 4,500억원으로 전망한다. 적정주가는 산업의 다운사이클이 지속된다는 가정하에 2019년~2021년의 이익 하향추세를 반영하였다. 3개년 평균 ROE 6.2%, COE 9.7%를 고려한 적정 PBR은 0.64배로 판단한다. 투자의견 Buy, 적정주가 360,000원으로 커버리지를 개시한다.

신사업의 성장동력을 SOTP 방식으로 평가한다면 저평가 매력은 더 커질 수 있으나 아직까지 영업이익의 80% 가량을 철강부문이 창출한다는 점을 고려하여 사회사의 가치를 개별적으로 고려하지 않았다.

투자의견 및 적정주가의 변동요인은 중국의 수급이다. 인프라 투자증가율의 회복이 확인되고 예상과 달리 중국의 공급물량의 감소가 확인된다면 적정주가를 상향 조정할 수 있다. 공급물량의 감소 혹은 생산능력의 감축 시그널은 중국 철강업체 간 대규모 M&A활성화라고 판단된다. 2차전지 사업의 경우 주가의 리레이팅 요소로 작용할 수 있는 만큼 지속적으로 관심을 두어야 한다.

표10 POSCO Valuation Table

(십억원)	3개년 평균	2018E	2019E	2020E	2021E
지배주주 순이익	3,078.1	3,294.7	3,291.3	3,056.2	2,886.9
지배주주 자본총계	49,900.5	45,209.4	47,700.7	49,956.9	52,043.8
ROE (%)	6.2	7.3	6.9	6.1	5.5
COE (%)	9.7	11.5	10.0	9.6	9.6
Rf(5년물 국채금리)	2.3	2.3	2.4	2.2	2.2
52주 β	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Rm	8.5	10.0	8.7	8.3	8.3
성장률(g)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Fair PBR (배)	0.64	0.63	0.69	0.64	0.58
적정 시가총액	31,760.8	28,550.5	33,062.8	31,968.4	30,197.6
Current PBR (배)	0.47	0.52	0.49	0.47	0.45
현재 시가총액	23,366.1	23,366.1	23,366.1	23,366.1	23,366.1
적정주가 (원, 만원미만 절사)	360,000	320,000	370,000	360,000	340,000
증가	268,000	268,000	268,000	268,000	268,000
Upside (%)	34.3	22.2	41.5	36.8	29.2

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

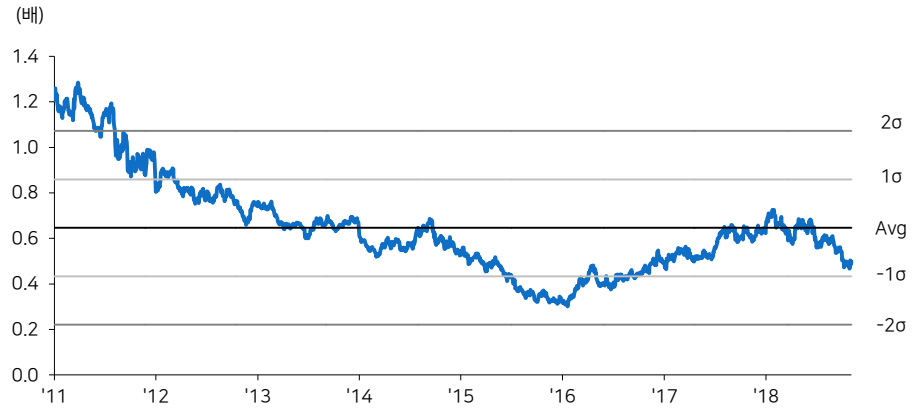
(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출	15,862.3	16,083.3	16,410.7	16,674.4	65,030.7	16,753.5	16,768.3	16,530.1	16,631.5	66,683.5
철강부문	8,030.5	8,247.2	8,176.0	8,102.5	32,556.2	8,326.7	8,341.4	8,103.2	8,204.6	32,975.9
별도	7,760.9	7,704.9	7,905.5	7,523.6	30,894.8	7,806.2	7,820.1	7,596.8	7,691.8	30,914.9
연결중속	4,747.2	5,019.0	5,086.4	5,054.1	19,906.7	5,204.2	5,213.4	5,064.5	5,127.9	20,609.9
내부거래제거	-4,477.6	-4,476.6	-4,815.9	-4,475.2	-18,245.3	-4,683.7	-4,692.1	-4,558.1	-4,615.1	-18,548.9
무역부문	5,560.1	5,395.7	5,712.1	5,699.5	22,367.4	5,866.5	5,866.5	5,866.5	5,866.5	23,465.9
건설부문	1,482.7	1,692.5	1,705.4	1,996.0	6,876.6	1,725.6	1,725.6	1,725.6	1,725.6	6,902.6
기타부문	788.9	747.8	747.0	876.4	3,160.1	834.8	834.8	834.8	834.8	3,339.1
영업이익	1,487.7	1,252.3	1,531.1	1,324.0	5,595.1	1,435.4	1,368.8	1,287.9	1,356.9	5,449.1
영업이익률(%)	9.4	7.8	9.3	7.9	8.6	8.6	8.2	7.8	8.2	8.2
철강부문	1,164.4	1,018.7	1,294.6	1,057.1	4,534.7	1,190.6	1,123.0	1,041.5	1,109.4	4,464.5
별도	1,015.9	822.1	1,094.8	854.9	3,787.7	1,008.5	940.5	864.2	929.9	3,743.2
연결중속	168.2	201.4	199.8	202.2	771.5	182.1	182.5	177.3	179.5	721.3
내부거래제거	-19.7	-4.8	0.0	0.0	-24.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무역부문	134.4	92.0	57.9	68.1	352.4	107.5	107.5	107.5	107.5	429.9
건설부문	103.1	99.1	109.2	137.9	449.4	99.9	99.9	99.9	99.9	399.6
기타부문	85.9	42.4	70.3	60.9	259.5	37.4	38.4	39.1	40.1	155.0

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
평균환율 (원/달러)	1,072.3	1,079.9	1,121.5	1,110.0	1,095.9	1,100.0	1,100.0	1,085.0	1,075.0	1,090.0
제품판매량 (천통)	9,294.1	8,959.1	8,982.8	8,583.2	35,819.1	8,940.9	8,997.1	8,864.6	9,040.9	35,843.6
% yoy	6.6	5.9	0.2	0.2	3.2	-3.8	0.4	-1.3	5.3	0.1
탄소강	8,784.1	8,431.1	8,453.8	8,069.9	33,738.9	8,430.9	8,469.1	8,339.1	8,517.4	33,756.5
STS	510.0	528.0	529.0	513.2	2,080.2	510.0	528.0	525.5	523.5	2,087.1
매출	7,760.9	7,704.9	7,905.5	7,523.6	30,894.8	7,806.2	7,820.1	7,596.8	7,691.8	30,914.9
% yoy	9.8	8.0	9.0	6.0	8.2	0.6	1.5	-3.9	2.2	0.1
철강	7,339.3	7,296.8	7,459.4	7,109.7	29,205.3	7,380.7	7,408.3	7,227.5	7,306.9	29,323.4
탄소강	6,239.5	6,155.8	6,324.3	6,007.0	24,726.6	6,274.5	6,263.5	6,087.0	6,159.6	24,784.6
STS강	1,099.8	1,141.0	1,135.1	1,102.7	4,478.7	1,106.2	1,144.8	1,140.4	1,147.4	4,538.8
기타	421.6	408.0	411.5	413.9	1,655.0	413.7	411.8	412.7	413.0	1,651.3
매출원가	6,290.1	6,430.6	6,353.5	6,217.3	25,291.5	6,329.4	6,410.3	6,276.7	6,300.4	25,316.8
매출원가율 (%)	81.0	83.5	80.4	82.6	81.9	81.1	82.0	82.6	81.9	81.9
매출총이익	1,470.8	1,274.2	1,552.0	1,306.3	5,603.3	1,476.9	1,409.8	1,320.0	1,391.4	5,598.1
판매비 및 관리비	454.9	452.1	457.2	451.4	1,815.6	468.4	469.2	455.8	461.5	1,854.9
판매비율 (%)	5.9	5.9	5.8	6.0	5.9	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
영업이익	1,015.9	822.1	1,094.8	854.9	3,787.7	1,008.5	940.5	864.2	929.9	3,743.2
영업이익률 (%)	13.1	10.7	13.8	11.4	12.3	12.9	12.0	11.4	12.1	12.1

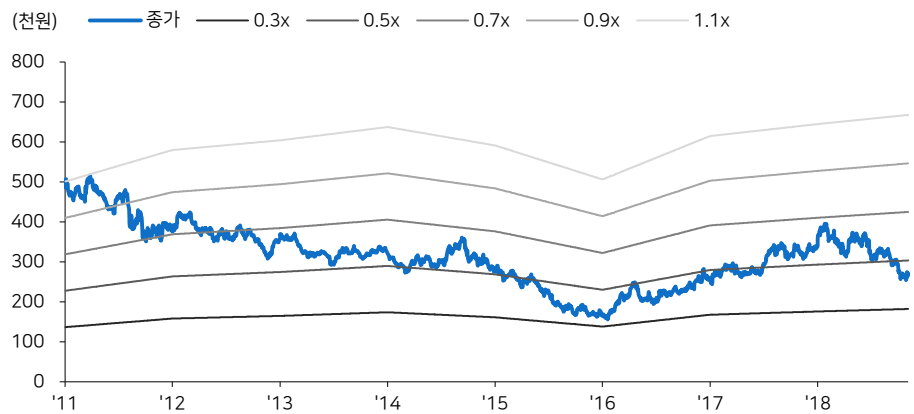
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림139 POSCO PBR Valuation



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림140 POSCO PBR Band



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

POSCO (005490)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	53,083.5	60,655.1	65,030.7	66,683.5	66,606.4
매출액증가율 (%)	-8.8	14.3	7.2	2.5	-0.1
매출원가	46,394.0	52,299.2	55,811.0	57,233.4	57,290.7
매출총이익	6,689.6	8,355.9	9,219.7	9,450.1	9,315.7
판매관리비	3,845.2	3,734.1	3,624.6	4,001.0	4,176.2
영업이익	2,844.3	4,621.8	5,595.1	5,449.1	5,139.5
영업이익률	5.4	7.6	8.6	8.2	7.7
금융손익	-782.2	-111.6	-513.1	-224.1	-302.8
중속/관계기업손익	-88.7	10.5	79.6	-14.3	-26.7
기타영업외손익	-540.6	-341.1	-257.7	-331.0	-279.0
세전계속사업이익	1,432.9	4,179.7	4,903.9	4,879.7	4,531.0
법인세비용	384.7	1,206.2	1,429.5	1,415.1	1,314.0
당기순이익	1,048.2	2,973.5	3,474.4	3,464.6	3,217.0
지배주주지분 손이익	1,363.3	2,790.1	3,294.7	3,291.3	3,056.2

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	29,303.8	31,127.4	32,190.1	32,758.6	33,223.2
현금및현금성자산	2,447.6	2,612.5	2,371.6	2,994.8	3,400.3
매출채권	9,329.8	8,583.3	9,176.0	9,152.4	9,177.9
재고자산	9,051.7	9,951.0	10,638.1	10,610.7	10,640.3
비유동자산	50,459.2	47,897.5	47,643.4	48,722.3	49,693.2
유형자산	33,770.3	31,883.5	32,482.1	33,561.0	34,532.0
무형자산	6,088.7	5,952.3	5,168.6	5,168.6	5,168.6
투자자산	7,115.1	6,131.7	5,976.9	5,976.9	5,976.9
자산총계	79,763.0	79,025.0	79,833.6	81,480.9	82,916.5
유동부채	18,915.4	18,946.0	18,715.1	18,697.9	18,716.4
매입채무	4,073.3	3,465.2	3,704.4	3,694.9	3,705.2
단기차입금	7,979.7	8,174.8	8,337.8	8,337.8	8,337.8
유동성장기부채	2,215.1	3,099.7	1,624.9	1,624.9	1,624.9
비유동부채	15,009.2	12,614.9	12,119.0	11,119.0	10,119.0
사채	6,145.4	4,986.4	5,867.8	5,867.8	5,867.8
장기차입금	6,364.8	4,802.7	3,523.1	2,523.1	1,523.1
부채총계	33,924.6	31,561.0	30,834.1	29,816.9	28,835.4
자본금	482.4	482.4	482.4	482.4	482.4
자본잉여금	1,397.8	1,412.6	1,407.9	1,407.9	1,407.9
기타포괄이익누계액	-124.9	-658.6	-1,059.2	-1,059.2	-1,059.2
이익잉여금	41,173.8	43,056.6	45,734.7	48,226.0	50,482.1
비지배주주지분	3,465.0	3,731.1	3,790.1	3,963.3	4,124.1
자본총계	45,838.4	47,464.0	48,999.5	51,664.0	54,081.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	5,269.4	5,607.3	7,040.2	7,350.3	7,141.2
당기순이익(손실)	1,048.2	2,973.5	3,474.4	3,464.6	3,217.0
유형자산상각비	2,835.8	2,887.7	3,080.8	3,421.1	3,529.0
무형자산상각비	378.0	409.8	370.3	366.7	363.2
운전자본의 증감	-425.8	-1,926.3	-506.1	37.6	-40.6
투자활동 현금흐름	-3,754.6	-3,817.9	-3,513.4	-4,881.0	-4,889.8
유형자산의증가(CAPEX)	-2,324.1	-2,287.6	-3,572.5	-4,500.0	-4,500.0
투자자산의감소(증가)	-338.6	993.9	234.4	-14.3	-26.7
재무활동 현금흐름	-3,951.0	-1,565.5	-3,784.4	-1,846.0	-1,845.9
차입금의 증감	-2,467.9	-1,637.7	-1,802.6	-1,000.0	-1,000.0
자본의 증가	14.2	14.8	-4.6	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-2,423.6	164.9	-238.5	623.3	405.5
기초현금	4,871.2	2,447.6	2,612.5	2,371.5	2,994.8
기말현금	2,447.6	2,612.5	2,371.5	2,994.8	3,400.3

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	608,848	695,691	745,877	764,834	763,951
EPS(지배주주)	15,637	32,002	37,789	37,750	35,053
CFPS	76,033	98,699	102,862	102,483	99,622
EBITDAPS	69,485	90,831	103,756	105,944	103,590
BPS	486,007	501,600	518,535	547,109	572,987
DPS	8,000	8,000	9,000	10,000	10,000
배당수익률(%)	3.1	2.4	2.9	3.2	3.2
Valuation(Multiple)					
PER	16.5	10.4	8.2	8.2	8.8
PCR	3.4	3.4	3.0	3.0	3.1
PSR	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
PBR	0.5	0.7	0.6	0.6	0.5
EBITDA	6,058.2	7,919.3	9,046.1	9,236.9	9,031.7
EV/EBITDA	6.7	5.5	4.5	4.2	4.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.3	6.5	7.4	7.1	6.3
EBITDA 이익률	11.4	13.1	13.9	13.9	13.6
부채비율	74.0	66.5	62.9	57.7	53.3
금융비용부담률	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9
이자보상배율(x)	4.3	7.1	8.8	8.6	8.1
매출채권회전율(x)	5.8	6.8	7.3	7.3	7.3
재고자산회전율(x)	6.1	6.4	6.3	6.3	6.3

Industry Indepth
2018. 11. 8

세아베스틸 001430

니치마켓에서 잡는 기회

▲ 철강

Analyst **민사영**
02. 6098-6652
sayeong.min@meritz.co.kr

- ✓ 국내 특수강 봉강의 절대적 강자
- ✓ 경쟁사의 본격적인 생산량 확대로 인한 본격적인 경쟁시장 도래
- ✓ 증가하는 수출, 석유화학 플랜트와 조선/해양플랜트 수요 증가 전망
- ✓ 올해의 실적 부진은 경쟁사보다 원재료 영향
- ✓ 정상화되는 실적을 고려하면 주가는 현재가 바닥

Buy (신규)

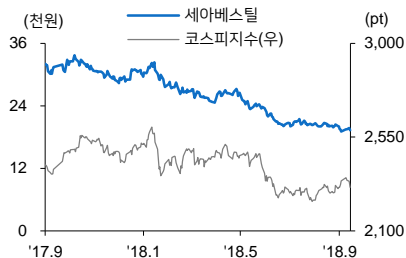
적정주가 (12개월) **24,000 원**
현재주가 (11.7) **15,550 원**
상승여력 **54.3%**

KOSPI	2,078.69pt
시가총액	5,577억원
발행주식수	3,586만주
유통주식비율	33.36%
외국인비중	10.41%
52주 최고/최저가	32,400원/15,250원
평균거래대금	10.5억원

주요주주(%)	
세아홀딩스 외 4 인	65.90
국민연금	6.95
신영자산운용	6.65

주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-17.9	-41.3	-51.6
상대주가	-10.5	-30.5	-40.7

주가그래프



국내 특수강봉강 부문의 절대적 강자

국내 특수강봉강 시장은 7 개의 국내 업체와 수입산 제품이 경쟁하고 있다. 세아베스틸은 2017 년 기준으로 국내 업체 판매량의 75%가량을 점유하고 있는 이 분야의 절대적 강자이다.(세아창원특수강 포함)

세아베스틸 2.0 도래

국내 시장에서 절대적인 영향력과 현대차그룹형 캡티브시장은 2013 부터 시작된 현대제철의 특수강 부문 진출로 인해 흔들리기 시작하였다. 특히, 올해부터 현대제철이 본격적으로 특수강 양산에 들어가기 시작하면서 세아베스틸의 자동차용 내수 판매량은 빠르게 감소하고 있다.

현대제철의 특수강 진출은 예견된 리스크이며 세아베스틸 역시 이를 인지하고 지난 5 년에 걸쳐 이를 대비했다. 줄어든 국내 판매량을 상쇄하기 위한 수출시장 판로 개척이 작년부터 가시화되고 있는 상황이며 6 대 특수강 특화제품을 통해 미래의 먹거리도 확보하고 있다. 올해의 실적 부진은 경쟁사의 영향보다 전극봉, 니켈 등 원재료 가격이 급등한 것을 수요산업의 부진으로 인해 판가에 전가시키지 못했기 때문이다.

내년부터 원재료 가격이 안정화된다면 실적은 올해를 저점으로 회복된다. 특히 세아창원특수강의 실적 개선이 기대된다. 무게목강관 수요가 많은 국내 플랜트 착공이 내년 상반기에 몰려있고 STS 강 수요가 많은 조선/해양플랜트 산업이 회복세를 보이고 있다. 2019 년 ROE 4.4%를 고려하여 적정 PBR 은 0.45 배로 판단한다. 투자이견 Buy, 적정주가 24,000 원으로 커버리지를 개시한다.

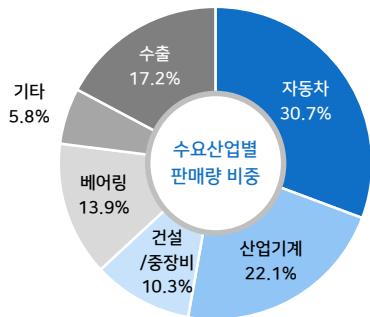
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	2,531.1	143.5	88.7	2,473	-36.6	48,457	10.3	0.5	7.4	5.5	77.4
2017	3,055.3	188.5	126.7	3,533	31.0	51,205	8.2	0.6	6.4	7.1	70.7
2018E	3,337.8	110.4	57.2	1,596	-53.9	52,635	12.2	0.4	6.9	3.1	83.2
2019E	3,490.3	151.3	86.9	2,422	47.1	54,660	8.1	0.4	5.6	4.5	78.5
2020E	3,620.7	190.9	114.4	3,190	31.2	57,453	6.1	0.3	4.5	5.7	75.8

기업개요 – 국내 특수강봉강 부문의 절대적 강자

1955년 대한중기공업으로 출발한 세아베스틸은 1986년 기아그룹에 편입되어 자동차용 특수강을 중심으로 성장했다. IMF로 인해 기아그룹이 해체되면서 세아그룹에 편입되었고 사명도 세아베스틸로 변경하였다. 편입 이후 지속적인 증설을 통해 제강 생산능력 310만톤, 제품 생산능력 280만톤의 세계적인 규모의 특수강회사로 도약했다. 2017년 기준 매출의 내수 비중은 82.8%으로 높다. 내수 시장에서 수입산을 제외한 세아베스틸의 점유율은 66.4%로 압도적으로 높다. 명실상부한 국내 특수강 봉강의 1인자이다.

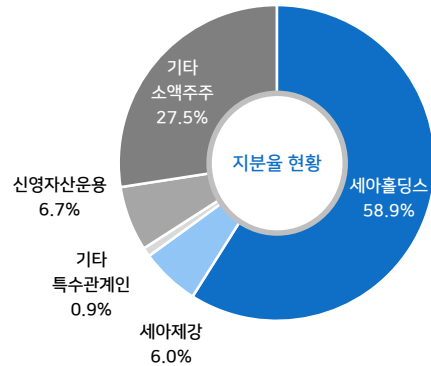
세아베스틸의 주력 제품은 자동차용 특수강이며 이 중 70%가량이 현대차그룹향 수요이다. 현대제철을 보유하고 있는 현대차그룹 입장에서 수직계열화의 욕구가 높을 수 밖에 없었다. 2013년 특수강에 대한 투자를 본격화하면서 시장점유율 축소에 대한 우려가 커졌다. 이에 세아베스틸은 2015년에 포스코특수강(現세아창원 특수강)을 1.1조원에 인수하며 품종을 다변화하였다.

그림141 세아베스틸의 수요산업별 판매량 비중 [2017년]



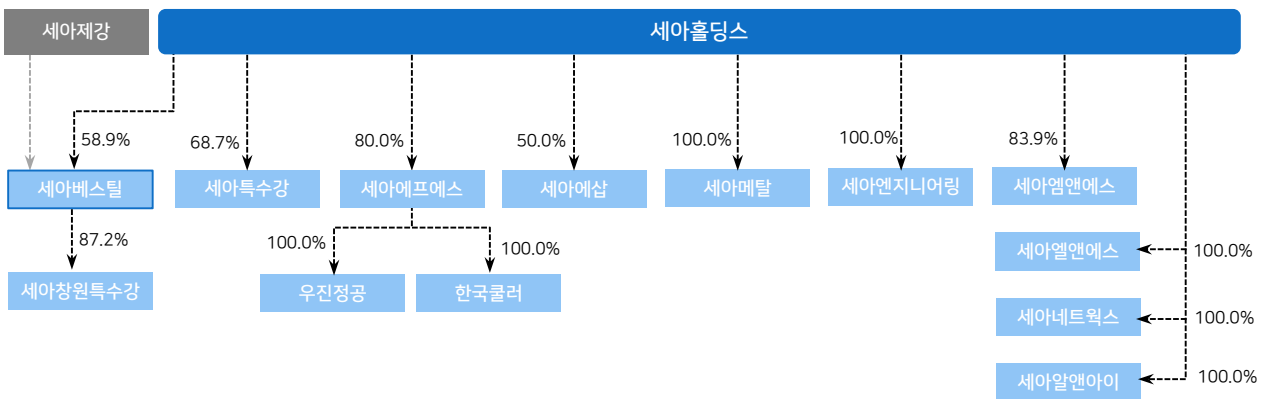
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림142 세아베스틸 지분율 현황



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림143 세아그룹의 지배구조



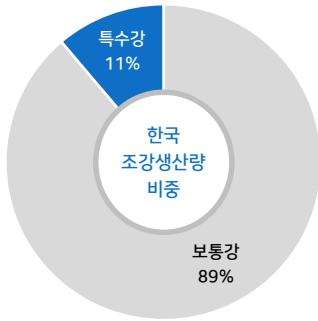
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

전방산업에 '더' 종속적인 특수강

국내 특수강 조강생산량은 전체 조강생산의 11%에 불과하며 전문업체도 적어 특수강에 대해 다소 생소할 수 있다. 이웃국가 일본은 특수강 분야에서 높은 경쟁력을 가지고 있으며 전체 조강생산 중 특수강의 비중도 20%로 높다. 대표적인 일본 전문업체로 다이도특수강, 산요특수강, 아이치제강 등이 있다.

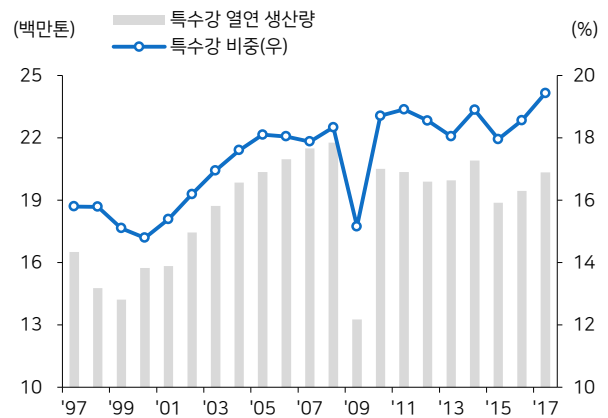
특수강은 크게 고탄소강과 합금강으로 나뉜다. 고탄소강은 탄소 함유량이 0.5% 이상인 강철을 말하며 내마모성이 높은 제품이며 합금강은 탄소강의 특성을 향상시키기 위해 망간, 크롬, 바나듐, 니켈 등을 첨가하여 보통강보다 더 높은 강인성, 내마모성, 내열성, 내식성 등을 부여한 것이다. 특수한 용도를 위해 제작되기 때문에 다품종 소량생산이 특징이다. 주요 수요산업으로 자동차, 산업기계, 건설중장비, 조선, 플랜트 및 발전소, 베어링 등이 있다.

그림144 한국 조강생산량 중 특수강 비중



자료: 한국철강협회, 메리츠증권증권 리서치센터

그림145 일본 특수강 열연 생산량 및 비중 추이



자료: METI, CEIC, 메리츠증권증권 리서치센터

그림146 특수강 Value Chain



주: STS강관 등도 특수강의 범주에 속하나 위 그림은 특수강 봉강과 선재를 중심으로 표현
 자료: 세아베스틸, 세아창원특수강, Caterpillar, Google, 메리츠증권증권 리서치센터

철강시황보다 수요산업에 밀접한 특수강 시장

특수강 제강사는 다품종 소량생산이라는 특성상 한 기업이 모든 수요산업에 대응하기 어렵다. 그래서 각 특수강 업체별로 어느 정도 특화된 제품이 있다. 특수강 전문업체의 경우 가장 큰 수요처인 자동차 시장에 동행하는 경향이 있다.

제품 판매량이 특정 수요산업에 밀접하게 연관되어 있다 보니 철강시황보다 전방산업의 소재업체로서 주가가 움직이는 경우가 많다. 특정 수요산업에 대한 민감도가 높다는 점이 꼭 장점은 아니지만 철강시황이 다운사이클로 전환되었을 때 상대적으로 아웃퍼폼할 수 있는 업체를 찾을 수도 있다.

그림147 세아베스틸의 POSCO 대비 상대수익률 추이



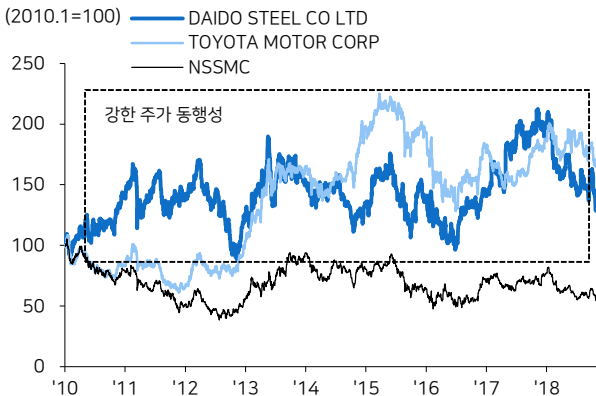
자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

그림148 다이도특수강의 NSSMC 대비 상대수익률 추이



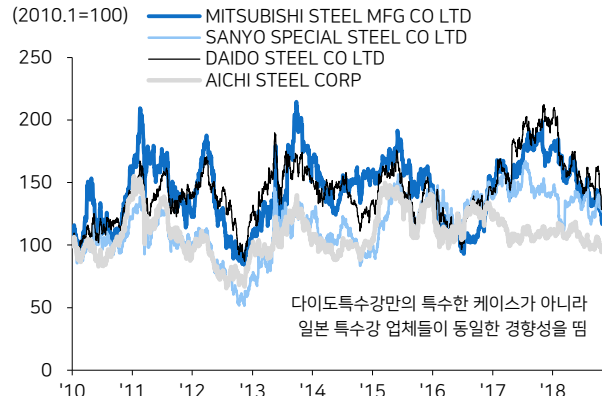
자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

그림149 다이도특수강, 토요타 자동차, NSSMC의 상대주가



자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

그림150 일본 특수강 4사의 상대주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

세아베스틸 2.0 도래 - 제품 다변화와 수출의 시대

국내 시장에서의 절대적인 영향력과 현대차그룹향 캡티브시장은 2013부터 시작된 현대제철의 특수강 부문 진출로 인해 흔들리기 시작하였다. 올해부터 현대제철이 본격적으로 특수강 양산에 들어가기 시작하면서 세아베스틸의 자동차향 내수 판매량은 빠르게 감소하고 있다. 자동차 부문이 주력 제품이었다는 점에서 점유율을 잃게 된 것은 치명적이다.

2017년부터 수출물량은 의미있는 성장세가 나타나고 있음

그렇지만 열연시장과 같이 언젠가 경쟁체제로 전환될 수 밖에 없는 부분이었다. 세아베스틸에게는 이를 대비할 5년이 주어졌다. 이 기간 동안 경쟁체제에서 살아남을 역량을 확보했는지가 중요하다. 이를 가늠해볼 수 있는 지표는 수출물량 확대다. 일반적으로 강종개발에 3~10년, 판로개척에도 수 년이 걸린다. 수출을 확대하는데 기다림의 시간이 필요하다는 의미다. 2016년까지 세아베스틸의 수출물량은 유의미하게 확대되지 않았으나 작년년부터 본격적으로 성장세가 나타나고 있다.

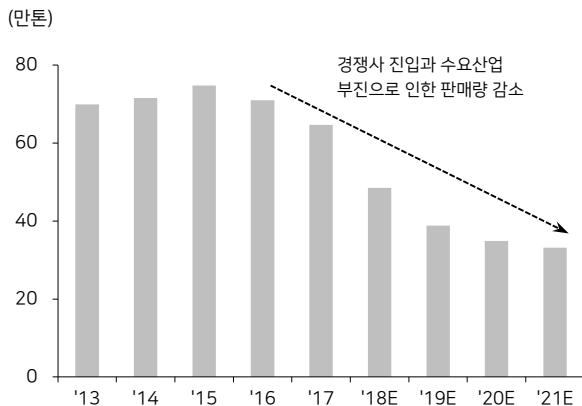
중장기 먹거리도 착실히 개발되고 있다. 세아베스틸의 6대 특화 제품 중 당장 판매가 가능한 수준인 제품이 4개가 된다. 신제품을 통해 에너지분야 등 기존에 비중이 낮았던 수요산업으로의 진출도 활발해질 전망이다.

표13 세아베스틸의 6대 특화 제품 개발 현황

구분	진도율	진행 현황
고청정강	80%	프리미엄급 고청정강 신뢰성 평가
저변형강	50%	품질 평가 진행
내마모강	90%	홍보자료 제작
무결함봉강	90%	홍보자료 제작
이방성저감강	50%	1차 평가완료, 2차 제강 대기
내충격인성강	90%	일부 시험재 평가 완료, 일부 제강 대기

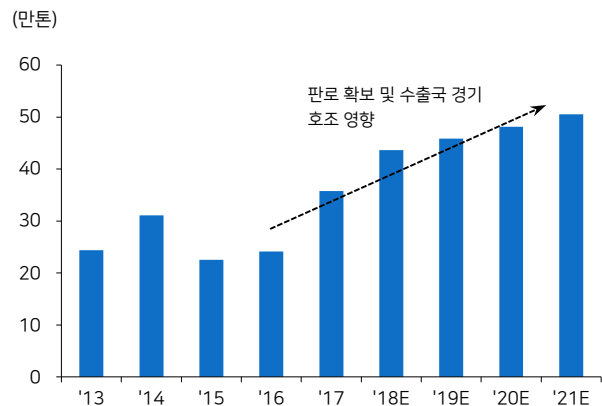
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림151 세아베스틸의 자동차용 특수강 판매량 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림152 세아베스틸의 특수강 수출 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

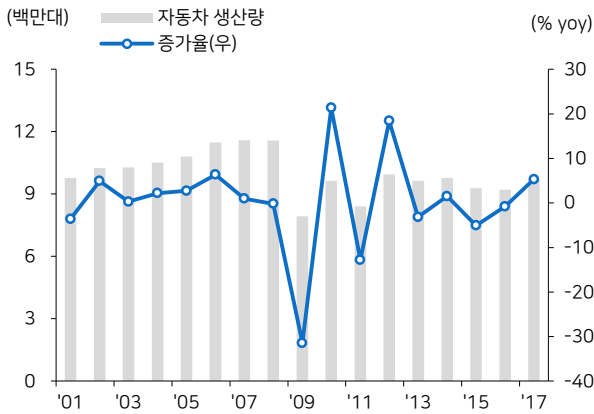
특수강 강국인 일본 역시 국내 수요가 둔화된 이후 수출로 그 영향을 상쇄하였음

특수강 강국인 일본의 경우 금융위기 직후인 2009년 이후에 양적 성장이 멈췄다. 가장 큰 원인은 자동차나 공작기계와 같은 전방시장의 수요 부진이다. 내수 시장이 꺾인 이후 수출 비중이 크게 증가했다.

국내 특수강 시장도 내수 수요 성장이 더딘 가운데 본격적으로 수출이 확대되는 국면으로 판단된다. 일본의 사례를 고려하면 잠재적으로 전체 생산량의 30~40%까지 수출을 할 수 있을 것으로 판단된다.

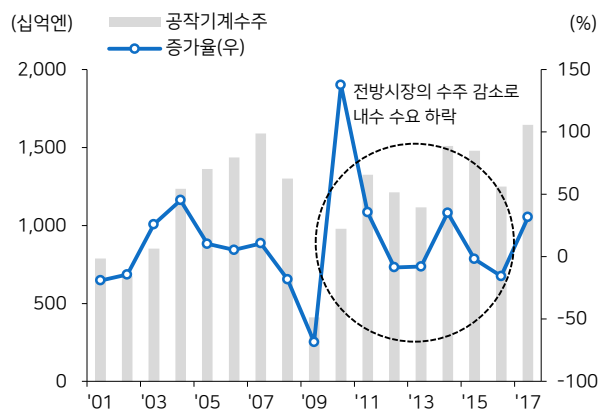
물론, 일본은 특수강 분야에서 세계 최고 수준의 기술력을 보유하고 있고 다양한 강종을 생산한다. 높은 경쟁력을 바탕으로 수출 확대가 용이했을 것이다. 그렇지만 다품종이라는 특수강의 특성을 살린다면 한국도 특화제품을 중심으로 수출 확대가 가능하다. 기존 생산제품에 있어서는 기술격차도 크지 않다. 세아베스틸은 현재 기존 제품 중심으로 판로를 개척하고 있다. 특화제품 개발이 완료된 이후엔 수출이 더 빠르게 확대될 것으로 전망한다.

그림153 일본 자동차 생산량 추이



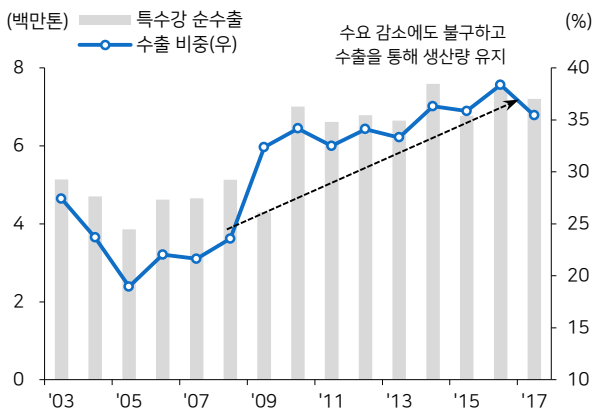
자료: OICA, 메리츠증권 리서치센터

그림154 일본 공작기계 수주 추이



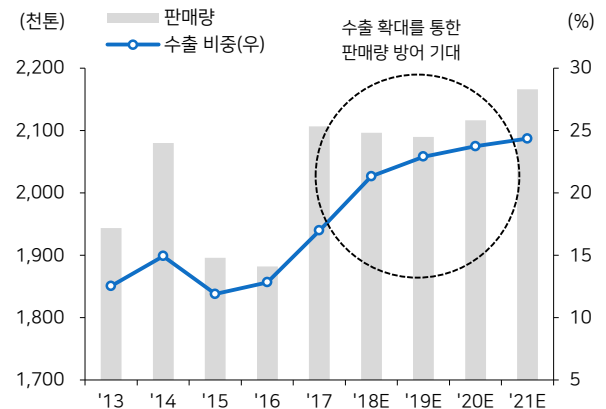
자료: 일본공작기계협회, CEIC, 메리츠증권 리서치센터

그림155 일본 특수강 순수출 추이



자료: 일본철강협회, CEIC, 메리츠증권 리서치센터

그림156 세아베스틸의 특수강 판매량 추이



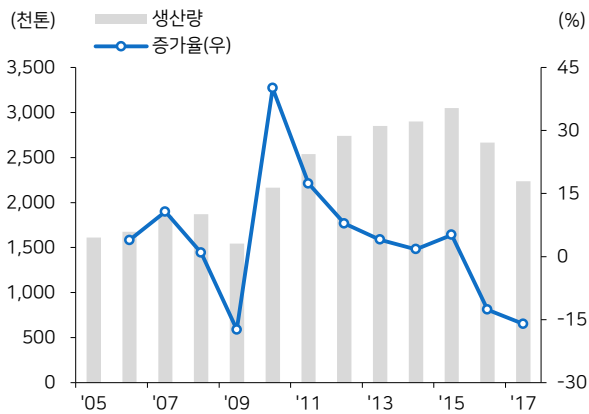
자료: 메리츠증권 리서치센터

자동차외 부문의 성장을 기대하자 - 조선과 플랜트의 이중주

세아베스틸이 자동차 부문의 실적 둔화를 제품 다변화로 극복하기 위해서는 다른 산업에서 판매량 확대를 기대할 수 있어야 한다. 국내 특수강 봉강시장은 이미 수요 증가폭이 둔화되고 있으며 수입산 침투도 빠르다. 그 동안 세아베스틸의 주가가 부진했던 이유는 내수 시장에서 성장여력이 크지 않은 가운데 캡티브 마켓을 뺏기면 실적 부진이 장기화될 수 있다는 우려 때문이었다.

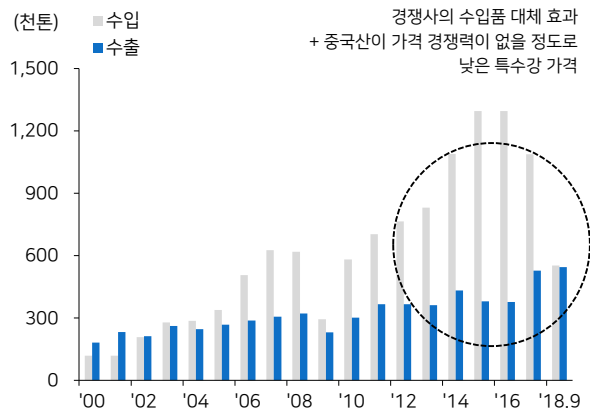
작년과 올해의 경우 자동차 부문의 판매량 감소는 내수 시장에선 산업기계, 건설/중장비 부문의 판매량 확대를 통해 상쇄했다. 중국의 부동산 및 인프라 투자 확대에 따른 영향으로 판단된다. 문제는 내년부터 중국향 건설기계 수주 증가율이 둔화될 수 있다는 우려가 크다. 다른 수요산업에서 판매량을 끌어올리지 못한다면 자동차 부문의 판매량 감소 영향으로 실적은 부진은 지속될 수 밖에 없다.

그림157 한국 특수강 봉강 생산량 추이



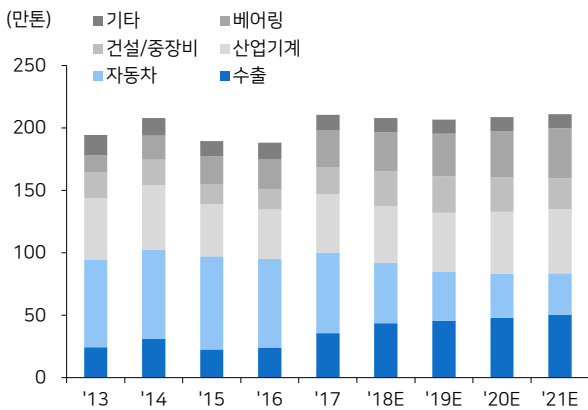
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림158 한국 특수강 봉강 수출입 추이



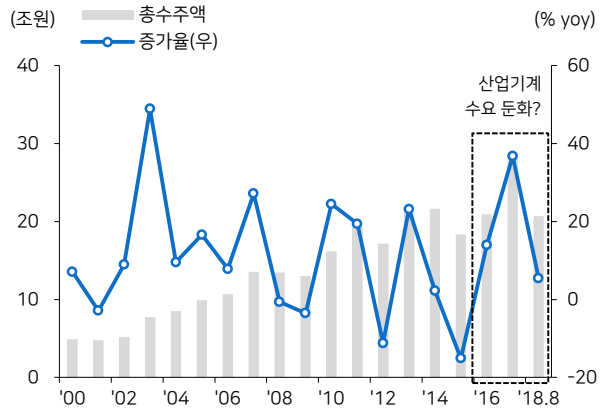
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림159 수요산업별 판매량 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림160 산업기계 수주금액 추이



주: 특수산업용, 일반산업용 합산
자료: 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

특수강 수요는 석유화학 플랜트, 조선/해양플랜트 발주 확대를 통해 성장할 전망

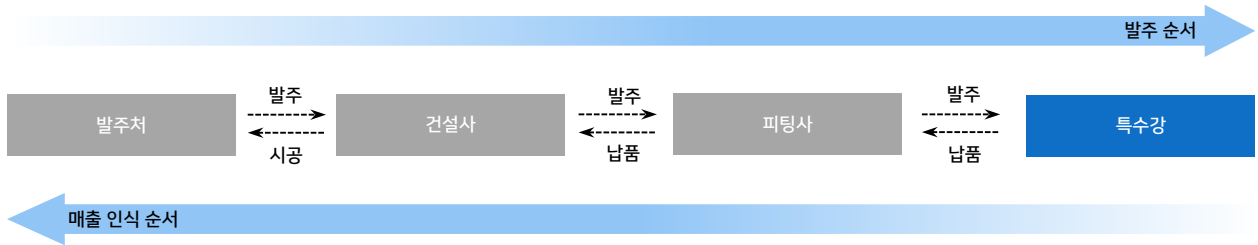
특수강 수요는 향후 몇 년간 진행될 석유화학 플랜트 투자 확대, 조선과 해양플랜트의 업황 개선으로 인해 증가할 전망이다. 조선/플랜트 발주 사이클에서 특수강 업체의 투자 매력은 소재를 담당함으로써 사이클의 수혜를 가장 먼저 매출로 인식한다는 점이다.

글로벌 석유화학 플랜트 시장은 정유사들의 다운스트림 진출에 따른 투자를 바탕으로 성장할 전망이다. 석유화학 플랜트에 들어가는 단조제품, 무계목강관 등에 특수강이 소재로 사용된다. 내년 상반기부터 국내 플랜트가 착공되며 본격적으로 수요가 발생할 것으로 보인다.

조선 시장은 1) IMO 황산화물 규제에 따른 폐선량 증가, 2) 유가 상승에 따른 LNG플랜트의 FID 가속화로 발주사이클이 기대된다. 해양플랜트도 1) 오일메이저 업체들의 낮은 RRR, 2) 시추장비 등 관련 업계의 M&A가 나타나며 발주에 대한 기대감이 높아지고 있다.

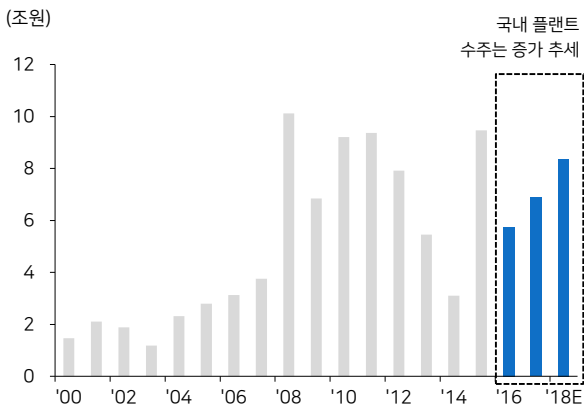
자회사 세아창원특수강의 STS선재 및 봉강, 무계목강관의 수혜가 크며, 세아베스틸의 산업기계용 수요, 대형단조 프레스의 가동률 상승도 기대된다.

그림161 플랜트 발주 사이클의 발주 순서와 매출 인식 순서



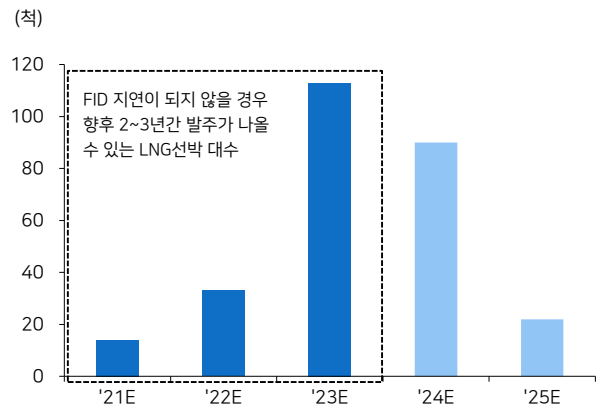
자료: 메리츠증권리서치센터

그림162 건설 수주 - 기계설치



자료: 통계청, 메리츠증권리서치센터

그림163 FEED단계 LNG플랜트의 상업생산 시기별 필요 LNG선



자료: Clarkson, 메리츠증권리서치센터

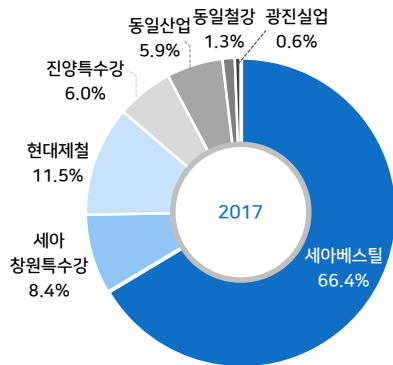
독보적인 점유율은 지속된다 - 경쟁사의 증설 가능성은 낮음

현대제철의 특수강 투자에도 불구하고 세아베스틸은 국내 시장에서 압도적인 점유율을 유지할 전망이다. 현대제철의 시장점유율은 2017년 11.5% 수준에서 2020년 20%로 크게 확대되었지만 이후 시장점유율이 추가로 확대될 개연성은 낮다. 20%는 현대제철의 특수강 봉강 생산량이 가동률 100%수준인 60만톤에 달한다는 것을 가정한 것이다. 현대제철 점유율이 이 이상 확대되기 위해서는 증설이 필요하다.

자동차 부문에 대한 수직계열화는 현재 생산능력으로 충분

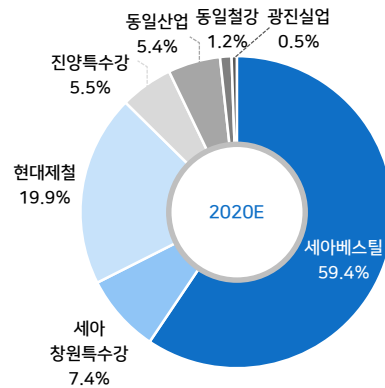
현대제철 입장에서 특수강 분야에 추가적인 증설을 할 유인은 없다고 판단된다. 현대제철의 특수강 진출은 자동차 부문에 대한 수직계열화를 이루기 위한 목적이 크다. 자동차 한대 당 필요한 철강은 약 1톤 내외이다. 특수강은 이 중 약 25%인 250kg 정도 투입되는데 국내 자동차 생산량 400만대 기준 100만톤 내외의 시장 규모인 셈이다. 100만톤의 생산능력은 저급 중국산의 수입물량까지 완전히 대체할 목적이 아니라면 현대차의 자동차 판매량을 감안할 시 충분한 수준이다.

그림164 특수강 봉강 시장점유율 [2017년]



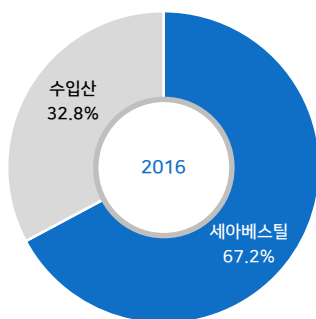
자료: 한국철강협회, 언론, 메리츠증권증권 리서치센터

그림165 특수강 봉강 시장점유율 [2020년]



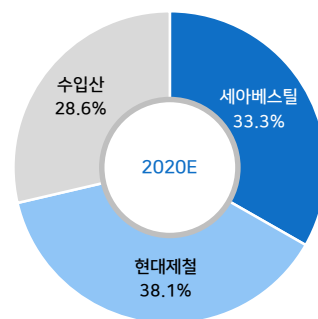
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림166 자동차용 특수강 시장 점유율 [2016년]



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림167 자동차용 특수강 시장 점유율 [2020년]



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

부진한 실적에 대한 오해 – 경쟁사보다 원재료 영향

특수강 판매량은 자동차 부문의 부진에도 불구하고 건설/중장비와 수출로 작년과 유사
실적 악화는 원재료 영향이 더 큼

올해의 실적 부진은 근본적으로 전극봉, 니켈 등 원재료 가격 급등을 판가에 전가 시키지 못했기 때문이다. 올해 세아베스틸의 제품 판매량은 자동차 부문의 판매량이 -25% yoy 감소했음에도 작년과 유사한 수준을 유지했다. 건설/중장비 부문과 수출이 감소분을 만회했기 때문이다. 자동차 부문의 마진이 더 좋은 것은 사실이지만 연결 영업이익을 -41.6%yoy 감소시킬 정도로 차이가 나지 않는다.

내년부터 원재료 가격이 안정화된다면 실적은 올해를 저점으로 회복된다. 철강산업에서 원재료 가격은 속도의 차이가 있으나 결국 판가에 반영된다. 부진한 실적으로 인한 주가 하락은 납득되나 하락폭은 과도하다고 판단된다. 올해 실적은 근 5년래 최악의 수준이지만 그럼에도 불구하고 ROE 3.0% 수준이다. PBR 0.3x배 수준에 불과한 현재 Valuation을 고려할 때 주가의 추가적인 하락은 제한적이다.

2019년 ROE 4.4%를 고려하여 적정 PBR은 0.45배로 판단한다. 다른 철강업체와 달리 2019년의 지표만 고려한 이유는 1) 수출 증가, 2) 자동차외 수요산업의 회복, 3) 원재료 가격의 변동성 완화라는 세 가지 요인에 대한 확인이 필요하기 때문이다. 위의 세 가지 조건이 확인된다면 적정주가를 상향해야 한다. 투자의견 Buy, 적정주가 24,000원으로 커버리지를 개시한다.

(십억원)	3개년 평균	2018E	2019E	2020E	2021E
지배주주 순이익	107.6	57.2	86.9	114.4	121.5
지배주주 자본총계	2,062.7	1,887.6	1,960.2	2,060.4	2,167.6
ROE (%)	5.2	3.0	4.4	5.6	5.6
COE (%)	9.7	9.2	10.0	9.6	9.6
Rf(5년물 국채금리)	2.3	2.3	2.4	2.2	2.2
52주 β	1.2	0.9	1.2	1.2	1.2
Rm	8.5	10.0	8.7	8.3	8.3
성장률(g)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Fair PBR (배)	0.54	0.33	0.45	0.58	0.59
적정 시가총액	1,110.0	620.1	872.6	1,196.6	1,270.5
Current PBR	0.27	0.30	0.28	0.27	0.26
현재 시가총액	557.7	557.7	557.7	557.7	557.7
적정주가 (원, 천원미만 절사)	30,000	17,000	24,000	33,000	35,000
증가 (원)	15,550	15,550	15,550	15,550	15,550
Upside (%)	92.9	9.3	54.3	112.2	125.1

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표15 세아베스틸 실적 테이블										
(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출	829.7	839.7	827.3	841.0	3,337.8	868.6	906.9	846.3	868.5	3,490.3
별도	523.9	524.0	513.7	526.8	2,088.3	538.8	567.0	526.5	542.0	2,174.4
세아창원특수강	309.7	311.9	308.6	310.1	1,240.3	325.5	335.3	315.5	322.1	1,298.4
매출원가	762.3	770.8	776.5	782.8	3,092.3	802.9	822.0	775.3	789.7	3,189.9
매출원가율 (%)	91.9	91.8	93.8	93.1	92.6	92.4	90.6	91.6	90.9	91.4
별도	480.0	477.0	482.3	493.8	1,933.0	500.3	509.2	482.6	493.2	1,985.3
<i>매출원가율 (%)</i>	<i>91.6</i>	<i>91.0</i>	<i>93.9</i>	<i>93.7</i>	<i>92.6</i>	<i>92.8</i>	<i>89.8</i>	<i>91.7</i>	<i>91.0</i>	<i>91.3</i>
세아창원특수강	286.5	290.4	290.5	285.5	1,152.9	298.9	308.9	289.1	292.8	1,189.7
<i>매출원가율 (%)</i>	<i>92.5</i>	<i>93.1</i>	<i>94.1</i>	<i>92.1</i>	<i>93.0</i>	<i>91.8</i>	<i>92.1</i>	<i>91.6</i>	<i>90.9</i>	<i>91.6</i>
판관비	32.2	33.5	34.0	35.4	135.1	37.1	38.8	36.1	37.1	149.1
판관비율 (%)	3.9	4.0	4.1	4.2	4.0	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3
별도	23.0	24.9	26.4	26.3	100.5	26.9	28.4	26.3	27.1	108.7
<i>판관비율 (%)</i>	<i>4.4</i>	<i>4.7</i>	<i>5.1</i>	<i>5.0</i>	<i>4.8</i>	<i>5.0</i>	<i>5.0</i>	<i>5.0</i>	<i>5.0</i>	<i>5.0</i>
세아창원특수강	8.8	8.5	8.3	8.7	34.3	9.8	10.1	9.5	9.7	39.0
<i>판관비율 (%)</i>	<i>2.8</i>	<i>2.7</i>	<i>2.7</i>	<i>2.8</i>	<i>2.8</i>	<i>3.0</i>	<i>3.0</i>	<i>3.0</i>	<i>3.0</i>	<i>3.0</i>
영업이익	35.2	35.5	16.9	22.8	110.4	28.7	46.1	34.9	41.7	151.3
영업이익률 (%)	4.2	4.2	2.0	2.7	3.3	3.3	5.1	4.1	4.8	4.3
별도	20.9	22.2	5.0	6.6	54.8	11.6	29.5	17.6	21.7	80.4
<i>영업이익률 (%)</i>	<i>4.0</i>	<i>4.2</i>	<i>1.0</i>	<i>1.3</i>	<i>2.6</i>	<i>2.2</i>	<i>5.2</i>	<i>3.3</i>	<i>4.0</i>	<i>3.7</i>
세아창원특수강	14.4	13.0	9.8	15.9	53.1	16.8	16.3	17.0	19.6	69.7
<i>영업이익률 (%)</i>	<i>4.7</i>	<i>4.2</i>	<i>3.2</i>	<i>5.1</i>	<i>4.3</i>	<i>5.2</i>	<i>4.9</i>	<i>5.4</i>	<i>6.1</i>	<i>5.4</i>

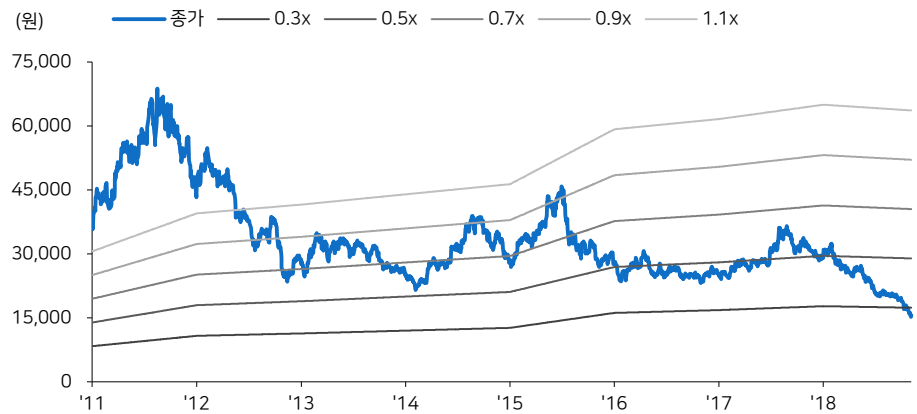
자료: 메리츠증권리서치센터

그림168 세아베스틸 PBR Valuation



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림169 세아베스틸 PBR Band



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

세아베스틸 (001430)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,531.1	3,055.3	3,337.8	3,490.3	3,620.7
매출액증가율 (%)	0.2	20.7	9.2	4.6	3.7
매출원가	2,271.8	2,736.8	3,092.3	3,189.9	3,275.7
매출총이익	259.3	318.6	245.5	300.4	345.0
판매관리비	115.9	130.1	135.1	149.1	154.1
영업이익	143.5	188.5	110.4	151.3	190.9
영업이익률	5.7	6.2	3.3	4.3	5.3
금융손익	-7.9	-25.5	-21.2	-26.0	-27.6
중속/관계기업손익	2.1	4.5	1.9	1.8	1.8
기타영업외손익	-4.8	5.8	-7.5	-4.7	-4.4
세전계속사업이익	132.8	173.3	83.6	122.5	160.7
법인세비용	28.2	36.2	20.3	29.4	38.6
당기순이익	104.7	137.2	63.3	93.1	122.1
지배주주지분 순이익	88.7	126.7	57.2	86.9	114.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	255.2	221.9	113.9	217.3	313.9
당기순이익(손실)	104.7	137.2	63.3	93.1	122.1
유형자산상각비	150.3	155.8	160.1	164.3	159.5
무형자산상각비	0.9	1.2	0.8	0.5	0.5
운전자본의 증감	-7.7	-105.9	-115.2	-40.6	31.7
투자활동 현금흐름	-171.4	-125.5	-107.4	-100.5	-100.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-160.8	-96.5	-101.7	-100.0	-100.0
투자자산의 감소(증가)	1.0	-3.5	-4.5	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-179.1	-104.3	70.5	-50.2	-74.2
차입금의 증감	-6.2	-88.6	192.6	-36.0	-60.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-95.6	-9.8	77.3	66.6	139.1
기초현금	117.8	22.2	12.3	89.6	156.2
기말현금	22.2	12.3	89.6	156.2	295.3

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,107.4	1,225.7	1,409.1	1,518.3	1,711.0
현금및현금성자산	22.2	12.3	89.6	156.2	295.3
매출채권	329.4	390.1	427.8	441.8	459.3
재고자산	745.4	793.9	870.6	899.0	934.6
비유동자산	2,429.7	2,365.3	2,302.0	2,237.7	2,178.2
유형자산	2,328.2	2,255.4	2,186.2	2,121.9	2,062.4
무형자산	9.1	14.0	13.5	13.5	13.5
투자자산	61.8	69.8	75.6	75.6	75.6
자산총계	3,537.1	3,591.0	3,711.1	3,756.1	3,889.2
유동부채	777.0	634.0	982.9	959.0	914.2
매입채무	179.6	222.8	244.3	252.3	262.3
단기차입금	98.0	94.0	285.4	285.4	285.4
유동성장기부채	340.7	180.8	335.6	309.6	179.6
비유동부채	765.8	853.8	702.6	692.6	762.6
사채	209.6	359.3	239.5	249.5	269.5
장기차입금	351.1	290.3	268.7	248.7	298.7
부채총계	1,542.9	1,487.8	1,685.5	1,651.6	1,676.8
자본금	219.3	219.3	219.3	219.3	219.3
자본잉여금	308.8	308.8	308.8	308.8	308.8
기타포괄이익누계액	4.8	5.9	-2.5	-2.5	-2.5
이익잉여금	1,154.5	1,251.9	1,272.4	1,345.0	1,445.1
비지배주주지분	256.5	266.9	138.0	144.2	152.0
자본총계	1,994.2	2,103.2	2,025.6	2,104.4	2,212.3

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	70,579	85,197	93,073	97,325	100,962
EPS(지배주주)	2,473	3,533	1,596	2,422	3,190
CFPS	8,019	9,273	7,838	8,832	9,714
EBITDAPS	8,215	9,635	7,567	8,815	9,785
BPS	48,457	51,205	52,635	54,660	57,453
DPS	800	900	400	400	400
배당수익률(%)	3.1	3.1	2.0	2.0	2.0
Valuation(Multiple)					
PER	10.3	8.2	12.2	8.1	6.1
PCR	3.2	3.1	2.5	2.2	2.0
PSR	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
PBR	0.5	0.6	0.4	0.4	0.3
EBITDA	294.6	345.5	271.4	316.1	350.9
EV/EBITDA	7.4	6.4	6.9	5.6	4.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.5	7.1	3.1	4.5	5.7
EBITDA 이익률	11.6	11.3	8.1	9.1	9.7
부채비율	77.4	70.7	83.2	78.5	75.8
금융비용부담률	1.2	1.0	0.9	0.9	0.9
이자보상배율(x)	4.6	6.5	3.8	4.9	6.2
매출채권회전율(x)	7.9	8.5	8.2	8.0	8.0
재고자산회전율(x)	3.4	4.0	4.0	3.9	3.9

Industry Indepth
2018. 11. 8

현대제철 004020

투자 회수기, 강화될 주주환원 정책

▲ **철강**

Analyst **민사영**
02. 6098-6652
sayeong.min@meritz.co.kr

- ✓ 현대차그룹에 수직계열화된 철강회사
- ✓ 다품종 전략과 캡티브 마켓을 통해 한국 내 영향력은 지속적으로 확대될 전망
- ✓ 본격적인 투자 회수기, 재무구조는 빠르게 개선될 것
- ✓ 지배구조 개편 이후 주주환원 정책 강화 전망
- ✓ 봉형강류 판매량 감소에도 현재 주가는 Valuation 매력 충분

Buy (신규)

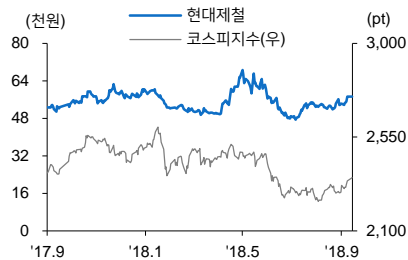
적정주가 (12개월) 56,000 원
현재주가 (11.7) 43,100 원
상승여력 29.9%

KOSPI	2,078.69pt
시가총액	57,515억원
발행주식수	13,345만주
유동주식비율	62.38%
외국인비중	25.34%
52주 최고/최저가	68,700원/41,550원
평균거래대금	200.5억원

주요주주(%)	
기아자동차 외 9 인	35.99
국민연금	8.99

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-19.9	-30.0	-26.6
상대주가	-12.6	-17.2	-10.1

주가그래프



다품종 전략과 캡티브 마켓을 이용한 안정적인 실적

현대제철은 1978년에 현대그룹의 편입된 이래 지속적인 M&A를 통해 품종을 다변화하고 매출을 키워왔다. 2000년 강원산업과 삼미특수강 인수, 2004년 한보철강 인수, 2013년 현대하이스코 합병, 2014년 동부특수강 인수와 당진 특수강 투자 등을 통해 상공정에서 하공정으로 이어지는 수직계열화, 고로와 전기로의 품종 다변화를 이루었다. 현대차그룹으로서 캡티브 마켓을 보유하고 있어 점차 축소되고 있는 한국 철강산업내의 영향력은 더욱 강해질 전망이다.

재무구조 개선과 지배구조 개편에 따른 주주환원 정책 강화

2006년~2013년의 지속된 투자로 인해 2014년 이후 연간 2조원 이상에 달하는 영업활동 현금흐름을 창출했음에도 차입금은 거의 줄어들지 않았다. 향후 몇 년은 투자의 회수시기가 지속되며 차입금 상황에 따른 재무구조 개선이 기대된다. 개선된 재무구조와 지배구조 재편을 바탕으로 주주환원 정책이 중장기적으로 강화될 것이다.

Valuation은 역대 최저점 수준이나 실적 방향성이 문제

주택부문을 중심으로 건설투자는 점진적인 하락 추세가 이어질 전망이다. 건설 자재로 많이 쓰이는 봉형강류의 판매량 감소는 피할 수 없다. 이에 따른 판매량 감소로 2020년부터는 영업이익의 역성장이 나타날 전망이다.

3개년 평균 ROE 4.5%를 고려하여 적정 PBR은 0.41배로 판단한다. 투자의견 Buy, 적정주가 56,000원으로 커버리지를 개시한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	16,691.5	1,445.4	850.2	6,371	9.9	121,220	8.9	0.5	6.8	5.4	97.4
2017	19,166.0	1,367.6	716.1	5,366	-16.1	125,261	10.9	0.5	6.6	4.4	95.9
2018E	21,000.1	1,165.8	547.1	4,100	-22.4	126,530	13.2	0.4	6.3	3.3	94.2
2019E	21,477.3	1,602.0	981.7	7,357	77.5	132,607	7.4	0.4	5.0	5.7	83.8
2020E	21,023.5	1,369.7	813.9	6,099	-17.1	137,231	8.9	0.4	5.1	4.5	76.8

기업개요 - 봉형강류의 1인자, 현대차그룹에 수직계열화된 철강회사

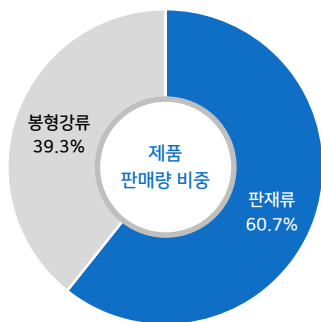
1953년 대한중공업공사로 설립된 현대제철은 1978년 현대그룹에 편입되었다. 현대제철의 성장과 M&A는 떼어놓을 수 없다. 2000년의 강원산업과 삼미특수강 인수, 2004년의 한보철강 인수, 2015년의 현대하이스코 합병, 2014년의 동부특수강 인수 등을 진행하였다. 현대제철은 M&A와 신규 투자를 통해 상공정에서 하공정으로 이어지는 수직계열화와 봉형강류에서 판재류를 아우르는 품종 다변화를 이루었다. 현대제철은 국내 봉형강류 부문의 1인자이며 판재류에서는 포스코와 함께 열연의 북점적 지위를 누리고 있다.

현대제철은 현대차그룹의 수직계열화를 목표로 하는 철강회사라는 점이 중요하다. 판재류를 생산할 수 있는 일관제철소건설은 현대그룹의 숙원사업이었다. 1978년 제2제철소 경쟁, 1994년 부산 가덕도 제3 제철사업, 1996년 신규 고로 추진, 경남 하동 고로 건설 계획 등이 고로 건설을 위한 노력을 지속해왔다. 결국 2004년 한보철강 인수를 통해 당진에 제철소를 건설할 수 있게 되었다. 고로 투자를 통해 자동차용 냉연에서 포스코산 제품 의존도를 낮출 수 있게 되었다.

2013년에는 특수강 시장에도 진출을 했는데 이 역시 그룹 내 수요를 충족하기 위한 성격이 짙다고 할 수 있다. 당시 자동차용 특수강 분야에서 세아베스틸 제품의 의존도가 매우 높았다. 철강시장 및 자동차시장이 둔화되는 가운데 특수강의 선전을 경험하면서 수직계열화를 추진한 것으로 보인다. 향후 현대제철이 신규 투자를 한다면 현대차그룹 내에서의 역할을 고려한 투자일 가능성이 높다.

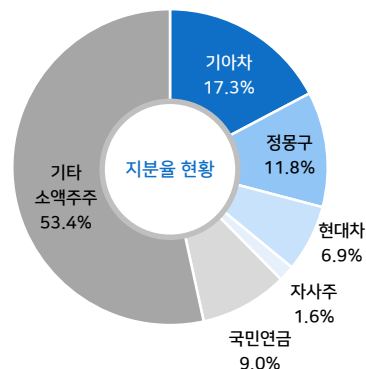
현대제철은 일관성 있게 수직계열화와 품종 다변화라는 전략을 고수해왔다. 다각화된 제품 포트폴리오와 현대차그룹이라는 캡티브마켓을 고려하면 국내 철강시장 내에서 영향력은 점차 강화될 전망이다.

그림170 현대제철의 제품 판매량 비중



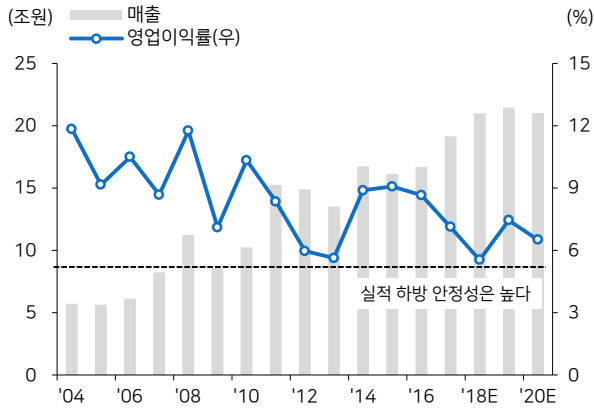
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림171 현대제철 지분율 현황



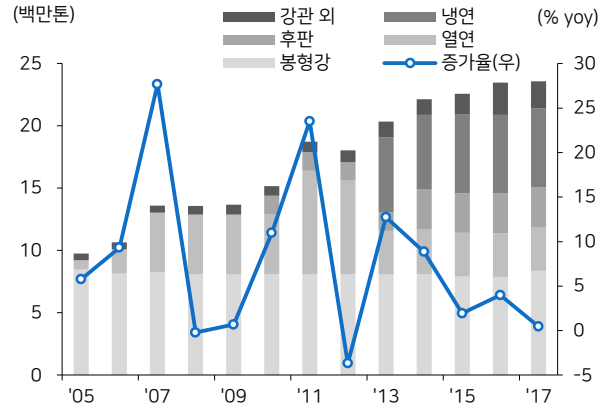
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림172 현대제철의 매출액과 영업이익률 추이



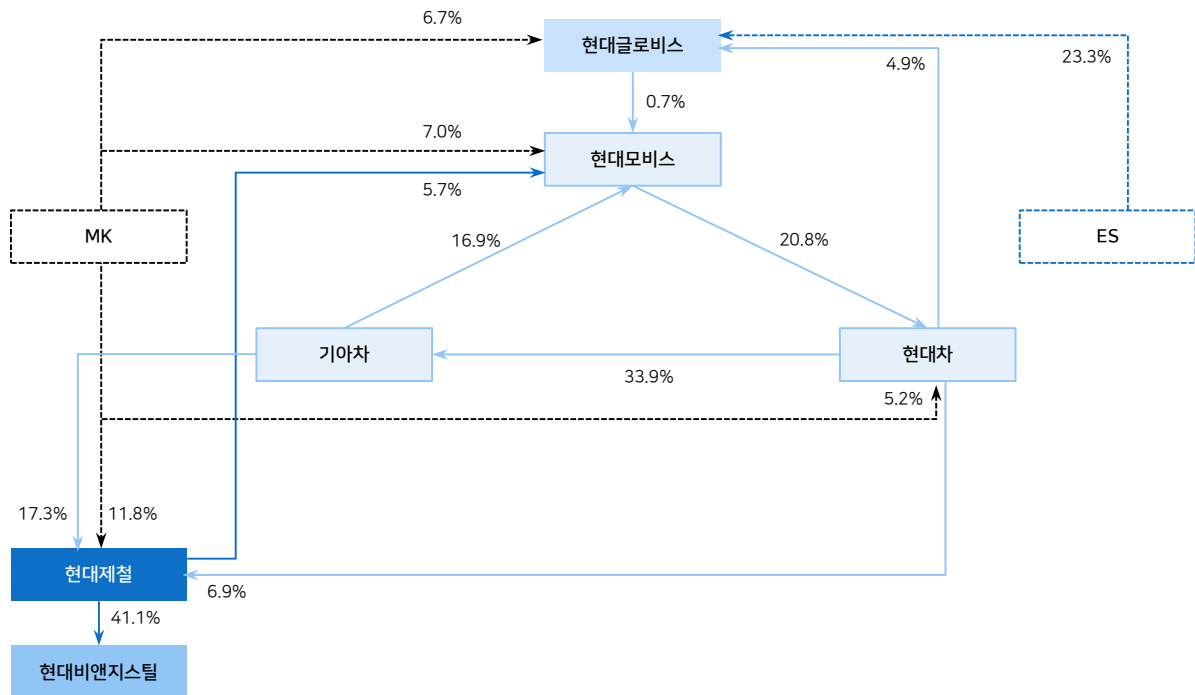
자료: 메리츠증권리서치센터

그림173 현대제철 제품 생산능력 추이



자료: 메리츠증권리서치센터

그림174 현대차그룹의 지배구조



자료: 메리츠증권리서치센터

강화되는 주주환원책 – 투자금 회수와 지배구조 개편에 따른 재무구조 개선

투자회수기 도래, 재무구조는 빠르게 개선될 전망

현대제철은 2006년 이후 투자사이클이 지속되며 2조원이었던 차입금은 12조원으로 크게 증가하였다. 2006년의 고로 투자의 영향이 크지만 그 이후로도 특수강 부문에 대한 투자, M&A 등에 상당한 비용을 사용하면서 차입금 상환을 하지 못했다. 그러나 향후 몇 년간 투자 회수기가 이어지면서 재무구조는 빠르게 개선될 전망이다.

특수강 투자를 마무리하면서 현대차그룹 내 자동차 관련 수직계열화는 완성되었다. 시설 합리화 등에 대한 투자는 지속되겠지만 대규모 신규 투자가 진행될 만한 부분이 많지 않기 때문에 창출된 영업활동 현금흐름은 차입금 상환과 배당에 사용될 것이다. 단, 수직계열화 관점의 철강 후방산업 진출과 다각화 관점의 하공정 투자 가능성은 여전히 존재한다.

실제로 현대제철은 2010년 무렵 해외자원개발 사업을 신성장동력으로 삼고 투자를 진행했었다. 당시 볼레오 구리광산, 카자흐스탄 잠빌 유전 개발, 뉴질랜드 타라나키 유전개발 등에 투자했다가 크게 실패했었다. 이 사업들의 공통점은 철강 후방산업이 아닌 비관련 다각화 관점의 투자였다. 향후 투자가 이루어진다면 관련 다각화 관점에서 철광석이나 원료탄 혹은 합금강용 원료 부문일 가능성이 높다. 그러나 기본적으로 과거에 실패를 경험한 만큼 자원관련 투자의 가능성 자체를 높게 보지 않는다.

하공정에서는 선재나 강관 등에 대한 투자 기회를 엿보고 있는 것이 포착된다. 내수시장에서 다양한 품종들에 대해 점유율을 확대하려는 모습이 일관성 있게 나타나고 있으나 대규모 투자로 이어지는 수준은 아니라고 판단된다.

시기	투자내역	투자규모(십억원)
2006년	고로	9,900
2013년	당진 특수강	840
2014년	동부특수강(現현대중합특수강)	280
2015년	SPP울촌에너지	120
2015년	포항 특수강	280
2016년	미국 강관공장 인수 물색	
2018년	현대RB JCO 설비 인수	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

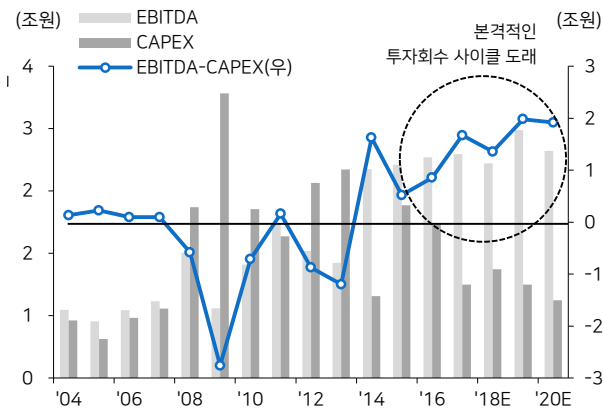
지배구조 개편에 따른 현대모비스 지분 매각 필요

현대차그룹의 지배구조 개편도 재무구조 개선에 상당히 기여할 전망이다. 현대제철은 현대모비스 지분을 5.66% 보유하고 있다. 지배구조 개편에 따라 순환출자 구조를 해소하기 위해 지분 매각이 필요하다. 현대모비스의 주가가 최근 많이 하락했음에도 1조원 가량의 현금이 유입되게 된다. 이 자금은 전액 차입금 상환에 사용될 전망이다.

재무구조 개선과 현대차그룹의 주주환원 정책 강화기조를 바탕으로 배당성향 확대 전망

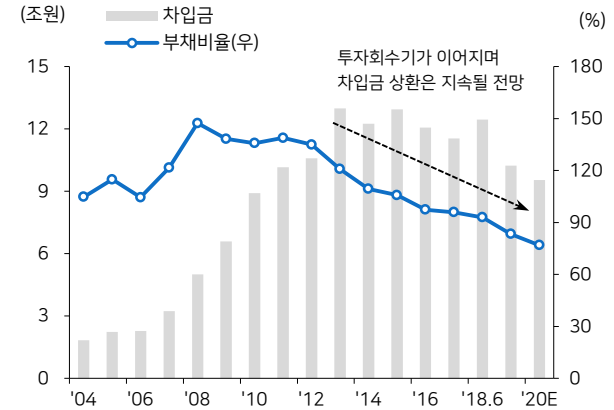
재무구조의 개선과 현대차그룹의 주주환원 정책 강화 기조를 바탕으로 배당성향은 2020년까지 점진적으로 상승하여 적어도 20%이상으로 확대될 것이다. DPS가 1,500원까지 상승한다면 현재 주가에서 배당수익률은 3.5% 수준을 기대할 수 있기 때문에 배당수익률 관점에서 매력이 있다. 그간 배당성향이 10% 수준으로 낮았던 것을 고려하면 배당 매력 상승에 따른 배당주 펀드의 수급도 기대할 수 있다.

그림175 현대제철의 EBITDA 및 CAPEX 추이



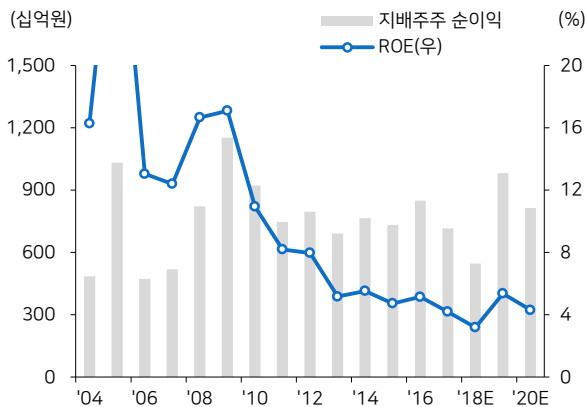
자료: 메리츠증권리서치센터

그림176 현대제철의 차입금 및 부채비율 추이



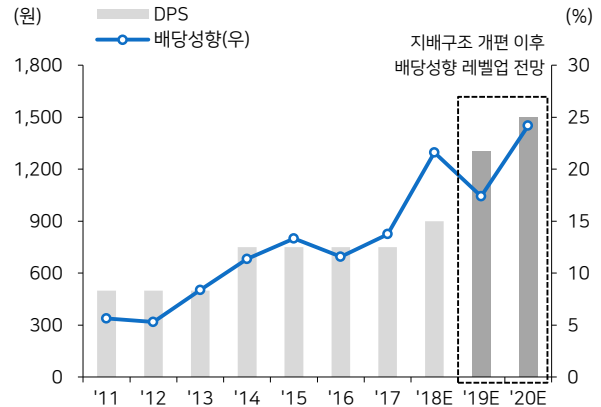
자료: 메리츠증권리서치센터

그림177 현대제철의 지배주주 순이익과 ROE 추이



자료: 메리츠증권리서치센터

그림178 배당성향 및 DPS 추이



자료: 메리츠증권리서치센터

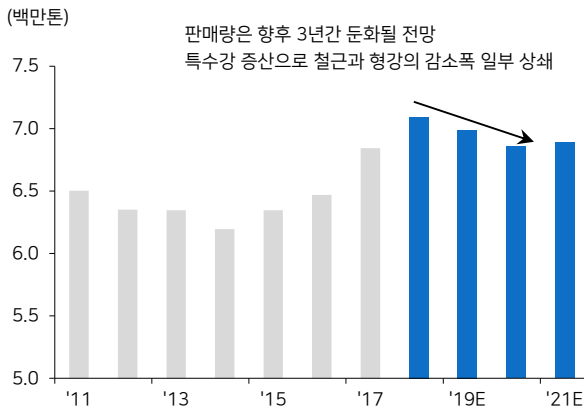
Valuation 은 역대 최저점이나 실적 방향성이 문제

건설경기 둔화에 따른 봉형강류 판매량 감소는 피할 수 없음
그럼에도 불구하고 이익의 기초체력, 재무구조의 개선을 고려하면 저평가 매력 충분

현대제철의 실적은 국내 건설경기의 하락추세에 따라 봉형강류의 판매량 감소, 중국 철강가격 하락으로 인해 2019년 이후 하락 추세가 이어질 전망이다. 그럼에도 불구하고 안정화되는 철 스크랩 가격, 후판 판매량과 냉연 마진 개선 효과로 봉형강류의 판매부진을 일부 상쇄할 수 있다. 개선되는 재무구조와 연간 7,000억원의 순이익을 지속적으로 창출할 수 있는 기초체력을 고려한다면 현재 주가는 저평가 되어 있는 구간이라고 판단한다.

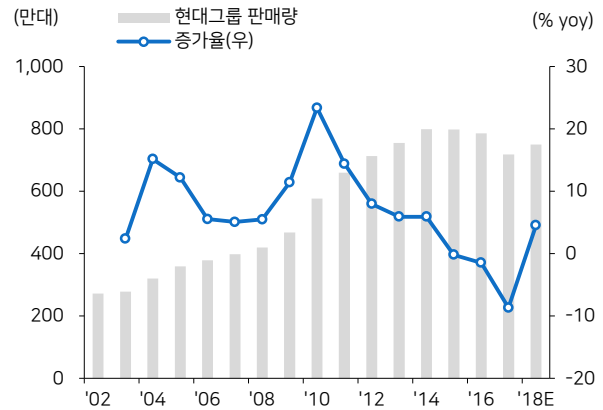
2019년~2021년 3개년의 평균 ROE 4.5%, COE 10.9%를 반영한 적정 PBR은 0.41배로 판단한다. 투자 의견 Buy, 적정주가 56,000원으로 커버리지를 개시한다.

그림179 봉형강류 판매량 추이 및 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림180 현대차그룹 자동차 판매량 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표17 현대제철 Valuation Table

(십억원)	3개년 평균	2018E	2019E	2020E	2021E
지배주주 순이익	822.1	547.1	981.7	813.9	670.8
지배주주 자본총계	18,265.2	16,884.8	17,695.9	18,312.9	18,786.8
ROE (%)	4.5	3.2	5.5	4.4	3.6
COE (%)	10.9	11.5	11.2	10.8	10.8
Rf(5년물 국채금리)	2.3	2.3	2.4	2.2	2.2
52주 β	1.4	1.2	1.4	1.4	1.4
Rm	8.5	10.0	8.7	8.3	8.3
성장률(g)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Fair PBR (배)	0.41	0.28	0.49	0.41	0.33
적정 시가총액	7,522.4	4,740.5	8,754.4	7,545.4	6,218.7
Current PBR (배)	0.31	0.34	0.33	0.31	0.31
현재 시가총액	5,751.5	5,751.5	5,751.5	5,751.5	5,751.5
적정주가 (원, 천원미만 절사)	56,000	35,000	65,000	56,000	46,000
증가 (원)	43,100	43,100	43,100	43,100	43,100
Upside (%)	29.9	-18.8	50.8	29.9	6.7

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

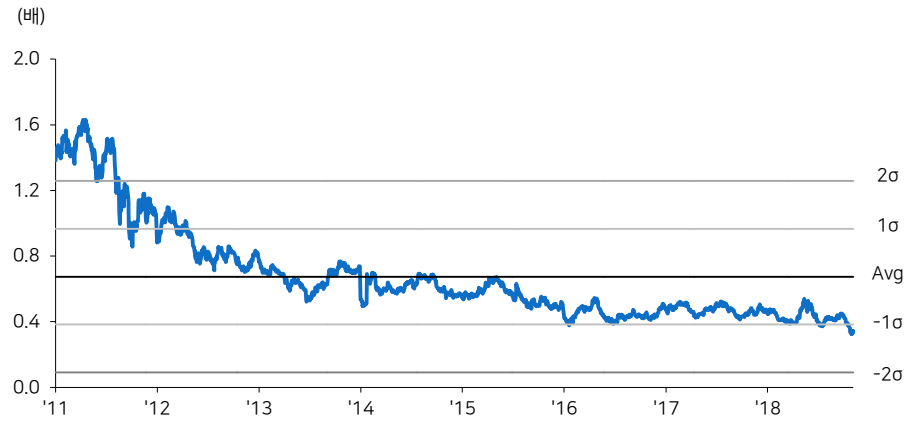
(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출	4,786.1	5,447.7	5,234.1	5,532.3	21,000.1	5,212.0	5,604.3	5,278.7	5,382.3	21,477.3
별도	4,244.0	4,835.6	4,711.2	4,865.2	18,656.1	4,558.9	4,959.5	4,623.5	4,729.2	18,871.1
연결중속	542.1	612.0	522.9	667.1	2,344.0	653.2	644.7	655.2	653.1	2,606.2
매출원가	4,208.1	4,756.6	4,841.6	4,809.1	18,615.4	4,570.8	4,771.7	4,618.2	4,646.3	18,607.0
매출원가율 (%)	87.9	87.3	92.5	86.9	88.6	87.7	85.1	87.5	86.3	86.6
판매비	284.5	315.4	316.4	302.7	1,219.0	307.0	332.2	311.2	317.9	1,268.4
별도	255.0	282.2	239.8	267.6	1,044.6	273.5	297.6	277.4	283.8	1,132.3
연결중속	29.5	33.2	76.6	35.1	174.4	33.5	34.6	33.8	34.1	136.1
영업이익	293.5	375.6	76.1	420.5	1,165.7	334.2	500.4	349.4	418.1	1,602.0
별도	250.2	334.4	110.3	371.0	1,065.8	293.5	458.7	308.4	376.9	1,437.4
연결중속	43.4	41.3	-34.2	49.5	99.9	40.7	41.7	41.0	41.2	164.6
영업이익률 (%)	6.1	6.9	1.5	7.6	5.6	6.4	8.9	6.6	7.8	7.5
별도	5.9	6.9	2.3	7.6	5.7	6.4	9.2	6.7	8.0	7.6
연결중속	8.0	6.7	-6.5	7.4	4.3	6.2	6.5	6.3	6.3	6.3

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
제품판매량 (천톤)	5,133.0	5,726.0	5,384.0	5,539.8	21,782.8	5,150.5	5,669.3	5,318.4	5,481.8	21,619.9
% yoy	-1.0	4.1	-2.7	2.1	0.6	0.3	-1.0	-1.2	-1.0	-0.7
봉형강류	2,035.0	2,350.0	2,135.0	2,236.9	8,756.9	2,033.4	2,301.2	2,098.2	2,201.1	8,633.8
판재류	3,098.0	3,376.0	3,249.0	3,302.9	13,025.9	3,117.1	3,368.2	3,220.3	3,280.7	12,986.2
매출	4,244.0	4,835.6	4,711.2	4,865.2	18,656.1	4,558.9	4,959.5	4,623.5	4,729.2	18,871.1
% yoy	7.3	13.1	10.0	11.2	10.5	7.4	2.6	-1.9	-2.8	1.2
봉형강류	1,693.2	1,957.3	1,860.4	1,982.8	7,493.7	1,843.3	2,043.1	1,866.6	1,943.1	7,696.1
판재류	2,550.8	2,878.3	2,850.8	2,882.4	11,162.3	2,715.5	2,916.4	2,756.9	2,786.1	11,175.0
매출원가	3,738.9	4,219.1	4,361.1	4,226.6	16,545.7	3,991.8	4,203.3	4,037.7	4,068.6	16,301.4
매출원가율 (%)	88.1	87.2	92.6	86.9	88.7	87.6	84.8	87.3	86.0	86.4
매출총이익	505.1	616.6	350.1	638.6	2,110.4	567.1	756.2	585.8	660.6	2,569.7
판매비 및 관리비	255.0	282.2	239.8	267.6	1,044.6	273.5	297.6	277.4	283.8	1,132.3
판매비율 (%)	6.0	5.8	5.1	5.5	5.6	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
영업이익	250.2	334.4	110.3	371.0	1,065.8	293.5	458.7	308.4	376.9	1,437.4
영업이익률 (%)	5.9	6.9	2.3	7.6	5.7	6.4	9.2	6.7	8.0	7.6

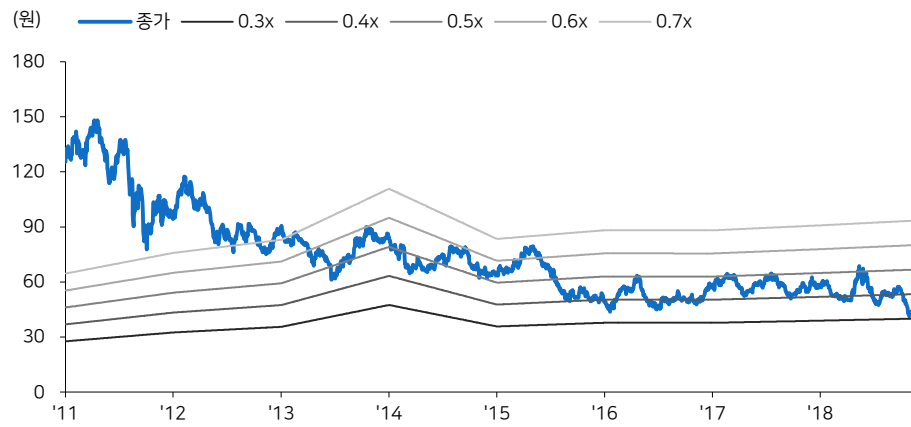
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림181 현대제철 PBR Valuation



자료: 메리츠증권리서치센터

그림182 현대제철 PBR Band



자료: 메리츠증권리서치센터

현대제철 (004020)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	16,691.5	19,166.0	21,000.1	21,477.3	21,023.5
매출액증가율 (%)	3.5	14.8	9.6	2.3	-2.1
매출원가	14,230.8	16,733.5	18,615.4	18,607.0	18,413.1
매출총이익	2,460.7	2,432.5	2,384.7	2,870.4	2,610.3
판매관리비	1,015.4	1,064.9	1,219.0	1,268.4	1,240.7
영업이익	1,445.4	1,367.6	1,165.8	1,602.0	1,369.7
영업이익률	8.7	7.1	5.6	7.5	6.5
금융손익	-296.7	-212.7	-305.4	-235.8	-239.7
중속/관계기업손익	10.0	9.5	19.5	13.5	13.6
기타영업외손익	15.2	-83.1	-92.9	11.6	10.0
세전계속사업이익	1,174.0	1,081.3	787.0	1,391.3	1,153.5
법인세비용	306.8	353.7	222.5	389.6	323.0
당기순이익	867.1	727.5	564.5	1,001.7	830.5
지배주주지분 손이익	850.2	716.1	547.1	981.7	813.9

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	6,795.0	7,863.5	8,710.4	8,821.4	9,238.3
현금및현금성자산	737.2	770.7	882.0	1,194.3	1,737.9
매출채권	2,320.3	2,650.2	2,886.7	2,808.4	2,759.1
재고자산	3,407.7	4,098.2	4,463.9	4,342.9	4,266.6
비유동자산	25,745.9	25,510.3	24,734.4	24,354.4	23,808.0
유형자산	21,645.2	21,339.3	20,935.0	20,555.0	20,008.6
무형자산	1,793.1	1,748.1	1,708.8	1,708.8	1,708.8
투자자산	1,882.3	1,987.2	1,656.4	1,656.4	1,656.4
자산총계	32,540.8	33,373.8	33,444.8	33,175.7	33,046.3
유동부채	6,813.1	6,707.2	7,825.2	7,425.0	7,362.0
매입채무	1,164.3	1,255.2	1,367.2	1,330.1	1,306.8
단기차입금	1,105.5	886.3	1,344.0	1,344.0	1,344.0
유동성장기부채	2,610.0	2,183.2	2,623.8	2,323.8	2,323.8
비유동부채	9,242.9	9,631.1	8,398.1	7,698.1	6,998.1
사채	4,070.6	4,030.0	3,609.5	3,609.5	3,609.5
장기차입금	4,285.7	4,449.7	3,660.3	2,960.3	2,260.3
부채총계	16,056.0	16,338.3	16,223.2	15,123.1	14,360.1
자본금	667.2	667.2	667.2	667.2	667.2
자본잉여금	3,914.4	3,914.5	3,914.5	3,914.5	3,914.5
기타포괄이익누계액	1,069.5	985.2	799.6	799.6	799.6
이익잉여금	10,654.3	11,277.7	11,632.7	12,443.7	13,060.7
비지배주주지분	308.6	320.0	336.7	356.7	373.3
자본총계	16,484.8	17,035.5	17,221.5	18,052.6	18,686.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	2,916.6	1,719.8	2,035.3	2,693.5	2,477.3
당기순이익(손실)	867.1	727.5	564.5	1,001.7	830.5
유형자산상각비	1,282.1	1,403.2	1,538.0	1,580.1	1,546.4
무형자산상각비	105.3	101.1	92.7	88.6	87.7
운전자본의 증감	490.3	-777.0	-194.7	48.6	37.4
투자활동 현금흐름	-1,975.8	-1,234.2	-1,429.9	-1,263.1	-1,063.0
유형자산의증가(CAPEX)	-1,975.7	-1,201.1	-1,397.2	-1,200.0	-1,000.0
투자자산의감소(증가)	-104.4	-89.9	330.7	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-1,016.9	-450.3	-493.7	-1,118.1	-870.7
차입금의 증감	-823.5	-455.8	-336.9	-1,000.0	-700.0
자본의 증가	-7.6	0.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-83.1	33.4	111.4	312.3	543.7
기초현금	820.3	737.2	770.7	882.0	1,194.3
기말현금	737.2	770.7	882.0	1,194.3	1,737.9

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	125,081	143,624	157,368	160,944	157,543
EPS(지배주주)	6,371	5,366	4,100	7,357	6,099
CFPS	22,217	22,614	20,793	24,847	22,685
EBITDAPS	21,228	21,520	20,956	24,509	22,509
BPS	121,220	125,261	126,530	132,607	137,231
DPS	750	750	900	1,300	1,500
배당수익률(%)	1.3	1.3	1.7	2.4	2.8
Valuation(Multiple)					
PER	8.9	10.9	13.2	7.4	8.9
PCR	2.6	2.6	2.6	2.2	2.4
PSR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
EBITDA	2,832.8	2,871.8	2,796.5	3,270.7	3,003.7
EV/EBITDA	6.8	6.6	6.3	5.0	5.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.4	4.4	3.3	5.7	4.5
EBITDA 이익률	17.0	15.0	13.3	15.2	14.3
부채비율	97.4	95.9	94.2	83.8	76.8
금융비용부담률	1.9	1.6	1.4	1.4	1.4
이자보상배율(x)	4.6	4.4	3.8	5.4	4.8
매출채권회전율(x)	7.4	7.7	7.6	7.5	7.6
재고자산회전율(x)	5.0	5.1	4.9	4.9	4.9

Industry Indepth
2018. 11. 8

동국제강 001230

정상화되는 경영환경

▲ 철강

Analyst **민사영**
02. 6098-6652
sayeong.min@meritz.co.kr

RA

- ✓ 단압밀 1위 업체
- ✓ 구조조정을 통해 완화된 재무리스크
- ✓ 2019년 실적은 기저효과로 크게 개선될 전망
- ✓ 내후년 이후 수요산업의 부진으로 실적 개선세 둔화 전망
- ✓ Valuation 매력이 생기기 위해선 후판 판매량 및 마진의 추가적인 개선 필요

Buy (신규)

적정주가 (12개월) **9,500 원**
현재주가 (11.7) **7,580 원**
상승여력 **25.3%**

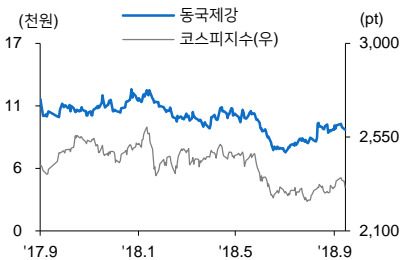
KOSPI	2,078.69pt
시가총액	7,234억원
발행주식수	9,543만주
유동주식비율	72.67%
외국인비중	27.49%
52주 최고/최저가	12,700원/7,030원
평균거래대금	47.2억원

주요주주(%)

장세주 외 12인	25.21
JFE STEEL INTERNATIONAL EUROPE	14.13

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.3	-29.5	-29.8
상대주가	-2.1	-16.5	-14.1

주가그래프



인고의 시간이 흐르고 정상화된 경영환경

동국제강은 철근과 후판을 중심으로 하공정 분야에서 경쟁력을 가지고 사업을 영위해왔으나 2008년 금융위기 이후 철강 다운사이클에 들어서면서 회사의 존속이 위협받을 정도로 힘든 시절을 보냈다. 그런 와중에 브라질에 대규모 투자가 이어지며 금융위기 이전 2.5조원 수준이었던 차입금은 2011년에 5.4조원까지 증가하였다. 2014년에는 재무구조개선을 위한 유상증자까지 단행했으나 산업은행의 재무개선약정 대상에 선정되었다. 이에 계열사 유니온스틸과 합병하고 그룹의 상징인 페럼타워를 매각하는 아픔을 겪었다. 이러한 구조조정과 인고의 시간은 올해를 기점으로 마무리될 전망이다. 기업의 전략이 생존에서 성장으로 변화할 시점이 다가오고 있다.

건설투자 둔화에 따른 보수적 투자의견 제시

2017년 기준 제품 판매량의 60%가 국내 건설경기기에 민감한 봉형강류에 집중되어 있다. 냉연 부문에서도 건설업 수요가 상당한 컬러강판의 비중이 40% 정도로 높은 편이다. 중장기적으로 건설투자가 2015년 이전 수준으로 회복할 경우 봉형강류의 판매량은 2018년을 395만톤을 고점으로 2020년에는 365만톤으로 약 30만톤 가량 축소된다.

후판 사업부문은 가동률이 개선될 것으로 보이나 판매량 측면에서 봉형강류의 감소폭을 상쇄하기는 역부족이라고 판단된다. 3개년 평균 ROE 4.1%를 반영한 적정 PBR은 0.43배로 판단한다. 투자의견 Buy, 적정주가 9,500원으로 커버리지를 개시한다.

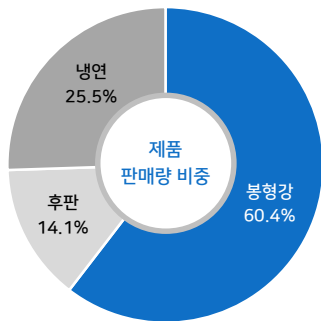
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	5,006.6	256.6	61.3	643	-131.5	22,842	17.2	0.5	7.3	2.9	176.3
2017	6,049.4	241.3	4.5	48	-93.3	23,619	231.7	0.5	7.6	0.2	156.9
2018E	6,057.2	156.4	-250.4	-2,624	-5,293.6	20,970	-3.5	0.4	9.6	-11.8	185.5
2019E	6,150.9	238.7	141.1	1,479	-158.1	22,350	6.1	0.4	7.4	6.8	170.9
2020E	5,988.1	193.2	64.5	676	-54.3	22,926	13.4	0.4	8.0	3.0	165.8

기업개요 – 단압밀 1 위 업체

1954년 설립된 동국제강은 철근과 후판을 생산하며 사세를 키워왔다. 1985년 국제그룹이 해체되면 유니온스틸을 인수하였고 이를 통해 냉연류로 품종을 다각화하였다. 동국제강그룹은 2000년에 동국제강계열과 한국철강계열로 분리되었다. 동국제강계열에는 동국제강, 연합철강(유니온스틸), 국제종합기계, 국제통운, 천양항운이 포함되었고 한국철강계열에는 한국철강, 동국산업, 부산스틸, 세화통운, 부산가스가 포함되었다.

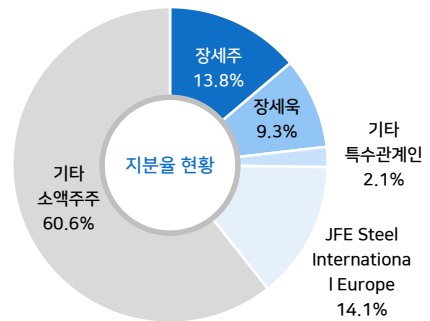
동국제강은 하공정만을 하는 단압밀 업체 중에서는 국내 최고의 기업이다. 그렇지만 상공정을 포스코에 의존하였기 때문에 상공정 진출에 대한 열망이 강했다. 1978년 인천제철 민영화와 정부의 제2제철소 건립 추진 시기에 고로사업에 도전했었지만 포스코와 현대제철이 밀렸다. 그럼에도 동국제강의 도전은 계속 되었다. 장세주 회장은 2001년에 취임 직후부터 브라질에서 상공정 진출을 추진하였다.

그림183 동국제강의 제품 판매량 비중



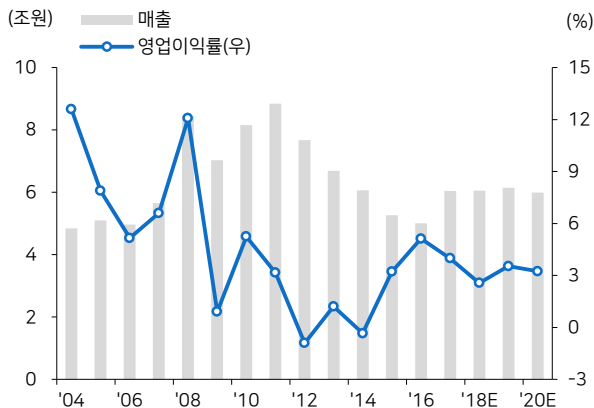
자료: 메리츠증권리서치센터

그림184 동국제강 지분율 현황



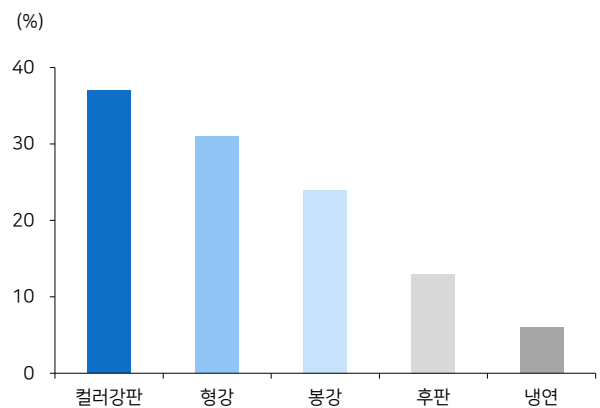
자료: 메리츠증권리서치센터

그림185 동국제강 매출액과 영업이익률 추이



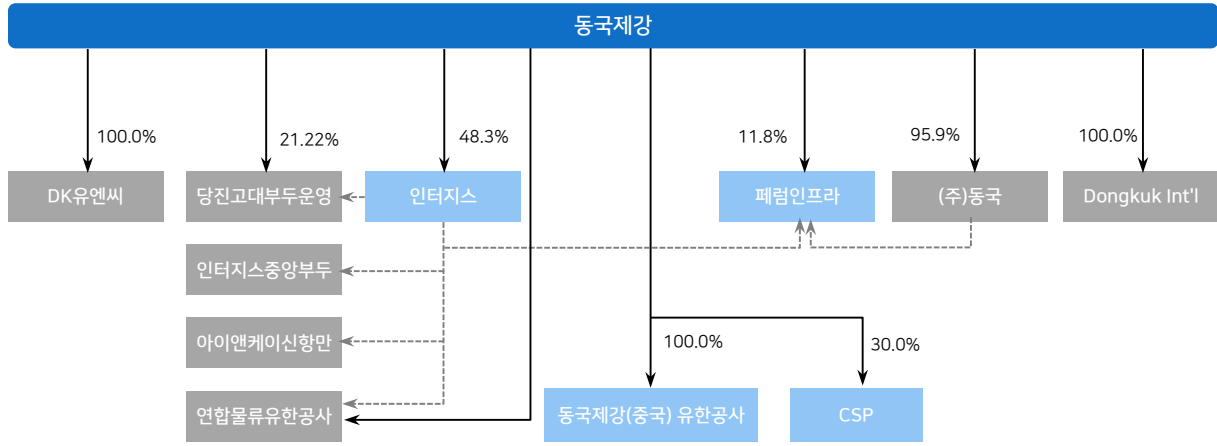
자료: 메리츠증권리서치센터

그림186 동국제강의 품목별 시장점유율



주: 후판, 형강은 수입 제외, 형강은 H형강 제외, 냉연은 도금강판 포함
 자료: 메리츠증권리서치센터

그림187 동국제강그룹의 지배구조



자료: 메리츠증권리서치센터

표20 브라질 CSP 프로젝트 개요

항목	내용
회사명	Companhia Siderurgica do Pecem(CSP)
투자사	동국제강 30%, 포스코 20%, 발레 50%
위치	브라질 북동부 세아라주, 부지 규모 998ha(300만평)
투자규모	총 투자금 55억달러(자본금 25억, 차입 30억)
제철소 규모	연산 300만톤급 고로 1기(1단계), 2단계로 추가 300만톤 건설 가능
참여목적	발레: 철광석 공급 및 대지분 참여 (브라질 정부요청에 부응) 동국제강: 안정적 수요 제공 (300만톤 중 160만톤에 대한 판권) 포스코: 건설 및 조업 담당, 2단계 확장시 주도
원재료 투입량	연간 철광석 500만톤, 석탄 180만톤 소비
생산 제품	후판용 슬래브

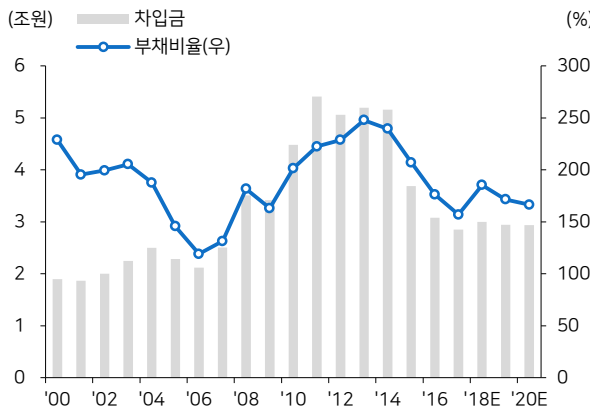
자료: 메리츠증권리서치센터

인고(忍苦)의 시간은 끝났다

2011년부터 철강산업이 다운사이클에 접어들면서 동국제강그룹에도 위기가 닥쳤다. 후판 사업부 중심으로 영업실적이 악화되는 가운데 브라질 CSP사업을 위해 늘려놓은 차입금은 큰 부담이 되기 시작했다. 2014년에는 재무구조 개선을 위한 유상증자까지 단행했으나 산업은행의 재무개선약정 대상에 선정되었다. 주력이었던 후판사업을 축소하는 구조조정을 단행하였다. 재무구조 개선을 위해 계열사 유니온스틸을 합병하고 그룹의 상징인 페럼타워도 매각했다. 그럼에도 불구하고 브라질 CSP사업의 지분법손실이 대규모로 발생하면서 실적 개선세는 더뎠다.

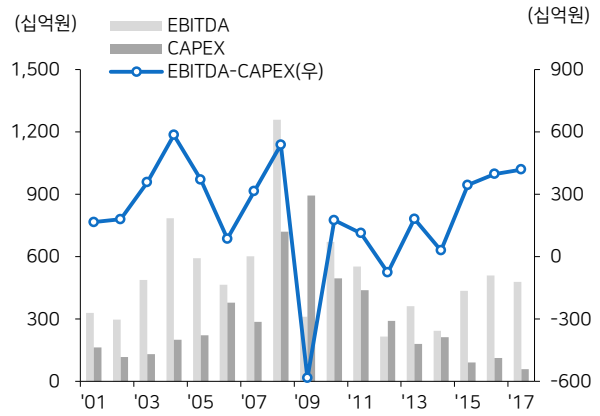
2016년부터 철강산업이 다시 업사이클로 전환되며 동국제강도 숨통이 트였다. 2011년에 5.4조원에 달했던 차입금도 2018년 현재 3조원으로 크게 줄었다. 부채비율은 180% 수준으로 여전히 재무구조 개선이 필요한 상황이지만 브라질 CSP의 손실이 마무리되며 턴어라운드의 기반이 마련되었다. 차입금 차환을 가정하더라도 이익잉여금 개선세에 힘입어 2021년에는 160% 수준으로 낮아질 전망이다.

그림188 동국제강의 차입금과 부채비율 추이



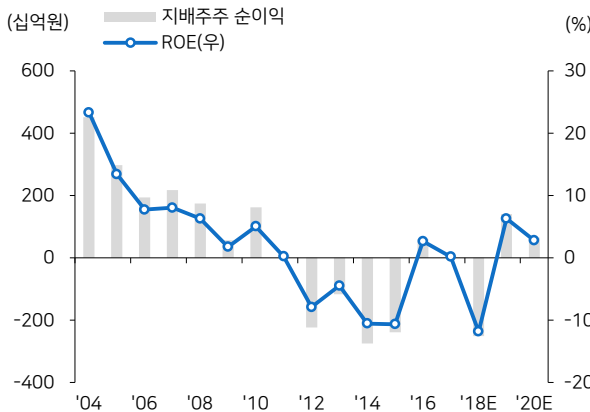
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림189 동국제강의 EBITDA와 CAPEX 추이



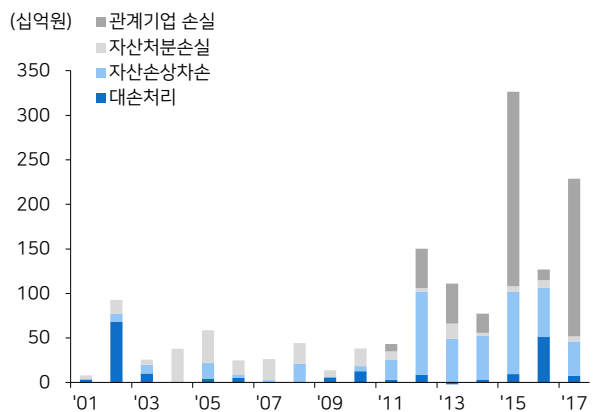
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림190 동국제강의 지배주주 순이익과 ROE 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림191 동국제강의 대손처리 비용, 자산손상, 자산처분손실



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

정상화되는 실적에도 불구하고 Valuation 매력에 대한 고민 필요

동국제강의 2019년 영업이익은 전년대비 크게 개선될 전망이다. 2018년 상반기에 급등한 철 스크랩과 열연가격이 판가에 반영되면서 마진이 정상화되는 영향이다. 순이익 측면에서 2018년 환율 상승에 따른 환손실, 브라질CSP와 관련된 지분법 손실, 담합 과징금 등 일회성 비용이 사라지며 개선폭은 더 두드러진다.

그러나 수요산업인 건설 및 가전 시장이 둔화되고 있다는 점에서 내후년부터 이익 성장은 기대하기 어렵다. 이를 상쇄하기 위해서는 1) 후판 연간 생산량이 현재 90만톤 수준에서 120만톤까지 증가, 2) 롤마진의 확대가 필요한 상황이다.

2019년~2021년 평균 ROE 4.1%를 고려하면 적정 PBR은 0.43배로 판단된다. 투자의견 Buy, 적정주가 9,500원으로 커버리지를 개시한다. 향후 적정주가 상향요인은 건설 투자의 회복, 예상을 상회하는 후판 판매량의 확인이다.

표21 동국제강 Valuation Table

(십억원)	3개년 평균	2018E	2019E	2020E	2021E
지배주주 순이익	89.5	-250.4	141.1	64.5	63.0
지배주주 자본총계	2,187.4	2,001.2	2,132.9	2,187.9	2,241.4
ROE (%)	4.1	-12.5	6.6	2.9	2.8
COE (%)	9.7	11.5	10.0	9.6	9.6
Rf(5년물 국채금리)	2.3	2.3	2.4	2.2	2.2
52주 β	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Rm	8.5	10.0	8.7	8.3	8.3
성장률(g)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Fair PBR (배)	0.43	-1.08	0.66	0.31	0.29
적정 시가총액	930.9	-2,169.6	1,417.8	674.6	658.6
Current PBR (배)	0.33	0.36	0.34	0.33	0.32
현재 시가총액	723.4	723.4	723.4	723.4	723.4
적정주가 (원, 백원미만 절사)	9,600	-22,500	14,700	6,900	6,800
증가 (원)	7,580	7,580	7,580	7,580	7,580
Upside (%)	28.7	-396.8	93.9	-9.0	-10.3

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출	1,401.3	1,511.9	1,534.5	1,609.5	6,057.2	1,508.7	1,556.3	1,527.3	1,558.5	6,150.9
철강 단순합산	1,368.5	1,469.0	1,486.4	1,554.8	5,878.7	1,464.3	1,505.0	1,479.5	1,505.6	5,954.3
별도	1,263.9	1,353.3	1,369.5	1,432.7	5,419.4	1,359.4	1,387.0	1,361.8	1,385.2	5,493.5
중국법인	37.4	50.3	55.2	57.6	200.6	43.7	55.5	56.4	58.1	213.6
기타	67.2	65.4	61.6	64.5	126.1	61.2	62.4	61.3	62.3	123.6
운송 단순합산	110.9	123.5	130.3	140.7	505.3	126.0	134.6	129.5	136.1	526.2
인터지스	113.3	127.3	126.1	136.4	503.2	121.9	130.4	125.4	131.9	509.7
기타	-2.5	-3.8	4.1	4.3	2.1	4.1	4.2	4.1	4.2	16.5
무역부문	93.4	93.1	95.9	100.3	382.6	95.2	97.1	95.3	97.0	384.5
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
전체 단순합산	1,572.7	1,685.6	1,712.5	1,795.8	6,766.6	1,685.4	1,736.7	1,704.4	1,738.6	6,865.0
내부거래	171.4	173.7	178.0	186.2	709.4	176.7	180.3	177.0	180.1	714.2
매출원가	1,302.2	1,392.5	1,397.9	1,450.6	5,543.2	1,365.5	1,399.8	1,380.4	1,405.1	5,550.8
매출원가율 (%)	92.9	92.1	91.1	90.1	91.5	90.5	89.9	90.4	90.2	90.2
판매비	78.6	87.0	90.2	101.9	357.6	88.2	91.5	89.8	91.8	361.3
판매비율 (%)	5.6	5.8	5.9	6.3	5.9	5.8	5.9	5.9	5.9	5.9
영업이익	20.6	32.3	46.4	57.1	156.4	55.0	65.0	57.1	61.7	238.7
영업이익률 (%)	1.5	2.1	3.0	3.5	2.6	3.6	4.2	3.7	4.0	3.9

자료: 메리츠증권리서치센터

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
제품판매량 (천톤)	1,590.8	1,626.9	1,606.0	1,639.0	6,462.8	1,547.9	1,591.9	1,572.3	1,607.9	6,320.0
% yoy	-1.1	-4.9	-4.6	0.9	-2.5	-2.7	-2.1	-2.1	-1.9	-2.2
북형강	960.9	1,005.8	985.3	992.6	3,944.6	914.0	955.5	936.0	943.8	3,749.3
후판	223.3	214.6	214.7	230.2	882.8	227.3	229.9	230.2	247.8	935.2
냉연	406.6	406.5	406.1	416.3	1,635.4	406.6	406.5	406.1	416.3	1,635.4
매출	1,263.9	1,353.3	1,369.5	1,432.7	5,419.4	1,359.4	1,387.0	1,361.8	1,385.2	5,493.5
% yoy	-8.2	-2.9	1.5	10.0	-0.1	7.6	2.5	-0.6	-3.3	1.4
북형강	624.8	708.4	714.7	748.9	2,796.9	686.2	713.7	695.6	698.0	2,793.4
후판	160.6	163.7	168.7	186.6	679.6	187.8	190.0	186.5	201.1	765.4
냉연	424.3	427.3	432.1	443.1	1,726.8	431.4	429.4	425.7	432.2	1,718.6
기타	54.2	54.0	54.0	54.0	216.1	54.0	54.0	54.0	54.0	216.1
매출원가	1,186.6	1,258.9	1,259.4	1,302.0	5,006.9	1,240.1	1,257.6	1,241.4	1,259.5	4,998.6
매출원가율 (%)	93.9	93.0	92.0	90.9	92.4	91.2	90.7	91.2	90.9	91.0
매출총이익	77.4	94.3	110.2	130.7	412.5	119.3	129.4	120.4	125.7	494.9
판매비	66.7	72.3	75.3	86.0	300.3	74.8	76.3	74.9	76.2	302.1
판매비율 (%)	5.3	5.3	5.5	6.0	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5
영업이익	10.7	22.0	34.9	44.7	112.2	44.6	53.1	45.5	49.5	192.7
영업이익률 (%)	0.8	1.6	2.5	3.1	2.1	3.3	3.8	3.3	3.6	3.5

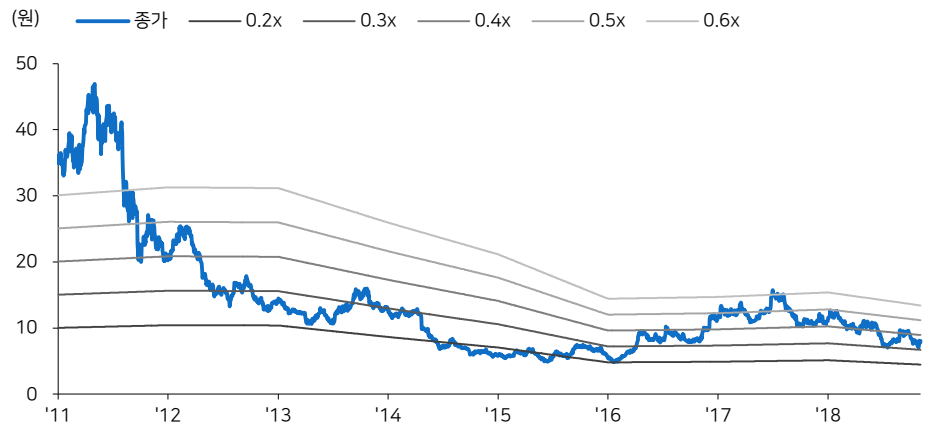
자료: 메리츠증권리서치센터

그림192 동국제강 PBR Valuation



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림193 동국제강 PBR Band



자료: 메리츠증권 리서치센터

동국제강 (001230)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	5,006.6	6,049.4	6,057.2	6,150.9	5,988.1
매출액증가율 (%)	-4.9	20.8	0.1	1.5	-2.6
매출원가	4,354.9	5,434.1	5,543.2	5,550.8	5,443.1
매출총이익	651.7	615.2	514.0	600.0	545.0
판매관리비	395.1	373.9	357.6	361.3	351.9
영업이익	256.6	241.3	156.4	238.7	193.2
영업이익률	5.1	4.0	2.6	3.9	3.2
금융손익	-141.1	-15.6	-153.3	-88.3	-110.6
중속/관계기업손익	26.9	-162.6	-171.5	0.0	0.0
기타영업외손익	-96.5	-25.4	-85.8	39.0	4.0
세전계속사업이익	45.9	37.8	-254.2	189.5	86.6
법인세비용	-18.2	33.0	-6.4	45.5	20.8
당기순이익	70.8	4.8	-247.7	144.0	65.8
지배주주지분 손이익	61.3	4.5	-250.4	141.1	64.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	888.3	90.2	105.6	397.6	308.5
당기순이익(손실)	70.8	4.8	-247.7	144.0	65.8
유형자산상각비	249.4	234.3	214.7	217.4	216.4
무형자산상각비	3.8	3.6	4.2	5.0	5.0
운전자본의 증감	432.4	-309.5	-87.6	31.1	21.3
투자활동 현금흐름	-101.2	-14.5	-201.9	-205.0	-205.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-112.3	-59.6	-188.9	-200.0	-200.0
투자자산의 감소(증가)	-201.9	181.5	167.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-679.5	-183.1	100.5	-66.8	-14.5
차입금의 증감	-637.5	-224.2	157.1	-57.4	-5.0
자본의 증가	0.8	0.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	100.9	-114.3	6.5	125.7	89.1
기초현금	392.1	493.1	378.8	385.3	511.0
기말현금	493.1	378.8	385.3	511.0	600.1

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,042.3	2,049.4	2,226.5	2,297.5	2,349.1
현금및현금성자산	493.1	378.8	385.3	511.0	600.1
매출채권	733.7	806.4	882.2	854.3	835.1
재고자산	595.9	771.1	843.6	816.8	798.5
비유동자산	4,282.4	4,041.6	3,821.9	3,804.4	3,788.0
유형자산	3,687.2	3,654.7	3,630.3	3,612.9	3,596.5
무형자산	97.2	95.1	93.7	93.7	93.7
투자자산	402.0	220.5	53.5	53.5	53.5
자산총계	6,324.7	6,091.0	6,048.4	6,102.0	6,137.2
유동부채	3,061.8	2,978.1	3,793.6	3,097.6	3,076.5
매입채무	557.7	540.1	590.8	572.1	559.3
단기차입금	1,790.5	1,888.9	2,028.2	2,028.2	2,028.2
유동성장기부채	450.4	377.2	970.8	298.4	293.4
비유동부채	973.6	742.2	136.5	751.5	751.5
사채	161.3	169.8	51.6	166.6	166.6
장기차입금	653.0	401.6	-51.5	448.5	448.5
부채총계	4,035.3	3,720.3	3,930.1	3,849.2	3,828.0
자본금	589.2	589.2	589.2	589.2	589.2
자본잉여금	101.6	101.7	101.7	101.7	101.7
기타포괄이익누계액	-149.1	-85.8	-83.9	-83.9	-83.9
이익잉여금	807.0	818.1	550.4	682.1	737.1
비지배주주지분	109.8	116.6	117.0	119.9	121.2
자본총계	2,289.3	2,370.7	2,118.2	2,252.8	2,309.1

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	52,493	63,389	63,471	64,452	62,747
EPS(지배주주)	643	48	-2,624	1,479	676
CFPS	6,043	5,686	3,140	5,425	4,386
EBITDAPS	5,345	5,021	3,932	4,833	4,344
BPS	22,842	23,619	20,970	22,350	22,926
DPS	150	100	100	100	100
배당수익률(%)	1.4	0.9	1.1	1.1	1.1
Valuation(Multiple)					
PER	17.2	231.7	-3.5	6.1	13.4
PCR	1.8	1.9	2.9	1.7	2.1
PSR	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
EBITDA	509.8	479.1	375.3	461.2	414.5
EV/EBITDA	7.3	7.6	9.6	7.4	8.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.9	0.2	-11.8	6.8	3.0
EBITDA 이익률	10.2	7.9	6.2	7.5	6.9
부채비율	176.3	156.9	185.5	170.9	165.8
금융비용부담률	2.2	1.7	1.8	1.8	2.0
이자보상배율(x)	2.3	2.3	1.4	2.1	1.6
매출채권회전율(x)	5.2	7.9	7.2	7.1	7.1
재고자산회전율(x)	8.6	8.9	7.5	7.4	7.4

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 11월 08일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 11월 08일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 11월 08일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:민사영)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

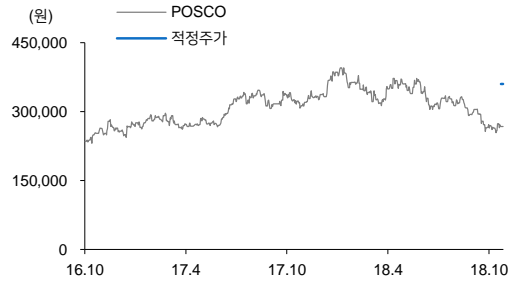
투자의견	비율
매수	96.3%
중립	3.8%
매도	0.0%

2018년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

POSCO (005490) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.11.08	산업분석	Buy	360,000	민사영	-	-	

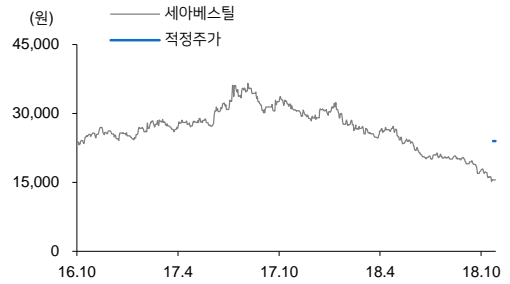


세아베스틸 (001430) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	

2018.11.08 산업분석 Buy 24,000 민사영 - -

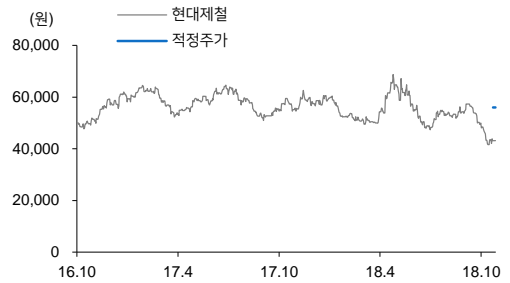


현대제철 (004020) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	

2018.11.08 산업분석 Buy 56,000 민사영 - -



동국제강 (001230) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	

2018.11.08 산업분석 Buy 9,500 민사영 - -

