



철강/금속

둔화되는 본업, 변화하는 환경

Glossary

용어	정의
고로(Blast Furnace)	철광석을 환원 반응시켜 조강(쇳물)을 뽑아내는 설비
전기로(Electric Arc Furnace)	전기의 힘으로 열을 얻어 물체를 용해하고 제련하는 시설로, 철광석이 아닌 고철(철스크랩)을 녹여 쇳물을 생산하는 용해로
철광석(Iron Ore)	철강제품을 만드는 데 필요한 원료. 고로 1톤을 만드는데 1.6톤 정도가 필요 (품위 63% 기준)하며, 주요 산지는 호주와 브라질
원료탄(Coking/Metallurgical Coal)	고로에서 철광석을 녹일 때 열원 역할을 하는 석탄으로, 고로 1 톤을 만드는데 0.7 톤이 필요
연료탄(Thermal/Steam Coal)	발전소 등 에너지 원료로 사용되는 석탄
코크스(Cokes)	원료탄을 코크스로에 넣고 밀폐하고 가열한 것으로, 제선 공정에 투입함
세이프가드(Safeguard)	공정한 무역행위에 의한 수입일지라도 그 수입 증가로 인해 수입국 산업이 심각한 피해를 받거나 받을 우려가 있을 경우, 수입을 일시적으로 제한하는 것
탄소국경조정제도(CBAM)	탄소집약적 제품에 대해 제안된 탄소 관세로, 현재 유럽에서는 법제화가 되어 있고 미국에서는 법제화를 추진 중
수소환원제철	철강 생산 시 이산화탄소 배출을 야기하는 기존 석탄 및 천연가스 등 탄소계 환원제 대신 수소를 사용한 환원 공정을 통해 근본적으로 이산화탄소 배출량을 저감시키는 공정 기술
직접환원철 (DRI: Direct Reduced Iron)	천연가스 또는 석탄에서 생성된 환원가스 등에 의해 철광석을 철원으로 직접 환원시킨 것
HBI(Hot Briquetted Iron)	DRI의 일종이나 운반 시 산화를 방지하기 위해 표면을 특수처리 한 직접환원 철의 일종

Contents

I. 둔화되는 본업	6
중국, 바닥은 통과	8
2024년 철강 및 비철금속 수요 전망	23
II. 달라지는 환경	26
둔화되는 본업에도 주목해야 할 세 가지	26
기업분석	39
현대제철(004020)	

둔화되는 본업, 달라지는 환경

코로나 이후 각국의 부양책으로 철강 수요가 급증했으나 ‘23년에는 중국의 경기 부진과 높은 금리로 인해 철강 수요는 급격히 둔화되었다.

중국이 하반기 경기 방어를 위해 실시했던 다양한 부동산 정책에도 불구하고 중국의 부동산 투자는 아직 회복되고 있지 않다. 도시화의 상당한 진전으로 인해 중국의 공실률이 높기 때문이다. 중국 철강 수요 자체도 포화되었을 것이라 판단한다. 이처럼 중국 부동산 회복은 과거에 비해 더디고 완만할 것이라 2024년 중국의 수요와 공급은 소폭의 회복 혹은 보합이 예상된다.

그러나 2024년 중국 외 지역의 수요는 상승 여력이 높고, 재고 사이클의 바닥이 다가왔다는 점은 긍정적이다. 경제 성장이 기대되는 동남아와 철강 수요의 반등이 기대되는 유럽에 수출할 수 있는 업체에 긍정적 흐름이 기대된다. 중국은 부동산 하강기(‘15년)에 철강 구조 조정을 시작했었고 이는 이후 한국의 수입량 감소, 내수 판매량 비중확대로 이어져 긍정적이었다. 현재 중국은 환경 규제를 하고 있어 ‘25년까지는 중국의 철강 공급은 늘어나기 어렵다.

한편 변화하고 있는 환경에 주목할 필요가 있다. 상투적이지만 유효한 거시적 변화 세 가지, 1) 탄소중립, 2) 신사업, 3) 탄소중립에 어떻게 대비하고 있는지 주목해야 할 필요가 있다.

우리는 다극화되고 있고 에너지원을 전환하는 세계로 나아가고 있다. 철강/금속과 같이 자본 규모가 큰 기업들은 구축하고 있는 전략과 자본 배치에 따라 미래의 이익 규모가 달라질 가능성이 높다. 주가는 미래 이익을 반영한다. 미래에 “잘” 대비하고 있는 기업을 선별할 필요가 있다. 철강/금속 섹터 내 기업들은 성장하는 시장으로의 진입, 신사업에 대한 과감한 투자, 탈탄소를 위한 대비를 진행 중이다.

서서히 회복할 시황에 앞서 주가도 함께 움직일 것이라 판단하여 투자의견 Overweight로 상향하고 Top Pick으로는 현대제철, 풍산을 제시한다.

Executive
Summary

by 이유진

Summary

도표 1. 커버리지 기업 투자 의견

순위	철강	투자의견 및 목표주가	투자 포인트
1	현대제철	BUY / Target Price 52,000	<ul style="list-style-type: none"> - 가장 큰 디스카운트 요인이었던 부채 축소 중 - 24년 9월 전기로 재가동을 통해 탄소 중립에 가장 빠르게 대응 - 유럽항 수출 성장 확대 가능성 - 철근 수요 둔화에도 포뮬러를 통해 가격 방어 가능
2	세아제강	BUY / Target Price 180,000	<ul style="list-style-type: none"> - 올해 해상풍력 물량 6-7 만톤에서 내년 10만톤으로 성장 - 미국 내 유정관, 송유관 재고 조정 마무리 중 - 열연 가격 상승세로 인한 가격 인상 모멘텀 기대
3	POSCO 퀄딩스	BUY / Target Price 630,000	<ul style="list-style-type: none"> - 철광석, 원료탄 가격 상승으로 인한 Cost Push 기대 - 리사이클링 리튬 양극재 인증 완료 및 아르헨티나 1 단계 완공 - 광양 니켈 공장 준공에 따른 매출 기대
4	세아베스틸지주	BUY / Target Price 30,000	<ul style="list-style-type: none"> - 중국 감산으로 인한 특수강 수입 감소 기대 - CASK 추가 수주, 우주항공 분야 확대 등 모멘텀
순위	비철금속	투자의견 및 목표주가	투자 포인트
1	풍산	BUY / Target Price 57,000	<ul style="list-style-type: none"> - 반도체 업황이 바닥을 지나며 신동 물량 회복 가능성 - 세계적인 포탄 부족 반사 수혜 기대 - 대구경탄 CAPA 확장 발표
2	LS	BUY / Target Price 130,000	<ul style="list-style-type: none"> - 구리 가격 및 프리미엄 반등세 지속 - 금리 안정화로 인한 해저케이블 수주 모멘텀
3	고려아연	BUY / Target Price 640,000	<ul style="list-style-type: none"> - 아연 가격의 하방 경직성 - IRA FEoC 조항 구체화 시 니켈제련소 프리미엄 기대

자료: 유진투자증권

도표 2. 철강/금속 업종 주요 이벤트

기간	이벤트	코멘트
단기	중국 감산 및 재고조정	- 중국의 대기오염 정책, 낮게 지속된 고로 마진으로 감산 진행 상황
	글로벌 철강재 가격 인상 흐름	- 한국 제외 글로벌(중국, 미국, 유럽, 일본, 인도) 국가들의 열연 가격 인상 조짐
	IRA FEoC 조항 구체화	<ul style="list-style-type: none"> - 연내 구체화 기대감이 높은 상황이나 미국 선거철이 겹쳐 지속 트래킹 필요 - CHIPS 법안처럼 중국 지분율에 제한이 있다면 한국 제련소 프리미엄 높아질 것
중기	금리 안정화	- 원자재 가격, 전기차 판매량의 추가적 확대, 해상풍력 프로젝트의 본격적 확대 등은 금리와 밀접
장기	탄소중립	- '26년부터 본격 도입되는 CBAM에 대응하고 있는 업체 선별

자료: 유진투자증권

도표 3. 커버리지 기업 수익 추정 및 밸류에이션

(십억원, %)		POSCO 홀딩스	현대제철	세아베스틸 지주	세아제강	고려아연	LS	풍산
매출액	22A	84,750	27,341	4,386	1,802	11,219	17,491	4,373
	23F	78,048	26,163	4,097	1,834	9,768	24,788	4,252
	24F	82,431	25,783	3,797	1,714	9,967	24,973	4,410
영업이익	22A	4,850	1,616	128	215	919	562	232
	23F	4,238	1,216	228	224	622	983	255
	24F	5,408	1,416	156	219	662	1,050	300
OPM	22A	5.7	5.9	2.9	11.9	8.2	3.2	5.3
	23F	5.4	4.6	5.6	12.2	6.4	4	6
	24F	6.6	5.5	4.1	12.7	6.6	4.2	6.8
지배주주	22A	3,144	1,018	91	159	781	452	175
순이익	23F	2,269	739	160	174	449	300	187
	24F	2,722	840	117	168	439	350	226
매출성장률	22A	11	19.7	20.1	20.3	12.5	36.3	24.6
	23F	-7.9	-4.3	-6.6	1.8	-12.9	41.7	-2.8
	24F	5.6	-1.5	-7.3	-6.5	2	0.7	3.7
영업이익성장률	22A	-47.5	-34.0	-46.4	63.1	-16.1	19.4	-26.3
	23F	-12.6	-24.8	78	4.2	-32.3	75.0	10.0
	24F	27.6	16.5	-31.3	-2.6	6.4	6.9	17.7
순이익성장률	22A	-50.5	-31.0	-51.9	74.3	-1.6	43.6	-28
	23F	-26.9	-30.7	79.7	9.1	-43.3	-16.7	7.1
	24F	21.0	17.8	-50.1	-3.3	-2.1	9.7	21.5
ROE	22A	6.1	5.6	4.9	21.1	9.4	12	9.9
	23F	4.2	4.0	8.2	19.2	4.9	7.3	9.8
	24F	4.9	4.5	5.7	15.8	4.8	8.0	10.9
PER	22A	7.4	4.0	6.4	2.3	14.4	5.0	5.4
	23F	17.7	6.4	6.1	2.2	21.7	9.1	5.5
	24F	14.7	5.6	8.3	2.2	22.3	7.8	4.5
PBR	22A	0.4	0.2	0.3	0.4	1.2	0.6	0.5
	23F	0.7	0.3	0.5	0.4	1.1	0.7	0.5
	24F	0.7	0.2	0.5	0.3	1.1	0.6	0.5
배당수익률	23F	2.5	2.8	4.8	4.5	4.1	1.8	3.0

자료: 유진투자증권

I. 둔화되는 본업

중국, 바닥은 통과

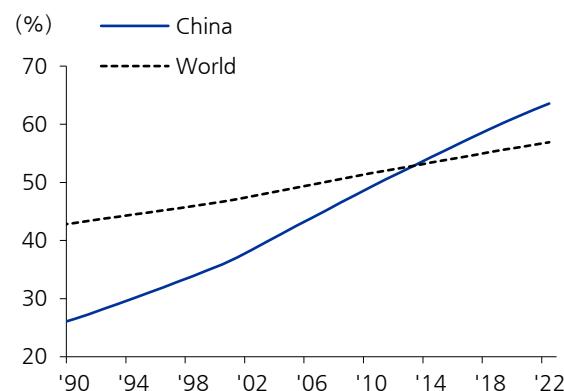
과거보다 회복의 폭은 낮아질 수 밖에 없는 상황

세계 공장
중국의 부진
= 철강금속 섹터의
부진

철강재와 비철금속의 최대 수요자인 중국의 부진한 경기가 지속되고 있다. 이는 중간재인 철강, 비철금속의 수요 둔화로 나타난다. '24년 중국의 급격한 반등은 쉽지 않다. 그러나 단기적으로는 재고 사이클의 종료, 중국의 특별 국채 발행, Cost Push, 장기적으로는 중국 환경 규제가 철강금속 섹터의 긍정적인 흐름으로 작용할 가능성이 있어 철강금속 업종의 투자의견을 Neutral에서 Overweight으로 상향한다.

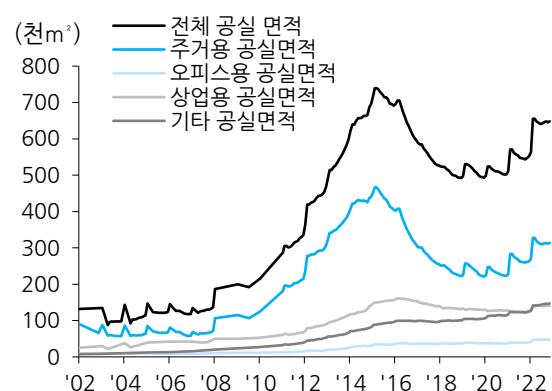
철강/금속 섹터에서 과거의 중국과 현재의 중국이 다른 흐름을 보이는 가장 큰 이유는 도시화율이 전세계 평균 이상으로 높아졌기 때문이다 ('22년 기준 세계 평균 57% vs 중국 64%). 2000년부터 시작된 중국의 높은 경제 성장률은 부침이 있었지만 부침이 있을 때마다 부동산 경기 부양 정책으로 경기가 다시 살아나는 국면을 맞이했다. 현재는 공실 면적이 전고점인 '16년 수준으로 올라와 부동산/경기 부양책이 과거처럼 효과를 발휘하지 못하고 있다.

도표 4. 중국 및 세계 도시화율 추이



자료: The World Bank, 유진투자증권

도표 5. 중국 공실 면적 추이

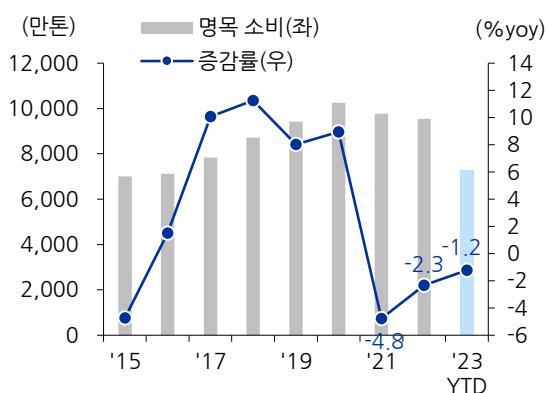


자료: 중국통계국, 유진투자증권

실제로 중국의 명목 철강 소비는 3년 연속 감소세를 지속하고 있다. 예상과 다르게 '20년은 강한 부양책으로 명목 소비가 +8.9%yoY 증가했으나 '21년부터 '23년 현재까지 각각 -4.8%yoY, -2.3%yoY, -1.2%yoY로 감소했다. 그럼에도 불구하고 명목 소비의 감소폭이 매년 줄어들고 있고, 중국의 대규모 국채 발행과 경기부양책이 기대되기에 시황의 저점은 통과하고 있는 중이라 판단한다.

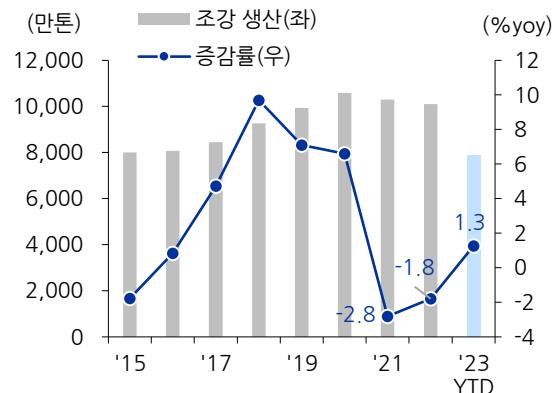
한편 조강 생산은 명목 소비가 감소한 만큼 줄지 않았고, '23년에는 오히려 생산이 증가하며 공급 부담으로 작동해 철강 시황 악화의 요인으로 작용했다. 조강 생산은 '21년부터 '23년 현재까지 각각 -2.8%yoY, -1.8%yoY, +1.3%yoY 변동하며 명목 소비 대비 초과 생산하는 모습으로 나타났다. 초과 생산한 물량은 대부분 수출로 소화('23년 YTD +32%yoY) 되었고, 이 과정에서 한국은 중국산 수입 물량 부담이 늘어 글로벌 대비 가격 인상에 대한 저항이 컸다.

도표6. 중국 철강 명목 소비와 증감률



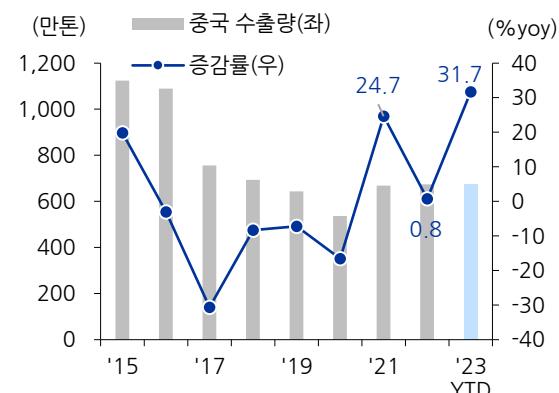
자료: 중국통계국, 유진투자증권

도표7. 중국 조강 생산과 증감률



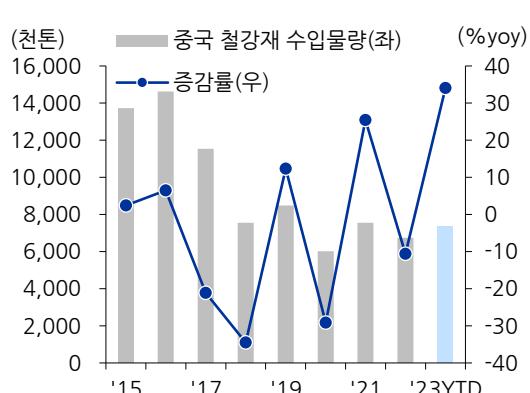
자료: 중국통계국, 유진투자증권

도표8. 중국 철강재 수출 물량과 증감률



자료: CISA, 유진투자증권

도표9. 韓, 중국산 철강재 수입물량과 증감률

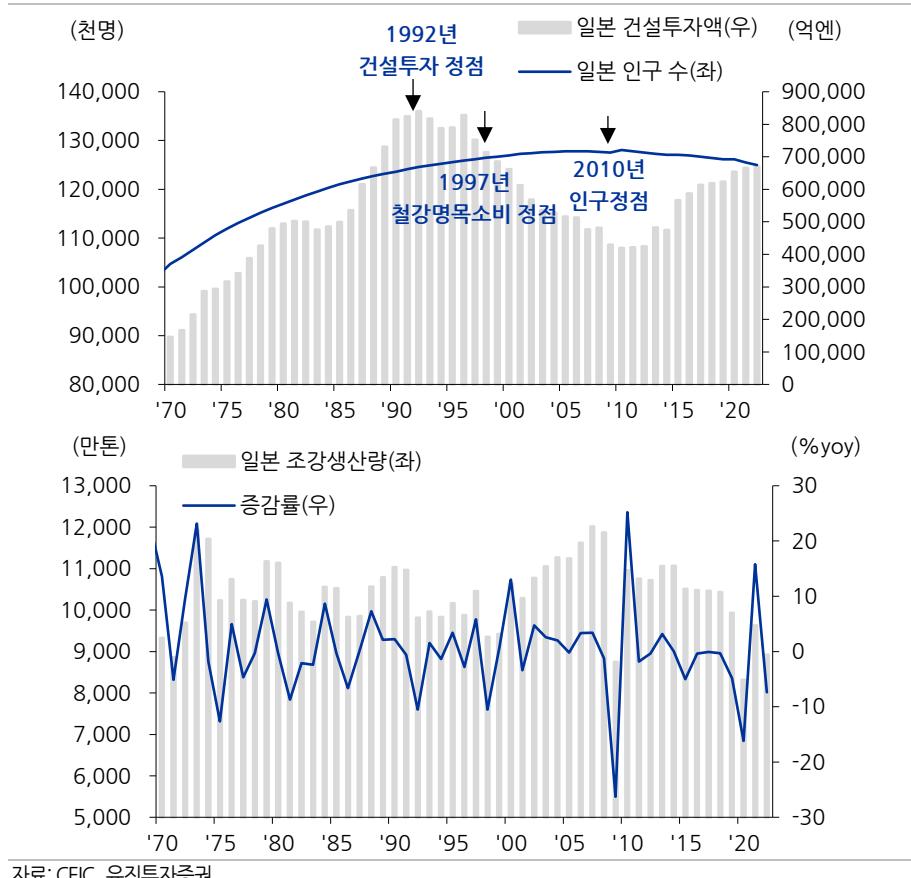


자료: 한국철강협회, 유진투자증권

동북아시아 3 개국 일본, 한국, 중국은 철강 수요에서 비슷한 흐름을 밟을 것이다. 철강 수요에서 가장 큰 비중을 차지하는 건설 부문에서 대규모로 수요가 촉발될 가능성은 낮아졌고 산업 포화도도 높기에 앞으로는 순환 사이클로 철강 수요가 변동할 것이라 전망한다. 따라서 동북아시아 3 개국의 철강업체들은 경상적인 국내 수요에 대응하되 성장성이 높은 해외(주로 동남아) 진출이나 신사업을 통해 시장의 확대 혹은 업의 확장을 노리고 있다.

일본은 누구보다 빠르게 도시화율을 달성했으나 고령화와 인구수 감소를 겪고 있다. 일본 철강 명목 소비는 '90년대 평균 8,200 만톤에서 '22년 6,029 만톤으로 추세적으로 줄어들었다. 일본은 '92년 건설투자 정점을 지나고, 버블이 붕괴되며 철강업계의 재편이 실현되었다. '02년 고로 6사 체제에서 현재는 고로 3사 체제다. 현재 일본 대표 철강업체인 일본제철은 일본 내 철강산업을 축소하고, 해외 철강 사업을 확대하는 전략을 펼치고 있다. 일본제철은 일본 내 고로 15개(5,000만톤)을 10개(4,000만톤)으로 줄여 고정비를 감축하고 인도, 태국, 미국에서 조강생산량을 늘려 전체 조강생산량을 1억톤으로 늘리고자 한다.

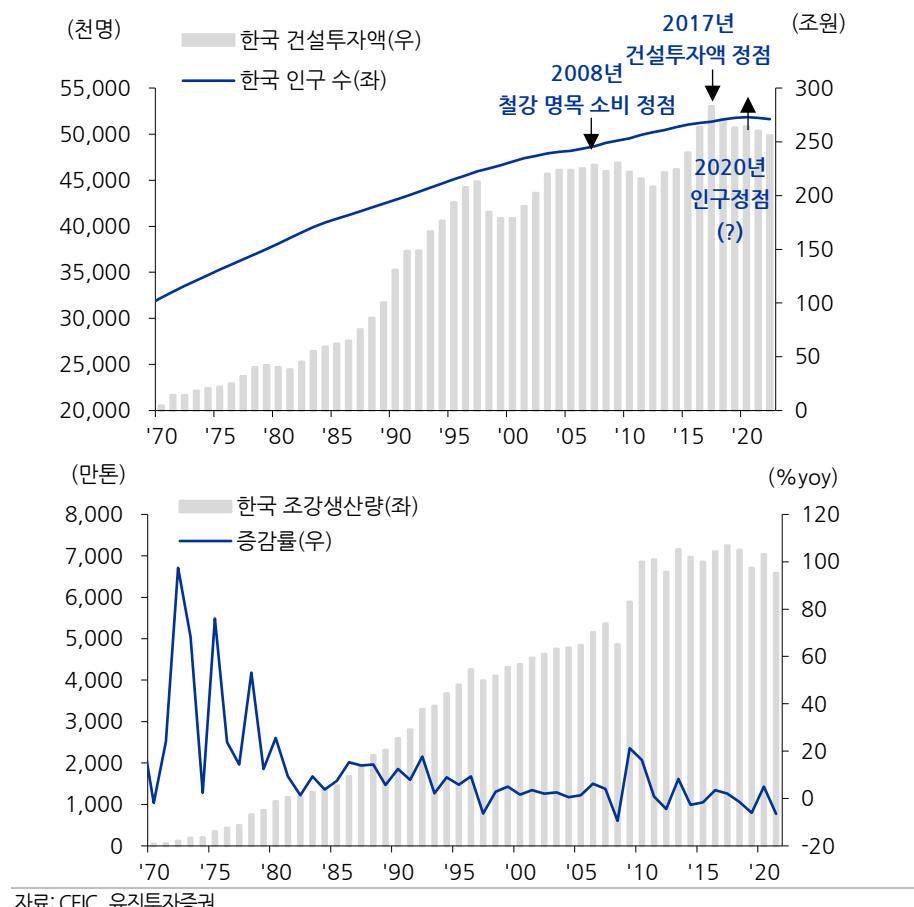
도표 10. 일본 건설투자액, 인구 수, 조강생산량 추이



한국 또한 '08년 철강 명목 소비가 5,860 만톤으로 정점을 기록하고 이후 소폭 씩 하락하고 있는 추세로, '22년 철강 명목 소비는 5,130 만톤이다. 일본의 경우 건설투자액이 정점('92년)에 도달하고 18년 후 인구 정점('10년)에 도달하며 철강 명목 소비의 추세적 감소가 시작되었다. 한국도 건설투자액은 '17년에 정점에 도달했다. 일본과 같은 전철을 밟는다면, 근 10년 이내에 인구 정점에 도달한 뒤 명목 소비의 추세적 감소가 지속될 것이다.

따라서 한국에서는 '10년대 이후 상공정 투자는 없으며, 오히려 설비 합리화나 감축, 판매, 중단을 진행 중인 상황이다. 한국 업체들은 국내 수요에 대응하며 성장의 활로를 찾는 중이다. 국내 대표기업 포스코는 일본업체들이 '80년대 진행한 것과 비슷한 방식으로 경영 다각화, 즉 신사업을 추진 중이다. 뿐만 아니라 일본제철만큼의 규모는 아니지만 성장성이 높은 동남아 상공정 투자도 계획하고 있다.

도표 11. 한국 건설투자액, 인구 수, 조강생산량 추이

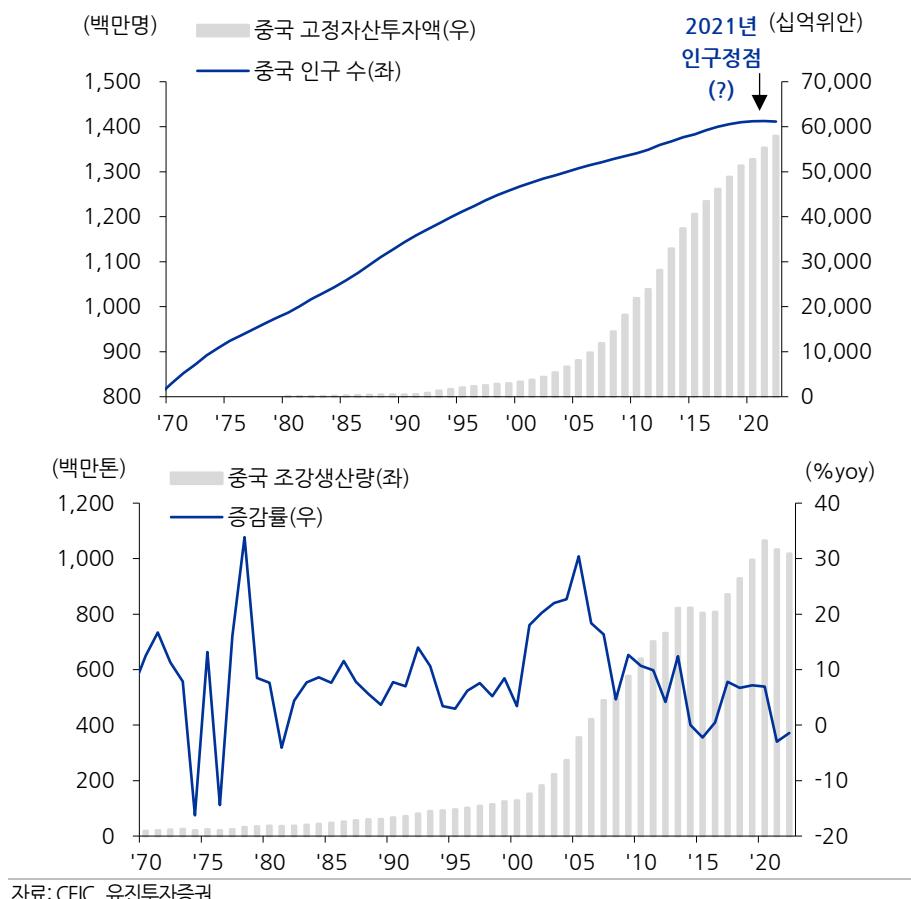


자료: CEIC, 유진투자증권

중국도 인구 수와 면적 측면에서는 일본과 한국에 비해 압도적이지만, 세계 평균 이상의 도시화율을 달성하면서 철강 명목 소비의 성장률이 과거처럼 달성되긴 어려울 것이다. 중국의 명목 소비는 성장만을 지속하다, '15년 부동산 하강기로 인해 한차례의 감소(-4.7%)만 있었다. 그러나 중국의 철강 명목 소비는 '20년 10억 2,558만톤을 기록한 이후 '21년, '22년 지속 축소 중이다. 공실률의 상승과 인구 감소 추세를 고려 시 부동산 투자 또한 크게 증가하기 어려운 상황이라 판단한다.

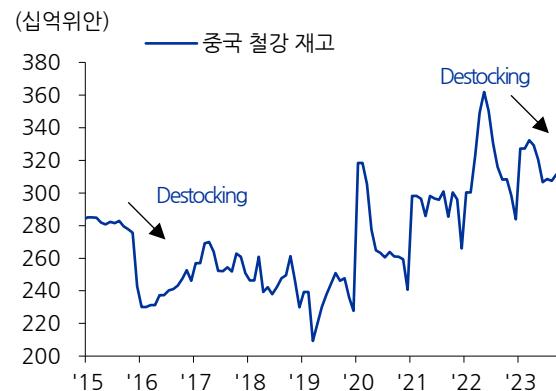
다만 일본, 한국과는 다르게 중국은 정부 개입으로 공급 축소에 대한 강제력이 있다. 중국 철강업 M&A는 지속적으로 진행되고 있으며, 과잉생산에 대한 비효율성, 탄소 무역 장벽으로 인해 정부에서는 과잉설비 방지 정책을 내고 있다. '14-'15년 부동산 하강기 때는 "공급측 개혁"으로 4년간 설비 1억톤을 폐쇄했고, 현재는 <철강산업 용량교체>, <에너지다소비산업 에너지효율 벤치마크>등을 통해 증설 금지와 설비 감축을 지속 진행 중이다.

도표 12. 중국 고정자산투자액, 인구 수, 조강생산량 추이



과거의 중국의 성장기 때는 성장 차원에서의 철강 시황 변동이 발생했었다면, 현재는 수요의 추세적 감소를 염두에 둘 필요는 있다. 그럼에도 불구하고 철강업에 Overweight 의견을 제시하는 이유는 단기적으로 중국 수요 감소보다는 증가에, 그리고 가격은 하락보다는 상승 가능성이 크다고 판단하기 때문이다. '20년-'22년 공급망 마비로 높았던 철강재 가격과는 별개로 중국의 명목 수요는 감소했다. 따라서 해당 시기에는 재고를 축적했으나 '23년부터는 시황의 하락과 더불어 재고 또한 디스타킹되었다. 한편 중국의 국채 발행 확대와 '22년부터 발표되고 있는 부동산 부양 정책도 현재보다는 더 긍정적인 시황을 기대해보게 한다.

도표 13. 중국 철강 재고



자료: 중국통계국, 유진투자증권

도표 14. 중국 열연 가격



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 15. 중국, 과거 부동산 부양 정책과 비슷한 현재 정책

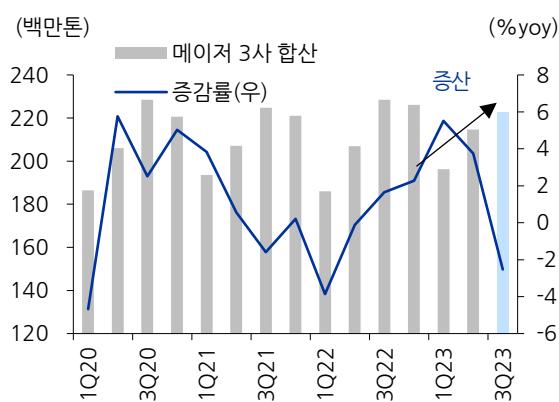
시기	정책	주된 내용	시기	정책	주된 내용
2015.3	<ul style="list-style-type: none"> 두번째 주택 구입자 최저 납입금 비율 인하 첫 주택 구입자의 초기 최저 납입금 비율 인하 	대출, 금리우대	2022.1 2022.8	<ul style="list-style-type: none"> LPR 2 차례 금리인하 	금리 인하
2015.3	<ul style="list-style-type: none"> 양도 소득세 면제를 위한 최소 주택 보유기간 단축 	세제완화	2022	<ul style="list-style-type: none"> 부동산 개발업체 은행 대출 완화, 부동산 프로젝트 융자지원 강화 주택인도 보장 개인 부동산 대출 지원, LTV 비율조정 	대출 완화
2015.9	<ul style="list-style-type: none"> 주택구매제한 미실시 지역에 대해 첫주택 구입자의 초기 최저 납입금 비율 인하 	대출, 금리우대	2023	<ul style="list-style-type: none"> 3 Red line 규제완화, 금리 인하, 유동성 지원 	규제 완화, 금리 인하
2016.2	<ul style="list-style-type: none"> 첫번째 구입자의 초기 최저 납입금 비율 인하 두번째 주택 구입자의 초기 최저 납입금 비율 인하 	대출, 금리우대	2023	<ul style="list-style-type: none"> 선수금 비율 인하 현재 주택 미보유시 주택 구입시 첫번째 주택 구입으로 간주 	규제 완화
2016.2	중고주택 취득세율 인하	세제완화	2023	<ul style="list-style-type: none"> 두번째 주택 대출금리 하한선 기존 첫번째 주택 대출 금리 인하 	대출 완화

자료: 한국은행, 언론보도, 유진투자증권

원료 가격의 상승폭도 심상치 않다. 철광석과 원료탄 가격은 '23년 하반기를 저점으로 올라오고 있다. 철광석 업체들의 증산에도 불구하고 철광석 가격이 상승했다는 것은 앞으로도 철광석 가격이 상승할 가능성이 높다는 것을 의미한다. 원료탄 가격 또한 신흥국의 성장으로 높은 수준에서 유지될 것이라고 판단하여, '24년에는 Cost Push로 인한 철강재 가격 상승도 기대해볼 수 있겠다.

현재 한국을 제외한 글로벌 가격의 인상이 이루어지고 있다. 아직까지 한국은 중국, 일본산 수입량이 많아 단가를 인상하기 어려우나, 산업용 전기료가 오르며 가격 인상이 될 여력이 높다. 철근은 전기요금 인상분을 12월에 반영하며 기준가가 93.2 만원에서 94 만원으로 올라간다. 판재류 또한 앞서 말한 바와 같이 철광석, 석탄 가격 상승 및 글로벌 가격 상승 흐름에 따라 인상 전환될 것이다.

도표 16. 메이저 3사 철광석 생산량 및 증감률



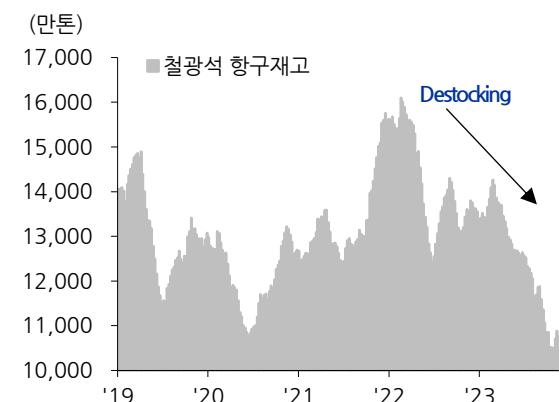
자료: 각 사, 유진투자증권

도표 17. 철광석/원료탄 가격



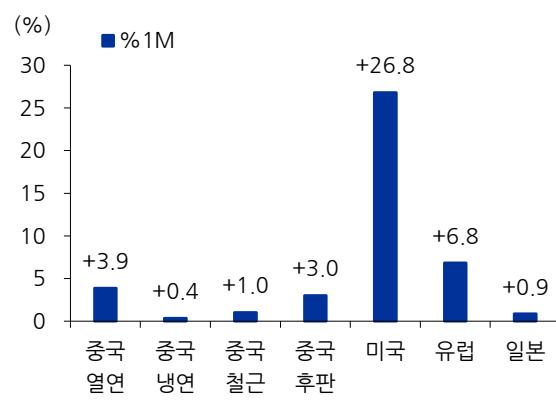
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 18. 중국 철광석 항구 재고



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 19. 글로벌 철강재 가격 1달 사이 변동 폭



자료: Bloomberg, 유진투자증권

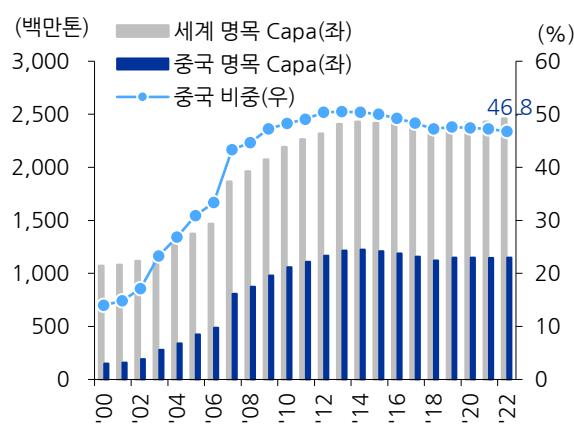
중장기적으로는 중국의 환경규제, 그리고 강한 구조조정 의지도 고려할 필요가 있다. 중국은 경제 개발을 추진하기 위해 철강업을 정부차원에서 육성하는 정책을 시행해왔다. 경제 개발 초기에는 양적 성장이 중요했기 때문에 내수 수요보다 더 많은 설비가 생겼음에도 신규 증설을 방임하며 성장 위주의 정책을 택했고 이는 과잉 설비와 초과 생산으로 이어져왔다.

'06년부터 중국은 철강을 순수입하던 국가에서 순수출하는 국가로 전환되었고, '07년~'08년에는 임여설비 증가율과 수출 성장률이 큰 폭으로 성장하면서 중국은 세계 철강 설비의 40% 이상을 차지했다.

그러나 '08년 발생한 글로벌 금융위기로 인해 세계 및 중국의 철강 수요 성장률도 둔화되었고, 이는 역내외 중국 수출량을 더욱 늘어나게 하는 요소로 작용했다.

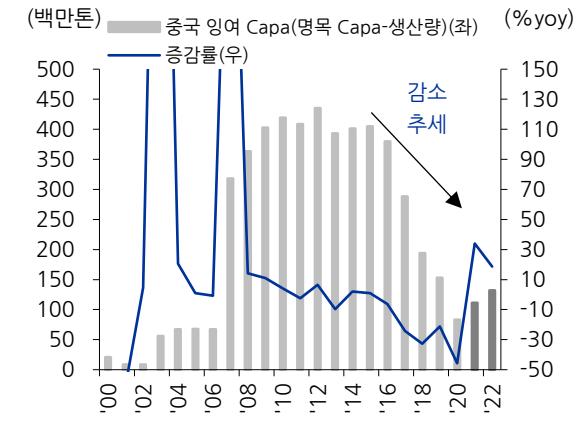
중국 정부도 체질 개선을 위해 철강업체들의 감산과 집중도 제고 정책을 지속적으로 펼쳐왔고, '15~'16년 강력한 공급과잉 해소 정책을 통해 중국의 임여 설비는 감소해왔다.

도표 20. 세계, 중국 철강 설비와 중국 비중



자료: OECD, 유진투자증권

도표 21. 중국 임여 설비와 증감률 추이



자료: WSA, 유진투자증권

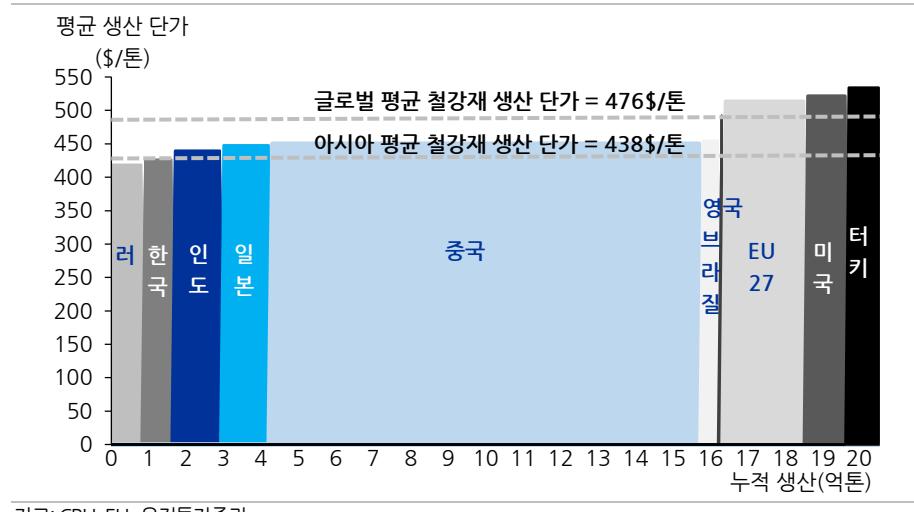
중국 철강 산업은 과잉 생산설비, 낮은 생산성으로 인해 철강 산업 전체의 효율이 저해되어 저급/일반강 위주의 생산 체제가 지속되었고, 산업 전체의 효율성 개선과 경제 체질 개선(질적 성장)을 위해 중국 정부는 철강 산업의 공급측 구조 개혁을 진행해왔다.

개혁 내용의 주요 골자로는 1) 조강 생산량 감축, 2) 신규 설비 증설 금지, 3) 노후 설비 폐쇄, 4) 인수합병을 통한 집중도 제고, 5) 전기로 비중 확대, 6) 철광석 국유 기업 설립 등이 있다.

중국은 '22년 기준 11.5 억톤의 철강 설비를 가지고 있음에도 불구하고, 평균 생산단가가 아시아 평균 대비 높다. 그 이유는 산업 집중도가 매우 낮기 때문(Top 10의 비중 40%)이며, 중국 철강 업체들은 M/S 유지를 위해 감산이나 설비 폐쇄를 꺼려왔다.

'22년 중국 철강 산업의 탄소배출량은 약 18 억 2,300 만톤 수준으로 중국 전체 탄소 배출량의 15% 이상을 차지했기 때문에 탄소배출 감축을 위해서는 철강 산업의 탄소 배출 규제가 중요하다. 뿐만 아니라 EU, 미국 등의 탄소 규제(CBAM)가 확대되며 앞으로 철강 수출 경쟁력 또한 탄소 배출량에서 좌우될 것이다.

도표 22. Steel Cost Curve



자료: CRU, EU, 유진투자증권

도표 23. 중국 철강 감산, 집중도 제고 정책: 철강 산업의 체질 개선 유도

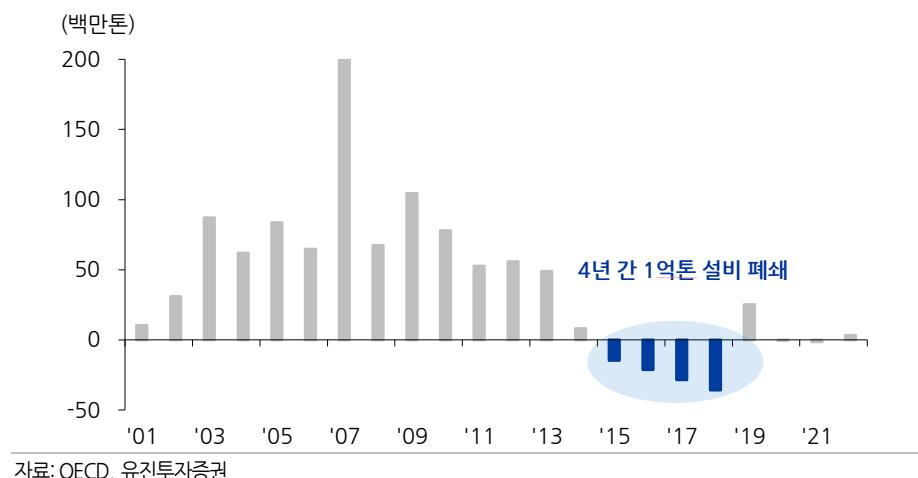
시기	정책	주요 방향	내용
2005.07	철강산업 발전 정책	산업집중도 제고	<ul style="list-style-type: none"> ■ 10 대 철강사 집중도를 2010년까지 50% 이상으로 제고 ■ 생산능력 총량 억제 및 신설 일관제철소 불허
2009.03	철강산업 구조조정 진흥정책	낙후설비 도태	<ul style="list-style-type: none"> ■ 2011년까지 소형 고로와 30톤 이하 전로 및 전기로 폐쇄 ■ 7,200만톤의 제선과 2,500만톤의 제강능력 제거 ■ 낙후설비 도태를 전제로 한 생산능력 확장
		대형화	<ul style="list-style-type: none"> ■ 산업집중도 제고를 통한 생산효율성 제고 ■ 2015년까지 대형화 주도 M&A를 통하여 10 대 철강사 집중도를 60% 이상으로 제고 ■ 생산능력 5천만톤 이상의 3~4개사와 3천만톤 이상의 다수 철강사 육성
		지역별 수급 균형	<ul style="list-style-type: none"> ■ 내륙에 분산되어 있는 소형 철강사 통폐합을 통해 연안 지역 철강사 생산 비중을 30%에서 40%로 제고
2010.08	노후설비 폐기대상 기업명단 발표	낙후설비 도태	<ul style="list-style-type: none"> ■ 2010.09 까지 175 개 철강사의 고로 3,525 만톤과 전로 876만톤 생산능력 폐쇄 ■ 폐쇄되지 않을 경우 여신 중단과 신규 투자 불허 및 전력과 용수공급 중단 등의 제재
2013.11	철강산업 구조조정을 위한 7 개 규제안	과잉 생산 해결	<ul style="list-style-type: none"> ■ 철강산업 신규 생산능력 프로젝트 엄격히 금지 ■ 산동, 하북 등 6 개 중점 지역의 구조조정
2014.04	탕산지역 철강회사 구조조정 안	구조 조정	<ul style="list-style-type: none"> ■ 2017년까지 허베이 성 내 조강생산량 총 6,000만톤 감축 ■ 당산시 10여개 낙후된 중소 철강기업 인수통합
2016.09	철강산업 좀비기업 M&A에 관한 지도의견	공급 과잉 해소	<ul style="list-style-type: none"> ■ 2025년까지 10여개 기업집단이 전체 생산량의 60~70%를 생산하도록 산업집중도 제고 ■ 10여개 기업집단은 8,000만톤 이상의 기업집단 3~4개, 4,000만톤 이상의 기업집단 6~8개로 구성
2016.11	철강산업 조정 및 업그레이드 규획	공급축 개혁	<ul style="list-style-type: none"> ■ 공급과잉 해소 위해 조강생산량 1억~1.5억톤 감축 ■ 혁신능력 강화 위해 혁신 주도기업 설립 및 국가급 산업 혁신 플랫폼 구축 ■ 2025년까지 공급축 개혁의 가시적인 성과 도출
2018.06	푸른하늘을 위한 3개년 행동계획	대기오염 규제	<ul style="list-style-type: none"> ■ 대기오염 제어 ■ 순증설 금지
2019.04	철강산업 초저공해화 추진에 관한 의견	증설 금지	<ul style="list-style-type: none"> ■ 순증설 금지 ■ 초저방출 변환
2020.12	철강산업 질적 발전 촉진에 관한 지침	증설 금지	<ul style="list-style-type: none"> ■ 2025년까지 전기로 비중 20% ■ 순증설 금지
2021.04	철강산업 설비교체	설비 감축	<ul style="list-style-type: none"> ■ 사용되지 않는 용량을 단계적으로 제거 ■ 순증설 금지 ■ 전기로 1톤 건설 시 기준 고로 1~1.5톤 폐지
2021.12	중국 공업의 녹색발전 규획	탄소배출 저감	<ul style="list-style-type: none"> ■ 철강 생산 능력 5억 3,000만톤 초저배출 전환
2022.02	철강공업 질적발전 촉진에 관한 지도의견	산업 구조 개혁	<ul style="list-style-type: none"> ■ 인수합병 적극 장려, 산업 레이아웃 구조 최적화 ■ 신규 증설 금지, 전기로 비중 15% 이상 ■ 전기로 통해 고철 재활용(3억톤 이상) ■ 중국 내 철광석 생산 능력 및 집중도 제고 ■ 고부가 제품 생산 및 브랜드화 추진 등

자료: 유진투자증권

'15년 중국 철강 설비의 규모는 12 억톤이었고, '15년 11월 중국은 공급과잉 산업의 구조조정을 위해 “공급측 개혁”을 시작했다. 해당 정책의 우선순위로 철강과 석탄 산업을 선정했다.

'16년 2월, 국무원은 철강/석탄산업의 과잉설비 해소 및 난관 극복에 대한 의견 (关于钢铁(煤炭)业化解过剩产能实现脱困发展的意见)을 발표. 주요 내용은 1) 5년 간 철강 생산설비 1 억~1 억 5,000 만톤 감축, 2) 업계 구조조정을 통한 산업구조 고도화, 3) 제품품질 향상, 4) 고급제품 공급확대 등이었다. 해당 정책으로 인해 실제로 '18년까지 중국의 철강 CAPA는 1 억톤 가량 축소되었고, 이는 '15년 기준 철강 설비 12 억톤의 8% 정도의 규모였다.

도표 24. 전년 대비 중국 철강 CAPA 순증감 추이



'21년, NDRC는 국가 핵심과제인 쌍탄(탄소피크·탄소중립) 달성을 위해 경유, 화학, 철강, 제련업 등 25개 영역에서 기준치 이상의 에너지 효율 달성을 요구했고 각 지방정부에 설비 개조·퇴출 시한(통상 3년 이내)을 명확히 하고 연 단위의 계획을 수립할 것을 명령했다. '23년에는 <공업 중점 영역 에너지 벤치마크>를 발표하면서 기존 25개 영역은 '25년 말까지 기준 미충족 설비를 퇴출하도록 명문화해두었다.

산업 포화도가 높아지고, 성장률이 둔화되고 탄소 장벽이 높아지는 등의 국면에서 중국은 결국 다시 한번 철강업의 구조조정을 선택한 것이다. 이에 따라 중국 철강 산업 포화도는 낮아질 것이라 전망하며, 설비 개조·퇴출 시한이 '25년 말 까지이기 때문에 '24년에는 중국의 철강 공급이 늘어나기 어려운 상황으로 판단한다.

도표 25. 2021년 '에너지 다(多)소비 산업 에너지효율 벤치마크' 발표

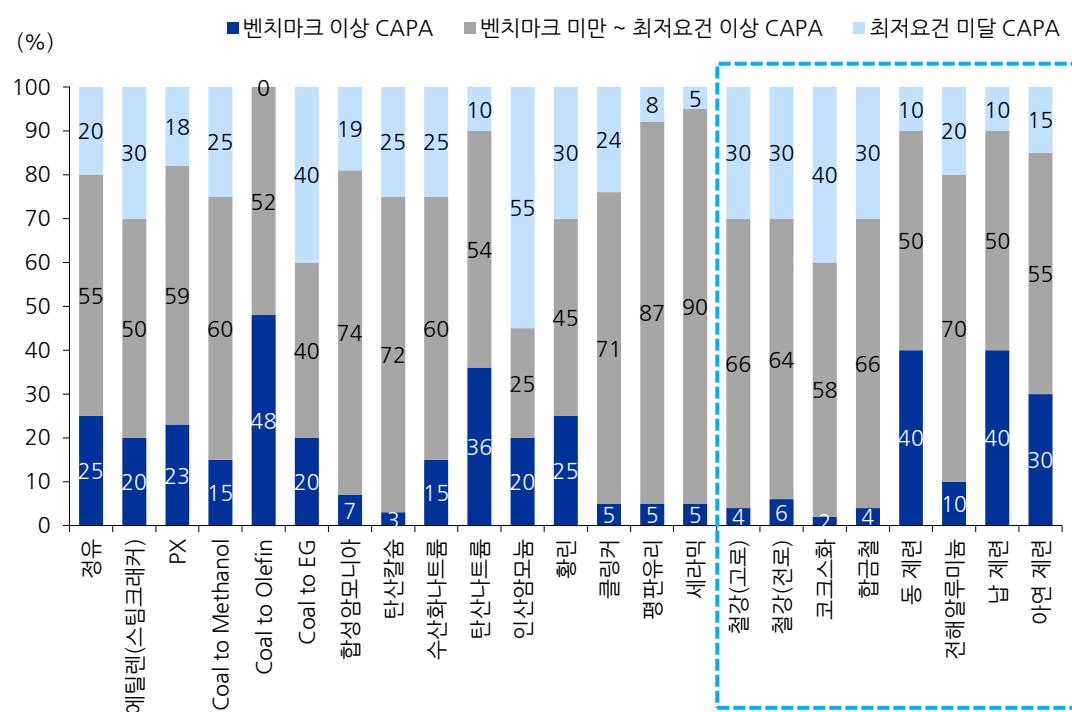
업종	중점 영역	지표	단위	벤치마크(권장)	최저 요건 (미충족 시 퇴출)
석유, 석탄 및 기타 연료 가공업	경유	단위에너지계수당 종합 에너지 소모량	kgoe/(톤*에너지계수)	7.5	8.5
	Coal to Cokes	단위제품당 에너지 소모량	kgce/톤	110	135~140 *
	Coal to Methanol	단위제품당 종합 에너지 소모량	kgce/톤	1,250~1,550 *	1,600~2,000 *
	Coal to Olefin	단위제품당 에너지 소모량	kgce/톤	2,800	3,300
	Coal to EG	단위제품당 종합 에너지 소모량	kgce/톤	1,000	1,350
철금속 제련 및 압연 가공업	제철	단위제품당 에너지 소모량	kgce/톤	361	435
	제강	단위제품당 에너지 소모량	kgce/톤	(전로)-30 (전기 아크로) 61~67 *	(전로)-10 (전기 아크로) 72~86 *
	합금철 제련	단위제품당 종합 에너지 소모량	kgce/톤	(페로실리콘) 1,770 (SiMn 합금) 860 (고탄소 페로크롬) 710	(페로실리콘) 1,900 (SiMn 합금) 950 (고탄소 페로크롬) 800
비철금속 제련 및 압연 가공업	동 제련	단위제품당 종합 에너지 소모량	kgce/톤	85~260 *	110~380 *
	납 제련	단위제품당 종합 에너지 소모량	kgce/톤	100~330 *	120~300 *
	아연 제련	단위제품당 종합 에너지 소모량	kgce/톤	800~1,800 *	950~2,020 *
	알루미늄 제련	전해알루미늄액체의 교류 전력 소모량	kWh/톤	13,000	13,350

자료: NDRC, 유진투자증권

한편, 중국은 설비폐쇄를 진행함과 동시에 전기로 비중을 올리고 고로의 비중을 낮추는 정책을 택했다. 19년 <전기로 공정 철강 제조 개발 지도에 관한 지침>을 발표하여 전기로 비중을 2025년까지 15%, 2030년까지 20% 이상을 목표로 내세웠다. 나아가 '21년 중국은 <철강 산업 용량 교체 실행 조치>를 발표했다. 주요 내용은 1) 철강 생산능력을 증가시키는 것을 금지, 2) 증설 시 교체 비율은 대기오염 관리 지역일 경우 1.5:1 이상이며 타지역은 1.25:1, 3) 철강 기업 간 합병/개편 가속화였다.

현재 용량 교체로 폐쇄된 설비는 7,200 만톤 수준으로 추산되며 용량 스왑으로 인해 CAPA 순감분은 825 만톤이다. 설비노후화로 인해 에너지효율 기준 미달 CAPA는 3 억 4,443 만톤(2020년 말 전체 CAPA의 30%)으로 추정되는데, 바뀌고 있는 설비의 비중(7,200만톤)은 3 억 4,443 만톤의 20% 수준밖에 되지 않는다. 따라서 에너지 설비 효율 기준을 맞추기 위해 2025년까지 추가적으로 3,100 만톤의 설비 순감 가능성이 있다. 에너지 효율 기준으로 인한 총 설비 순감분은 4,000 만톤으로 예상(2022년 CAPA의 3%)한다.

도표 26. 중국 주요 산업 영역의 에너지효율 구간별 CAPA 비중 (2020년 말 기준)



자료: NDRC, 유진투자증권

도표 27. 중국 철강 기업 용량 교체 현황

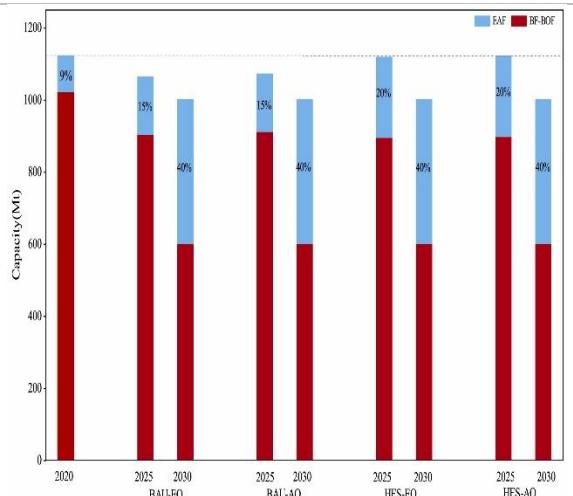
기업	크기	용광로 종류	개수	연간 용량 (만톤)	시작 시점	용량 스왑 비율
Shagang Group Huigang Special Steel	1,350m ³	BF	1	122	23-Mar	1.5
	1,350m ³	BF	1	122	24-Jun	1.5
	80T	EAF	1	65	23-Sep	1
Yancheng Lianxin Iron & Steel	100T	EAF	1	75	23-Jun	1
Jiangyin Xingcheng Special Steel	1,280m ³	BF	2	118	14-Jun	1.5
Shaanxi Lueyang Iron & Steel	100T	EAF	1	115	23-Apr	1.25
Guangdong Nanfang Donghai Iron & Steel	120T	EAF	1	120	23-Oct	1.25
Xinyu Iron & Steel	2,160m ³	BF	2	436.4	23-Sep	1.1
Guangxi Chiji Iron & Steel	2,060m ³	BF	1	175.1	23-Feb	1.24
	150T	BOF	1	160	23-Feb	1.25
Jilin Xingda	100T	BOF	1	115	23-Dec	1.1
Huangshi Xingang Heavy Industry Technology	100T	EAF	3	225	23-Aug	1.1
Gansu Jiu Steel Group	100T	EAF	2	230	23-May	1.25
HongXing Iron & Steel	120T	EAF	1	135	23-May	1
Minyuan Steel Group	1,280m ³	BF	1	118	23-Jul	1.1
	120T	BOF	2	270	23-Jul	1.1
Shagang Group Anyang Yongxing Special Steel	1,410m ³	BF	1	126.4	23-Jul	1.5
	1,410m ³	BF	1	126.4	23-Dec	1.5
Heyuan Derun Iron & Steel	-	EAF	1	90	22H1	1
Sanbao Iron & Steel	-	EAF	1	150	2024	1
Luoyuan Minguang Steel	-	BF	1	125	23H2	1.24
HBIS Tangyin Iron & Steel	-	BF	2	200	Undisclosed	1.4
Tianzhu Iron & Steel	-	BF	1	287	22H2	1.3
HongXing Iron & Steel	-	BF	3	345	22H2	1.1
Jingye Iron & Steel	-	BF	1	150	Unknown	1.3
Zenith Steel	-	BF	1	585	23H2	1
Rizhao Iron & Steel	-	BF	1	270	22H2	Unknown
Linyi Iron & Steel	-	BF	2	270	22H2	Unknown
Rockcheck Iron & Steel	-	EAF	1	50	22H2	2.4(BOF)
Tongcai Industry & Trade	-	BF	2	278	22H2	1
Chengdu Metallurgy	-	EAF	1	200	22H1	1.32
Dazhou Iron & Steel	-	BF	1	230	2024	1.13
Xianfu Iron & Steel	-	BF	2	260	23H2	1.4

자료: Fastmarket, OECD, Metal Expert, 중국정부, 유진투자증권

또한 중국은 2017년 말부터 전력시장에 탄소거래를 도입한 바 있으나, 세계적으로 탄소 규제가 늘어나며 산업부문에도 도입할 가능성이 높아지고 있다. 2022년부터 중국 생태환경부는 온실가스 배출량 제출을 요구하고 있으며, 2023년 6월 생태환경부는 철강산업을 국가탄소시장에 포함하는 방안에 대한 실무회의를 개최했고 2025년 이전에 철강산업이 탄소배출권 거래제에 포함될 것이라 강조했다.

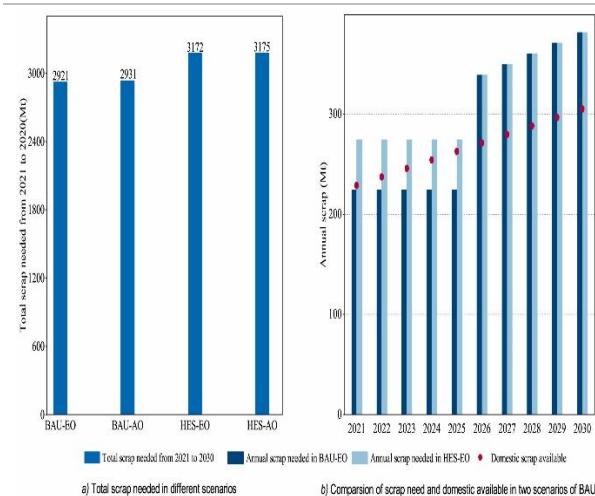
이에 따라 철강산업은 전기로(EAF)의 비중 확대와 탄소배출권 거래제가 추가 CAPA 축소 요소로 작동할 것이라 판단한다. 현재까지 지어지고 있는 중국 전기로의 규모는 1,733 만톤 수준이다. CAPA 증설분에서 고로의 비중이 77%, 전기로의 비중이 22%임을 고려했을 때 추가적 조치를 통한 고로 폐쇄 또한 기대할 수 있다(전기로에 비해 고로의 탄소배출량은 4 배 수준). 중국의 배출가스 정책 (초저배출기준-2025년까지 80%)과 전기로 비중 확대 정책에 따르면 장기적인 중국의 철강 산업의 CAPA는 10 억톤으로 수렴할 것으로 예상한다.

도표 28. EAF 비중 및 비용최소/최저배출 기준에 따른 중국 철강설비 용량



자료: Zhenxi Li(2023) "Steel decarbonization in China" Journal of Cleaner Production 384

도표 29. 중국 철스크랩 수요 전망



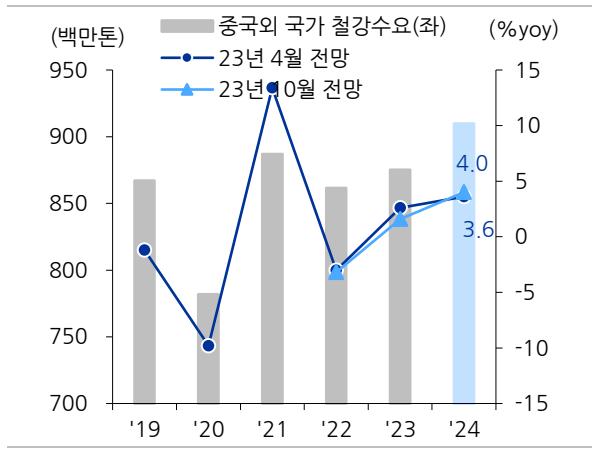
자료: Zhenxi Li(2023) "Steel decarbonization in China" Journal of Cleaner Production 384

2024년 철강 및 비철금속 수요 전망

여전히 중국이 관건, 그래도 추가 하락은 제한적

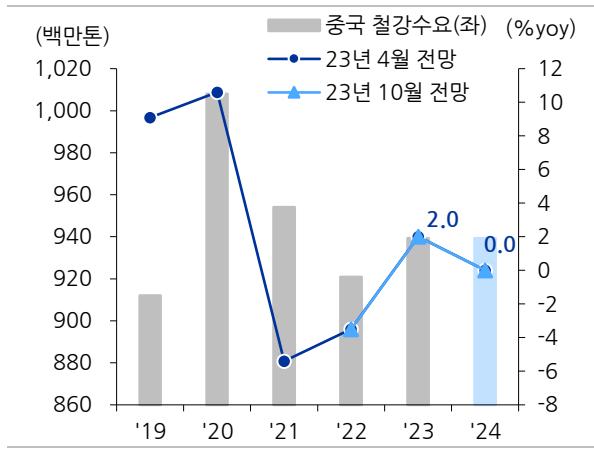
세계철강협회는 '23년 전세계 철강 수요는 18.2 억톤(+1.8%yoym)으로, '24년 수요는 18.5 억톤(+1.9%yoym)으로 전망했다. '22년(-7.8%yoym), '23년(-5.1%yoym) 감소했던 유럽의 수요가 +5.8% 증가하고, 신흥국이 +4.8%로 가파른 성장이 예상되기 때문이다. 그러나 세계 철강 수요의 52%를 차지하는 중국의 '24년 철강 수요는 9.4 억톤(Flat)을 제시했는데 그 이유는 중국의 부동산 불황 때문이다. 앞서 이야기한 바와 같이 중국의 수요는 감소보다는 보합 혹은 소폭의 성장이 기대된다.

도표 30. 중국 외 국가 철강수요: +4.0%yoym



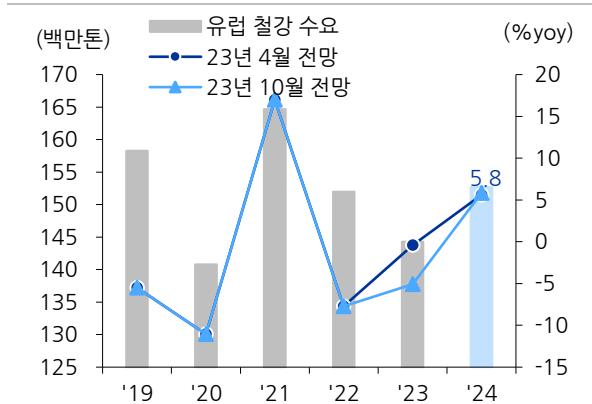
자료: WSA, 유진투자증권

도표 31. 중국 철강 수요: Flat



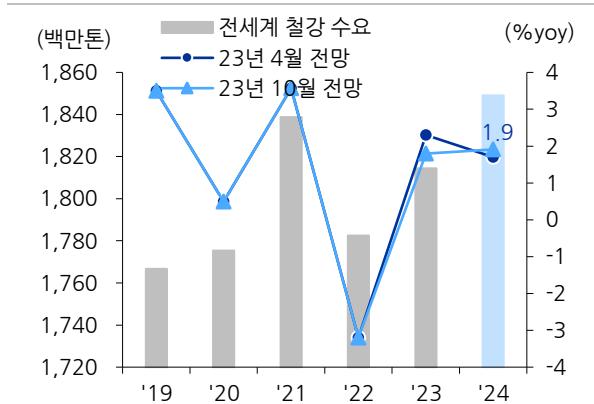
자료: WSA, 유진투자증권

도표 32. 유럽 철강 수요: +5.8%yoym



자료: WSA, 유진투자증권

도표 33. 세계 철강 수요: +1.9%yoym

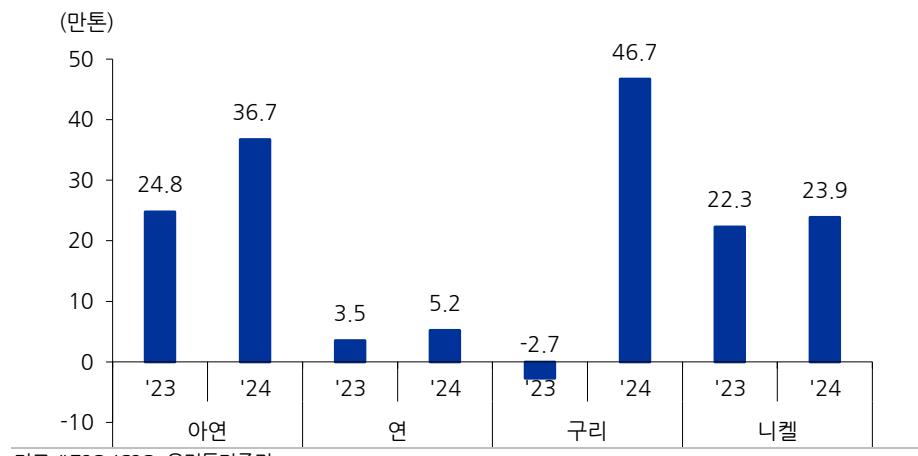


자료: WSA, 유진투자증권

한편, 비철금속 또한 세계 수요의 절반을 차지하는 중국의 부진과 더불어 세계 전체적으로 제련소들의 증설과 가동률 상향으로 인해 공급과잉 의견이 늘어나고 있다. 중국의 제조업 투자는 지속되고 있음에도 불구하고, 수요가 부진한 가장 큰 이유는 비철금속 수요에는 건설 업종도 큰 비중을 차지하기 때문이다. 구리의 28%, 아연의 51%, 알루미늄의 25%는 건설에서 사용된다.

공급 측면에서는 내년 제련소 가동률 상향과 증설 이슈가 있다. 아연의 경우, '23년 독일 내 아연제련소를 운영하고 있는 Trafigura 가 재가동을 했고, 대만, UAE에서는 증설이 커미셔닝 중이다. '24년에도 호주, 불가리아, 중국, 인도 등 제련소들의 가동률이 올라올 것이라 전망된다. 구리는 '24년 중국 가동률 증가가 기대되는 한편, 인도네시아에서 신규 제련소들이 들어오며 기존 제련소들의 증설 스케줄도 있다. 역대급 공급과잉이 전망되는 니켈은 인도네시아 내 NPI 와 HPAI 증설 제련소들이 차례로 들어오는 중이다.

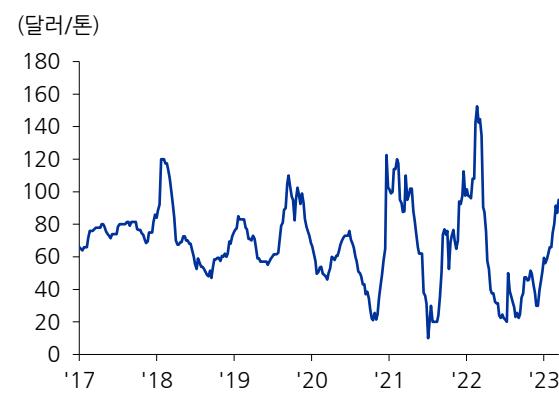
도표 34. 주요 비철금속 수급 밸런스



비철금속의 수요와 수급 지표인 TC 와 프리미엄도 쉽지 않은 상황이다. 칠레의 Codelco는 내년 중국향 구리 프리미엄을 89 달러로 낮췄다('23년 프리미엄 140 달러). 구리 제련소들의 가동률 상승과 증설에도 수요 감소폭을 더 크게 본 것이다. 그러나 최근 중국의 Spot Premium 이 상승하고 있으며 구리 재고가 낮다는 점을 고려 시 구리는 상승 가능성성이 가장 높은 금속이라 판단한다.

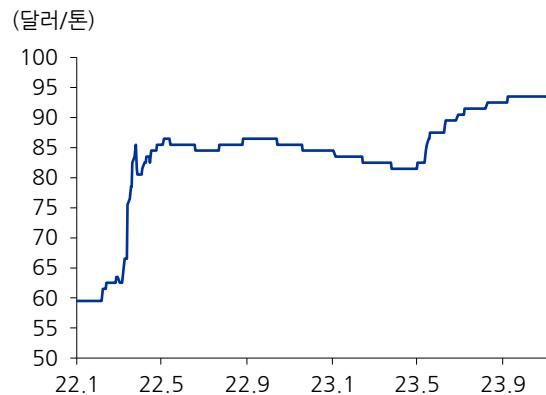
아연은 Spot Premium 과 TC 모두 하락 추세를 지속 중이다. 그러나 Nyrstar, Almina-Minas, Boliden, Pan American Silver 社는 소유 종인 아연 광산의 생산 중단 결정했는데 전체 규모는 44 만톤 정도로 적지 않다. 광산 감산으로 TC 는 낮아질 가능성은 있으나 아연 가격의 추가 하락은 제한적이다.

도표 35. 중국 구리 Premium



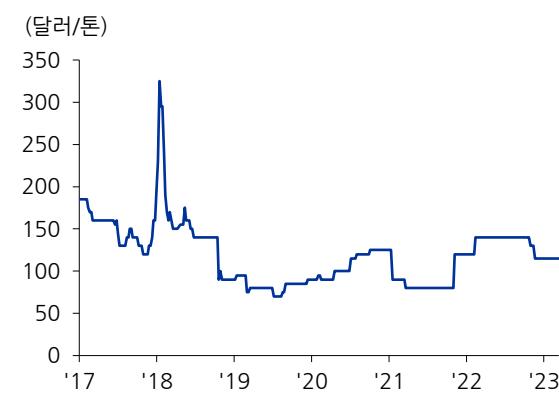
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 36. 중국 구리 TC



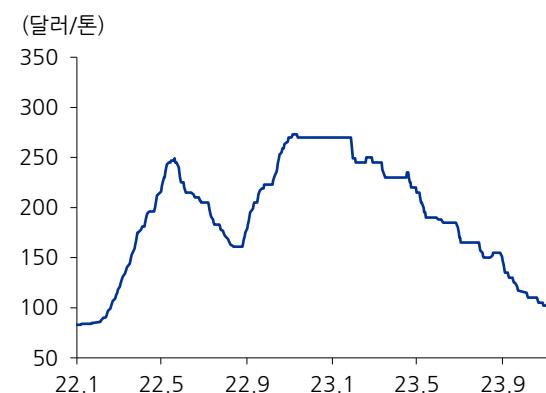
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 37. 중국 아연 Premium



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 38. 중국 아연 TC



자료: Bloomberg, 유진투자증권

II. 달라지는 환경

둔화되는 본업에도 주목해야할 세 가지

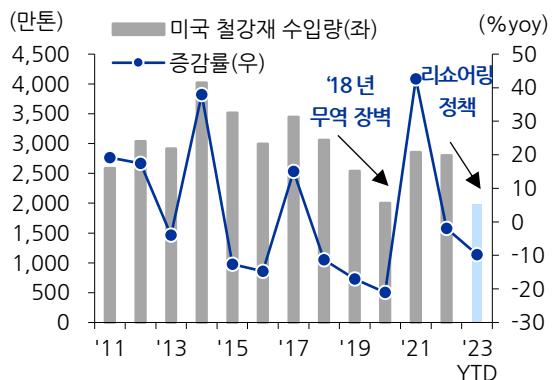
탈세계화

탈세계화는 이뤄지고 있다. 미국의 철강 수입량은 지속 감소 추세다. '18년 트럼프의 무역확장법 도입 이후, 코로나로 인해 공급망이 마비되었던 '22년을 제외하고는 매년 수입량이 감소 중이다. 한편 중국 공급망 배제로 인해 중국산 철강재 수입량은 2%가 안되는 수준이며, 한국은 평균 9% 이상을 유지하고 있다.

리쇼어링 정책 내 미국산 철강재 사용에 대한 크레딧 조항이 들어가 있으나 미국 내 고로 설비들은 감축하고 있는 추세로 한국 수출에는 큰 영향은 없을 것이라 판단한다. 그러나 한국이 추가적으로 미국향 수출량을 늘리기 위해서는 수출쿼터 문제를 해결해야하며 이는 여전히 논의 중인 상황이다.

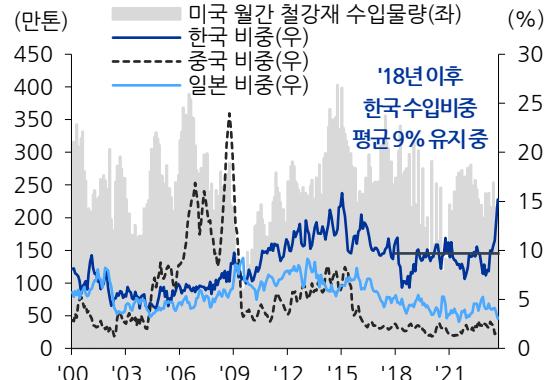
한편, 미국의 프렌드쇼어링을 염두해 둘 필요는 있다. 멕시코 철강업에 대한 투자는 지속 늘어나고 있는데, 이는 한국의 수출량을 낮출 가능성이 있기 때문이다. 미국이 필요로 하는 에너지용 강재, 친환경 강재를 생산, 수출할 수 있는 업체를 선별하는 것이 중요해진다.

도표 39. 미국 철강재 수입량 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 40. 미국 수입재 동북아 3개국 비중

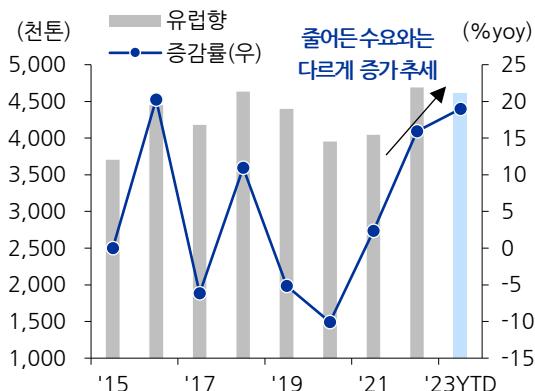


자료: Bloomberg, 유진투자증권

유럽 또한 탈세계화를 구축하려 하지만 쉽지 않은 상황이다. 한국의 유럽향 수출은 지속적으로 성장하고 있고, 내년에는 유럽 수요 회복으로 더 늘어날 가능성이 높다. 천연 가스 가격이 많이 내려왔음에도 불구하고 누적된 원가 상승의 영향으로 아직까지 유럽 업체들의 생산량은 저조하다. 올해 10 월 이탈리아의 고로업체는 가스의 상업적 공급을 이용하지 못해 이탈리아 정부에 회사 경영권을 이양하기도 했다.

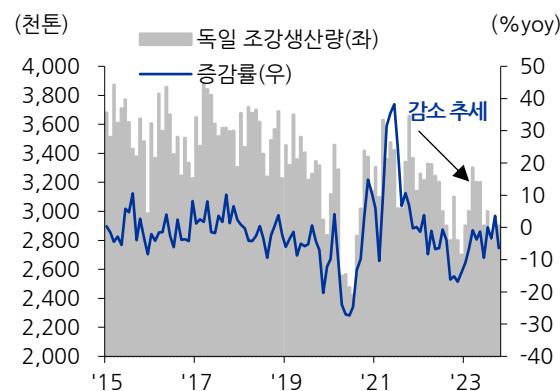
한편, 미국의 쿼터 해제보다는 유럽의 세이프가드 해제가 가능성이 높다. 독일 철강업체 Salzgitter(700 만톤/연)는 2 분기 실적발표회에서 유럽 업체들의 자금 조달과 창고 보관 비용이 높기에 유럽의 세이프가드는 연장될 것 같지 않다고 말했다. 내년 유럽의 수요 회복과 더불어 세이프가드 해제 시 유럽 수출 여력이 높은 업체들은 실적 기대감이 상향될 것이다.

도표 41. 韓, 유럽향 수출량 추이



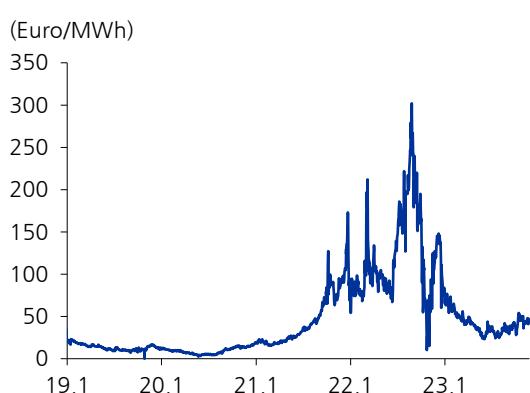
자료: 한국철강협회, 유진투자증권

도표 42. 독일 조강 생산량 추이



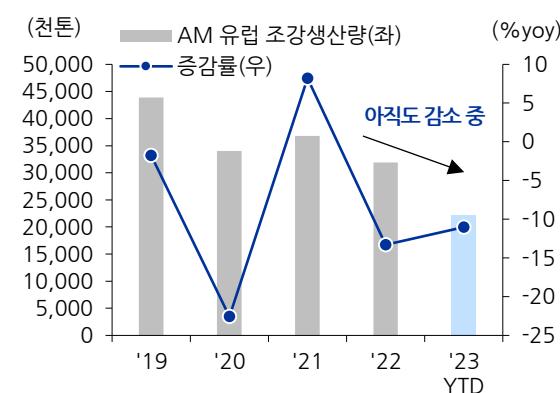
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 43. 유럽 가스 가격



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 44. 아르셀로미탈 유럽 조강생산량 추이



자료: ArcelorMittal, 유진투자증권

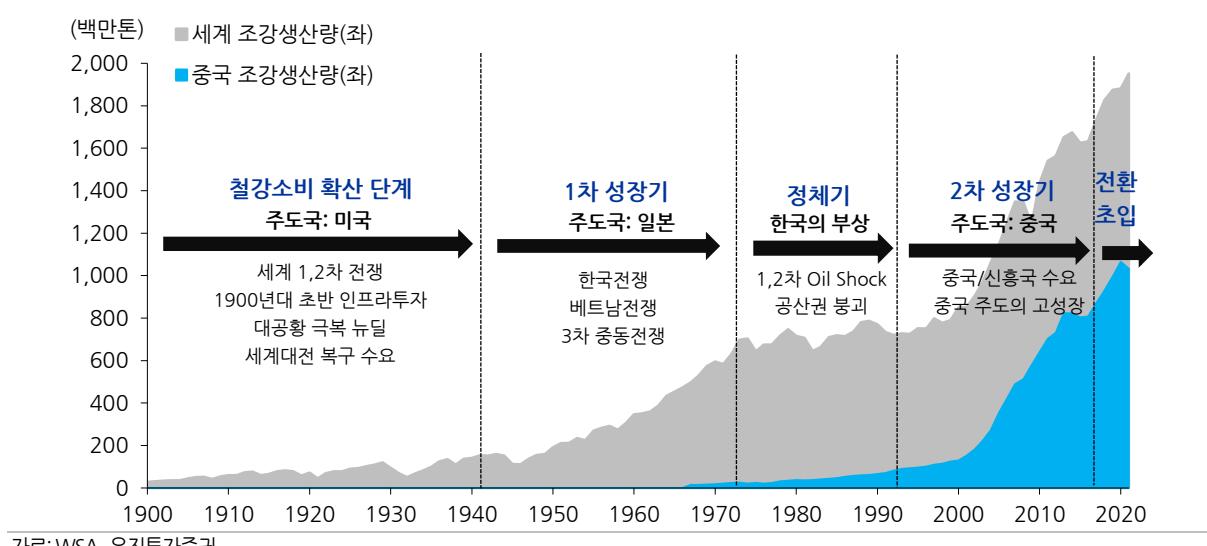
신사업

철강/금속 업종이 시도하는 신사업에도 지속 주목해야 할 필요가 있다. 앞서 말한 바와 같이 소재의 소비가 내수에서는 경상적인 변동만 일어날 뿐 큰 폭의 성장이 이뤄지기 어려운 상황이다. 따라서 국내 철강/비철금속 업체들은 미래를 대비하기 위해 시장을 확장하거나 업의 확장을 추구하고 있다. 이는 이미 철강업의 포화를 겪었던 미국, 일본의 기업들과 비슷한 흐름이다.

철강산업은 철강재의 특성 상 자동차, 조선, 건설 등 경제의 핵심 산업에 들어가는 중간재이기 때문에 세계 경제와 맥을 같이하며 성장해왔다. 각 시기별 세계 경제 성장을 주도한 국가와 철강 주도국이 같은 것도 비슷한 맥락에서 설명이 가능하다. 통상적으로 한 국가의 경제 성장의 초입에서는 제조업 등 철강재 소비가 높은 산업을 육성하기 때문이다.

철강 소비 확산단계에서는 자동차 대량 생산이 철강 산업을 성장시켰고, 1 차 성장기에서는 제조업 등 양적인 산업이 발전했으며 2 차 성장기에는 중국 등 신흥국 수요가 철강재 수요를 견인했다. 철강을 생산하는 기업들도 지속 변화를 해왔는데 철강 소비 정체기에 낮은 수익성을 보였기 때문에 해당 기간에는 구조조정과 M&A가 가속화되는 모습을 보였다.

도표 45. 세계 조강 생산량 추이를 통한 철강 역사



자료: WSA, 유진투자증권

도표 46. 세계 주요 철강사 생산 순위

순위 / 연도	1965	1970	1980	1999	2002	2005	2007	2010	2015	2022
1	US Steel	Nippon Steel	Nippon Steel	POSCO	Arcelor	Mittal Steel	Arcelor Mittal	Arcelor Mittal	Arcelor Mittal	China Baowu Group
2	Bethlehem	US Steel	US Steel	Nippon Steel	LNM Group	Arcelor	Nippon Steel	Baosteel	Hesteel Group	Arcelor Mittal
3		British Steel	Nippon Kokan	Arbed	Nippon Steel	Nippon Steel	JFE	POSCO	NSSMC	Ansteel Group
4		Bethlehem	FINSIDER	Usinor	POSCO	POSCO	POSCO	Nippon Steel	POSCO	Nippon Steel Corporation
5		NKK	Bethlehem	Corus	Shanghai Baosteel	JFE	Baosteel	JFE	Baosteel Group	Shagang Group
6			Sumitomo	Mittal Steel	Corus	Baosteel	Tata Steel	Jiangsu Shagang	Shagang Group	HBIS Group
7			Kawasaki	Baosteel	Thyssen Krupp	US Steel	Anshan-Benxi	Tata Steel	Ansteel Group	POSCO
8			Thyssen	Thyssen Krupp	NKK	Nucor	Jiangsu Shagang	US Steel	JFE Steel Corp	Jianlong Group
9			Usinor	Riva	Riva	Corus Group	Tangshan	Ansteel	Shougang Group	Shougang Group
10			Jones& Laughlin	NKK	US Steel	Riva	US Steel	Gerdau	Tata Steel Group	Tata Steel

자료: WSA, 유진투자증권

미국 대표 업체인 US Steel 은 세계 1,2 차 대전 이후 호황 국면을 맞이 했으나 1970 년대 오일 쇼크 이후 철강 수요가 급감하고 일본의 부상으로 만성적인 적자가 되었다. 이에 따라 비철강 부문에 진출하면서 사업 다각화를 진행했으나 구조조정을 모두 마친 뒤 철강사업 부문에 집중하고 있다.

각종 전쟁(세계, 한국, 베트남 전쟁) 이후 생겨난 복구 수요로 일본제철은 성장을 지속하다가 오일쇼크 이후로 장기 정체기를 맞이하여 사업 다각화를 진행했다. 이외의 철강사들도 마찬가지로 통합, M&A(Mittal→Arcelor, 가와사키제철&NKK →JFE, British Steel→Corus→Tata)하거나 사업다각화(Thyssen→엘리베이터)를 진행하며 내수 철강 수요 성장 정체를 극복하는 방식을택했다.

도표 47. 미국, 일본 대표 철강 업체의 사업 다각화

시대/기업	US Steel	일본제철
1960년대	<ul style="list-style-type: none"> ■ 철강재 소비 산업 ■ 원료, 화학사업 진출(석탄화학, 원료개발) 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 철강 지원(전기계장, 항만) 부문 ■ 철강 2차 가공 및 가공제품
1970년대	<ul style="list-style-type: none"> ■ 금융, 서비스 부문 진출(보험, 주택 등) ■ 석유화학 산업 확충(석탄에서 석유화학으로) 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 해외 자원개발 ■ 엔지니어링 사업 확대(토목&건축)
1980년대	<ul style="list-style-type: none"> ■ Marathon Oil, Texas Oil 인수 ■ 화학, 시멘트, 금융 철수 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 엔지니어링 사업 확대 ■ 신소재, 정보통신, 생명공학, 부동산, 서비스 등
1990년대	<ul style="list-style-type: none"> ■ 에너지 사업 부문 주력 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 환경, 플랜트 등 엔지니어링 사업 강화 ■ 수익성 중심으로 사업 재편 ■ 도매 전력 신규 진출
현재	<ul style="list-style-type: none"> ■ Marathon Oil 스피n 오프 ■ 제철소 폐쇄 등 구조조정 ■ 전기로 업체(BRS) 인수, 전기강판 진출 ■ DRI, HBI 설비 신설 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 비철강 사업부: 엔지니어링, IT, 화학&소재 ■ 철강: 일본+글로벌 합쳐 조강 생산능력 1 억톤 확보 계획 ■ 원료: 석탄, 철광석 등

자료: 철강 산업에서의 기업 다각화 사례 연구, 저성장시대 선진국 철강사의 서바이벌 전략, 각 사, 유진투자증권 정리

한국 철강사들은 2000년대까지 고성장을 지속하다가 한국 GDP 성장률의 둔화, 중국의 자급률 상향으로 인해 새로운 전략을 '00년대 후반부터 고민해왔다. 한국 철강/비철금속 업체들도 사업 다각화(업의 확장), 혹은 시장의 다변화(신규 수요: 친환경 등)으로 경영전략을 세우고 있다.

POSCO 훌딩스, 고려아연, LS는 기존 사업에서의 시장 확대와 이차전지 소재 사업을 시작하여 업을 확장시키는 방향으로 성장을 추구하고 있다. 반면, 현대제철, 세아베스틸지주, 세아제강, 풍산은 원래 하고 있는 사업에서 새로운 시장을 개척하는 방식으로 대응하고 있다.

도표 48. 커버리지 업체들의 신사업 현황

커버리지 기업	신사업/추진사항	비고
POSCO 훌딩스	[이차전지 소재]: 업의 확장 ■ 리튬, 니켈, 흑연, 리사이클링 ■ 양극재, 음극재	■ '30년까지 리튬 42.3만톤, 니켈 24만톤, 리사이클링 7만톤 ■ '30년까지 양극재 100만톤, 음극재 37만톤
현대제철	[철강]: 시장의 확장 ■ 고강도 차강판, EGMP, 비조선형 후판 등	■ 현재 후판 중 조선형 비중 55%
세아베스틸지주	[원자력 CASK]: 시장의 확장 ■ 사용후핵연료운반용기 공급 [사우디 진출]: 시장의 확장 ■ STS 무게목 강관	■ CASK 연간 60기 이상 생산캐파 구축 ■ 사우디 현지 2만톤 STS 무게목 강관 설비 구축('25년 생산)
세아제강	[해상풍력]: 시장의 확장 ■ 해상 풍력 자켓용 핀파일	■ 해상풍력 +5만톤 확장
고려아연	[이차전지소재]: 업, 시장의 확장 ■ 동박, 황산니켈, 니켈 제련, 전구체	■ '26년 니켈 제련소 4.26만톤 상업 생산 시작 ■ 현재 기준 황산니켈 10만톤 ■ '24년 2Q 전구체 2만톤(5만톤으로 확장 검토 중)
LS	[이차전지소재]: 업, 시장의 확장 ■ 황산니켈, 전구체, 리사이클링 [해상풍력]: 시장의 확장 ■ 해저케이블 증설	■ 30년까지 전구체 12만톤('26년 2만톤, '27년 4만톤) ■ '27년 황산니켈 1차 2.2만톤, '29년 4만톤으로 총 6.2만톤 ■ 해상풍력 4, 5동 증설(각각 매출액 +2,000억원)
풍산	[이차전지소재]: 시장의 확장 ■ EV 용 순동생산 확대, 신규시장 개발 [방산]: 시장의 확장 ■ 대구경 탄종 CAPA 확대, 미국외 시장 개척	■ EV 용 순동 생산 CAPA +30% 확대 검토(현재 4.3만톤/연) ■ '27-28년 방산 매출액 1.6조원 이상 목표(현재의 2배 수준)

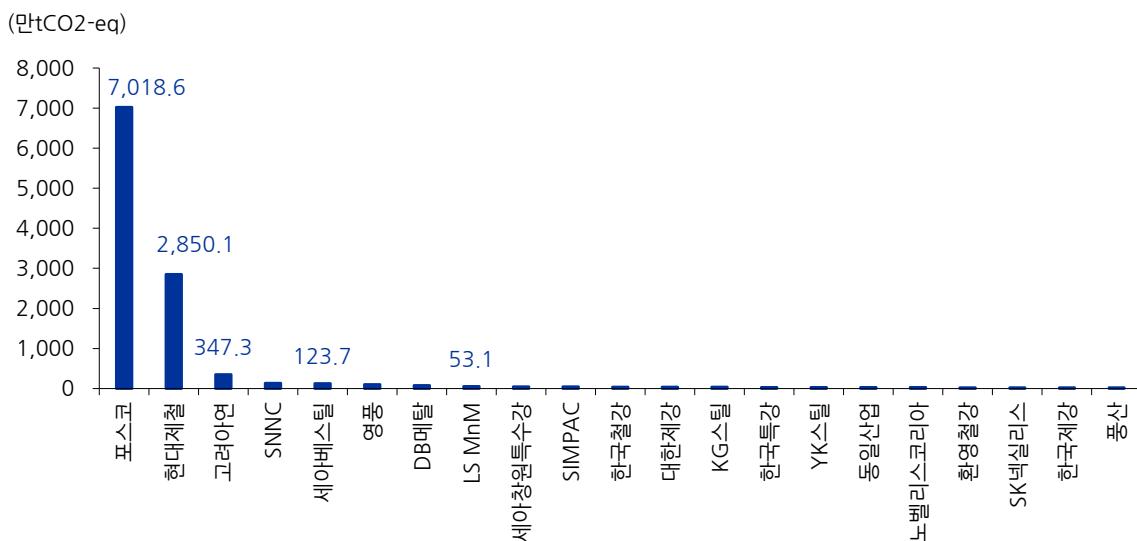
자료: 각 사, 유진투자증권 정리

탄소중립

EU CBAM(탄소국경조정제도)의 전환기가 시작되었다. '23년 10월 1일부터 '25년 12월 31일까지는 전환기로, 수입업자들이 수입 제품의 원산지, 생산 경로, 직접 내재 배출량, 전력 소비량, 간접 배출량을 보고할 의무가 개시되었다. 전환 기간의 CBAM 적용 대상은 시멘트, 전력, 비료, 철강, 알루미늄, 수소다. 철강 생산 과정에서 나오는 모든 제품(선철, 합금철, DRI, 조강, 철강제품)이 포함되고, 수출국에서 징수하고 탄소세를 제외하고 남는 탄소배출량에 대해서는 유럽 탄소 배출량 기준에 맞게 CBAM 인증서를 구입해야 한다.

유럽에서 철강이 탄소배출 무상 할당 업종에 포함되어 있기 때문에 바로 비용 부담으로 이어지진 않는다. 그러나 '26년부터 점진적으로 무상 할당이 줄어들기 때문에 미리 대비하고 있는 업체에 기회가 있을 것이라 판단한다. 약 4,000 만톤의 고로 설비를 운영하고 있는 포스코가 한국 산업체 중 배출량이 가장 크며, 각 발전소(남동, 서부, 중부발전 등)가 그 다음을 차지하고 이후 1,200 만톤의 고로 와 1,200 만톤의 전기로를 가지고 있는 현대제철이 배출량이 높다. '22년 제품 생산량 1 톤을 기준으로 포스코는 2.2 톤, 현대제철은 1.5 톤, 세아베스틸은 0.7 톤, 세아창원특수강은 0.9 톤의 이산화탄소를 배출한다.

도표 49. 2022년 한국 철강/비철금속 업종 온실가스 배출량(이산화탄소 환산량)



자료: NGMS, 유진투자증권

한국 대표 철강업체인 포스코와 현대제철은 비슷하지만 다르게 탄소 중립에 대응하고 있다. 우선 두 업체 모두 고로를 가지고 있기 때문에 수소환원제철을 대비하고 있다. 수소환원제철은 기존 철강 생산 방식에서 이산화탄소 배출을 야기하는 석탄, 천연가스 등 탄소계 환원제 대신 수소를 사용하여 근본적으로 이산화탄소 배출량을 0 으로 만드는 공정기술이다. 즉, 철광석에 포함된 산소를 수소로 환원시킨 뒤 만들어진 직접환원철을 전기로에서 용융시켜야 한다.

이론적으로 수소를 환원시키는 과정에서 이산화탄소가 아닌 물이 나오고, 철을 녹이는 과정에서 친환경적으로 생산한 전력을 사용하게 되면 강철을 생산하면서도 탄소를 배출하지 않을 수 있다. 수소환원 반응에 대한 연구들은 많다. 그러나 실질적으로 상업 생산이 되지 않고 있는 이유는 수소 인프라의 부족, 막대한 투자 및 수소 가격의 하향 안정화가 필요하기 때문이다.

석탄은 발열 반응을 일으키나 수소는 흡열반응을 하기 때문에 열 보상이 필요한데, 이 때 필요로 하는 전력의 규모가 커진다. 또한 기존 고로에서 생산하는 강철은 탄소가 함유되어 있으나 수소환원 반응으로 생산한 강철에는 탄소가 이론적으로 없기 때문에 탄소를 추가해야하는 공정이 추가적으로 필요하다. 이처럼 현재 있는 고로를 폐쇄하고 수소환원 설비를 짓는 것도 막대한 투자를 요구하기 에 아직까지 상업생산하고 있는 철강사가 없는 실정이다. 또한 현재 수소 가격이 석탄 대비 매우 높은 수준이라 상업 생산이 어렵다.

도표 50. 조강 생산 방식

제법	원료	조강 생산 방식
고로-전로 (BF-BOP)	철광석, 석탄	1) 철광석을 소결공정을 통해 덩어리로 만들고, 석탄을 구워 코크스로 만듦 2) 고로에 철광석과 코크스를 투입하고 열풍을 주입해 쇳물을 생산 3) 전로에 고로에서 만들어진 쇳물을 산소에 불어넣어 불순물 없애며 강(Steel)의 품질 조정
철스크랩-전기로 (Scrap-EAF)	고철 (철스크랩)	1) 고철(철스크랩)을 전기 아크(Arc)열로 녹여 쇳물을 생산 2) 정련로에 쇳물을 넣어 불순물을 제거하거나 필요 성분을 주입하는 등 강의 품질 조정
직접환원철-전기로 (DRI-EAF)	직접환원철	* 직접환원철은 철광석을 천연가스 등 외부에너지를 이용해 철의 녹는 점 이하에서 고체 상태로 환원한 것 1) 직접환원철을 전기 아크열로 녹여 쇳물을 생산 2) 정련로에 쇳물을 넣어 불순물을 제거하거나 필요 성분을 주입하는 등 강의 품질 조정
용융환원제철법 (Smelting Reduction)	철광석, 석탄	1) 철광석을 유동로에서 미리 환원시킴 2) 용융로에서 석탄을 투입하여 열을 발생시켜 쇳물을 생산

자료: 산업연구원(2022) "철강산업의 탄소중립추진 전략과 정책과제", IEA, 유진투자증권

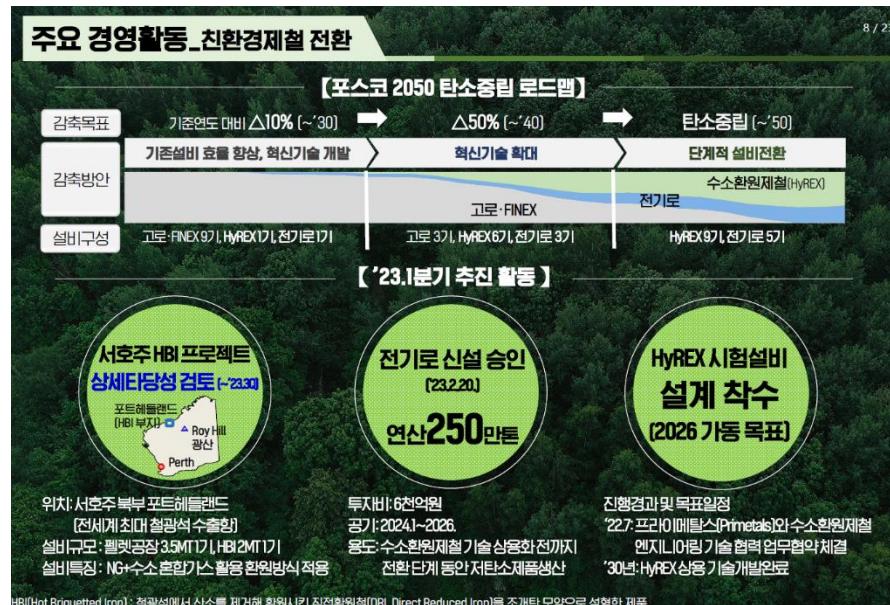
포스코는 수소환원제철 이전 단계로 6,000 억원을 투자해 250 만톤 전기로를 '26년부터 가동할 계획이다. 전기로에서 직접 용강을 생산할 수도 있고, 고로 쇳물과 합당하는 방식을 통해 수소환원제철이 자리잡기 이전에 탄소배출량을 감축하고자 하는 것이다. 이후 수소 수급이 원활해지고 수소환원제철 기술이 발전하게 되면 수소환원제철 공정으로 넘어갈 것이다.

도표 51. POSCO 홀딩스 국내 철강 탄소중립 투자 중: 2030년까지 2조원



자료: POSCO 홀딩스, 유진투자증권

도표 52. '26년 전기로 및 수소환원제철 데모플랜트 가동 목표



자료: POSCO 홀딩스, 유진투자증권

수소환원제철이 자리잡기 위해서는 수소와 그린 전력을 안정적으로 공급하는 인프라가 필요하다. 이는 국가의 대규모 지원이 필요하다. EU/일본은 '00년대 초부터 철강사들의 R&D를 지원했으며, 현재는 데모플랜트 건설 및 시생산까지 이루어지고 있는 상황이다. 한국은 상대적으로 정부가 지원하는 수소환원제철 R&D 시작 시점('17년)이 늦은 편이었다. 따라서 한국 업체들은 직접 나서서 수소밸류체인을 확보 중이다. POSCO 홀딩스는 '20년부터 수소사업화 전략을 꾀하고 있다. 포스코인터내셔널을 통해 직접 수소를 생산하고 포스코건설과 협업을 통해 수소를 운송, 저장하고자 하는 계획을 공개했다. 포스코는 직접 수소 생산-운송/저장-활용 밸류체인 구축으로 수소환원제철을 달성하고자 한다.

POSCO 홀딩스가 수소 사업에 뛰어든 이유는 그룹의 핵심 사업인 철강이 고로방식으로 이루어져 있기 때문이다. 한편, 글로벌 탄소 중립을 위해서는 전력 자체도 친환경적으로 생산해야하기 때문에 앞으로 에너지로서의 수소 수요는 늘어날 것이다. POSCO 홀딩스는 이미 철강 제조 공정에서 발생하는 부생가스를 통해 연간 7천톤의 수소를 생산하고 있다. 포스코인터내셔널에서는 이미 에너지 트레이딩과 개발 경험이 있고, 포스코에너지는 LNG 복합발전을 운전하고 있으며 LNG터미널, 연료전지 등 사업을 영위하고 있다. 따라서 그룹사 전체적으로 수소 역량이 추가된다면 다른 업체들과는 다른 차원의 경쟁력을 확보할 수 있다.

도표 53. 2020년 12월 발표된 POSCO 홀딩스 수소 사업 계획

단계적 생산확대를 통한 그린수소 200만톤 체제(40년)	
수소생산	부생수소 부생수소 7만톤 생산(25년)
	블루수소 해외 도입으로 블루수소 '30년까지 50만톤 확보
	그린수소 호주, 중동 등 그린수소 생산 사업 개발 통해 '40년까지 그린수소
초기 수요기반 및 대규모 안정적 수요 창출	
수소판매	수소환원제철 석탄 대신 수소 사용, CO2 Free 철강생산
	수소발전 30년 이후 상용화, 상용화 이전에는 가스터빈에 수소혼소
	수소모빌리티 부생수소 활용 충전소 운영
그룹사 수소사업역량 통한 시너지	
그룹사 진출	인터내셔널 해외 블루/그린수소 프로젝트 개발 및 수소 트레이딩
	에너지 수소 인수터미널 구축 및 수소 터빈 발전 전환
	건설 국내 수소도시 및 EPC 사업 참여
	RIST 암모니아 수소추출 설비, 암모니아 및 수소 연소기술 등 기술 개발 및 확보

자료: POSCO 홀딩스, 유진투자증권

한편, 현대제철은 고로와 전기로를 모두 가지고 있기 때문에 고로에서는 수소환원제철을 개발하되 그 이전에는 박판열연을 생산했던 전기로에 전기로-고로(1:3, -12%CO₂ 감축) 용강 합탕을 통한 탄소 저감 철강 제품을 만들고자 한다. 이미 있던 설비를 재가동하는 것(400만톤)이기 때문에 투자비도 1,564 억원으로 높지 않고 '24년 9월에 가동할 예정으로 빠르게 탄소중립에 대응하고 있다.

이후 수소환원제철에 대비하기 위한 신전기로를 추가로 들인 뒤, 앞서 Premelting 전기로와 유사한 방식으로 고로+전기로를 합팅하는 방식을 사용할 것으로 예상된다. 이후 수소환원제철 기술이 도입되면 신전기로를 대형화시킬 계획을 가지고 있다.

현대제철은 '73년부터 전기 제강 공정을 시작한 업체로, 전기로 공정에 대한 경험에 다른 회사에 비해 풍부하다. 현대제철이 가진 오랜 전기로 조업 경험과 제품 개발 역량을 통해 앞으로 전기로로 생산한 저탄소 제품에서 상대적 우위를 가질 수 있고, 시장 선점을 할 수 있을 것이라 판단한다.

도표 54. 현대제철 탈탄소 전환 계획: 1 차는 기존 전기로를 통한 Premelting, 이후 신전기로/수소환원

▣ 저탄소 생산체계 전환 계획



- ✓ [중단기] 저탄소 자동차강판 품질 확보 및 투자 효율성 고려 「전기로-고로」 Combined Process 구축
- ✓ [장 기] 수소환원제철 기술 기반 新전기로(Hy-Cube¹⁾) 대형화 통해 친환경 생산체계로 전환

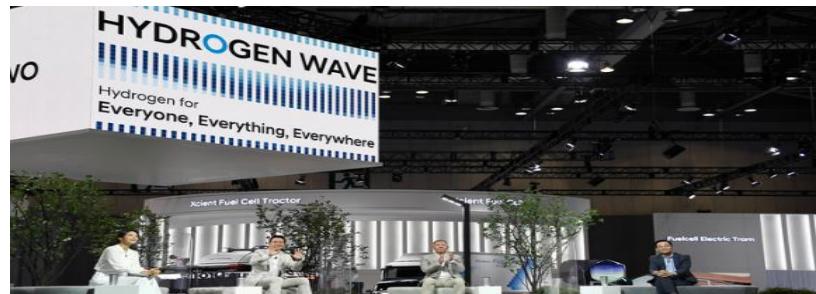


자료: 현대제철, 유진투자증권

한편 현대제철의 그룹사도 주목할 필요가 있다. 핵심 계열사인 현대차그룹은 '21년 Hydrogen Wave를 발표하며 '40년까지 수소 에너지 기반의 산업, 사회 전환을 목표로 한다. 이를 달성하기 위해 상용차에 수소연료전지를 적용하며, 자동차 이외의 모빌리티, 에너지 솔루션 등을 사업 포트폴리오에 추가한다는 내용이다.

아직까지 현대자동차그룹 내에서 수소 생산을 담당하는 것은 제철소에서 부생 가스로 3,500 톤의 수소를 생산하고 있는 현대제철뿐이다. 이는 수소환원제철이나 수소 자동차에 필요한 양에 한참 못 미친다. 이처럼 아직까지 그룹사에서 필요한 만큼의 수소 생산을 어떤 그룹에서 할지는 정해지지는 않았지만 수소 자동차 생산부터 수소 운송이나 충전소 등을 담당하는 그룹사들은 정해지고 있는 상황이다. 현대차그룹 또한 수소 밸류체인이 완성되면 추후 수소환원제철 기술이 상용화될 때 비용에서 큰 경쟁력을 가질 수 있을 것이라 기대한다.

도표 55. 현대자동차그룹의 Hydrogen Wave 발표(2021.9)



자료: 현대자동차그룹, 유진투자증권

도표 56. 현대자동차그룹 계열사 수소 프로젝트 현황

협력처	프로젝트 내용
현대모비스	세계 최대 규모 수소전기차 핵심부품 생산단지를 구축, 수소연료전지 모듈 생산(충주공장)
현대제철	부생가스를 활용한 수소 생산, 수소전기차용 금속분리판 공장 기동(당진제철소)
현대로템	수소리포머 공장 설립 및 생산(의왕연구소), 수소 충전설비 공급 사업 시작, 수소연료전지 철도차량 공동 개발
현대엔지니어링	페플라스틱 자원화를 통한 수소 생산, 암모니아 활용 수소 생산, 이산화탄소 자원화
현대글로비스	수송용 부생수소 운송, 수소출하센터와 수소 충전소 확대, 액화수소 저장, 운송사업

자료: 현대자동차그룹, 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

기업분석

현대제철(004020)

BUY(유지) / TP 52,000 원

달릴 준비 완료: 가벼워지고 빨라지는 중

현대제철

(004020)

달릴 준비 완료:
가벼워지고 빨라지는 중

투자의견	BUY(유지)
목표주가	52,000 원(상향)
현재주가	35,550 원(11/24)
시가총액	4,744(십억원)

철강/금속 이유진_02)368-6141_eugenelee@eugenefn.com

- 투자의견 Buy, 목표주가 52,000원으로 상향

- 현대제철 2024년 투자 포인트

- 가장 큰 디스카운트 요인이었던 부채 축소 중:** 10년 평균 순부채는 10.9조원 수준 유지했으나, '23년 1Q 10조원, 2Q 9.2조원, 3Q 8.7조원으로 부채 규모가 축소되고 있고 순부채/EBITDA는 3Q 기준 3.6배 수준으로 10년 평균 4.7배 대비 낮아지고 있음
- '24년 9월 시작되는 전기로를 통해 탄소 중립에 가장 빠르게 대응:** EU CBAM이 전환기에 진입했고, 실제 CBAM 부과는 '26년부터 시작. '24년 하반기 휴지되었던 당진 박판 열연 재가동을 통해 저탄소 철강 제품을 빠르게 생산/판매하여 레퍼런스 확보 가능. 이는 한국 철강사 중 가장 빠른 탄소 중립 대응
- 유럽형 수출 성장 확대:** '23년 누적으로 유럽형 수출은 작년 대비 +20만톤 증가. 터키형 수출이 늘었는데 지진 복구 수요보다는 유통사 재고 확보 차원이었음. '24년 유럽 세이프가드 해제 가능성성이 높아진 가운데 터키 지진 복구 수요 및 우크라이나 재건 등을 고려 시 수출량 추가 상향도 가시화
- 철근 수요 둔화에도 가격 방어 가능:** 국내 건설 수주가 감소하기 때문에 철근 수요 둔화는 필연적이나 철근 가격 포뮬러로 가격 방어 가능할 것. 한편 고로재는 Cost Push로 인해 가격 인상 가능성이 높아짐

현재가 (11/24)	35,550원
시가총액	47,440억원
발행주식수	133,446천주
52주 최고가	40,900원
최저가	28,750원
52주 일간 Beta	1.16
60일 일평균거래대금	150억원
외국인 지분율	26.3%
배당수익률(2020F)	2.8%

12 월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E
매출액	22,850	27,341	26,163	25,783
영업이익	2,448	1,616	1,216	1,416
세전순이익	2,149	1,349	953	1,121
당기순이익	1,505	1,038	719	847
EPS(원)	10,951	7,625	5,535	6,294
증감률(%)	흑전	-30.4	-27.4	13.7
PER(배)	3.7	4.0	6.4	5.6
ROE(%)	8.5	5.6	4.0	4.5
PBR(배)	0.3	0.2	0.3	0.2
EV/EBITDA(배)	4.2	4.5	5.0	4.8

자료: 유진투자증권

주주구성	
기아 (외 8인)	36.0%
국민연금공단 (외 1인)	6.5%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	5.3	4.2	5.1
절대기준	10.1	1.4	7.4

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	52,000	46,000	▲
영업이익(23)	1,216	1,358	▼
영업이익(24)	1,416	1,691	▼

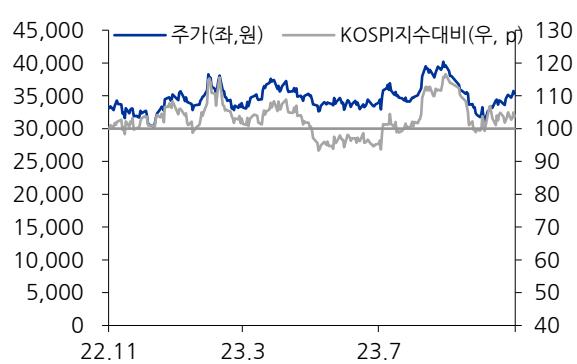
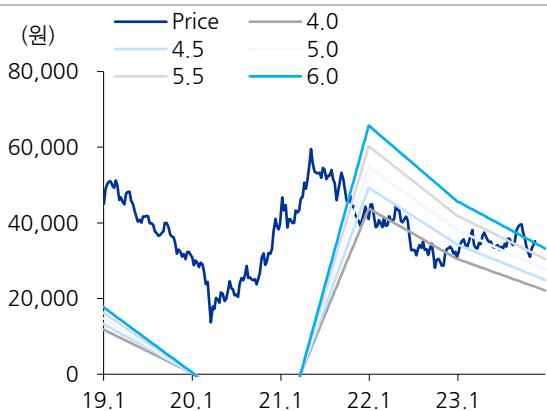


도표 57. 현대제철 실적 추정

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2021	2022	2023F
연결	매출액	6,980	7,381	7,000	5,980	6,389	7,138	6,283	6,352	22,850	27,341
	영업이익	697	822	373	-276	334	465	228	189	2,448	1,616
	OPM(%)	10.0%	11.1%	5.3%	-4.6%	5.2%	6.5%	3.6%	3.0%	10.7%	5.9%
별도	순이익	488	567	264	-280.2	217.8	293	129	78	1,505	1,038
	지배순이익	476	548	276	-274	228	297	128	78	1,461	1,018
	매출액	6,086	6,546	6,028	5,008	5,604	5,863	5,243	5,410	19,992	23,667
	영업이익	612	803	343	-293	343	426	189	172	2,300	1,465
	OPM(%)	10.1%	12.3%	5.7%	-5.9%	6.1%	7.3%	3.6%	3.2%	11.5%	6.2%
	순이익	437	567	276	-310	259	273	121	82	1,382	970
주요가정											
판매량(천톤)											
판매	2,857	2,728	2,667	2,145	2,777	2,786	2,697	2,781	10,459	10,397	11,041
봉형강	1,677	1,750	1,550	1,440	1,537	1,712	1,423	1,580	6,806	6,417	6,252
ASP(천원/톤)											
판매	1,180	1,293	1,287	1,200	1,135	1,165	1,125	1,123	1,025	1,240	1,137
봉형강	1,167	1,259	1,212	1,178	1,141	1,150	1,111	1,052	957	1,204	1,114

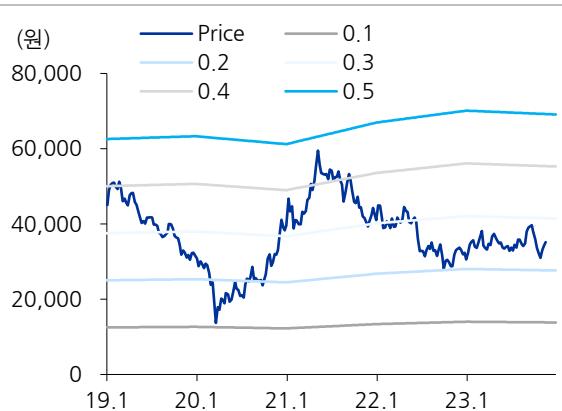
자료: 현대제철, 유진투자증권

도표 58. PER Band



자료: 한국철강협회, 유진투자증권

도표 59. PBR Band



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 60. 목표주가 산정식

항목	값	비고
12MF BPS (원)	143,051	
Target PBR (배)	0.4	중국 철강 구조조정이 일어났던 '15-'16년 당시 현대제철 PBR 20% 할인
적정주가 (원)	51,498	
목표주가 (원)	52,000	

자료: 유진투자증권

현대제철(004020.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	37,042	36,801	35,279	35,781	36,577
유동자산	12,776	13,191	12,288	13,044	14,156
현금성자산	1,720	2,247	1,701	1,723	3,053
매출채권	3,226	2,718	2,785	3,489	3,178
재고자산	6,730	6,704	6,265	6,280	6,356
비유동자산	24,266	23,610	22,991	22,737	22,421
투자자산	3,650	3,525	3,781	3,934	4,094
유형자산	19,251	18,755	17,774	17,428	17,010
기타	1,365	1,330	1,436	1,375	1,317
부채총계	18,782	17,672	16,442	16,238	16,037
유동부채	7,467	8,119	8,124	8,068	7,862
매입채무	3,914	3,383	3,550	3,489	3,178
유동성이자부채	3,144	4,248	4,081	4,081	4,181
기타	409	488	493	498	503
비유동부채	11,315	9,553	8,318	8,170	8,175
비유동성이자부채	10,022	8,295	7,019	6,819	6,769
기타	1,293	1,258	1,299	1,351	1,406
자본총계	18,260	19,129	18,837	19,544	20,540
지배지분	17,869	18,714	18,442	19,148	20,145
자본금	667	667	667	667	667
자본잉여금	3,906	3,906	3,906	3,906	3,906
이익잉여금	12,359	13,374	13,981	14,688	15,684
기타	937	767	(112)	(112)	(112)
비지배지분	392	415	395	395	395
자본총계	18,260	19,129	18,837	19,544	20,540
총차입금	13,165	12,544	11,100	10,900	10,950
순차입금	11,445	10,297	9,399	9,177	7,897

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업현금	2,003	2,180	682	1,603	2,583
당기순이익	1,505	1,038	719	847	1,152
자산상각비	1,592	1,589	1,610	1,503	1,474
기타비(현금성손익)	1,005	943	(946)	40	40
운전자본증감	(1,726)	(738)	(262)	(791)	(87)
매출채권감소(증가)	(589)	480	75	(704)	311
재고자산감소(증가)	(1,977)	(258)	735	(15)	(77)
매입채무증가(감소)	1,025	(555)	173	(61)	(311)
기타	(184)	(405)	(1,246)	(10)	(11)
투자현금	(663)	(1,395)	(177)	(1,291)	(1,201)
단기투자자산감소	294	(498)	199	(43)	(45)
장기투자증권감소	9	(77)	(17)	(69)	(72)
설비투자	904	1,021	732	1,096	998
유형자산처분	16	21	17	0	0
무형자산처분	(78)	(6)	(5)	(0)	(0)
재무현금	(887)	(469)	(1,567)	(333)	(97)
차입금증가	(821)	(424)	(1,466)	(200)	50
자본증가	(67)	(132)	(132)	(133)	(147)
배당금지급	67	132	132	133	147
현금 증감	464	318	(1,060)	(22)	1,285
기초현금	917	1,381	1,699	639	617
기말현금	1,381	1,699	639	617	1,902
Gross Cash flow	4,102	3,569	1,534	2,394	2,670
Gross Investment	2,683	1,635	639	2,039	1,243
Free Cash Flow	1,419	1,935	896	355	1,427

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	22,850	27,341	26,163	25,783	26,589
증가율(%)	26.8	19.7	(4.3)	(1.5)	3.1
매출원가	19,326	24,507	23,680	23,272	23,422
매출총이익	3,524	2,834	2,483	2,511	3,167
판매 및 일반관리비	1,076	1,217	1,267	1,095	1,318
기타영업손익	5	13	4	(14)	20
영업이익	2,448	1,616	1,216	1,416	1,849
증가율(%)	3,251.3	(34.0)	(24.8)	16.5	30.5
EBITDA	4,039	3,205	2,826	2,920	3,323
증가율(%)	144.5	(20.7)	(11.8)	3.3	13.8
영업외손익	(298)	(268)	(263)	(293)	(320)
이자수익	49	75	172	389	362
이자비용	304	356	470	644	643
지분법손익	(15)	12	4	2	2
기타영업손익	(28)	2	30	(40)	(41)
세전순이익	2,149	1,349	953	1,121	1,527
증가율(%)	흑전	(37.3)	(29.3)	17.7	36.2
법인세비용	644	310	234	275	375
당기순이익	1,505	1,038	719	847	1,152
증가율(%)	흑전	(31.0)	(30.7)	17.8	36.1
지배주주지분	1,461	1,018	739	840	1,143
증가율(%)	흑전	(30.4)	(27.4)	13.7	36.1
비자배지분	44	21	(20)	7	9
EPS(원)	10,951	7,625	5,535	6,294	8,565
증가율(%)	흑전	(30.4)	(27.4)	13.7	36.1
수정EPS(원)	10,951	7,625	5,535	6,294	8,565
증가율(%)	흑전	(30.4)	(27.4)	13.7	36.1

주요투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	10,951	7,625	5,535	6,294	8,565
BPS	133,901	140,235	138,198	143,493	150,957
DPS	1,000	1,000	1,000	1,100	1,200
밸류에이션(배, %)					
PER	3.7	4.0	6.4	5.6	4.2
PBR	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA	4.2	4.5	5.0	4.8	3.8
배당수익률	2.4	3.3	2.8	3.1	3.4
PCR	1.3	1.1	3.1	2.0	1.8
수익성(%)					
영업이익률	10.7	5.9	4.6	5.5	7.0
EBITDA이익률	17.7	11.7	10.8	11.3	12.5
순이익률	6.6	3.8	2.7	3.3	4.3
ROE	8.5	5.6	4.0	4.5	5.8
ROI	6.2	4.5	3.4	4.0	5.2
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	62.7	53.8	49.9	47.0	38.4
유동비율	171.1	162.5	151.3	161.7	180.1
이자보상배율	8.1	4.5	2.6	2.2	2.9
활동성(회)					
총자산회전율	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
매출채권회전율	7.9	9.2	9.5	8.2	8.0
재고자산회전율	4.0	4.1	4.0	4.1	4.2
매입채무회전율	6.8	7.5	7.5	7.3	8.0

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2023.9.30 기준)

