

철강금속 (Overweight)

철강, 인도 그리고 POSCO

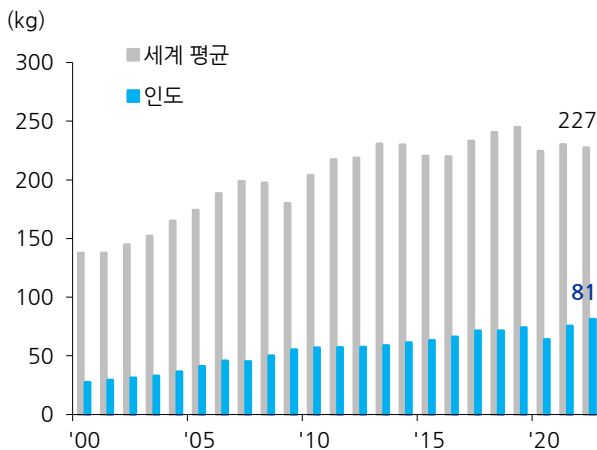
철강금속 산업 포인트

POSCO는 인도 JSW와 인도 상공정(일관밀)에 진출하기로 결정. 중장기적으로 한국 내수 철강 명목 소비는 감소할 것이기 때문에 성장하는 시장에 진입하는 것은 긍정적이며, 이는 Cash cow 역할을 할 수 있을 것이란 판단

철강/금속 이유진_02)368-6141_eugenelee@

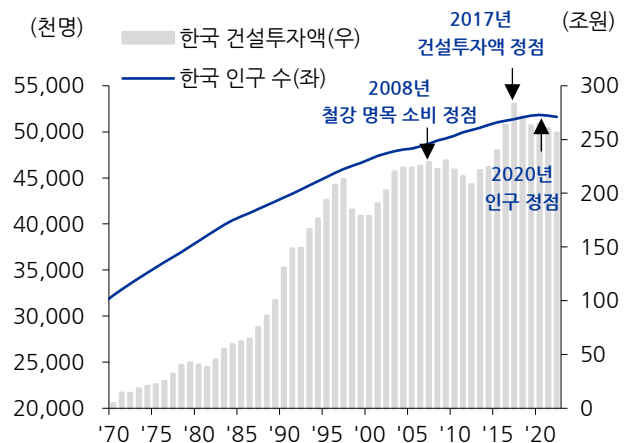
- POSCO홀딩스는 인도 일관밀 JSW와 MOU를 맺고 500만톤 이상 일관 제철소 합작 예정
- 일본제철의 성장 전략(글로벌 조강 생산량 1억톤, 일본 국내 고로 구조조정/탄소중립)과 비교할 때, POSCO홀딩스는 신사업인 이차전지 소재에 조금 더 방점을 찍으며 철강 상공정 부문에 있어서는 상대적으로 글로벌 진출이 늦어진 편이었음
- 일본제철은 이미 인도에 Arcelor Mittal과 일관밀에 진출했으며, 확장 중임. 한편, 미국에서도 Arcelor Mittal과 합작(현재 US Steel 인수를 위해 지분 판매)한 바 있으며, 현재는 US Steel 인수 대기 중인 상황
- POSCO의 인도 상공정 진출은 500만톤으로 시작하지만, 추가 확장 가능성을 배제할 수 없으며 인도 이외인 성장 시장(미국, 동남아)의 진출도 기대됨
- 우리나라 철강 명목 소비는 감소할 것이기 때문에 중장기적으로 철강 성장 시장에 대한 투자는 필연적
- 이차전지 소재에 대한 투자는 철강 본업의 이익 및 주가 변동성을 줄여줄 것이라 판단하며, 해외 상공정 진출은 본업에서의 경쟁력을 확장함과 동시에 그룹의 캐쉬카우 역할을 할 수 있을 것이란 판단

철강재 인당 소비량: 세계 평균, 인도



자료: WSA, 유진투자증권

한국 건설 투자액, 인구 수 추이



자료: CEIC, 유진투자증권

주: 한국은 2008년 철강 명목 소비가 5,860 만톤으로 정점. 한국에서는 2010년대 이후 상공정 투자 없었음

I. 철강 산업의 변화

영국 → 미국 → 일본 → 중국

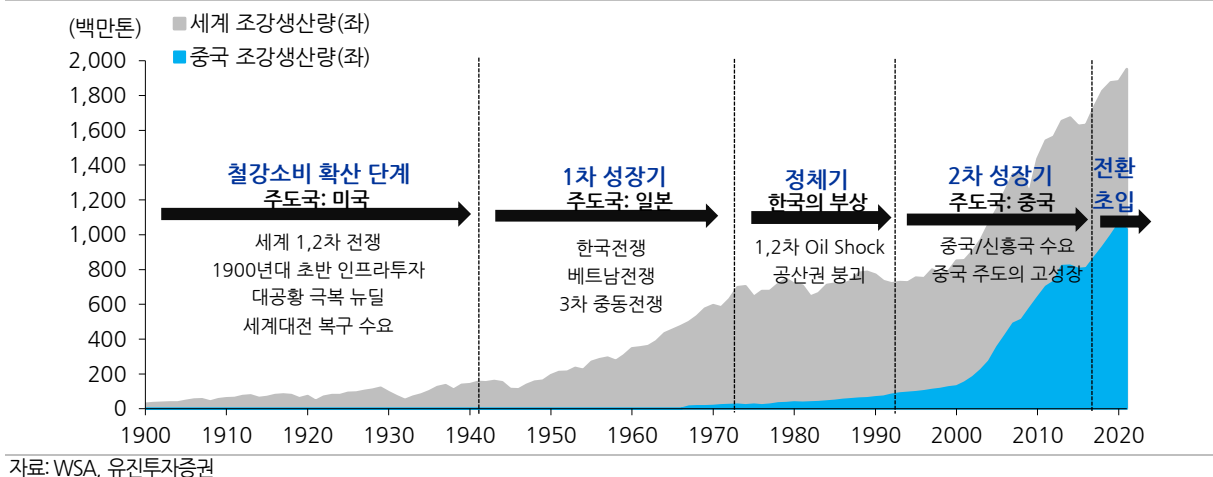
경쟁력 우위의 이동은 주도권 변화로 나타남

철강 산업은 철강재의 특성상 자동차, 조선, 건설 등 경제의 핵심 산업에 들어가는 중간재이기 때문에 세계 경제와 맥을 같이하며 성장해 왔다. 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.

19 세기 중반 산업혁명이 시작된 영국에서 헨리 베세머가 전로를 개발하며 영국과 유럽에서 철강 산업을 주도했다. 그러나 WW1, 2 가 진행되면서 유럽 내부에서 철강 산업이 추가로 발전하기 어려워졌다. 전쟁에 필요한 철강재 수요는 미국으로 넘어갔고, 미국은 설비 능력 확장을 통해 이에 대응했다. 1900~1930 년대에는 자동차가 보급화되며 미국 내수 철강 수요도 매년 성장했다.

1970 년대 두 차례의 오일 쇼크와 금리 인상으로 인해 전방 산업의 수요가 구조적으로 감소했고, 수입재가 지속적으로 늘어나는 국면에서 노사관계 협의도 쉽지 않아 미국 철강사들은 대규모의 구조조정을 진행하게 되었다. 그 사이 일본에서는 한국 6.25 전쟁으로 인한 미국의 지원과 이후 일본 정부의 전폭적인 지원을 받아 육성된 철강 산업이 수출을 통해 큰 폭으로 성장해 나가고 있었다.

도표 1. 세계 조강 생산량 추이를 통한 철강 역사



오일쇼크로 세계 철강 소비가 정체되는 국면은 우리나라 경제 성장이 시작되는 시점이었다. 1970년대 1,2차 오일 쇼크 이후 선진국은 깊은 경제 침체를 겪었고 구조조정에 돌입했다. 이를 기회로 삼은 한국에서는 국가 주도로 일본의 기술과 설비를 도입해 한국의 첫 일관제철소인 포항제철소를 건설하였고, 상공정 부문의 자립도를 갖췄다. 한국은 또한 포항제철소 건설 경험과 국내 수요산업/경제 성장을 발판 삼아 1987년, 1988년 광양제철소를 추가적으로 건설했다.

중국 또한 경제개발을 추진하기 위해 철강업을 정부 차원에서 육성해 왔다. 2001년 중국의 WTO 가입 이후 철강재 무역이 자유화되었고 철강 산업이 국유 사업에서 민간 산업으로 전환됨에 따라 철강 산업에 많은 투자가 이뤄졌다. 특히 생산 강국이 되어야 한다는 명목 아래 중국은 내수 수요보다 더 많은 설비가 생겼음에도 신규 증설을 방임하며 성장을 가속화했다. 2000년대 이후 지금까지는 중국이 명실상부한 철강 산업의 주도 국가가 되었다.

도표 2. 세계/중국 철강 생산설비와 중국의 비중

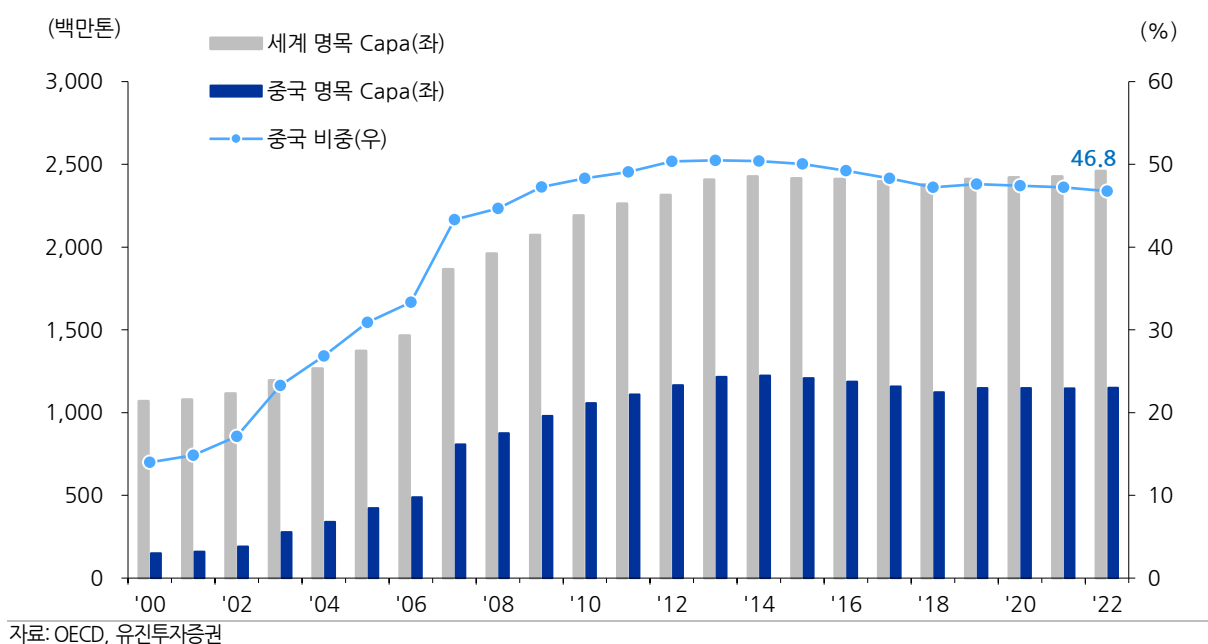


도표 3. 세계 주요 철강사 생산 순위

| 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 |
| 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

US Steel(X US Equity)

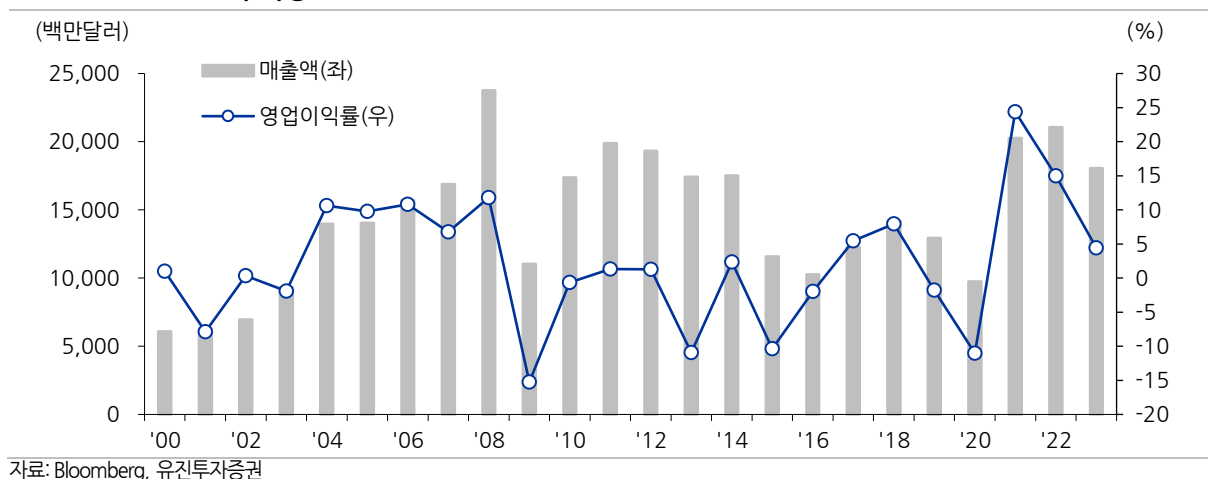
US Steel 은 1901 년 J.P Morgan 이 소유하던 Federal Steel Company 가 Carnegie Steel 등 9 개사를 인수/통합하며 설립된 미국 철강 회사다. 당시 US Steel 은 자본금이 14 억 달러였는데, 세계 최초로 10 억 달러 이상의 자본금을 가진 기업이었으며 미국 철강 생산능력의 65%를 차지했다.

그러나 1929 년 대공황, 전쟁 특수 종료, 비용 증가 등의 문제로 인해 철강산업의 주도권이 미국에서 일본으로 넘어갔다. 이를 타개하기 위해 USS 는 엔지니어링, 시멘트, 자원개발, 화학, 플라스틱 및 부동산을 사업 포트폴리오에 추가했다. 그러나 20 세기 말 아시아 외환위기로 인한 대규모 수입재 유입과, 2001 년 닷컴 버블 붕괴로 인한 경기 침체 등으로도 큰 타격을 받았다.

USS 는 사업 다각화를 위해 인수했던 Marathon Oil 을 다시 Spin-off(2002 년)하고, Fairfield 제철소의 고로와 제강 설비 폐쇄, Gary 제철소 및 Granite city 코크스 공장 폐쇄 등 뼈를 깎는 구조조정(2015 년)을 거쳤다. US Steel 은 2021 년부터 빠르게 수익성이 개선되었다. 이를 뒷받침 했던 것은 미국 정부의 보호무역 정책과 철강재 가격 급등이다. 그 전부터 USS 는 고로와 전기로를 통합하고자 2019 년부터 전기로 업체 Big River Steel 을 인수했고, 제철소(Granite City 고로 2 기)를 매각하는 대신 DRI/HBI 설비를 신설하여 철광석 광산부터 철강재까지 수직계열화했다. 이를 통해 2022 년 부채비율도 90%로 개선한 모습을 보였다.

US Steel 은 작년 8 월 회사를 매각하고자 했고, 이에 Cleveland-Cliffs, 일본제철이 관심을 보였으며 최종적으로 일본제철이 주주총회의 승인을 받은 상황이다. 그러나 미국 정치권과 철강 노조에서 아직까지 반대의견이 거세기 때문에 올해 내로 인수 여부의 귀추가 결정될 전망이다.

도표 4. US Steel 수익성



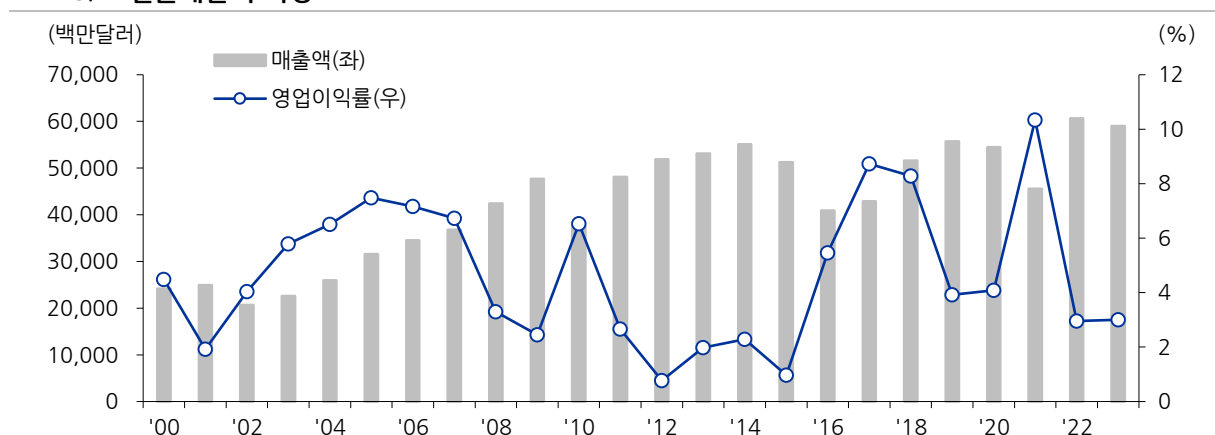
Nippon Steel(5401 JT Equity)

일본제철은 공식적으로는 아와타 철강과 후지 철강이 설립된 1950 년부터 역사가 시작되지만, 그 이전 일본의 전쟁 물자 조달을 위해 1934년 국영 일본제철이 탄생했던 것이 그 기반이다. 한국 전쟁이 발발하며 일본은 전쟁 특수를 다시 한번 누렸고, 이에 따라 일본 정부는 합리화 계획을 통해 철강 산업을 집중 육성했다. 아와타 제철, 후지 제철, 일본 강관, 가와사키 제철 등은 일관제철소 체제를 구축했고 이후 일본 철강 산업은 내수와 수출 모두 성장하는 궤도에 진입했다.

그러나 일본 또한 오일쇼크의 영향으로 철강 소비 감소의 여파를 겪었고, 이에 따라 1970년도부터 철강사들의 인수합병이 시작됐다. 아와타 제철은 후지 제철, 후지 강관을 인수하여 일본제철의 현대적 기반이 되었다. 2 차 오일쇼크로 인해 구조조정을 단행했음에도 1980년대 엔고 불황으로 일본 철강 업계는 사업 다각화를 본격적으로 추진했다. 일본제철은 신소재(1984년), 화학(1984년)과 전기전자(1986년)에 뛰어들게 되었고 포트폴리오 다변화 전략을 취했다. 1990년 후반, 버블 붕괴로 인해 다각화했던 부문과 철강 부문 모두 악화되어 다각화 사업을 축소/철수함에 따라 2000년대에는 본업을 보완하는 부문만 남겨두게 되었다. 고로사들은 버블붕괴로 인하여 합병을 통해 경쟁력을 강화시키고자 했고, 일본제철은 스미토모금속과 일신제강을 합병함에 따라 일본은 고로 3사(일본제철, JFE, 고베제강) 체제가 되었다.

현재 일본제철은 **철강 본업에 집중하는 전략**을 가지고 있다. 2030년까지 조강생 산량 1억톤을 목표로 US Steel 인수, 인도 및 인도네시아 등 성장 시장 공략, 원료탄, 철광석 지분 투자 등을 진행하며 동시에 탈탄소를 위한 Course50 계획도 가지고 있다.

도표 5. 일본제철 수익성



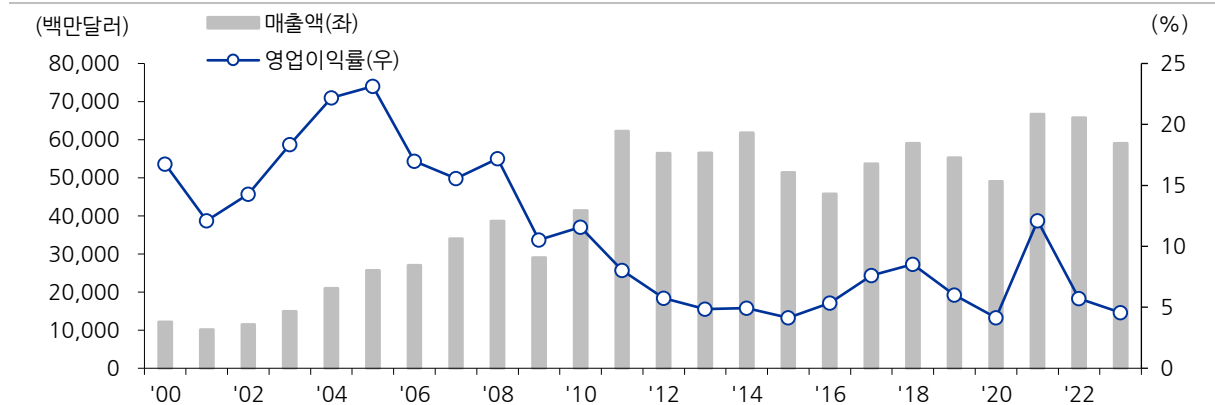
자료: Bloomberg, 유진투자증권

POSCO 홀딩스(005490 KS Equity)

포항제철의 정신은 "제철보국"이다. 한국 전쟁 이후 황폐화된 경제를 재건하기 위해 정부는 국제사회의 지원을 통해 종합제철소를 건설하고자 했으나 미국과 서독의 미온적인 반응으로 인해 수포에 돌아갔다. 결국 한국이 종합제철소 건설을 위해 선택한 것은 일본의 지원이었다. 건설 자금에 한국의 대일청구권 자금(7,370 만 달러), 일본 수출입은행 융자(5,000 만달러)가 들어갔다. 일본 자금 조달을 확정 짓기 이전(1969 년)부터 제철소 건설을 위해 철강공업육성법이 제정되었고 기반 시설과 연관단지를 조성시켜 두었기 때문에 1970년 4월 바로 착공에 들어갈 수 있었고 1973 년 6 월 7 일 포항 1 고로 화입에 성공했다. 이후 안정적인 내수 수요를 바탕으로 포항 2 기, 3 기, 4 기가 추가되었고 광양제철소가 건설되면서 4,200 만톤 생산 체제에 진입했다.

포스코 또한 중국의 영향을 피해갈 수는 없었다. 중국이 2001 년 WTO 를 가입한 이후 조강생산 능력을 확대함과 동시에 2006 년부터는 철강 순수출국으로 전환하게 되면서 가장 가까운 한국이 중국산 철강재에 악영향을 받을 수 밖에 없었다. 포스코는 2009 년 "업의 진화, 장의 확대, 동의 혁신"을 발표하며 기존 철강 중심 사업에서 신사업으로 업의 범위를 확장하고, 글로벌 시장에 진출을 선포했다. 업의 다각화에는 소재와 에너지가 채택이 되었다. 소재 부문에서는 리튬, 니켈, 티타늄, 마그네슘, HBI, DRI 소재를 육성하였고, 에너지에서는 폐기물 연료화, 부생복합발전, LNG 사업을 택했다. 포스코는 US Steel 과 일본제철이 과거에 사업 다각화를 통해 매출액과 수익 다변화를 선택했던 전략을 택하는 한편, 철강 본업 또한 수익성 개선과 이머징 시장 진출(인도네시아, 인도, 미국)에도 힘을 쓰고 있다. 장인화 회장이 취임한 이후 가장 우선적으로 집중하는 부문은 철강인 만큼, 철강 본업의 수익성이 얼마나 개선될 것인지가 앞으로 포스코의 주가와 미래에 관건일 것이라 판단한다.

도표 6. POSCO 홀딩스 수익성



자료: Bloomberg, 유진투자증권

II. 인도 개괄

인도의 잠재력과 성장성에 대해서는 모두들 알고 있다. 이번 글의 전체적인 흐름은 중국과 인도를 비교하며, 인도가 Next China 가 될 수 있을 지 그리고 인도의 성장으로 인해 우리나라 철강산업에 기회가 있을지에 대해 살펴보는 것이다.

인도의 잠재력은 인구 수와 인구 구조에서 나온다. 이 점은 2000년대 초반의 중국보다 더 우위에 있다. 2023년 기준 인도의 인구수는 세계 1위인 14억 2,682만명이고, 유소년 인구(0~14살) 비중은 24.9%, 생산가능 인구(15~64살) 비중은 68.0%다. 한편 2023년 기준 중국의 인구수는 14억 967만명으로, 유소년 인구(0~14살) 비중은 16.4%, 생산가능 인구(15~64살) 비중은 68.3%다. 생산가능 인구 수의 비중은 인도와 중국이 비슷하지만, 유소년 인구 수의 비중을 고려했을 때 앞으로의 성장성은 인도가 더 높다고 볼 수 있다. 한편 중국의 인구수는 2021년을 정점으로 감소하고 있는 반면, 인도의 인구수는 아직까지도 매년 +1% yoy의 성장세를 꾸준히 유지하고 있다.

도표 7. 인도 인구 비중(2023년)

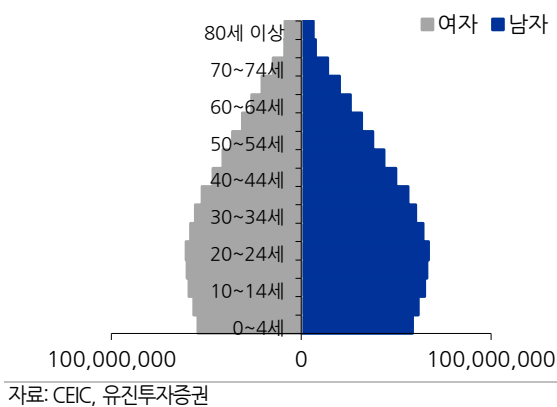


도표 8. 중국 인구 비중(2022년)

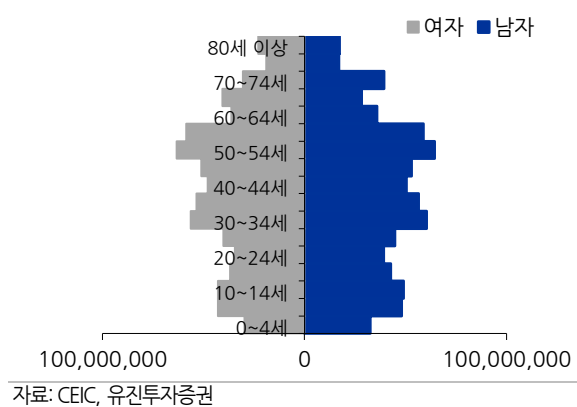
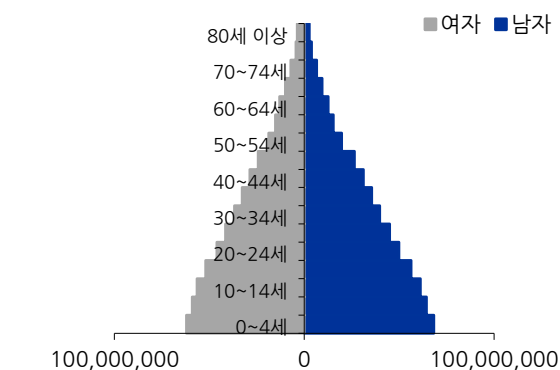
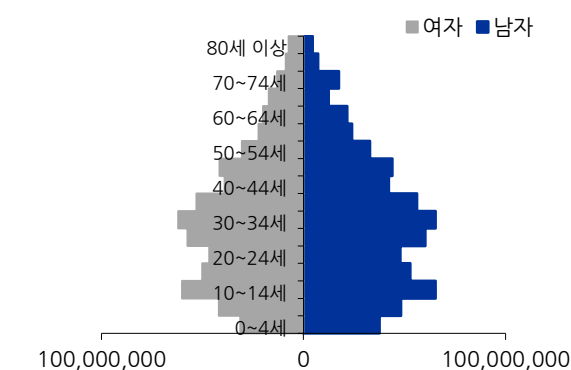


도표 9. 인도 인구 비중(2000 년)



자료: CEIC, 유진투자증권

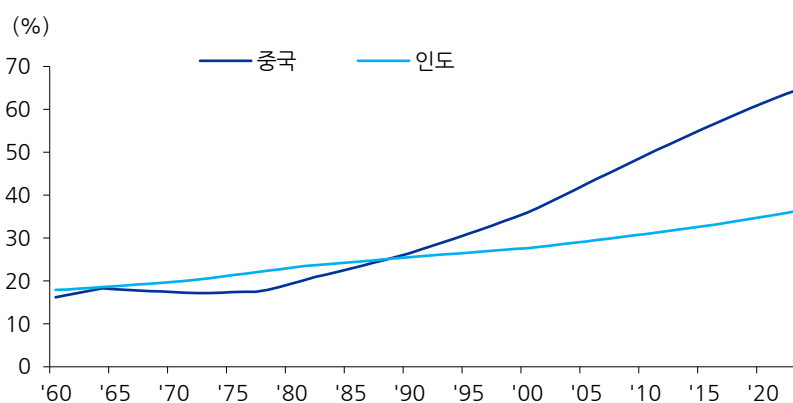
도표 10. 중국 인구 비중(2000 년)



자료: CEIC, 유진투자증권

이처럼 인도는 인구가 지속 늘어나면서 도시화가 시작되는 단계에 진입했다. 도시화가 본격적으로 일어나면 농촌 인구가 제조업과 서비스업 인력으로 전환되고, 건설과 인프라에 대한 투자가 늘어나게 되어 2000년대 초반 중국의 성장처럼 선순환 구조를 가지게 될 가능성이 높다. 중국은 2000년도 WTO 가입 이후 본격적인 성장 궤도에 올라가면서 도시화율도 급격하게 상승했다. 인도의 2023년 도시화율은 36.4%로 중국의 2000년도 도시화율인 35.9%와 유사한 상황이다.

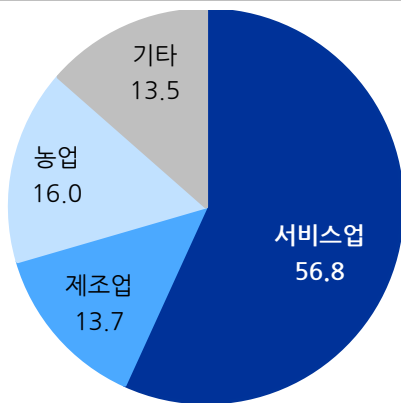
도표 11. 인도와 중국의 도시화율



자료: CEIC, 유진투자증권

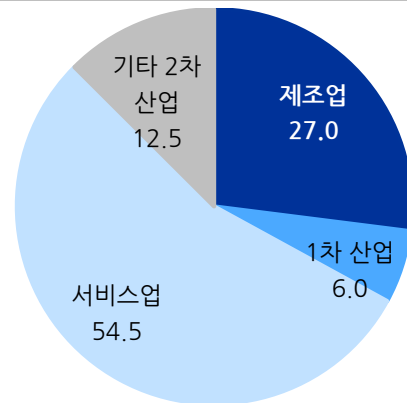
더욱이 인도는 제조업 분야에서 성장 여력이 매우 높다. 다른 신흥국들은 중국과 유사한 방식으로 투자 또는 수출 중심으로 성장했다면, 인도는 내수 서비스업이 경제 성장의 원동력이다. 중국과 인도의 산업별 GDP 구성을 살펴보면 인도의 제조업 비중은 14%로, 중국의 27%에 비하면 매우 낮은 편임을 알 수 있다. GDP 성장률 기여도를 보아도, 인도는 민간소비를 중심으로 경제가 성장했고, 중국은 투자를 통해 성장해 왔다는 것을 알 수 있다.

도표 12. 인도 GDP 구성(% , 2Q24 기준)



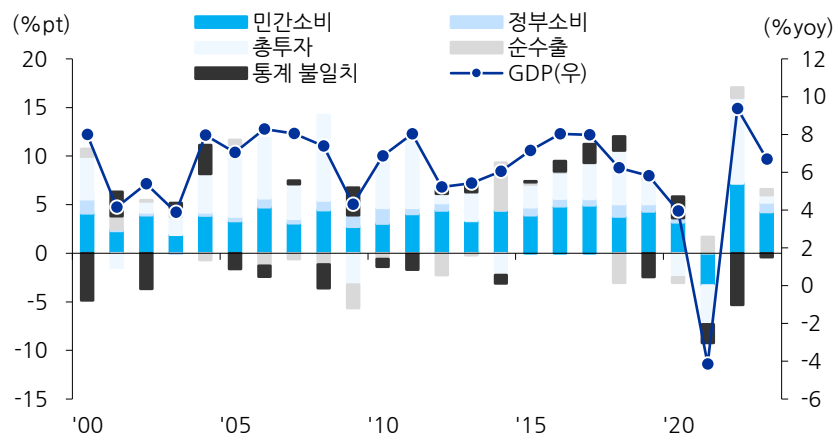
자료: CEIC, 유진투자증권

도표 13. 중국 GDP 구성(% , 2Q24 기준)



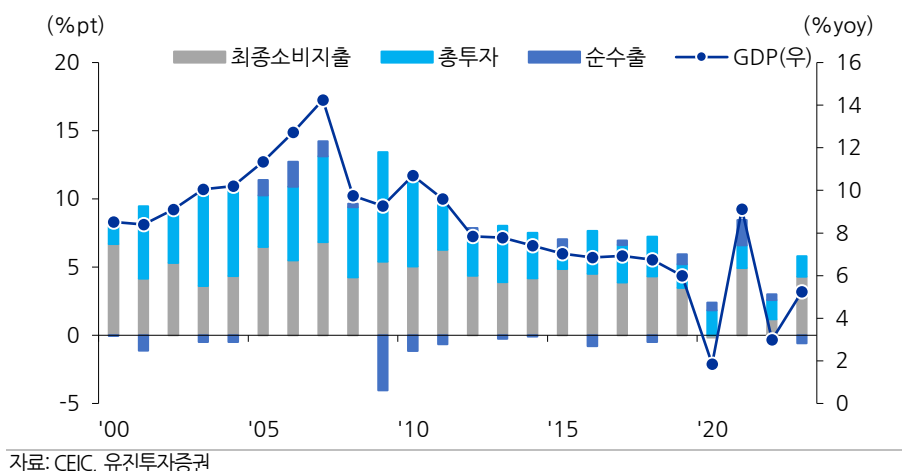
자료: CEIC, 유진투자증권

도표 14. 인도 연간 GDP 성장률 및 기여도



자료: CEIC, 유진투자증권

도표 15. 중국 연간 GDP 성장률 및 기여도



가장 중요한 것은 인도 정부의 정책이다. 모디가 총리가 된 이후 인도는 2014년 9월 투자, 혁신, 인프라 건설을 위해 제조업 개발 촉진 이니셔티브인 “Make in India”를 출범했다. 제조업 육성을 통해 일자리를 창출하고 외국 제조업체를 유치하여 세계 제조 기지가 되겠다는 내용이다.

Make in India 1.0(2014~2019년)에서는 연간 12~14%의 제조업 성장률과 2022년까지 제조업의 GDP 기여율을 25%까지 달성하여 일자리 1억대를 창출하려는 목표를 가졌지만 실패했다. 이후 모디 정부 2기에서 다시 한번 Make in India 2.0(2020~2024년) 정책을 수립했고, 목표는 제조업 밸류체인 확장과 무역적자 축소였으며 제조업 비중을 2025년까지 25%까지 높이려고 했다. 또한 2기에서는 생산연계인센티브(Production Linked Incentive; PLI)를 도입했다. PLI는 생산 시설을 이전하려는 제조업 기업에 보조금을 지원하는 정책으로, 15개 산업(모바일/부품, 전자기기, 의료기기, 의약품, 의약품원료, 식품, 통신기기, 태양광 모듈, 백색가전, 이차전지, 섬유, 드론/부품, 자동차/자동차 부품, 철강, 반도체)을 선정했고, 이로 인해 2013년 이후 인도의 FDI 자금은 지속 늘어나는 추세다.

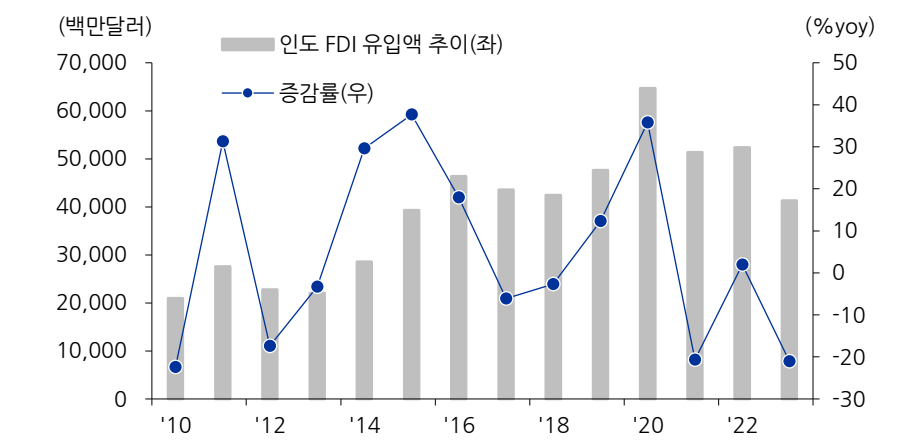
도표 16. Make in India 2.0에 선정된 산업

| Make in India 2.0 | 세부 산업 |
|-------------------|--|
| 제조업 | 항공우주/방산, 자동차 및 부품, 제약 및 의료기기, 바이오기술, 자본재, 의류방직, 석유화학, ESDM, 가축/신발, 식품가공, 보석, 조선, 철도, 건설, 재생에너지 |
| 서비스 | IT/IT 서비스, 관광, 의료관광, 교통물류, 회계, 시청각, 법률, 통신, 건설엔지니어링, 금융, 교육 |

자료: 인도 정부, 유진투자증권

세계가 분절화되면서 공급망 재편이 이뤄지고 있는데, 인도는 여기서도 강점을 가지고 있다. 미국과 중국의 패권분쟁으로 인해 글로벌 기업들은 리스크를 줄이기 위해 다른 국가로 공장을 이전하려는 수요가 높다. 인건비가 낮고 IT에 강점이 있을 뿐만 아니라 정부가 적극적으로 공장을 유치하고 있기 때문에 인도의 선호도가 높다. 이러한 이유로 이미 애플, 폭스콘 등은 인도로 공장을 이전/확장하고 있다.

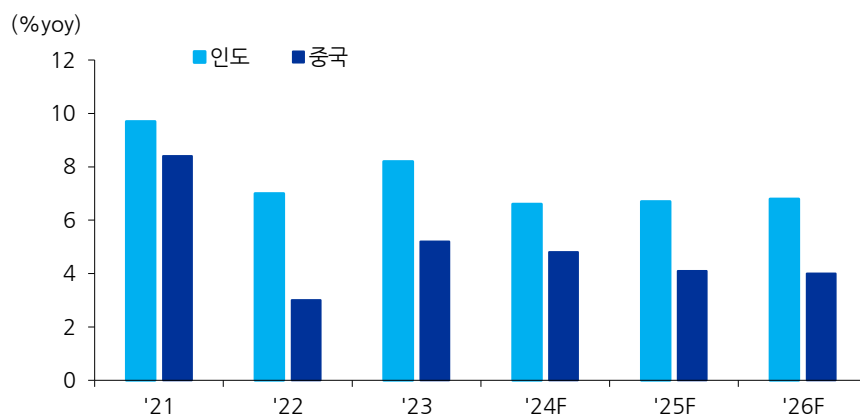
도표 17. 인도 FDI 추이



자료: CEIC, 유진투자증권

위에서 설명한 다양한 이유로 인도는 세계에서 빠르고 크게 성장하는 국가로 예상되고 있다. World Bank는 2024년 6월 경제 전망에서 인도의 높은 투자 기저로 인해 2024~2025 년도의 GDP 성장 폭이 이전 대비 완화될 수 있지만, 세계에서 가장 빠르게 성장하는 국가가 될 것이라 전망했다. 특히 투자 성장은 여전히 견고할 것이며 2024 년 인도 GDP 성장률을 +6.6%yoy(직전 전망치 대비 +0.2%pt)로, 2025 년 인도 GDP 성장률을 +6.7%yoy(직전 전망치 대비 +0.2%pt)로 추정했다.

도표 18. 인도/중국 연간 GDP 성장률과 전망치



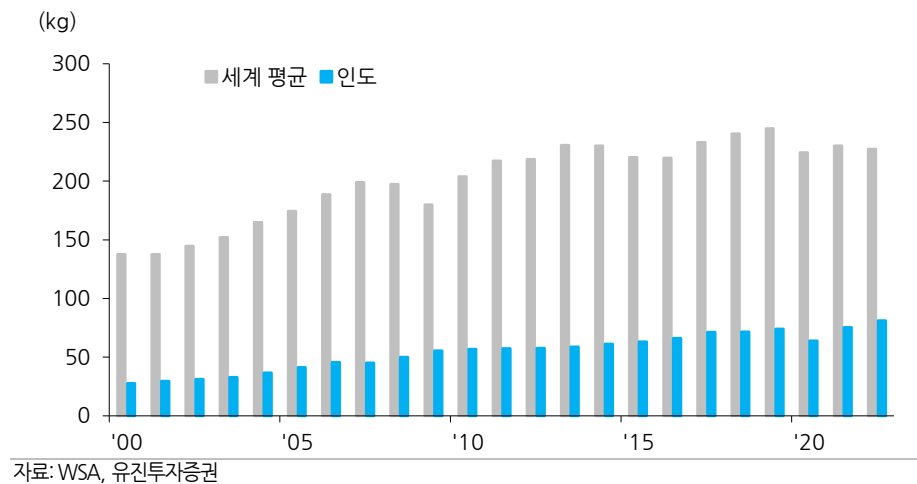
자료: World Bank, 유진투자증권

II. 인도 철강 산업 개괄

인도 조강생산량과 수출입 추이

인도의 2023 년 조강생산량은 1.4 억톤으로 이미 세계 2 위의 국가다. 그러나 인도를 철강재 인당 소비(철강재 소비량/인구)로 살펴봤을 때 여전히 세계 평균 227.7kg 대비 146kg 낮은 81.1kg(2022 년 기준)다. 현재 인도가 중국의 1990년대 초반의 철강재 인당 소비량과 비슷하다는 것을 고려해봤을 때, 향후 20 년간 인도의 조강생산량과 소비량이 장기적인 추세에서 성장할 가능성이 높다는 것은 명확하다.

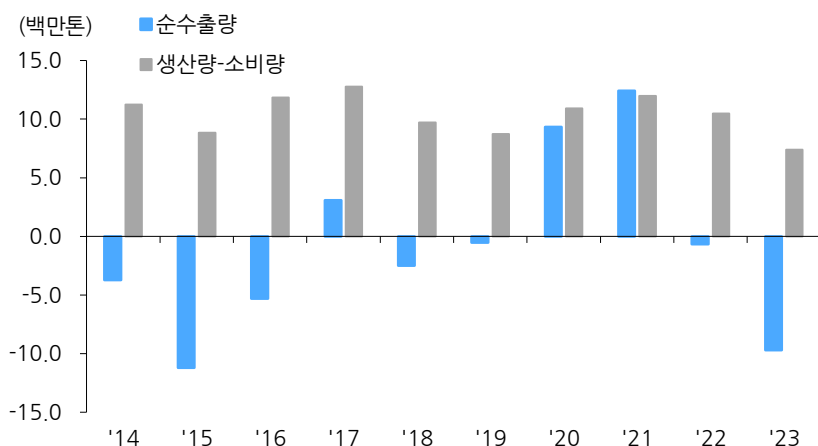
도표 19. 철강재 인당 소비량



인도 정부 또한 철강 산업 육성에 적극적인 상황이다. 인도는 2017년 국가 철강 정책(National Steel Policy 2017)을 통해 2030년까지 조강 CAPA를 3억톤으로, 생산량을 2.55억톤으로, 1인당 소비량을 158kg를 목표로 잡았다. 따라서 앞서 설명한 제조업 육성 정책의 일부인 PLI를 철강 산업에 적용하여 특수강 CAPA를 2,500만톤으로 늘리기 위해 총 8.5억달러를 지원하고 있다. 철강 산업의 PLI 2.0는 철강 원재료(코크스, 스크랩) 부문을 논의하고 있는 상황이다.

여기서 충분히 들 수 있는 의문은 혹시 인도가 중국과 같이 공급과잉이 될 여지가 없을까?, 일 것이다. 인도의 철강 명목 소비량 대비 조강 생산량이 더 높은 상황이긴 하지만, 이 부분은 수출과 수입을 고려해보면 아직 우려할만한 상황은 아니라고 판단한다. 인도의 조강 생산량이 명목 소비량을 상회하고 있지만, 순수출량(수출량-수입량)을 고려해봤을 때 철강 수요가 지속되어 수입량이 더 많은 상황이 지속되고 있다. 한편, 인도의 철강 생산능력은 2023년 기준 1.4억톤으로, 세계 전체 철강 생산 능력의 5.5% 수준이다. 그러나 인구 수로 따졌을 때 세계 전체인구 82억명 중 인도 인구 수의 비중은 17.8%, 도시화율은 세계 평균(57.3%)보다 낮은 36.4%로 아직까지는 인도의 공급 과잉을 우려할 필요는 없다고 판단한다.

도표 20. 인도 순수출량과 초과 공급량(생산량-소비량) 추이



자료: WSA, 유진투자증권

도표 21. 인도 생산능력과 세계 생산능력

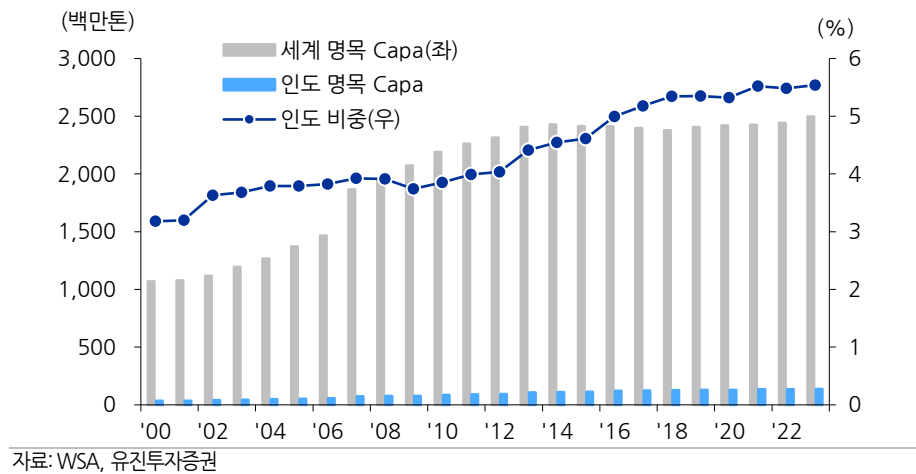
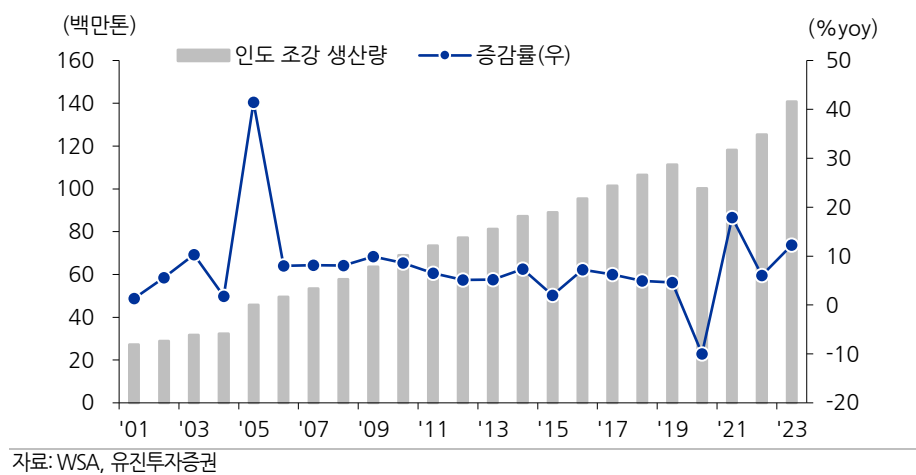


도표 22. 인도 조강 생산량과 증감률

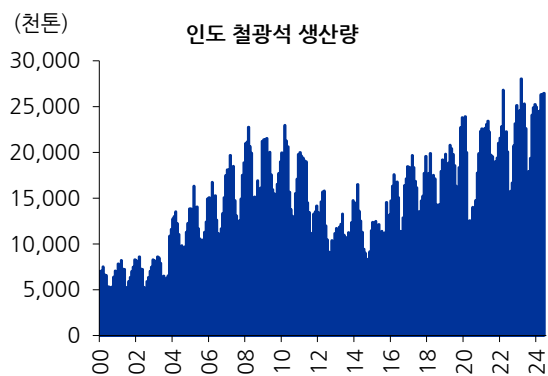


인도의 철강재 연원료 현황

인도는 철광석과 원료탄을 생산하고 있는 국가다. 철광석을 자국 내 사용하기 위해 수출 관세를 50%로 인상하고, 원료탄의 수입관세는 낮추고 있다. 인도는 아직까지 철광석 순 수출국이지만 그 규모가 점차 줄어들고 있고, 조강 생산량을 빠르게 늘리며 자국 수요에 대응하고 있는 모습을 보인다.

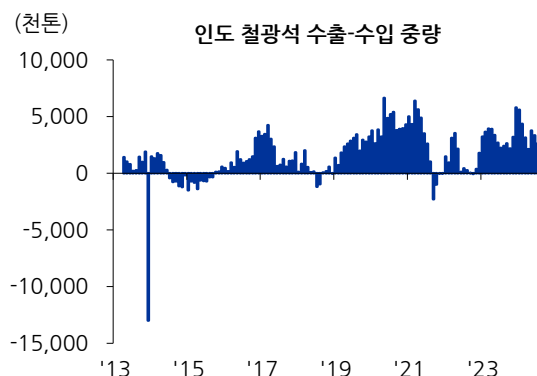
한편 인도 철강 기업 Tata Steel, SAIL 등은 자체 철광석 광산을 보유하고 있어 원가적 이점을 보유하고 있다. 인도의 철강 수요가 더 늘어나게 되면, 인도는 중국과 유사하게 철광석 순수입국으로 전환할 가능성이 있을 것이라 판단한다.

도표 23. 인도 철광석 생산량



자료: CEIC, 유진투자증권

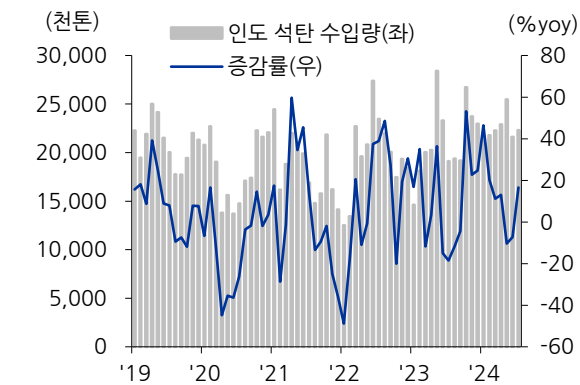
도표 24. 인도 철광석 수출-수입 중량



자료: CEIC, 유진투자증권

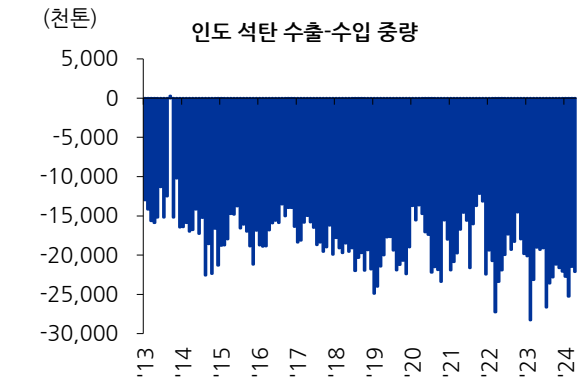
인도는 석탄에 대해서는 순 수입국이다. 석탄 생산량이 많음에도 불구하고 인도 발전 설비의 59%가 화력발전이기 때문에 화석 연료 수요까지 더해지기 때문이다. 인도의 탄소중립 목표는 중국보다 10 년 늦은 2070 년이다. 인도의 전기로 비중은 45%로 높은데, 이산화탄소 배출량은 전세계 평균보다 높다 (2.5TCo2/1T). 이는 인도의 전기로가 석탄 화력 발전을 기반으로 생성한 전기를 사용하기 때문이다. 전기로도 지속 설비 증설이 이뤄지고 있어, 앞으로 스크랩 수요도 함께 증가할 것이라 판단한다.

도표 25. 인도 석탄 수입량



자료: CEIC, 유진투자증권

도표 26. 인도 석탄 수출-수입 중량



자료: CEIC, 유진투자증권

우리나라 업체들의 기회

인도의 탄소 중립은 2070년까지로 46년의 시간이 남았다. 고로 내용 연수가 대략 60년 정도라고 가정하면, 인도 제철소 투자는 인도 경제 성장에 대한 수혜를 받으면서도 탄소 중립에 대한 부담은 줄일 수 있는 경제적인 판단이라고 본다. 2017년 이후에 인도 부실 철강사들이 정리되며 Tata, JSW, SAIL 이 로컬 Top3 철강사로 부상했고, 아르셀로미탈-일본제철(AM/NS)이 JV 를 통해 외국 자본 철강사로 부상하여 총 4개사의 과점 체제인 상황이다.

도표 27. 각 국 탄소중립 타임라인

| 목표연도 | 국가 수(주요국) |
|------|--|
| 2030 | 53개국(기니, 이집트 등) |
| 2045 | 3개국(독일, 포르투갈, 네덜란드) |
| 2050 | 115개국(미국, EU, 일본, 한국, 말레이시아, 베트남, 캄보디아, 미얀마 등) |
| 2060 | 9개국(중국, 인니, 사우디아라비아 등) |
| 2070 | 1개국(인도) |

자료: Net Zero Tracker, 유진투자증권

아르셀로미탈-일본제철(AM/NS- 아르셀로미탈 60%, 일본제철 40%)은 인도 구 자라트주 Hazira 제철소에 두개의 추가 고로를 50.2억 달러를 투자해 건설 중이다. 이미 가동되고 있는 고로는 900만톤 규모이고, 추가로 1,500만톤이 늘어날 것이다. 아르셀로미탈은 2005년부터 인도 진출을 위해 제철소 건설 등을 검토했고, 단압밀 지분인수와 일관밀 Essar 등을 인수한 바 있다. 일본제철도 조강생 산량 1억톤 목표를 위해 수요가 늘어나는 북미와 동남아와 인도에 집중 투자를 하고 있고, 인도 진출을 위한 전략적 파트너로 아르셀로미탈을 선택한 것으로 보인다.

우리나라 기업인 POSCO 또한 2005년부터 인도 내 일관제철소 건설을 검토한 바 있지만, 원주민들의 반대와 토지 확보 무산 등으로 무산된 바 있다. 현재 POSCO는 인도에 냉연도금 공장(마하라슈트라/연 180만톤)과 네 개의 가공센터가 있다. 2022년 인도의 아다니 그룹과 POSCO가 합작으로 구자라트주에 일관제철소 건설을 추진하는 MOU를 체결했지만 이는 취소되었다. 2년이 지난 현재, POSCO는 인도 1위 철강사 JSW(인도 내 M/S 19%)와 MOU(지분 50:50)를 체결하고 인도 일관밀에 진출하기로 결정했다. 철강뿐만 아니라, 이차전지 소재와 재생에너지 부문에도 협력하기로 했다.

우리나라 철강 명목 소비는 감소할 것이기 때문에 중장기적으로 철강 본업의 성장 시장에 대한 투자는 필연적이다. POSCO홀딩스의 이차전지 소재에 대한 투자는 철강 본업의 이익 및 주가 변동성을 줄여줄 것이라 판단하며, 해외 상공정 진출은 본업에서의 경쟁력을 키워 캐쉬카우 역할을 할 수 있을 것이라 판단이다.

도표 28. 주요 철강 기업 해외 투자 및 M&A 추이

| 권역 | 업체 | 주요 투자 및 M&A 건 | 글로벌 조강 생산 목표 |
|----|----------------|---|------------------------|
| 유럽 | Arcelor Mittal | <ul style="list-style-type: none"> 2018년 인도 일관밀 Essar 인수(1천만톤) 2020년 이탈리아 Ilva 40% 인수 2022년 브라질 CSP제철소 인수(3백만톤) | - |
| 한국 | POSCO 홀딩스 | <ul style="list-style-type: none"> 2022년 인도 일관밀 재추진 2022년 인니 크라카타우와 일관밀 육성(1천만톤) MOU 체결 2022년 미국 전기로 일관밀 합작 검토 2024년 JSW와 일관밀 건설(500만톤) MOU 체결 | 2030년까지 조강생산능력 6,000만톤 |
| 일본 | 일본제철 | <ul style="list-style-type: none"> 2018년 인도 일관밀 Essar 인수(1천만톤)에 컨소시엄으로 참여 2021년 G/GJ Steel 인수 2023년 US스틸 인수 제안 | 1억톤 체제 구축 (타임라인 미설정) |

자료: 각사, 유진투자증권

도표 29. 포스코-JSW의 MOU: 철강, 이차전지소재, 재생에너지

주요 경영활동 인도 상공정 진출

포스코-JSW, 철강/이차전지소재/에너지 사업 협력에 대한 MOU 체결

| | |
|--------|--|
| MOU 목적 | <ul style="list-style-type: none"> 철강/이차전지소재/재생에너지 분야의 전략적 파트너십을 바탕으로 글로벌 산업 선도 |
| 철 강 | <ul style="list-style-type: none"> 인도內 일관 제철소 합작 및 철강 연관 사업 협력 추진 <ul style="list-style-type: none"> 오디샤州 혹은 다른 주에서 5백만톤 이상 일관밀 합작 JV 법인 지분은 양사가 50대 50으로 하고 이사회는 동수로 구성 |
| 이차전지소재 | <ul style="list-style-type: none"> 전기차 배터리用 LFP 및 핵심 원료인 리튬 등 이차전지소재 사업 협력 |
| 재생에너지 | <ul style="list-style-type: none"> 일관 제철소 Captive 수요用 태양광 발전사업 등 인도內 재생에너지 사업 협력 |

자료: POSCO 홀딩스, 유진투자증권

도표 30. 인도 상공정 진출의 이유: 시장 분절화, 글로벌 공급과잉, 탄소배출 규제 본격화

주요 경영활동 인도 상공정 진출

6

성장기회 선점과 공급망 분절 대응을 위해 파트너십 기반으로 인도 현지 상공정 진출

그룹 철강 전략 방향 : 상공정 중심 글로벌 성장 로드맵과 경제성 관점의 탄소중립 실행

| | | |
|--|---|---|
| <p>시장 분절화 심화</p> <ul style="list-style-type: none"> 지정학 Risk, 보호무역주의로 공급망 분절 주요 시장에 대한 현지화 Merit 증가 | <p>글로벌 공급 과잉</p> <ul style="list-style-type: none"> 국내 수요 정체 속 중국궤 공급 과잉 지속 국내 생산 기반의 수출 전략은 한계 직면 | <p>탄소배출 규제 본격화</p> <ul style="list-style-type: none"> 주요국은 탄소배출량을 무역장벽으로 활용 低탄소제품에 대한 수요산업의 Needs 증대 |
| <p>성장지역 No.1 파트너와 함께 상공정 중심의 Multi-domestic 전략 전개</p> <p>견조한 성장세를 가진 인도, 산업 정책을 주도하는 미국 시장 확보를 위해</p> <p>파트너십 기반의 상공정 진출</p> <p>인도  미국 </p> | <p>초격차 원가경쟁력 확보를 위한 근본적 구조개편 및 DX 실현</p> <p>생산성을 획기적으로 제고하기 위해</p> <p>低수익 자산의 효율화와 함께</p> <p>Intelligent Factory 실현</p>  | <p>지역별 탄소중립 정책 및 시장 Needs에 맞춘 기술 리더십 확보</p> <p>HyREX Demo Plant 가동 및</p> <p>Shaft 방식 병행 개발로</p> <p>경제성 관점의 탄소중립 전환</p>  |

자료: POSCO 홀딩스, 유진투자증권

도표 31. POSCO 가 보는 인도 시장

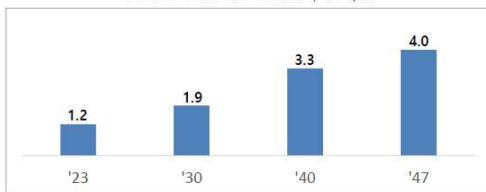
주요 경영활동 인도 상공정 진출

7

인도 : 글로벌 Bloc화 下 고성장 시장, 그룹 시너지 활용 안정적 수익 확보 가능

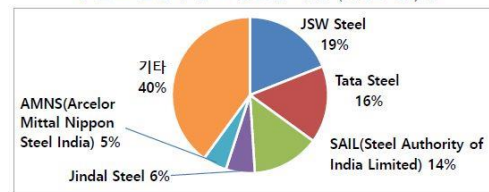
| | |
|------------|--|
| 고성장 철강시장 | <ul style="list-style-type: none"> 인도 정부의 철강 확장 정책 시행에 따라 철강 수요 증가 가속화 전망 ('30년 1.9억톤 전망, CAGR 6.7%) <ul style="list-style-type: none"> 정부에 철강부 설치, 철강산업 집중 육성 중 (NPS2017 : '30년 조강생산 3억톤 달성, Vision2047 : '47년 조강생산 5억톤 달성) '30년 수입재 완전대체 목표 * 현재 인도 인당 철강소비량 91kg (세계평균 222, 미국 279) |
| 시장구조/보호정책 | <ul style="list-style-type: none"> 과점적 시장구조와 함께 자국밀 보호정책 기조로 저가 중국산 수입재 유입 제한 <ul style="list-style-type: none"> 인도 5대 철강사 생산량 비중 : 60% (중국 10대 철강사 비중 44%), 중국베트남 철강에 7.5% 既부과 / 10~15% 인상 추진 중 |
| 풍부한 철광석자원 | <ul style="list-style-type: none"> 수입 철광석 대비 저가 원료 도입 가능, 원료 조달 다변화로 상황 변동시 원가 대응에 유리 |
| 포스코그룹 시너지 | <ul style="list-style-type: none"> 상공정 진출시 기존의 하공정과 함께 시너지 창출 가능 <ul style="list-style-type: none"> 고급강 위주 Captive 수요(P-Maharashtra) 및 가공센터 등 판매기반 既확보 (신규 인도 법인은 고급자동차강판 중심 운영 예정) P-Maharashtra 는 인도內 철강사 중 최고 품질 수준의 자동차강판 공급사, '23년 기준 자동차 도금재 시장 점유율 28% (공동 1위) |
| 통상리스크 해소 | <ul style="list-style-type: none"> 현지 공급체제 구축으로 무역장벽 강화시 발생 가능한 포스코 既진출 하공정 소재 조달 이슈 리스크 해소 |
| 이차전지 시장 확보 | <ul style="list-style-type: none"> 세계 3위 자동차 시장, 인도의 '30년 전기차 판매 비중 목표 30%로 이차전지 수요 성장 잠재성 高 ('23년 2%) |

【 인도 철강 수요 전망 (억톤) 】



*자료 : World Steel Dynamics('24.6)

【 인도 철강사별 조강생산 비중 (FY22~23) 】



*자료 : 인 철강부 산하 통계조사기관 JPC (Joint Plant Committee)

자료: POSCO 홀딩스, 유진투자증권

도표 32. JSW 그룹 디테일

주요 경영활동 인도 상공정 진출

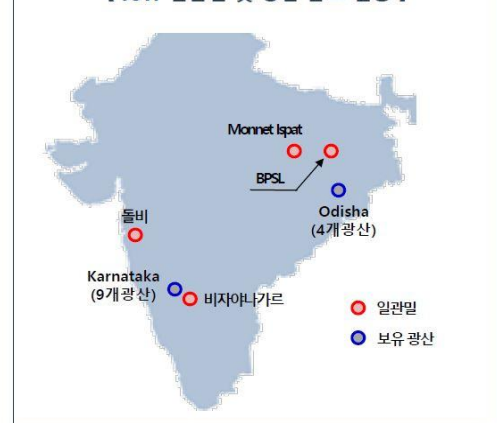
8

JSW 그룹 : 전략 부합성 높은 파트너 합작, 로컬 Risk 경감 · 신속한 시장 진입

| | |
|--------|---|
| 철강 | <ul style="list-style-type: none"> 인도 內 생산 1위 철강사(생산능력 27백만톤) <ul style="list-style-type: none"> 인도 內 4개 일관밀 운영 중 일관밀 신설 등 생산능력 확대 추진('30년 50백만톤) |
| 광산 | <ul style="list-style-type: none"> 13개 광산 보유(Captive 광석 45% 조달) <ul style="list-style-type: none"> Captive 광석 조달 비중 75% 이상 확대 추진 중 |
| 자동차/EV | <ul style="list-style-type: none"> MG Motor India 35% 지분 보유 <ul style="list-style-type: none"> 인도 EV 시장 점유율('23) : 12%(2위) |
| 리사이클 | <ul style="list-style-type: none"> EAM 산하, 리사이클 회사 LICO 운영 中 <ul style="list-style-type: none"> 상공정 1.5천톤 * EAM : JSW그룹 가족회사 (LICO의 지분 76% 보유) |
| 에너지 | <ul style="list-style-type: none"> 제철소향 전력 공급 <ul style="list-style-type: none"> 총 발전 자산 13.2GW (재생에너지 9.3GW) |

JSW그룹은 인도 철강사 1위로 EV-배터리 및 에너지 영역으로 사업 확장 중

【 JSW 일관밀 및 광산 분포 현황 】



자료: POSCO 홀딩스, 유진투자증권

다음은 3분기 POSCO홀딩스 실적 발표회에서 진행된 인도 일관밀 합작 관련 질문이다.

Q. 인도 일관밀은 어떤 형태일 것인가? 고로, 수소환원제철, 전기로? 그리고 규모 확장 가능성이 있는가?

- 수소환원제철은 세계적으로 상용화된 기술 아님
- 고로, 전기로, 샤프트로 등을 고려 중이며 파트너와 상의
- 1 단계 500 만톤, 지금 고려하는 부지 1,600 에이커, 2 단계까지 가능
- 추가적으로 다른 대안도 고려 중

Q. 일관밀을 검토 중인 오디사와 냉연 공장이 있는 마하라슈트라 거리 멀어보이는데?

- 멀다
- 그러나 서부 지역 밀들이 오디사에서 많이 소재 가져옴
- 상공장이 오디사라면, 마하라슈트라 공급도 하고, 오디사에 다운스트림까지 진행

Q. 인도 토지 확보 어려워서 안됐던 적 있는데?

- 광권이 문제였음. 이번에는 광권과 연계 안됨
- 토지는 합작사 책임으로 확보함

Q. 아다니 그룹이랑 투자한다고 MOU 했었는데?, 취소 되는건지? 병행인지?

- '22 년 말 MOU 진행된 바 있음
- '23 년 2 월 경 힌덴버거 사태로 아다니社가 먼저 철강 합작 중단함
- 따라서 병행 아님

Q. 고로 투자라면 탄소 감축 플랜은 어떠한지?

- 인도 탄소 중립 '70 년
- 국내는 '50 년 탄소 중립 그대로
- 고로로 투자한다면, 여러 기술 개발 중이기 때문에 인도에 적용할 것

Q. 인도 향후 수급 전망, 수요 성장세 좋을 것이라 보지만 공급도 역내 밀 중심으로 가파르게 증가. 공급 과잉 발생 가능성?

- 인도 수요 올해 1.5 억톤
- 인도 정부 목표는 '30년까지 3 억톤(포스코는 2 억톤 전망)
- 철강 수요는 6~7% 증가하고 있는데, 경제 성장률과 비슷
- 2000년대 중국의 철강 수요 증가는 연간 +20~30%yoy 수준이었음
- 물론 공급과잉 우려가 있는 것으로 볼 수 있겠으나 되더라도 포스코가 판매하는 제품 포트폴리오가 고급강 위주라서 괜찮을 것
- 오히려 늘어나는 수요 대비 공급이 따라가기 힘들 수 있음

Q. 미국과 동남아 등 해외 상공정 진출 현황은?

- 동남아: 베트남에 PY VINA 가동 잘되고 있고, 추가 확장도 검토 중. 인니 300만톤도 언젠가는 추가 확장 검토 중. 인니는 당장 구체적으로 검토하는 것은 아님
- 미국: '16~'17년부터 지속 검토함. 전기로. 계속 도전을 한다고 봐주시길

Q. 인도 진출 계획, 리튬 자산 확보 등을 고려할 때 투자비 부담이 높아 보임. 자금 확보 방안? 인도 일관밀 투자비, 칠레 염호 자산 가격 어느정도?

1) 인도

- 투자 주체가 POSCO
- CAPA 500 만톤 건설 시 80 억불(10 조원 정도). 파트너와 공동이기에 5 조원
- 포스코 연간 EBITDA 4.5 조원 수준
- 상공정은 4~5 년 걸려서 투자하기 때문에 POSCO 자체 EBITDA 로 투자 가능

2) 리튬

- 투자 주체가 POSCO 홀딩스
- 100% 투자 아님
- JV 나 파트너사와 같이 하는 것이기 때문에 분담하는 형태
- 시재를 보면, 4.5 조원 시재, 최근 교환사채 조기 1.5 조 빠져나가서 3 조원
- 그정도 범위내에서는 충분히 가능
- 재무건전성 고려 시 현재 우려 없음

Q. 마하라슈트라 냉연 180 만톤, 현재 포스코가 공급하는 철강 비중? 이후 공급 되는 철강재는 어떻게 되는 것인가?

- 연간 80~100 만톤 보내고 있음
- 본사에서 공급하는 열연 줄어나갈 계획
- 대신 다른 시장 개척이나, 고급재 중심으로 하공정 CAPA 확장할 계획 있음

Q. 향후 JSW 와 갈등 있지 않을까, 콜옵션이나 조항이 있는지. JSW 는 포스코와 합작 이외 자체적으로 1,000 만톤 확장 계획 있음, 고급재로 시장 더 넓히는 것처럼 보이는데, 포스코가 이용만 당하는 건 아닌지, 500 만톤은 전적으로 인도시장 타겟으로 하는 것인지?

- 지분도 반절, 의사회도 반절
- 지금 FS 단계, JV 까지 가야할 듯, JV 까지 가면 콜옵션 등 고려할 것
- JSW 가 계획하는 1,000 만톤은 건설 끝남. 오디사 쪽으로 추가로 확장해서 '30년까지 2,800 만톤~5,000 만톤
- 포스코랑 하는 것은 JSW 추가 확장에 포함되어 있음
- JSW 는 포스코와 합작을 고급강 제철소로 하자고 논의 중임
- 인도 1.5 억톤 시장이지만, 다른 나라에 비해 철강 수출 많음
- 포스코와 JSW 는 철저히 인도 시장 타겟

Q. 탄소중립과 관련해서 걱정이 됨. 한국, 인도 따로. 연결 기준으로 전체 카본에미션이 얼마냐를 주주들이 따지지 않을까, 합작법인이 재무적으로는 좋겠지만, 카본은 어디로 연결될지?

- 현실적으로 접근 필요
- 연결되어서 공시될 것
- 인도에서 탄소 감축 노력하긴 할 것

POSCO 홀딩스 실적 전망

도표 33. POSCO 홀딩스 연결 실적 추정

| (단위: 십억원) | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24P | 4Q24E | 2022A | 2023A | 2024E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 19,381 | 20,121 | 18,961 | 18,664 | 18,052 | 18,510 | 18,321 | 19,428 | 84,750 | 77,127 | 74,311 |
| 철강 | 15,770 | 16,547 | 15,803 | 15,419 | 14,462 | 15,449 | 14,758 | 15,214 | 70,651 | 63,540 | 59,883 |
| POSCO | 9,622 | 10,298 | 9,675 | 9,376 | 9,520 | 9,277 | 9,479 | 9,417 | 42,696 | 38,972 | 37,692 |
| POSCO 외 | 6,148 | 6,249 | 6,128 | 6,043 | 4,942 | 5,156 | 5,279 | 5,798 | 27,955 | 24,568 | 21,175 |
| 비철강 | 15,032 | 16,388 | 15,146 | 15,414 | 15,309 | 15,715 | 15,168 | 16,927 | 69,290 | 61,980 | 63,119 |
| 글로벌인프라 | 13,870 | 15,195 | 13,833 | 14,260 | 14,153 | 14,768 | 14,202 | 15,815 | 51,917 | 54,835 | 58,938 |
| 친환경 미래소재 | 1,162 | 1,194 | 1,313 | 1,154 | 1,156 | 947 | 966 | 1,111 | 3,302 | 4,760 | 4,038 |
| 연결조정 | -11,421 | -12,814 | -11,989 | -12,169 | -11,719 | -12,654 | -11,605 | -12,713 | -55,190 | -48,392 | -48,692 |
| 영업이익 | 705 | 1,326 | 1,196 | 304 | 583 | 752 | 744 | 837 | 4,850 | 3,531 | 2,917 |
| 철강 | 338 | 1,021 | 853 | 346 | 339 | 497 | 466 | 491 | 3,236 | 2,558 | 1,793 |
| POSCO | 251 | 841 | 727 | 263 | 295 | 418 | 438 | 444 | 2,295 | 2,083 | 1,596 |
| POSCO 외 | 87 | 180 | 126 | 83 | 44 | 79 | 28 | 46 | 942 | 475 | 197 |
| 비철강 | 392 | 449 | 408 | 123 | 351 | 423 | 343 | 251 | 2,003 | 1,372 | 1,369 |
| 글로벌인프라 | 382 | 445 | 414 | 292 | 339 | 429 | 449 | 390 | 1,555 | 1,533 | 1,608 |
| 친환경 미래소재 | 10 | 4 | -6 | -169 | 6 | -3 | -53 | -70 | 143 | -161 | -119 |
| 연결조정 | -25 | -144 | -65 | -164 | -108 | -168 | -65 | -96 | -389 | -398 | -437 |
| 당기순이익 | 840 | 776 | 551 | -321 | 608 | 546 | 497 | 420 | 3,560 | 1,846 | 2,071 |

자료: 유진투자증권

도표 34. 철강 사업회사 POSCO 실적 추정

| (단위: 십억원) | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24P | 4Q24E | 2022A | 2023A | 2024E |
|--------------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 9,622 | 10,298 | 9,675 | 9,376 | 9,520 | 9,277 | 9,479 | 9,417 | 42,696 | 38,972 | 37,692 |
| 영업이익 | 251 | 841 | 727 | 263 | 295 | 418 | 438 | 444 | 2,295 | 2,083 | 1,596 |
| OPM(%) | 3% | 8% | 8% | 3% | 3% | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | 4% |
| 주요 가정 | | | | | | | | | | | |
| 출하량(천톤) | | | | | | | | | | | |
| 열연 | 2,244 | 2,331 | 2,181 | 2,299 | 2,112 | 2,003 | 2,201 | 2,234 | 8,462 | 9,055 | 8,550 |
| 후판 | 1,220 | 1,393 | 1,261 | 1,346 | 1,318 | 1,261 | 1,287 | 1,319 | 4,890 | 5,220 | 5,185 |
| 선재 | 583 | 563 | 607 | 565 | 578 | 532 | 507 | 568 | 1,964 | 2,319 | 2,185 |
| 냉연 | 3,441 | 3,262 | 3,475 | 3,311 | 3,498 | 3,321 | 3,397 | 3,388 | 13,390 | 13,489 | 13,604 |
| 전기강판 | 155 | 136 | 164 | 134 | 153 | 179 | 198 | 216 | 677 | 589 | 746 |
| 기타 | 158 | 231 | 214 | 289 | 167 | 173 | 195 | 248 | 1,273 | 892 | 783 |

자료: 유진투자증권

POSCO홀딩스(005490.KS) 재무제표

대차대조표

| (단위:십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 자산총계 | 98,407 | 100,945 | 110,979 | 115,251 | 118,185 |
| 유동자산 | 47,649 | 46,212 | 54,789 | 56,902 | 59,341 |
| 현금성자산 | 19,298 | 18,324 | 26,389 | 31,862 | 33,898 |
| 매출채권 | 11,557 | 12,716 | 12,775 | 8,606 | 8,747 |
| 재고자산 | 15,472 | 13,826 | 14,265 | 15,060 | 15,308 |
| 비유동자산 | 50,757 | 54,733 | 56,190 | 58,349 | 58,844 |
| 투자자산 | 11,964 | 12,261 | 12,934 | 13,459 | 14,006 |
| 유형자산 | 31,781 | 35,206 | 38,635 | 40,406 | 40,479 |
| 기타 | 7,012 | 7,266 | 4,621 | 4,483 | 4,360 |
| 부채총계 | 40,149 | 41,281 | 49,603 | 52,651 | 53,792 |
| 유동부채 | 23,188 | 21,862 | 26,737 | 27,956 | 28,049 |
| 매입채무 | 9,368 | 9,278 | 10,646 | 10,757 | 10,934 |
| 유동성이자부채 | 12,179 | 11,307 | 15,160 | 16,360 | 16,360 |
| 기타 | 1,641 | 1,276 | 932 | 838 | 755 |
| 비유동부채 | 16,961 | 19,420 | 22,866 | 24,695 | 25,743 |
| 비유동이자부채 | 13,151 | 15,925 | 19,276 | 20,963 | 21,863 |
| 기타 | 3,810 | 3,495 | 3,590 | 3,732 | 3,880 |
| 자본총계 | 58,257 | 59,664 | 61,376 | 62,600 | 64,393 |
| 지배지분 | 52,512 | 54,181 | 55,611 | 56,835 | 58,628 |
| 자본금 | 482 | 482 | 482 | 482 | 482 |
| 자본잉여금 | 1,401 | 1,663 | 1,656 | 1,656 | 1,656 |
| 이익잉여금 | 52,965 | 53,858 | 55,386 | 56,610 | 58,403 |
| 기타 | (2,336) | (1,822) | (1,913) | (1,913) | (1,913) |
| 비지배지분 | 5,745 | 5,483 | 5,765 | 5,765 | 5,765 |
| 자본총계 | 58,257 | 59,664 | 61,376 | 62,600 | 64,393 |
| 총차입금 | 25,330 | 27,232 | 34,435 | 37,323 | 38,223 |
| 순차입금 | 6,032 | 8,908 | 8,046 | 5,461 | 4,325 |

현금흐름표

| (단위:십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 영업현금 | 6,187 | 6,168 | 8,161 | 10,433 | 9,408 |
| 당기순이익 | 3,560 | 1,846 | 2,071 | 2,361 | 3,201 |
| 자산상각비 | 3,694 | 3,845 | 4,146 | 4,936 | 6,760 |
| 기타비현금성손익 | 1,595 | 2,185 | 1,432 | (1,071) | (1,071) |
| 운전자본증감 | (335) | (1,087) | (126) | 3,378 | (310) |
| 매출채권감소(증가) | 547 | (1,128) | 365 | 4,169 | (142) |
| 재고자산감소(증가) | (416) | 1,384 | (268) | (795) | (248) |
| 매입채무증가(감소) | 142 | (119) | 746 | 112 | 177 |
| 기타 | (609) | (1,225) | (969) | (107) | (98) |
| 투자현금 | (4,220) | (7,388) | (6,294) | (7,330) | (7,511) |
| 단기투자자산감소 | 2,213 | 344 | 978 | (479) | (498) |
| 장기투자증권감소 | (349) | (275) | (135) | 25 | 16 |
| 설비투자 | 4,928 | 6,745 | 6,259 | 6,215 | 6,355 |
| 유형자산처분 | 1 | 0 | 15 | 0 | 0 |
| 무형자산처분 | (485) | (452) | (328) | (355) | (355) |
| 재무현금 | 1,319 | (179) | 5,973 | 2,042 | (115) |
| 차입금증가 | 1,912 | 609 | 6,209 | 2,888 | 900 |
| 자본증가 | (1,218) | (815) | (759) | (846) | (1,015) |
| 배당금지급 | 1,218 | 815 | 759 | 846 | 1,015 |
| 현금 증감 | 3,278 | (1,382) | 7,925 | 4,994 | 1,537 |
| 기초현금 | 4,776 | 8,053 | 6,671 | 14,595 | 19,590 |
| 기말현금 | 8,053 | 6,671 | 14,595 | 19,590 | 21,127 |
| Gross Cash flow | 8,849 | 7,876 | 8,450 | 7,054 | 9,718 |
| Gross Investment | 6,768 | 8,819 | 7,399 | 3,473 | 7,322 |
| Free Cash Flow | 2,081 | (943) | 1,051 | 3,581 | 2,396 |

자료: 유진투자증권

손익계산서

| (단위:십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|---------------|---------|--------|--------|---------|---------|
| 매출액 | 84,750 | 77,127 | 74,311 | 77,686 | 79,432 |
| 증가율(%) | 11.0 | (9.0) | (3.7) | 4.5 | 2.2 |
| 매출원가 | 77,101 | 70,710 | 68,380 | 70,718 | 71,376 |
| 매출총이익 | 7,649 | 6,417 | 5,931 | 6,968 | 8,056 |
| 판매 및 일반관리비 | 2,799 | 2,885 | 3,014 | 3,152 | 3,114 |
| 기타영업손익 | 6 | 3 | 4 | 5 | (1) |
| 영업이익 | 4,850 | 3,531 | 2,917 | 3,816 | 4,942 |
| 증가율(%) | (47.5) | (27.2) | (17.4) | 30.8 | 29.5 |
| EBITDA | 8,544 | 7,376 | 7,063 | 8,752 | 11,702 |
| 증가율(%) | (33.3) | (13.7) | (4.2) | 23.9 | 33.7 |
| 영업외손익 | (836) | (896) | (454) | (1,261) | (1,383) |
| 이자수익 | 286 | 552 | 561 | 491 | 502 |
| 이자비용 | 607 | 1,001 | 1,103 | 1,307 | 1,426 |
| 지분법손익 | 678 | 448 | 260 | 243 | 243 |
| 기타영업손익 | (1,192) | (895) | (173) | (689) | (702) |
| 세전순이익 | 4,014 | 2,635 | 2,688 | 3,128 | 4,240 |
| 증가율(%) | (57.4) | (34.4) | 2.0 | 16.4 | 35.6 |
| 법인세비용 | 454 | 789 | 617 | 766 | 1,039 |
| 당기순이익 | 3,560 | 1,846 | 2,071 | 2,361 | 3,201 |
| 증가율(%) | (50.5) | (48.2) | 12.2 | 14.0 | 35.6 |
| 지배주주지분 | 3,144 | 1,698 | 1,887 | 2,069 | 2,808 |
| 증가율(%) | (52.5) | (46.0) | 11.1 | 9.7 | 35.7 |
| 비지배지분 | 416 | 148 | 184 | 292 | 393 |
| EPS(원) | 37,177 | 20,079 | 22,309 | 24,469 | 33,206 |
| 증가율(%) | (51.0) | (46.0) | 11.1 | 9.7 | 35.7 |
| 수정EPS(원) | 37,177 | 20,079 | 22,309 | 24,469 | 33,206 |
| 증가율(%) | (51.0) | (46.0) | 11.1 | 9.7 | 35.7 |

주요투자지표

| | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 37,177 | 20,079 | 22,309 | 24,469 | 33,206 |
| BPS | 620,922 | 640,653 | 657,568 | 672,037 | 693,243 |
| DPS | 12,000 | 10,000 | 10,000 | 12,000 | 15,000 |
| 밸류에이션(배, %) | | | | | |
| PER | 7.4 | 24.9 | 15.1 | 13.8 | 10.1 |
| PBR | 0.4 | 0.8 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| EV/EBITDA | 3.4 | 6.9 | 5.1 | 3.8 | 2.7 |
| 배당수익율 | 4.3 | 2.0 | 3.0 | 3.6 | 4.5 |
| PCR | 2.6 | 5.4 | 3.4 | 4.0 | 2.9 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익율 | 5.7 | 4.6 | 3.9 | 4.9 | 6.2 |
| EBITDA이익율 | 10.1 | 9.6 | 9.5 | 11.3 | 14.7 |
| 순이익율 | 4.2 | 2.4 | 2.8 | 3.0 | 4.0 |
| ROE | 6.1 | 3.2 | 3.4 | 3.7 | 4.9 |
| ROIC | 7.9 | 4.2 | 3.6 | 4.6 | 6.0 |
| 안정성(배, %) | | | | | |
| 순차입금/자기자본 | 10.4 | 14.9 | 13.1 | 8.7 | 6.7 |
| 유동비율 | 205.5 | 211.4 | 204.9 | 203.5 | 211.6 |
| 이자보상배율 | 8.0 | 3.5 | 2.6 | 2.9 | 3.5 |
| 활동성(회) | | | | | |
| 총자산회전율 | 0.9 | 0.8 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| 매출채권회전율 | 7.3 | 6.4 | 5.8 | 7.3 | 9.2 |
| 재고자산회전율 | 5.5 | 5.3 | 5.3 | 5.3 | 5.2 |
| 매입채무회전율 | 9.3 | 8.3 | 7.5 | 7.3 | 7.3 |

(2024.09.30 기준)