



▲ 철강

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

철강

Vale 댐 사태, 모니터링 필요

- ✓ 지난 25일 Feijao 광산의 Tailings dam이 무너지는 사고가 발생
- ✓ Feijao 광산의 생산규모를 고려하면 광산 가동중단의 영향은 미미
- ✓ 이번 사고가 브라질 광산 전반의 안전점검으로 확대될 경우 나비효과는 클 수 있음
- ✓ 단기적으로 철광석 가격 급등 → 중국산 수출 오퍼가 상승 가능성 증가
- ✓ 스크랩을 사용하는 전기로 제강사에 수혜

Overweight

Corrego de Feijao 광산에서 댐 사고 발생

지난 25일 Feijao 광산의 Tailings dam이 무너지는 사고가 발생했다. 이 사고로 인해 Vale의 주가는 지난 24일 14.86\$에서 28일 11.2\$로 24.6% 하락했다.

작은 사고인가? – 나비효과에 대한 모니터링 필요

Feijao 광산은 2017년 기준 생산량이 780만톤 수준에 불과하다. 2017년 기준 전 세계 철광석 생산량이 21억톤에 달하고, Vale사만 3억 7천만톤에 달한다는 점을 고려한다면 굉장히 미미하다. 3,000만톤에 달하는 Samarco 광산 사고 때에도 철광석 가격이 거의 반응하지 않았다는 점을 고려한다면 Feijao 광산의 가동중단이 철강업계에 미치는 영향은 크지 않다.

문제는 이 사고를 계기로 Vale 혹은 그 외의 기업들이 보유한 브라질 내 광산 가동률이 안전점검을 위해 하락할 수 있다는 점이다. 중국 트레이더들의 이러한 우려로 인해 대량상품거래소의 Generic 1st기준 철광석 가격은 이틀 사이에 545위안/톤에서 573.5위안/톤으로 5.2% 가량 급등했다.

사고의 단기적 영향 – 중국산 수출 오퍼가 상승 가능성 확대

단기적으로 철광석 가격은 강세를 유지할 전망이다. 다른 광산업체들의 생산량이 크게 확대되지 않는다면 중국의 조강 생산량이 작년 수준이라 가정할 때 철광석 가격이 작년 평균 수준인 톤당 70달러 아래로 하락하기 어려워졌다.

철광석 가격상승이 지속된다면 Cost Push 효과로 중국의 수출 오퍼가가 상승할 가능성이 높다. 철근 기준 국산과 수입산의 스프레드가 톤당 5만원 수준에서 유지된다면 수입량이 크게 늘지 않아 중국산과의 경쟁강도가 완화될 수 있다. 건설수요둔화로 인해 전체 시장이 작년 대비 작아진다는 점은 여전히 중국산과의 경쟁강도가 낮아진다는 점에서 전기로 제강사의 수혜가 예상된다.

Corrego de Feijao 광산에서 댐 사고 발생

지난 25일 Feijao 광산의 Tailings dam(광산의 채광과정에서 발생하는 독성 토사를 가두는 댐)이 무너지는 사고가 발생했다. 1,170만 입방미터에 달하는 토사가 쏟아졌으며 300여명의 사상자 및 실종자가 발생했다. 이 사고로 인해 Vale의 주가는 지난 24일 14.86\$에서 28일 11.2\$로 24.6% 하락했다.

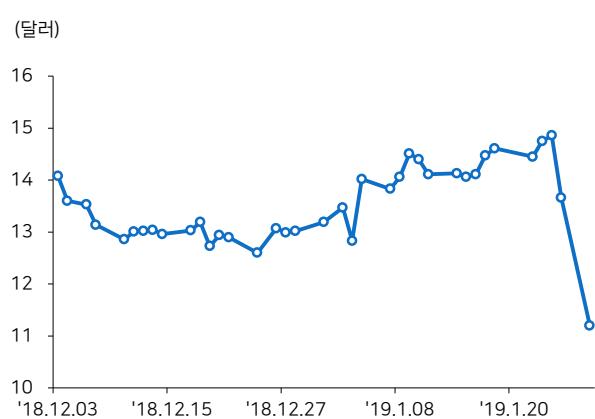
Samarco의 Bento Rodrigues 댐 사고

이번 댐 사고와 유사한 사고가 2015년 11월 5일에 발생했었다. 브라질 역사상 최악의 환경재해라 불리는 Bento Rodrigues 댐 사고는 19명의 사망자를 냈고 6,000만 입방미터 규모의 토사로 Doce 강을 오염시켰다. 이 댐의 소유자는 Vale와 BHP Billiton의 합작회사 Samarco였다.

사고지역 Minas Gerais 지방정부는 Samarco의 영업활동을 즉각 중지시켰다. 2015년 11월 브라질 정부는 환경복구를 위한 200억헤알(5억3천만달러) 규모의 민사소송을 제기했다. 또, 2016년 3월 브라질 검찰은 사고로 인한 사회, 경제, 환경적 책임, 지역사회에 대한 보상, 정신적 고통보상을 명목으로 1,550억헤알(412 억달러) 규모의 소송을 제기했다. 200억헤알에 대한 부분은 2018년 6월에 합의가 이루어졌으며 1,550억헤알에 대한 부분은 향후 2년 간 협상이 이루어질 예정이다.

3,000만톤의 생산능력을 지닌 Samarco의 영업활동은 현재까지 중단된 상태이며 2019~2020년 사이에 재가동이 예상된다. 이 마저 확정된 사항은 아니며 검찰과 영업재개를 위한 비밀 협상이 진행 중이다. 이번에 터진 댐 사고로 인해 협상이 지연될 개연성이 높아졌다.

그림1 Vale사 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

그림2 Feijao 광산의 댐 붕괴 후 모습



자료: Mining.com, 메리츠종금증권 리서치센터

작은 사고인가? – 나비효과에 대한 모니터링 필요

Feijao 광산은 2017년 기준 생산량이 780만톤 수준에 불과하다. 2017년 기준 전 세계 철광석 생산량이 21억톤에 달하고, Vale만 3억 7천만톤에 달한다는 점을 고려한다면 굉장히 미미하다. 3,000만톤에 달하는 Samarco 광산 사고 때에도 철광석 가격이 거의 반응하지 않았다는 점을 고려한다면 Feijao 광산의 가동중단이 철강업계에 미치는 영향은 크지 않다.

이번 댐 사고가 브라질 내 광산 전반에 대한 안전문제로 확대될지 여부 모니터링 필요

문제는 이 사고를 계기로 Vale 혹은 그 외의 기업들이 보유한 브라질 내 광산 가동률이 안전점검을 위해 하락할 수 있다는 점이다. 브라질 정부는 26일 Minas Gerais 지역의 모든 광산의 영업 일시중단을 명령했고, Vale사는 지난 27일에 사고가 난 Brumadinho 지역 근처의 다른 댐에도 비슷한 문제가 있을 수 있다는 경보를 발령했다. 중국 트레이더들의 이러한 우려로 인해 대련상품거래소의 Generic 1st기준 철광석 가격은 이를 사이에 545위안/톤에서 573.5위안/톤으로 5.2% 가량 급등했다. (Active Contract 기준 553.5위안/톤)

소송가액은 Vale사에 재무적 부담으로 작용할 가능성이 높음

소송 문제도 만만치 않다. Samarco의 배상금 문제도 완전히 해결되지 않은 상황에서 추가적으로 수십억달러 규모의 소송이 진행될 것이다. 정확한 소송가액은 알기 어렵다. 댐의 규모가 Samarco에 비하면 훨씬 작아 이전보다 그 규모가 작다는 의견이 주류긴 하나 Vale 광산에서 두 번째로 터진 사고인 만큼 패널티가 더 강해질 수 있다는 의견도 있다. Fitch는 지난 월요일 신용등급을 하향 조정했으며 S&P도 하향 조정을 고려하겠다고 밝힌 상황이다.

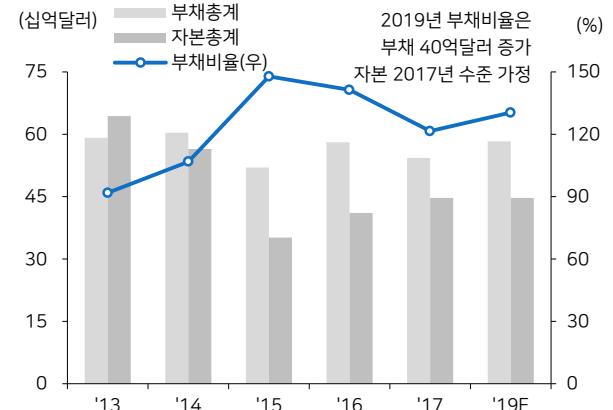
소송가액에 대한 명확한 판단은 어려우나 현재 Vale사의 현금성 자산 규모, 부채 비율 등 재무적 안정성을 고려하면 이번 사고가 일으킬 나비효과에 대한 모니터링이 필요하다는 점은 명백해 보인다.

그림3 대련상품거래소 철광석 가격 추이



주: Generic 1st 기준
자료: DCE, 메리츠종금증권 리서치센터

그림4 Vale사의 부채비율 추이



주: '19년 부채비율 추정치는 '17년 대비 부채 40억달러 증가, 자본 유지라는 단순한 가정으로 산출. 정확한 추정을 위해선 자본 손상과 순이익을 고려해야 함.
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

사고의 단기적 영향 – 중국산 수출 오퍼가 상승 가능성 확대

댐 사고의 영향으로 증가할 것으로 전망되었던 Vale사의 철광석 생산량이 오히려 감소

단기적으로 철광석 가격은 강세를 유지할 전망이다. 대련 상품거래소 기준 철광석 가격은 81달러/톤 수준으로 작년 말 70달러/톤 대비 15% 이상 올랐다. Vale사 가이던스에 따르면 올해 생산량은 S11D 광구의 Ramp-up 효과로 1,000만톤 증가할 예정이었다. 그러나 이번 사고로 인해 오히려 1,000~2,000만톤 가량 감소할 가능성이 높아졌다. 다른 광산업체들의 생산량이 크게 확대되지 않는다면 중국의 조강 생산량이 작년 수준이라 가정할 때 철광석 가격이 작년 평균 수준인 톤당 70달러 아래로 하락하기 어려워졌다.

철광석 가격이 높아질 경우 전기로 제강사가 수혜를 입을 가능성이 높다. 올해 주목할 만한 리스크 중 하나였던 중국산 철근 수입이 예상보다 적어질 수 있기 때문이다.

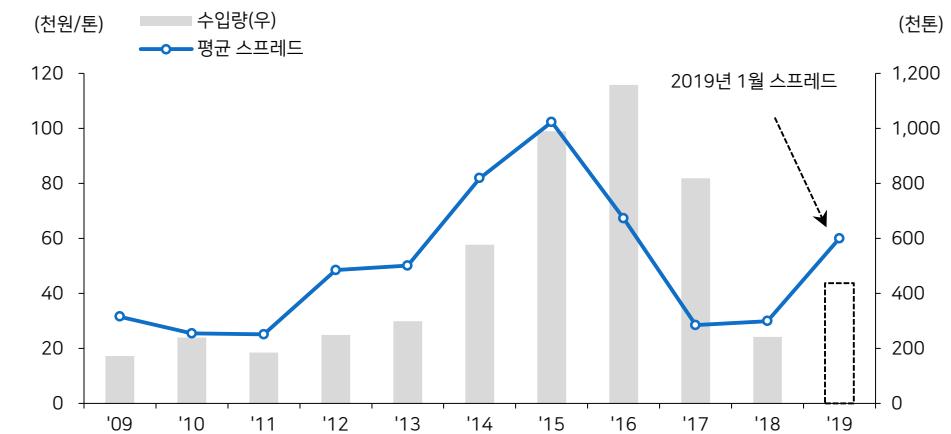
현재 수준의 스프레드가 유지될 경우 철근 수입량은 40만톤 이상으로 확대 전망

현재 스틸데일리 기준 중국의 철근 수출오퍼가는 톤당 485달러다. 각종 부대비용과 수입상 유통마진을 고려해도 국내 철근 유통가격과 상당한 차이가 난다. 실제로 국내산과 수입산 철근의 유통가는 6만원까지 벌어진 상황이다. 이 수준의 스프레드가 연간으로 유지된다면 2013~2014년의 부동산 시황을 고려할 때 올해 철근 수입량은 40만톤 이상으로 확대될 수 있다.

철광석 가격에 따라 수출 오퍼가가 상승할 경우 국산 제품의 가격 경쟁력 유지 가능

철광석 가격 상승은 중국산 가격 경쟁력을 낮춰 스프레드를 축소하는 역할을 한다. 중국은 철근 등 봉형강류 제품도 고로의 첫물을 이용해 생산한다. 철광석 가격이 작년 말 대비 톤당 5달러만 높아져도 원가는 9,000원 가량 상승하게 된다. Cost Push 효과로 중국의 수출 오퍼가가 9,000원 상승할 경우 국산과 중국산의 스프레드는 50,000원 수준에서 방어 가능하다. 이 경우 철근 수입량은 둔화되는 건설경기를 고려할 때 작년보다 소폭 증가하는 수준에서 머무를 수 있다. 물론 건설수요 둔화로 전체 시장이 작년 대비 작아진다는 점은 여전히 중국산과의 경쟁 강도가 낮아진다는 점에서 전기로 제강사의 수혜가 예상된다.

그림5 국산-수입산 철근 유통가 스프레드 vs 중국산 철근 수입량 추이



자료: SteelDaily, 한국철강협회, 메리츠종금증권 리서치센터

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 1월 30일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 1월 30일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 1월 30일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 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 완벽성을 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 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미 | | |
|------------------------------|---|---------------------------------------|--|
| 추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급 | Buy | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상 | |
| | Trading Buy | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만 | |
| | Hold | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만 | |
| | Sell | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만 | |
| 산업 | 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천 | | |
| 추천기준일 시장지수대비 3등급 | Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소) | | |

투자의견 비율

| 투자의견 | 비율 |
|------|-------|
| 매수 | 95.5% |
| 중립 | 4.5% |
| 매도 | 0.0% |

2018년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율