



IBKS Outlook

철강 (Overweight)

철강, 정상 궤적에 진입할 것

연초이후 상승했던 세계 철강사 주가가 최근 조정을 보이고 있다. 그 동안 주가 상승을 이끌었던 요인이 약화되었기 때문이다. 1)구조조정 기대감을 빌미로 중국 철강사가 가격을 올렸고, 2)유통사들이 재고를 확충했으며, 3)중국 경기부양책으로 나온 유동성이 상품시장으로 흘러가면서 원자재 가격 상승을 불러 일으켰다. 철강재 가격이 원재료보다 빠르게 상승한 결과 스프레드가 확대되었다. 가격 상승으로 낮아졌던 가동률이 상승하면서 생산량이 늘어났고, 스프레드가 축소되고 있다. 타이트해진 재고는 정상화된 것으로 보이고, 중국 정부의 선물거래 관련 규제에 의해 원자재 투기 수요도 사라졌다.

향후 주가는 실제적인 스프레드 확대에 따른 실적 개선에 힘입어 상승할 전망이다. 원재료 가격 상승분이 고객과의 협상가에 반영될 것이다. 철광석 중요도가 과거에는 높았던 반면, 최근 원료탄 중요도가 상대적으로 높아졌다. 원료탄 가격 상승에 기인해 철강재 가격이 상승할 전망이다. 수요는 올해에도 감소할 전망으로 공급측면의 구조조정이 더 절실했다.

세계적으로 구조조정이 더욱 활발해졌으며 중국도 구조조정을 할 필요가 있다. 환경오염으로 잃는 경제적 손실이 크고, 시장경제국지위를 얻기 위함이다. 악화된 시황은 밸류에이션에 선반영되었다고 판단하고, 가장 피해를 본 우리나라 철강사의 밸류에이션이 정상화될 전망이다. 업종 투자의견 비중확대를 유지한다. 포스코를 업종 탑픽으로 지속 추천한다. 분기별로 실적이 개선되고, 부실 계열사 및 자산 매각으로 재무구조도 개선될 것이기 때문이다.

Analyst

김 미 송

02) 6915-5677

ms.kim@ibks.com

본 조서분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

CONTENTS

I. 투자전략: 업종 투자의견 비중확대, Top pick 포스코 유지.....	3
산업 전망 요약.....	5
II. 원재료와 철강재 가격 전망: 스프레드 확대될 것!	6
철광석 가격: 상위 공급사의 과점화 전략으로 낮은 가격 유지될 전망	7
원료탄 가격: 감산 효과로 상승 예상	9
철스크랩 가격: 이용할 수 있는 물량 증가로 안정화될 전망	11
철강재 가격: 원재료 가격 전가로 상승할 전망	12
III. 수급 전망	14
세계 철강수요 전망치 하향 조정: 2015년에 이어 2016년에도 감소 전망	14
수요 전망이 낮아져 공급측면에서 개선이 더 절실한 상황	16
세계적으로 구조조정이 더욱 활발하게 진행되고 있음	17
IV. 중국이 구조조정을 해야하는 이유.....	19
환경오염으로 잃는 경제적 손실이 큼	19
세계시장경제지위 획득	21
V. Valuation: 우리나라 철강사 밸류에이션 정상화될 전망!	24
중국 공급과잉의 최대 피해국은 우리나라로 밸류에이션은 과도하게 하락	24
세계 철강사와 성장성, 수익성, 안정성 비교시 저평가	25
기업분석.....	29
POSCO (005490):	
원가 상승분 반영으로 스프레드 지속 확대 전망 / 매수(유지) / 목표주가: 300,000원	29
현대제철 (004020):	
국내 건설투자 확대 효과로 실적 개선될 전망 / 매수(유지) / 목표주가: 70,000원	33

I. 투자전략: 업종 투자의견 비중확대, Top pick 포스코 유지

주가 추이: 최근 한달간
주가 조정 중

연초이후 상승했던 세계 주요 철강사 주가는 최근 조정을 보이고 있다. 그 동안 주가 상승을 이끌었던 요인이 약화되었기 때문이다.

전년 12월부터 철강재 가격 상승을 이끌었던 요인은 세 가지로 요약할 수 있다. 1)구조 조정 기대감을 빌미로 중국 철강사가 가격을 올렸고, 2)유통사들이 최소화했던 재고를 확충하기 시작했으며, 3)중국 경기부양책으로 나온 유동성이 상품시장으로 흘러가면서 원자재 가격 상승을 불러 일으켰다.

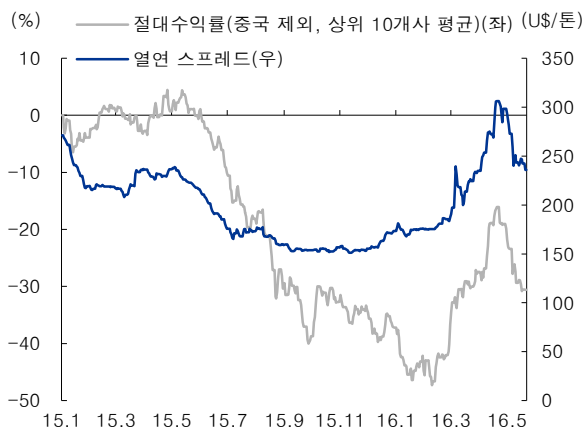
철강재 가격이 원재료보다 빠르게 상승한 결과 스프레드가 확대되었다. 1)철강사들은 가동률을 높이면서 생산량을 늘렸다. 2)타이트해진 재고는 정상화된 것으로 보이고, 3)중국 정부의 선물거래 관련 규제로 인해 원자재 투기 수요가 사라졌다. 이로써 그 동안 철강재 가격 상승을 이끌었던 요인이 약화되면서, 스프레드는 급격하게 축소되었고 주가도 조정을 보이고 있다.

향후 주가는 실제적인
스프레드 확대에 따른 실적
개선에 힘입어 상승할 전망

철강재 생산량 기준 상위 15개사의 주가 수익률과 중국 열연스프레드 추이를 그려보았다. 중국을 제외한 상위 10개(아르셀로미탈, 신일본제철스미토모금속, 포스코, JFE, 타타스틸, 뉴코어, 현대제철, US스틸, 제르다우, 티센크루프)의 2015년초 이후 절대주가 수익률은 열연스프레드와 동일한 방향으로 움직였다. 중국의 상위 5개사(허베이강철, 바오산철강, 장쑤사강, 우한철강, 산둥강철) 절대주가수익률도 마찬가지였다. 2015년 상반기 중국 철강사 주가 수익률이 양호했던 이유는 정부가 철강산업을 보조하고 있었기 때문이다.

2016년 5월 23일 기준(2015년초 이후) 중국을 제외한 기업들 평균과 중국의 주요 기업들의 절대수익률은 각각 -31%, -26%로 그 격차가 좁혀졌다. 향후 주가는 실제적인 스프레드 확대에 따른 실적 개선에 힘입어 상승할 전망이다. 원재료 가격 상승분이 고객과의 협상가에 반영될 것이다. 중국의 구조조정이 본격화되면서 업황이 개선될 전망이다.

그림 1. 세계 철강사 주가는 스프레드와 연동되면서 움직임



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 2. 중국기업들 주가도 정책으로부터 벗어나 동일하게 움직임



자료: Bloomberg, IBK투자증권

5월 발생한 국내 설비
트러블도 내수 가격 하락을
방어하는 요인일 것

단기적으로 최근 국내 설비 트러블도 내수 가격 하락을 방어하는 요인이 될 전망이다. 포스코는 광양 5고로를 2월부터 5월까지 설비합리화를 진행했다. 5월 24일 가동할 계획이었는데, 내화벽돌 교체 과정에서 문제가 발생해 화입을 2주 연기했다. 지난 5월 15일에는 현대제철 당진 1고로에서 노황이 악화되면서 출선량이 감소했다.

업종 투자의견 비중확대
유지

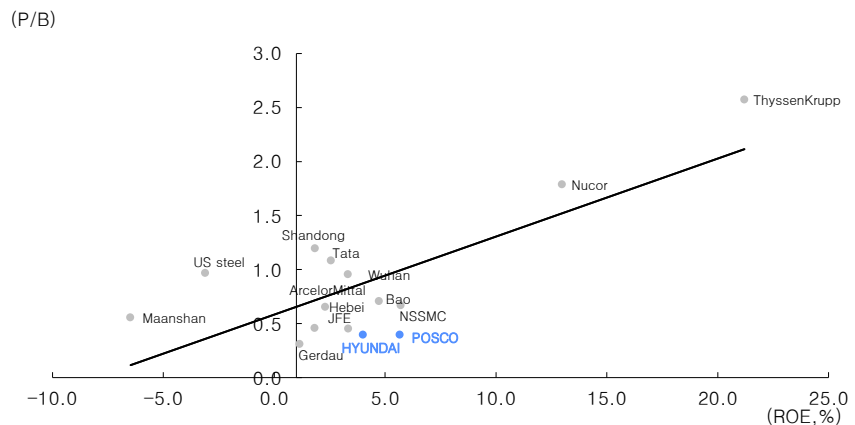
업종 투자의견 비중확대를 유지한다. 첫째, 일정 기간 조정을 보인 스프레드는 향후 완만히 상승할 전망이다. 이미 한계 원가를 경험했던 중국 철강사들이 이전처럼 스프레드 하락을 방치하지 않을 것이기 때문이다. 둘째, 우리나라 철강사 밸류에이션은 성장성, 안정성, 수익성 대비 저평가되었다.

Top pick으로 포스코
지속 추천함

Top pick으로 포스코를 지속 추천한다. 원재료 가격 상승분을 철강재 가격에 전가하면서 분기별로 실적이 개선될 것이고, 부실 계열사 및 자산 매각을 통해 재무구조가 개선될 것이기 때문이다. 포스코에 대해 투자의견 매수와 목표주가 30만원을 유지한다.

조강생산량 상위 15개사의 P/B와 ROE 차트를 그려보았다. 기대되는 ROE 대비 우리나라 철강사는 저평가되었다고 판단한다.

그림 3. 상위 15개사 P/B와 ROE 차트: 포스코와 현대제철 수익성 대비 저평가 (2016년 기준)



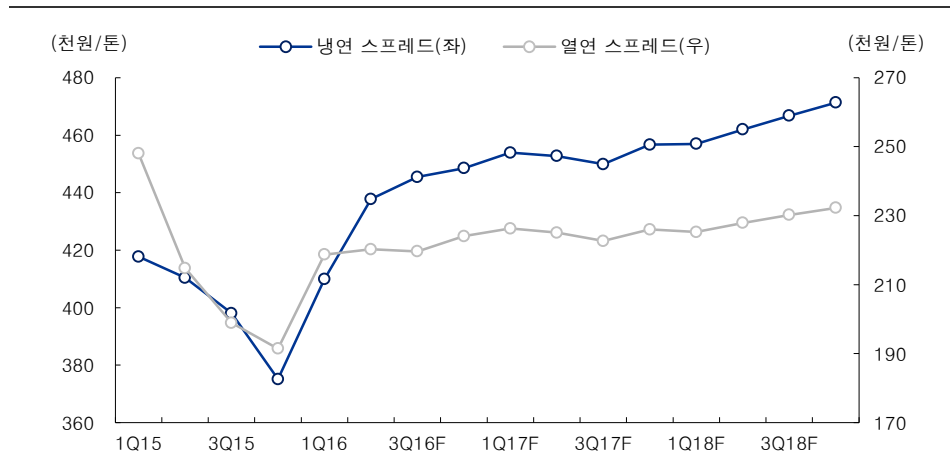
자료: Bloomberg, IBK투자증권

산업 전망 요약

스프레드 완만한 상승 예상

원재료, 철강재 가격, 수요와 공급을 전망을 통해 향후 스프레드를 전망했다. 각 요소 별로 점검한 결과 향후 기업들의 실제적인 스프레드는 분기별로 상승할 것으로 전망한다. 1)그 동안 상승했던 원재료 가격이 아직 고객사와의 협상가에 미반영되어 전가되면서 스프레드가 개선될 것이고, 2)중국 철강재 가격이 여름 비수기 이후 상승 전환될 것으로 예상되기 때문이다.

그림 4. 포스코 냉연, 열연 스프레드 전망



자료: Bloomberg, IBK투자증권

주: 스프레드는 (철강재 가격-1.6*철광석-0.7*원료탄-0.064*철스크랩)으로 계산

요인별로 살펴본, 철강 산업전망 요약

요인별로 살펴본 철강산업 전망은 다음과 같다. 원재료 중 철광석 중요도가 과거에는 높았던 반면, 최근 원료탄 중요도가 상대적으로 높아졌다. 원료탄 가격 상승에 기인해 향후 철강재 가격도 상승할 전망이다. 수요는 올해에도 감소할 전망으로 공급측면의 구조조정이 더 절실했다. 세계적으로 구조조정이 더욱 활발해졌으며 중국도 구조조정을 할 필요가 있다. 환경오염으로 잃는 경제적 손실이 크고, 세계 시장경쟁체국지위를 얻기 위함이다. 악화된 시황은 밸류에이션에 선반영되었다고 판단하고, 수급이 개선되면서 그 동안 가장 피해를 봤던 우리나라 철강사들의 밸류에이션이 정상화될 전망이다.

표 1. 철강 산업전망 요약: 요인별로 살펴본 결과, 스프레드 원재료 가격 전가로 완만하게 상승할 전망

산업전망 요약	스프레드 완만하게 상승할 전망
원재료	과거에는 철광석의 중요도가 현재보다 높았으나, 원료탄 중요도 상대적으로 높아질 전망
철광석	상위 3개사 감산에 소극적으로 과점화 진행 중, 철광석 가격 낮게 유지될 전망
원료탄	중국과 미국을 중심으로 구조조정 활발하게 진행중으로 가격 점진적으로 상승할 전망
철스크랩	급등했던 철스크랩 가격 하향 안정화될 전망. 향후 중국 철 축적량 증가로 물동량 증가에 기인
철강재	원재료 가격 전가로 상승할 전망
수요	2015년에 이어 2016년에도 세계 철강수요 감소할 전망
공급	수요 전망이 낮아져 공급측면에서 개선이 더 절실한 상황 세계적으로 구조조정 활발하게 진행되고 있음
중국이 구조조정을 해야하는 이유	환경오염으로 잃는 경제적 손실이 큼 세계 시장경쟁체국지위를 얻기 위함
밸류에이션	주요 지표(성장성, 안정성, 수익성) 비교 결과, 우리나라 철강사 밸류에이션 정상화될 전망

자료: IBK투자증권

II. 원재료와 철강재 가격 전망: 스프레드 확대될 것

주요 원재료는 철광석과
원료탄

철강재의 주요 원재료는 철광석과 원료탄이다. 철광석은 쇳물을 만드는데 필요하다. 철광석을 고로에 넣은 뒤 뜨거운 바람을 불어넣으면 녹아서 쇳물이 된다. 이 쇳물에서 불순물을 제거해 고체로 만들면 슬래브 등의 중간재가 만들어진다. 두 번째 주요 원료는 원료탄이다. 원료탄은 연소되면서 일산화탄소를 발생하는데, 이 일산화탄소가 철광석과 환원 반응을 일으키면서 쇳물을 만든다.

원료탄 중요도 상승할 전망

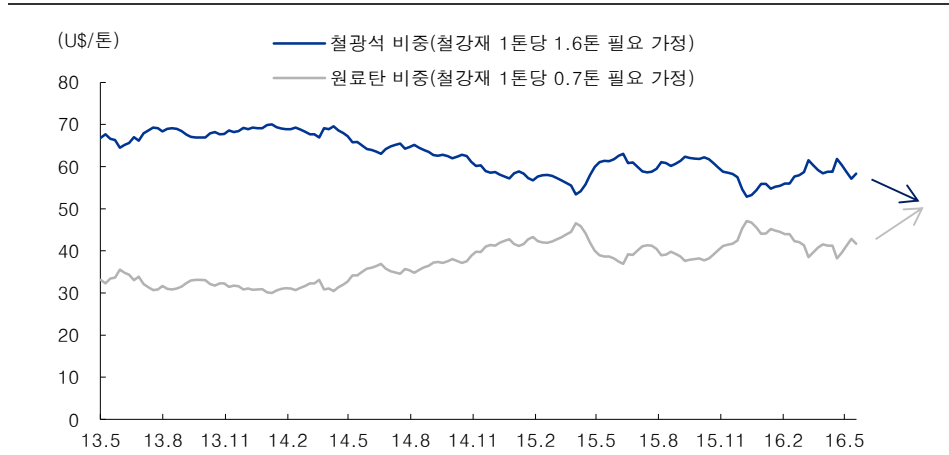
톤당 철강재 생산에 필요한 비중을 고려하면, 과거에는 철광석의 중요도가 현재보다 높았다. 향후에는 철광석 가격은 낮게 유지되고 원료탄 가격은 완만하게 상승할 것으로 원료탄 중요도가 상대적으로 높아질 전망이다.

철광석은 상위 공급사의 과점화 전략으로 낮은 가격이 유지될 전망이다. 상위업체들이 낮아진 수익성에도 불구하고 감산에 소극적이기 때문이다. 반면, 원료탄은 중국과 북미 지역을 중심으로 업체들이 감산에 그나마 적극적이다.

낮아진 원재료 가격은 향후
완만하게 상승할 전망

이에 따라 원료탄 가격은 완만하게 상승할 전망이다. 주요 소비국인 중국을 대체할 만한 국가가 부상할 때까지 글로벌 수요 부진은 지속될 전망이기 때문이다.

그림 5. 철광석과 원료탄 비중 추이: 현재 철광석 비중 60%로 하락했고 원료탄 40%로 확대됨



자료: Bloomberg, IBK투자증권

철광석 가격: 상위 공급사의 과점화 전략으로 낮은 가격 유지될 전망

원료가격 약세속에
공급사이드 구조조정
진행 중

최근 5년간 원료가격이 약세가 지속되면서 원료 공급업체들의 수익성이 악화되었다. 이후 반등에 성공해 5월 20일 54달러로 거래되고 있다. 호주산 철광석(분광 62%) 가격이 55달러 수준에서는 세계 철광석 업체들의 13%가 손익분기점에 도달하지 못하는 것으로 알려지고 있다.

상위 3개사 감산에
소극적으로 과점화 진행 중

시황이 악화된 가운데, 업체들은 수익성 및 재무 안정성 개선을 위해 비용 절감 및 자산 매각을 추진하고 있다. 철광석의 약 50%를 공급하고 있는 상위 3개사 (발레, 리오 틴토, BHP빌리톤)는 전년 대비 올해 공급량을 소폭 줄이기는 했으나, 큰 폭으로 줄이지는 않으면서 감산에 소극적인 반면, 원가 경쟁력과 재무구조가 약한 업체들이 투자를 중단하거나, 감산을 하고 있는 실정이다.

발레는 브라질 기업으로, 비용절감을 통해 경쟁력을 강화하고 있다. 일반관리비를 전 분기 대비 20% 절감했고, 중국까지 운반비는 작년 4분기 31달러에서 1분기 22달러로 줄었다. 호주 석탄 탄광을 매각하면서 호주에서 석탄사업을 철수하고 있다. 발레는 올해 3.4~3.5억톤의 철광석을 생산한다고 발표했다. 22개 광산, 11개 페레타이징 플랜트, 5개 레일웨이, 4개 포트, 2개 유통센터를 가지고 있다.

리오틴토는 생산력 향상에 중점을 두면서 현금흐름을 개선시키기 위해 투자를 엄격히 제한하고 있다. 석탄 광산을 매각하는 등 자산 매각도 추진 중이다. 인건비 동결을 통해 비용 절감 노력도 하고 있다. 2016년 철광석 3.5억톤을 공급할 계획이다.

호주의 BHP 빌리톤은 3년전부터 생산성 향상, 포트폴리오 단순화, 투자통제를 통해 기업가치를 높이고 있다. 생산성 향상을 위해 철도 보수를 하고 유지보수 프로그램을 가동하고 있다. 기업은 올해 철광석 생산을 2.29억톤 예상하고 있다. 서호주 철광석 생산은 (Western Australia Iron Ore) 2.6억톤이 예상된다.

표 2. 철광석 업계 구조조정 내용: 하위 업체 중심으로 감산하고 있는 실정

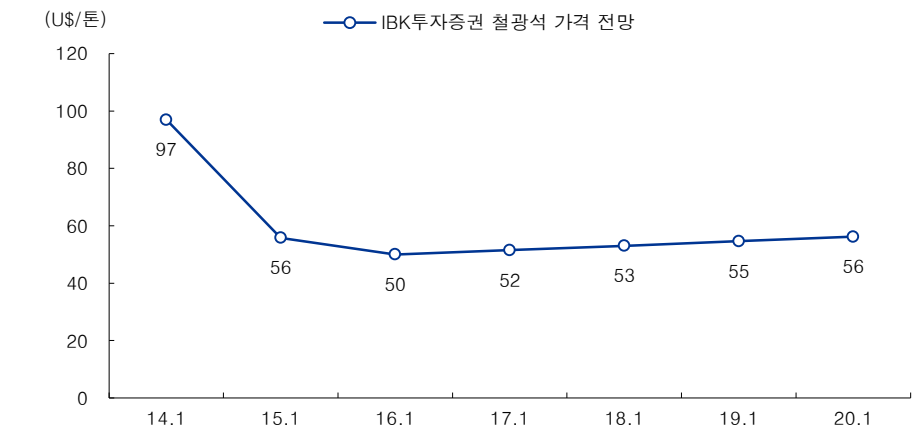
	기업명	분야	방법	세부 내용
주요 업체	VALE(브라질)	철광석	생산량 조정	2016년 생산 목표, 376백만 톤에서 340~350백만 톤으로 하향 조정
		석탄	자산 매각	호주 Carborough Downs 탄광 매각 등 호주 석탄 사업에서 철수 추진 중
	Rio Tinto (호주)	철광석	생산량 조정	2016년 생산 목표 350백만 톤으로 하향 조정
		석탄	자산 매각	2016년 임직원 연봉 동결, 출장자제 등 경비 관리 기준 강화 등 원가절감 적극 추진 호주 MACH Energy사에 Mount Pleasant 탄광 US\$224백만에 매각 합의 (발 용탄, 최대 생산 능력 8.5백만 톤/년) Bengalla 광산 지분 40%, 호주 New Hope사에 매각 (발 용탄, 8.6백만 톤/년, US\$750백만, '15.9월)
기타	Kumba(남아공)	철광석	감산	2016년 생산 목표 26백만 톤으로 30% 이상 축소 조정(10백만 톤 감산)
	Mount Gibson(호주)	철광석	투자 중단	Iron Hill South Deposits 확장 중단 가능성 (고품질 적철광 5~7백만 톤)
	Ansteel(중국)	철광석	투자 중단	호주 Karara 프로젝트 추가 자금 지원 중단 (고품질 자철광 8백만 톤/년, Ansteel 지분 52%)
	CMP(칠레)	철광석	감산	Cerro Negro Norte 광산의 철광석 가공공장 1~2월 가동 중단
	Mineral Resources(호주)	철광석	원가절감	수송체계 개선 등으로 생산원가 30% 이상 감소 (US\$ 41/톤 → US\$ 28/톤)
	BC Iron(호주)	철광석	가동 중단	Nullagine 광산 가동 중단

자료: 포스코경영연구원, IBK투자증권

철광석 가격 전망:
낮은 가격 유지될 전망

산업이 과점화될때까지 상위 3개사가 낮은 가격에 철광석 공급을 지속할 전망으로 가격 급등 가능성은 낮다. 철광석 가격은 톤당 2016년 50달러, 2017년 52달러, 2018년 53달러를 예상한다.

그림 6. 철광석 가격 전망: 상위업체들의 과점화를 위해 낮은 가격으로 지속 공급될 전망



자료: IBK투자증권

그림 7. 최근 10년간 철광석 가격 추이: 반등했던 가격 최근 하향 안정화되고 있음



자료: Bloomberg, IBK투자증권

원료탄 가격: 감산 효과로 상승 예상

석탄업계 현황

철광석과 마찬가지로 석탄 가격도 급락했다. 이 영향으로 업체들의 60% 이상이 적자에 빠졌다. 기업들은 수익성 개선을 위해 자산을 매각하고 감산을 하고 있다. 특히, 중국과 북미 지역을 중심으로 구조조정이 이뤄지고 있다. 중국 정부는 2016-17년 기간 중 석탄능력 3.6억톤(발전용 석탄 포함) 축소 계획을 발표했다. 미국에서는 가격 경쟁력이 취약한 업체들이 탄광을 폐쇄하거나 사업을 축소하고 있다.

중국과 미국을 중심으로 구조조정 활발하게 진행 중

지난 2월 중국 국무원은 석탄산업 과잉 생산 구조개혁과 발전방안을 통해 3-5년내에 생산능력과 생산량을 각각 5억톤씩 감산하는 방안을 발표했다. 1)소규모 영세 탄광 퇴출, 2)대형 탄광의 인수합병 지원, 3)연산 3만톤 이하 또는 안전기준 미충족 등 소규모 석탄기업의 퇴출, 4)2018년까지 신규 탄광 허가를 강력히 금지할 계획이다.

미국에서도 내수 및 수출 감소 영향으로 가격 경쟁력이 취약한 업체들이 파산보호를 신청하는 횟수가 증가하고 있다. 영국에서도 원료탄 사업을 우선적으로 매각하는 사례가 늘고 있다.

참고로 유일하게 감산에 소극적인 기업은 강점탄 해상 물동량의 40%를 차지하고 있는 BHP 빌리턴이다.

표 3. 석탄업계 구조조정 추진 현황과 계획: 경쟁력이 취약한 업체들 중심으로 감산 진행 중

국가	구조조정 전략	주요 내용
중국	과잉능력 축소(노후탄광 폐쇄)	2016-17년 중 석탄 생산능력 3.6억톤 축소 계획. 현재 국무원 승인 대기 중
허베이성	소형 탄광 폐쇄	금년 중 300천 톤 이하 소형광산 70개 추가 폐쇄 계획
산둥성	생산능력 감축	2020년까지 총 생산능력을 172백만 톤에서 129백만 톤으로 감축, 이후 추가 삭감 예정
충칭시	탄광 폐쇄	2016~17년 중 510개 탄광을 폐쇄하여 생산능력 34.5백만 톤 감축
안후이성	생산능력 감축	2016~20년 중 생산능력 20백만 톤 감축 (170 → 150백만 톤)
미국	파산보호(Chapter11) 신청 확대	Walter Energy ('15.7월), Alpha Natural Resources('15.8월)에 이어 Arch Coal과 Peabody Energy의 파산보호 신청 가능성
Cliffs(미국)	사업 축소	석탄 자산 매각(\$268백만), 철광석 집중
Anglo(영국)	석탄, 철광석 광산 매각	2015년 \$5.6십억 대규모 손실 발생 및 부채비율 급증으로 다이아몬드, 백금, 구리 외 석탄, 철광석 등 여타 사업부 청산 결정 원료탄 사업은 최우선 매각 대상: Dawson (생산 5.1백만 톤) 및 Foxleigh (PCI탄 2.9 백만 톤) 탄광 등

자료: 포스코경영연구원

원료탄 가격 점진적 상승 전망

중국에서 강력한 구조조정을 시행 중이고, 그 외의 국가에서는 수익성 악화로 감산 효과로 향후 원료탄 가격은 점진적으로 상승할 전망이다. 원료탄 가격은 톤당 2016년 84달러, 2017년 91달러, 2018년 96달러를 예상한다.

그림 8. 원료탄 가격: 구조조정 효과로 완만하게 상승할 전망

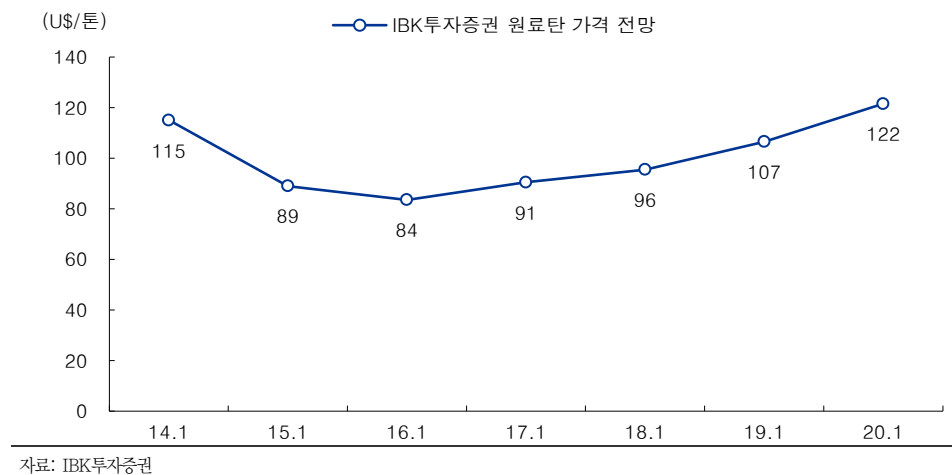
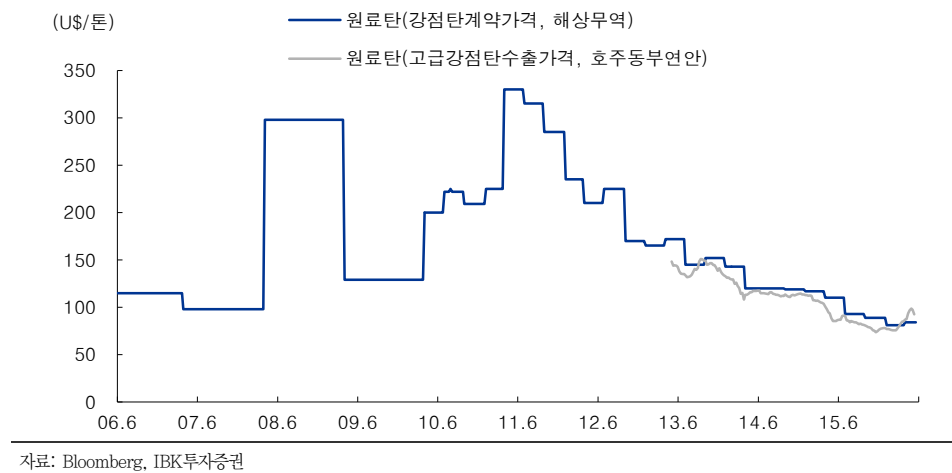


그림 9. 최근 10년간 원료탄 가격 추이: 가격 바닥찍고 안정적으로 상승 예상



철스크랩 가격: 이용할 수 있는 물량 증가로 안정화될 전망

철스크랩 최근 현황

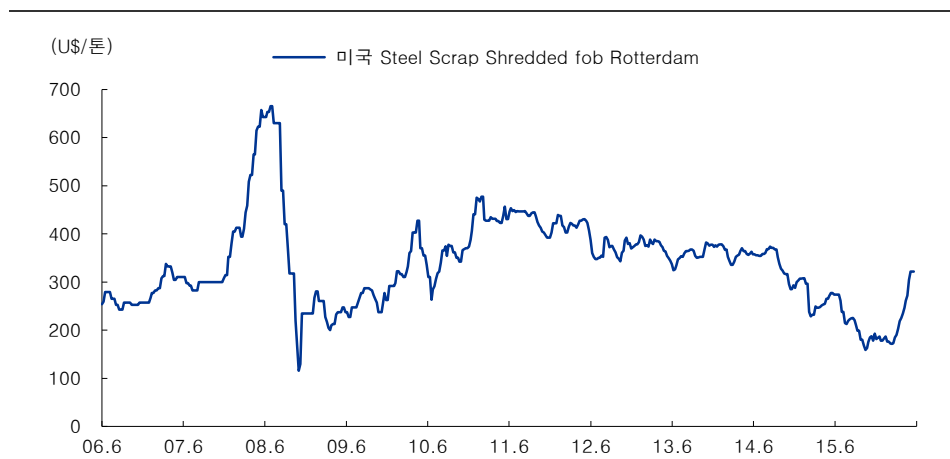
2015년 12월부터 상승했던 철스크랩 가격이 주춤할 전망이다. 계절적으로 철스크랩 비수기에 진입하기 때문이다. 철스크랩 수요는 통상적으로 4월이 피크를 치고 7-8월에 걸친 보수 및 전력 피크타임 영향으로 8월까지 감소한다.

제강사는 철스크랩 구입 가격을 인하하고 있다. 철스크랩 업체들은 제강사들이 재고를 타이트하게 가져가기 때문에 가격 인하에 한계가 있을 것으로 전망한다. 철스크랩 가격이 급락한다면 시중 물동량이 감소하게 되고 공급이 부족하면서 구매 가격이 상승한다는 점을 감안할 때 급격한 인하를 유도하지는 않을 전망이다.

가격 안정화될 전망

장기적으로 철스크랩 가격은 안정화될 전망이다. 철스크랩을 이용할 수 있는 물량이 증가할 것이기 때문이다. 주요 철강 소비국인 중국에서의 철축적량이 증가하고 있다. 중국에서 회수율을 60%로 가정할 때, 노폐 철스크랩은 2020년에 128만톤, 2025년에는 192만톤까지 발생할 것으로 전망된다. 2018년부터 중국은 철스크랩 순수출국으로 전환될 가능성이 있다.

그림 10. 최근 10년간 철스크랩 가격 추이: 급등했던 가격 조정 국면



자료: Bloomberg, IBK투자증권

철강재 가격: 원재료 가격 전가로 상승할 전망

업체들의 철강재 가격
의지 확고

원재료 가격 상승분을 반영해 국내 철강사들이 가격을 인상을 시도하고 있다. 2015년 12월부터 상승했던 철강재 가격이 최근 반락했음에도 불구하고 그 동안 올랐던 인상분을 고객사와 협상가에 반영하지 못했기 때문이다.

중국 업체들의
인상으로부터 시작됨

가격 인상은 중국 업체들이 주도했다. 향후 중국 업체들의 가격 인상은 지속할 것으로 전망한다. 1)중국 기업들의 수익성이 악화되어 방어할 필요가 있다. 2)환경문제로 원가 상승 압력이 높고, 친환경 원재료를 써야한다면 가격 부담이 더 커질 수 밖에 없다.

주요 수익원은 프리미엄
제품으로 고객사와 협상을
통해 진행되므로 시차 발생

중국 내수가격과 국내 유통가격 차트를 그려보았다. 우리가 알아낸 특징은 중국 내수 가격이 국내 유통가격에 반영되는 시차는 약 1-2달 사이였다는 점과 냉연의 민감도가 열연 대비 낮았다는 점이다.

그림 11. 열연 가격: 중국 내수가격이 우리나라 유통가격에 영향을 미치는 시간차 크지 않았음



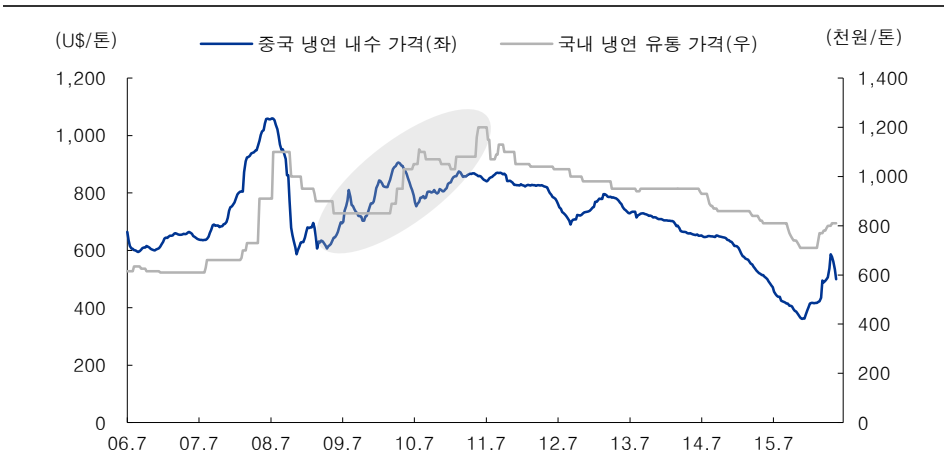
자료: : Bloomberg, 스틸데일리, IBK투자증권

주목할 점은 프리미엄
제품으로 고객사와 협상을
통해 진행되므로 민감도가
낮음

주목할 점은 프리미엄 제품 가격이다. 철강사의 주요 수익원이기 때문이다. 프리미엄 제품의 대부분을 차지하는 자동차 강판의 경우 유통향이 거의 없을 뿐만 아니라 고객사와 협상을 통해 진행되므로 즉각적으로 가격에 반영되지 않는다. 예를 들어, 신차가 출시되면 새로운 투자가 필요하고, 원재료 가격이 상승하는 국면에서는 강판 가격 인상을 할 수가 있게 된다.

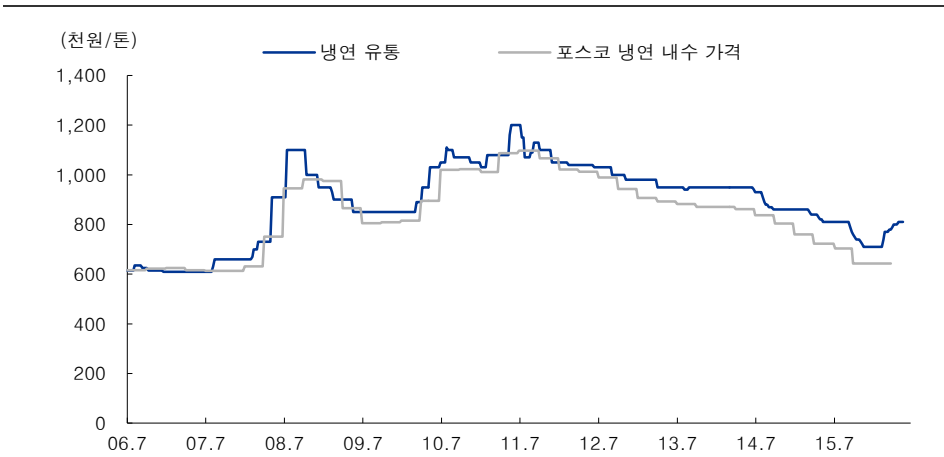
아래 그래프에서, 미국발 금융위기 이후를 제외하고 2009년 3월 13일부터 2010년 5월 14일까지 중국 냉연가격이 상승했는데, 우리나라에서 2009년 6월부터 보합을 보였던 냉연가격은 10월 16일부터 상승해 2011년 6월 3일에 피크를 찍었다. 우리나라 냉연가격은 중국의 영향을 받았고 추세적인 방향성이 중요했다는 점을 알 수 있었다.

그림 12. 냉연 가격: 냉연가격 민감도 열연대비 낮았음



자료: Bloomberg, 스틸데일리, IBK투자증권

그림 13. 국내 냉연 유통 가격과 포스코 냉연 내수 가격: 유통가격 고객사와 협상가에 반영될 전망



자료: 스틸데일리, IBK투자증권

Ⅲ. 수급 전망

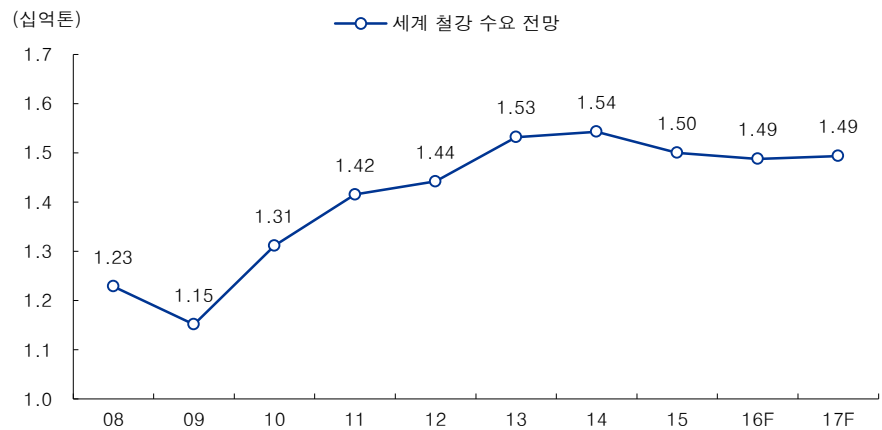
세계 철강수요 전망치 하향 조정: 2015년에 이어 2016년에도 감소 전망

전세계 철강수요 기존
전망치 대비 하향 조정됨

세계철강협회에서 지난 4월 발표한 2016-17년 철강수요는 기존 전망 대비 낮아졌다. 2016년 철강 수요는 14.88억톤으로 전년 대비 0.8% 감소하고, 2017년에는 0.4% 증가한 14.94억톤이 예상된다.

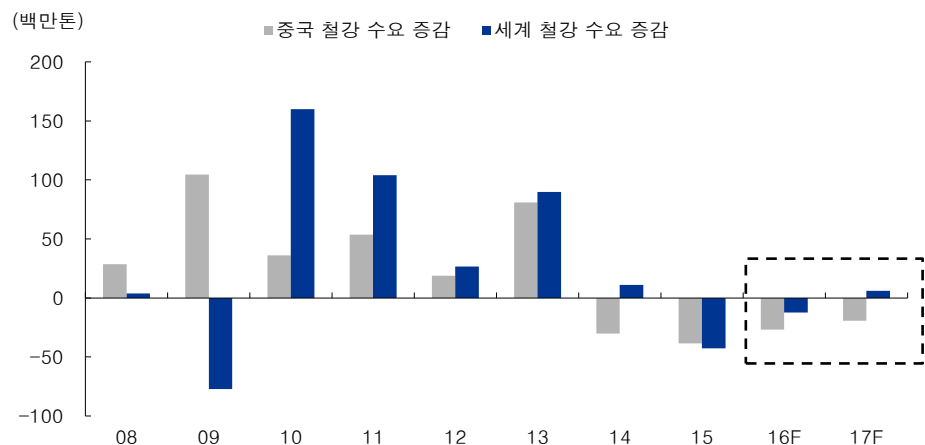
전망치가 낮아진 이유는 전세계의 45%를 차지하는 중국 수요 둔화가 예상보다 크다는 점이다. 중국 철강수요는 2016-17년 6.45억톤, 6.26억톤으로 전년 대비 각각 4%, 3% 감소할 전망이다. 나머지 국가들의 예상치도 하향 조정되었다.

그림 14. 전세계 철강 수요 전망: 수요 둔화폭 기존 예상대비 큼



자료: 세계철강협회

그림 15. 중국 수요 둔화가 세계 철강 수요 둔화를 이끌고 있음



자료: 세계철강협회

국내 수요도 16년
2분기부터 17년 2분기까지
정체될 전망

국내 수요도 전년과 유사한 수준으로 정체될 전망이다. 포스코경영연구원의 2016년 2분기-2017년 2분기까지 철강 수급 전망에 따르면 2016년 내수는 건설을 제외한 자동차, 조선, 가전 등의 전방산업 성장이 부진한 점에 근거한다.

표 4. 철강 수급 전망: 2016년 내수 정체, 수출 +2.4% 증가, 생산 +1.3% 증가, 수입 2% 감소할 전망

(천톤,%)	2014년	2015년	2016년	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17
내수	55,521 7.3	55,800 0.5	55,763 -0.1	13,183 0.9	14,560 1.4	13,970 -0.9	14,050 -1.6	13,180 0.0	14,390 -1.2
수출	32,257 10.5	31,551 -2.2	32,295 2.4	7,645 -2.8	8,255 6.3	8,155 4.4	8,240 1.7	7,985 4.4	8,410 1.9
생산	74,109 7.2	74,119 0.0	75,085 1.3	17,555 -0.9	19,550 3.7	18,770 2.0	19,210 0.3	18,100 3.1	19,655 0.5
수입	13,669 15.8	13,233 -3.2	12,973 -2.0	3,273 1.9	3,265 -0.3	3,355 -4.5	3,080 -4.7	3,063 -6.4	3,145 -3.7
반제품포함	22,749 17.3	22,057 -3.0	21,902 -0.7	5,742 3.4	5,320 1.0	5,550 -3.1	5,290 -3.9	5,495 -4.3	5,140 -3.4

자료: 포스코경영연구원

전방산업별로 살펴보면, 2016년 자동차 생산은 전년 대비 소폭 감소한 453만대를 예상한다. 내수는 미약하게나마 증가하는데, 수출이 부진할 전망이다. 조선은 건조량은 6.8% 증가하나 신규 수주가 부진해 장기적으로 침체 국면일 것이다. 건설투자는 전년 대비 2.2% 증가한 211조원을 기록할 것이다. 가전은 스포츠 특수에도 불구하고 수출 경쟁력 저하로 감소할 전망이다.

표 5. 수요산업 전망: 건설을 제외한 자동차, 조선, 가전 부진할 전망

수요산업 전망	2014년	2015년	2016년	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17
자동차생산 (천대)	4,525 0.1	4,566 0.7	4,526 -0.7	1,069 -3.6	1,248 2.8	994 -2.9	1,216 0.4	1,086 1.6	1,259 0.9
조선건조량 (백만GT)	22.1 -10.7	23.9 8.2	25.5 6.8	7.2 15.0	6.2 -3.0	6.2 -3.8	5.9 23.6	6.5 -9.8	6.3 0.8
건설투자 (조원)	198.5 1.1	206.2 3.9	210.7 2.2	41.0 3.2	56.2 3.0	55.8 1.7	57.7 1.1	41.5 1.0	56.9 1.4
가전생산 ('10=100)	63.3 6.0	47.5 -24.9	43.6 -8.2	37.6 -18.6	45.0 -10.8	47.0 -1.9	45.0 -1.4	42.0 11.8	50.0 11.1

자료: 포스코경영연구원

수요 전망이 낮아져 공급측면에서 개선이 더 절실한 상황

공급과잉 해소가 더욱
절실한 상황

철강 수요 전망치가 낮아지고 있어 세계적으로 공급과잉 해소가 더욱 절실한 상황이 되어 버렸다.

주요국 논의 시도했으나
해결점 찾지 못함

지난 4월 18~19일 2일 동안 주요 철강 생산국 대표는 벨기에 브뤼셀에서 철강 공급과잉과 구조조정을 주제로 회의를 열었다. 첫날은 철강분야 고위급 회담, 두번째날은 철강위원회 회의가 열렸다.

4월 18일 고위급 회담의 주요 내용은 1)글로벌 철강 시장, 생산능력, 무역이슈에 대해 점검하고 철강 구조조정 관련해서 정부의 역할을 논의했다. 중국을 제외한 국가들은 시장 왜곡적인 중국 정부의 지원을 문제삼았다. 중국은 대량실업(30만명) 발생 우려에도 불구하고 2020년까지 1.5억톤의 생산능력 감축의 의지를 보였음에도 불구하고 중국을 제외한 OECD 주요국들이 참여하는 별도의 성명서에 합의했다.

표 6. 철강 분야 고위급 회담 주요 내용

〈 성명서 요지 (합의내용) 〉	
▪ 과잉설비 해소를 위한 정책방안을 모색하고 철강정책과 산업발전의 투명성 제고를 위한 글로벌 차원의 대화 지속	
▪ 경제성없는 설비에 대한 보조금 지원 금지, 설비확대 조장 정책 지양, 설비 폐쇄에 따른 고용에 미치는 부정적 영향을 최소화하기 위한 정책 모색	
▪ 조강생산 모니터링, 과잉설비 해소와 구조조정 촉진 정책 공유, 구조조정 촉진 가이드라인 개발, 수출금융기관 모니터링, 장기 수급전망 기법 개발	
▪ 구조조정을 위한 기술적 지원방안 개발, 국제기구·기관들과 협력 강화	

자료: OECD

4월 19일 철강위원회의 주요 논의 내용은 다음과 같다. 1)다른 산업(농업, 조선)의 정부지원 모니터링 등의 활동 사례를 발표함으로써 철강산업이 벤치마킹 할 수 있는 가능성에 대해 논의했다. 2)2017-18년 향후 중점 사업에서 공급과잉 및 구조조정 논의 체계를 구축하고 정부지원 모니터링이 주요한 사업으로 제시되었다. 3)철강산업 집중도 등 분석 내용 발표를 통해 철강산업 지원 정책을 추진시 현재와 같은 구조조정과 일자리 감소 등이 되풀이 될 수 있다는 리스크를 강조했다. 4)철강 고위급 회의 후속조치 관련해서 논의가 필요하다고 했다. 정부의 개입없이 민간 투자와 혁신을 통해 친환경 경적으로 진전되는 것이 중요하다고 강조했다.

세계적으로 구조조정이 더욱 활발하게 진행되고 있음

공급사이드 구조조정 영향
더욱 커질 전망

이에 따라 향후 수급 개선에 있어 구조조정 영향이 더욱 커질 전망이다. 중국뿐만 다른 국가도 구조조정에 적극적이다.

일본 구조조정 가속화

일본의 1위 업체인 신일철주금(NSSMC)는 지난 2월 일신제강을 인수하기로 결정해 2017년 3월까지 자회사화를 완료할 계획이다. 상호 지분을 보유하고 있고, 사업측면에서 열연을 공급하고 있어 우호적인 협력관계를 맺고 있었다. 슬래브 공급 이외에도 기술 및 기자재 조달 등의 분야에서 사업 협력을 확대할 목적이다. 인수 후에는 일본 고로업계는 신일철주금, JFE, 고베제강의 2강 1중 체제로 집약된다.

우리나라에서도 구조조정
추진 중

우리나라 정부도 경기민감업종 및 한계기업 문제를 해결하기 위해 15년 하반기부터 적극적으로 구조조정을 추진중이다. 조선과 해운업종과 달리 철강사들은 자발적으로 사업을 대형화, 전문화하고 있고 감산에도 적극적이다.

표 7. 우리나라 철강산업 구조조정 추진 현황

유형	업체명	주요내용
대형화	현대제철	동부특수강(15년 2월), SPP울촌(15년 6월), 하이스코(15년 7월) 인수 특수강 당진공장(100만톤) 신규 투자(16년 4월)
	동국제강	유니온스틸(냉연, 도금, 칼라강판) 합병(15년 1월)
전문화	세아베스틸	포스코특수강 인수(15년 3월)
감산	포스코	광양 전기로(180만톤) 가동 중단(15년 3월)
	현대제철	포항 전기로(철근라인 75만톤) 폐쇄(15년 11월)
	동부제철	당진 전기로(300만톤) 가동 중단(14년 12월)
	동국제강	후판 1공장(100만톤, 12년 5월), 2공장(190만톤, 15년 8월) 폐쇄

자료: 금융위원회, 각 사

지난 3월 중국 양회에서
공급사이드 구조조정
가시화될 전망

지난 3월 양회에서 발표했듯이 중국 정부는 공급사이드 구조조정을 의지를 보여주고 있다. 특징적인 점은 석탄과 철강 부문 등 과잉설비 해소를 위해 연간 1,000억위안(약 18조원)의 산업구조조정기금을 조성했다는 점에 한층 더 발전된 방안이라는 점이다.

표 8. 2016년 전인대 '정부업무보고서'에서 제시한 정책 목표 (철강산업 관련)

주요 목표	내용
공급사이드 개혁, 구조조정	①행정제도 간소화, ②산업혁신 강화 ③ 낙후설비 폐쇄: 관련해서 철강, 석탄을 언급. 신규중설 억제와 좀비기업 청산 강조. 고용안정기금 제시 ④소비재와 서비스 공급확대, ⑤국유기업개혁, ⑥독점산업 개방 등
2016년 8대 정책임무	①안정적인 성장세 유지 ② 공급사이드 개혁과 신규 성장축 육성 ③내수경제 육성, ④농업 현대화 ⑤대외개방 정책 지속(일대일로/서비스 개방) ⑥녹색경제/환경, ⑦민생개선과 사회보장 강화, ⑧정부쇄신과 행정력 강화

자료: IBK투자증권

중국 업체들 구조조정
세부 계획 제시

중앙정부의 강력한 의지를 반영해 지방정부가 공급과잉 해소를 위한 세부적인 계획을 속속 발표하고 있다. 세계 3위 철강사인 허베이철강은 2017년까지 제강 생산능력을 502만톤 감축하고 제철설비는 향후 2년간 260만톤 줄이기로 했다. 중국 최대 철강 생산지역인 허베이성 장칭위에 성장은 올해 성내에서 제철 1천만톤, 제강 800만톤 생산을 감축할 것이라고 밝혔고, 향후 5년간 철강 생산을 2억톤으로 제한하고 철강기업 60%를 폐업하거나 구조조정하겠다는 계획을 내놓았다.

IV. 중국이 구조조정을 해야하는 이유

환경오염으로 잃는 경제적 손실이 큼

정치적인 이슈가 큰
산업으로 정부의 의지가
중요

중국의 구조조정이 필요한 상황에서 중국 정부의 구조조정 의지가 중요하다. 우리는 중국이 구조조정을 할 수 밖에 없는 이유를 정부의 정책적인 측면에서 찾아보았다.

무엇보다 철강업은 국가 성장기에 정부가 육성하고자 하는 산업으로 정책 영향을 많이 받는다. 초기 투자비용이 많이 들고 기술 진입장벽이 높아 정부가 기업들에게 혜택을 주는 경우가 많다. 반대로 쇠퇴기에는 자연도태시키기도 하나 정부의 적극적인 개입이 필요했다.

과거 선진국 사례를 살펴보면, 철강 경기가 부진해 공급과잉이 심화되었을 때 정부는 구조조정을 단행했다. 1970년대 오일쇼크 이후 선진국을 중심으로 철강 수요가 둔화되자 미국은 시장 주도로 구조조정을 추진했다. 1990년대에 미국에서는 14개의 고로사 중에서 11개가 파산했고, 유에스스틸과 뉴코어 중심으로 재편되었다. 유럽은 유럽석탄철강 공동체를 중심으로 적극적으로 개입해 과잉설비를 해소했다. 유럽에서는 보조금 지급을 금지하면서 업체간 통폐합이 진행되었다. 글로벌 1위 철강사인 아르셀로미탈이 탄생한 것이다. 산업이 과점화되었고 상위업체들이 공급조절을 할 수 있게 되었다.

중국 정부도 구조조정을
할 수 밖에 없을 것

문제는 중국으로 2014년부터 성숙기에 접어들었고 공급과잉의 근원지가 되어버렸다. 향후 중국정부는 공급과잉 해소에 적극적일 것이다. 그 이유는 두 가지이다. 1)환경오염이 심각하다. 2)시장 경제국 지위를 얻기 원하기 때문이다.

1)환경규제를 강화할 전망

전통 에너지 소비산업이 친환경으로 바뀌면서 공급과잉 및 환경오염 산업 구조조정이 촉진될 것이다. 그 동안 중국은 압축성장을 위해 환경 문제를 등한시했다. 세계 1위의 탄소배출국이 되었고, 환경오염에 따른 경제적 손실이 GDP의 5% 이상으로 알려졌다. 2014년 기준 공해 유발성 과잉생산 퇴출 기업 리스트에 전통제조업이 15개 업종으로 1,181개의 기업이 포함되었다.

표 9. 중국 공해 유발성 과잉생산 퇴출 대상 업종 및 기업 수

산업	시멘트	제지	합금주철	염색	코크스	제철	동제련	카바이드	납축전지	제강	피혁	평판유리	납 제련	전해 알루미늄	화학섬유
기업수	381	221	164	107	44	44	43	40	39	30	27	18	12	7	4

자료: 중국 공업정보화부, 2014

중국 정부는 2015년 1월 신환경보호법을 개편했고, 위반을 강력하게 단속한다고 밝혔다. 12월에는 미국, 유럽연합과 기후변화 관련 정상 공동성명을 발표하는 등 글로벌 환경문제 해결에 적극적인 모습을 보였다. 13.5규획(2016-2020)에서도 환경보호 산업과, 신재생에너지, 신에너지자동차 개발을 적극적으로 지원할 계획을 밝혔다.

2015년 기준 중국 70%의 철강사가 신환경보호법 기준을 충족하지 못하고 있다. 향후 환경비용은 톤당 200위안 이상 추가될 것으로 예상된다. 또한 원재료의 친환경화로 원료가격 상승 부담도 있다.

표 10. 중국 13.5 기간의 7대 목표와 주요 내용

목표	주요내용
① 중고속 성장 유지	연평균 GDP 성장률 6.5% 이상 유지 균형·포용·지속가능 발전을 기초로 2020년 GDP와 도시·농촌 주민소득 2010년의 두 배 달성 주요경제지표의 균형, 투자와 기업효율 제고, 공업화·정보화 융합발전, 농업현대화, 중첨단 산업 수준 도달, 선진 제조업 발전 가속화, 신산업·산업태 발전, 서비스업 비중 제고
② 혁신주도 발전	창업 및 혁신의 연계발전을 통한 전체 요소생산성 제고 과학기술의 접목을 통한 요소생산성 제고, 중점영역과 관련된 핵심기술 혁신, 자주혁신역량의 전면적 강화를 통한 혁신형 국가와 인재강국 반열 진입
③ 균형발전 강화	소비의 경제성장률 기여도 지속적 제고, 투자 및 기업효율 제고 도시화 개선, 호적인구 도시화를 제고 지역 균형발전의 새로운 프레임 형성, 발전공간 최적화 대외개방 확대, 수출입구조 최적화, 국제수지 균형 유지
④ 민생 수준 제고	공공서비스취업, 교육, 문화, 사회보장, 의료, 주택) 완비 교육 현대화, 생산가능인구의 교육 연한 증대 충분한 일자리 공급, 소득격차 축소, 중산층 인구 비중 제고 표준 이하 농촌 빈곤인구의 탈빈곤 실현, 빈곤 현(縣) 전부 해소, 지역적 빈곤 해결
⑤ 국민소양 함양 및 사회문명 수준 제고	‘중국의 꿈(中國夢)’과 사회주의 핵심 가치관 함양, 애국주의·집체주의·사회주의 사상 함양, 상호 부조·상호 신뢰의식 함양, 도덕·과학문화·건강한 소양 제고, 법치주의 제고 공공문화 서비스체계 기본 건설, 문화산업의 국민지주 산업화 중화 문화 영향력 지속 확대
⑥ 생태환경 총체적 개선	생산방식과 생활방식의 녹색·저탄소 수준 제고 에너지 자원 개발·이용효율 대폭 제고, 에너지 및 자원 소모·건설용지·탄소배출량 총량 효율적 통제, 주요 오염물질 배출량 감축 주체공능구 분포와 생태안전 보호망 기본 형성
⑦ 제도의 성숙화·정형화	국가 거버넌스의 현대화 능력, 각 영역의 기본 제도 및 시스템 정비 인민민주 완비, 법치정부, 사법 공신력 제고 철저한 인권 보장, 실질적 재산권 보호 개방형 경제의 신체제 기본 형성 중국 특색의 현대적 군사체계 완비 당 건설의 제도화 수준 제고

자료: IBK투자증권

세계시장경제지위 획득

2)시장경제지위를 얻기
위함

두번째로 중국은 시장경제지위를 얻기위해 구조조정을 할 수 밖에 없을 것이다. 미국과 유럽 등 주요국들이 중국의 시장경제지위(Market Economy Status) 부여에 대해 반대하면서 논란이 일고 있다.

중국은 2001년 세계무역기구(WTO)에 가입했는데, 비시장경제국지위(Non-MES)를 최장 15년간 유지하기로 한 조건에 합의했고, 올해가 15년째가 되는 해로 중국 MES 부여 관련 이슈가 부각되고 있는 것이다. 중국은 Non-MES 유지가 만료되어 WTO 회원국들이 중국에 MES를 자동적으로 부여해야 한다고 주장하고, 미국과 유럽 등은 WTO 가입의정서 내용이 MES의 자동부여를 의미하는 것이 아니라고 주장한다. 중국 정부의 시장 개입이 지속되고 있다는 점 때문이다.

각국은 중국 정부의 시장 개입 예로 철강산업을 꼽는다. 미국철강협회와 유럽철강협회를 중심으로 여론조성 활동을 펼치고 있다. 2015년 11월 미국과 유럽 등 9개 철강협회는 성명서를 통해 중국 정부가 지속적으로 중국 경제 및 철강산업에 막대한 자원을 제공하고 있다며 MES 부여에 대해 강경하게 반대입장을 표명했다. 북미 철강사 보고서에 따르면 중국에 MES 부여시 북미 철강생산량 320억달러, 후생 430~690억달러, 일자리 40~60만명 감소를 추정했다.

참고로, 시장경제국지위(MES)란 국제무역에서 쓰이는 용어로 정부의 인위적인 개입없이 시장이 결정하는 경제체제를 갖추고 있다고 인정하는 국가에게 부여하는 지위를 의미한다. 예를 들어, 한 국가가 시장경제국지위를 인정받지 못한 국가가 수출하는 제품에 대해 반덤핑으로 소송을 할 경우 제 3국의 내수 가격을 기준으로 덤핑을 판단하기 때문에 높은 반덤핑 관세율을 부과하면서 자국의 산업을 보호하게 된다. 결국 비시장경제국은 무역에서 불이익을 당할 수 밖에 없다.

이와 같은 주요국 움직임이 지속될 경우, 중국은 가장 논란이 되고 있는 중국 철강산업에 대한 구조조정을 할 수 밖에 없을 것이다.

미국과 유럽이 중국에
MES를 부여한다면?

우리는 향후 중국에게 주요 WTO 가입국들이 MES를 부여한다면, 우리나라에 미치는 영향을 분석해 보았다.

예를 들어, 미국과 유럽이 중국에 MES를 부여한다면, 지금까지와 달리 중국산 철강재에 대해 반덤핑 관세를 높게 책정할 수 없을 것이다. 이렇게 된다면 미국내에서 높은 중국산 반덤핑관세율 덕분에 혜택을 누리던 우리나라의 수출 경쟁력이 약화될 것이다. 중국산에 대응해 가격을 인하하지 않으면 판매량이 감소할 수 있다. 결국 그 국가에서 수익성은 하락할 수 밖에 없을 것이다.

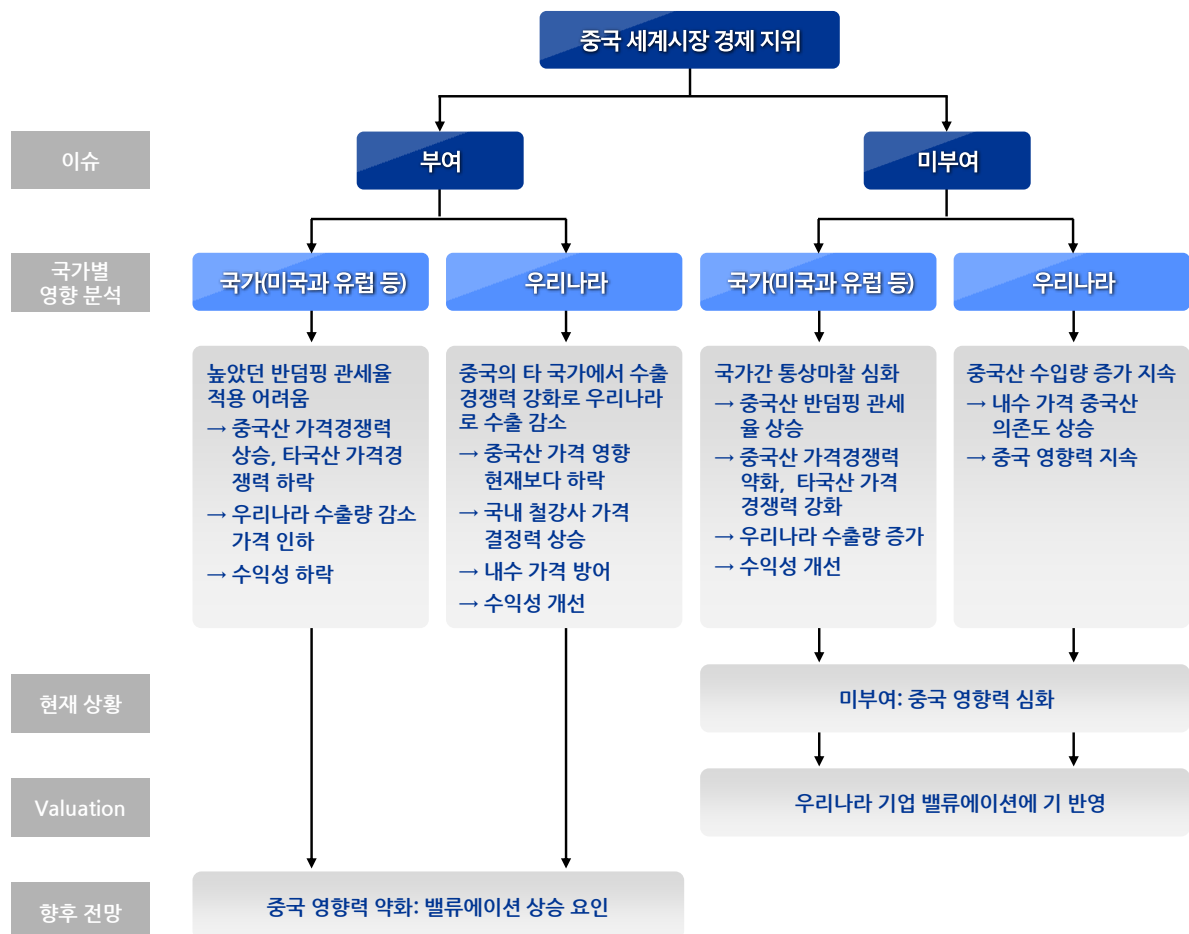
반면, 우리나라에서는 수익성이 개선될 수 있다. 그 동안 우리나라로 수출량을 늘렸던 중국이 다른 국가로 수출을 늘리게 되면서 우리나라의 중국산 수입이 감소할 것이다. 중국산 가격 영향력이 약화되면서 국내 철강사의 내수 가격 결정력이 강해질 것이다. 내수 비중이 50%인 포스코의 내수 가격 상승으로 수익성이 개선될 전망이다.

중국에 MES를 부여하지 않는다면?

중국에 MES를 부여하지 않는다면, 국제 무역 마찰이 심화되면서 각 국가는 중국산 반덤핑 관세율을 높일 것이고, 중국산 가격경쟁력은 약화되고 타국산 가격경쟁력은 강화될 것이다. 중국은 그 국가로 수출을 줄일 수 밖에 없게 되고, 관세율이 낮은 우리나라로 수출이 증가할 것이다. 우리나라는 2005년에 이미 중국에 MES를 부여한 상황으로 강한 대응책을 내놓기가 어렵다. 국내 내수 가격 결정이 중국산에 휘둘릴 수 밖에 없어질 것이다.

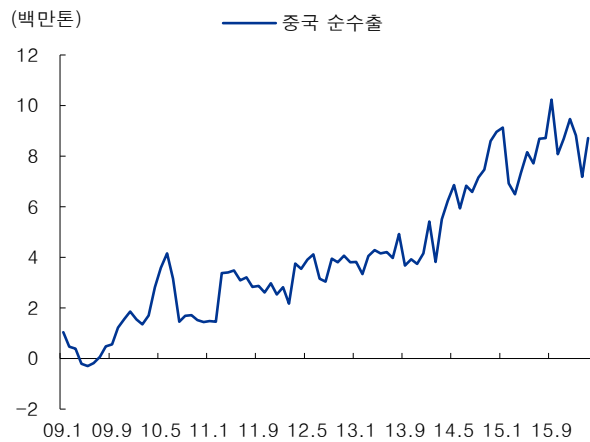
결론적으로 두 경우 모두 우리나라 철강사들에 미치는 영향은 긍정과 부정적인 요인이 있다. 기타 산업과 마찬가지로 내수에서 수익성이 양호하다는 점을 감안할 때, 수익 규모 측면에서는 국내 철강사들의 환경이 더 이상 나빠질 수 없다. 이미 중국은 우리나라로 수출량을 지속적으로 늘리고 있으며, 우리나라는 중국에 의존도가 더욱 높아졌기 때문이다. 이는 국내 철강사 밸류에이션에 이미 반영되었다고 판단된다.

그림 16. 중국에 시장경제지위를 부여했을때와 아닐 경우 우리나라에 미치는 영향 분석



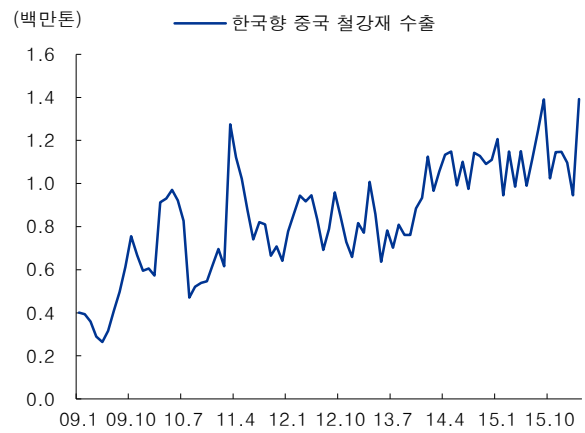
자료: IBK투자증권

그림 17. 중국 철강재 순수출 추이: 지속 증가하고 있음



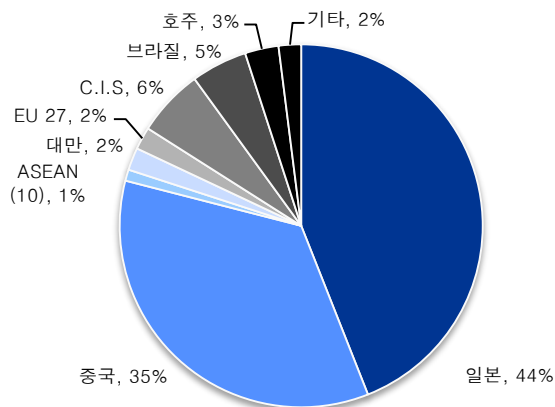
자료: CEIC, IBK투자증권

그림 18. 중국 한국향 수출 추이: 1등 수출국으로 가장 피해를 봄



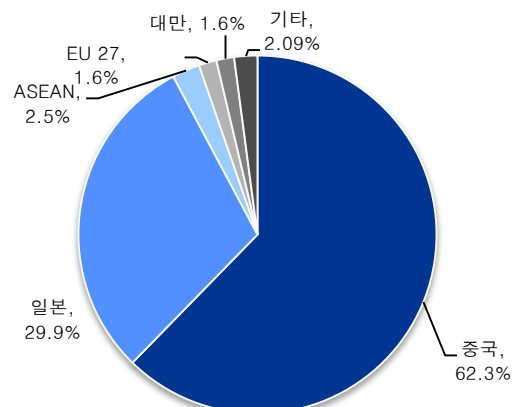
자료: CEIC, IBK투자증권

그림 19. 우리나라 국가별 철강재 수입 비중 (2010년)



자료: 한국철강협회

그림 20. 우리나라 국가별 철강재 수입 비중 (2015년)



자료: 한국철강협회

V. Valuation: 우리나라 철강사 밸류에이션 정상화될 전망

중국 공급과잉의 최대 피해국은 우리나라로 밸류에이션은 과도하게 하락

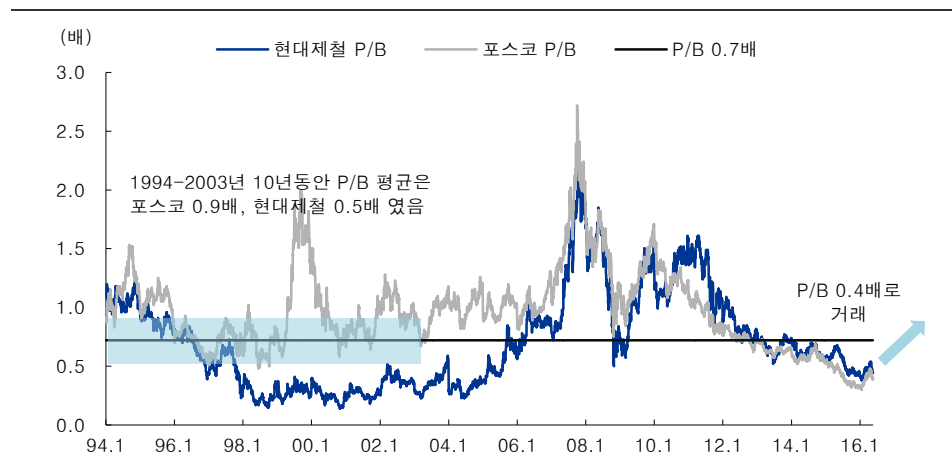
최대 피해국은 우리나라로
밸류에이션에 기반영됨

중국발 공급과잉의 최대 피해임을 반영해 포스코와 현대제철의 P/B 밸류에이션이 0.4배까지 하락했다. 이는 중국 공급과잉으로 수출이 증가하고 있으며, 한국이 1등 수출국으로 가장 피해를 주고 있다는 점을 반영하고 있다. 지난 3월 데이터에서도 마찬가지로 그 추세는 이어지고 있다. 우리나라의 중국 수입량도 여전히 높은 수준을 유지하고 있다.

향후 중국은 공급과잉을 해소할 수 밖에 없으며, 그 효과는 우리나라 기업들에게 가장 클 것이다. 포스코와 현대제철의 밸류에이션은 정상화되어야 한다고 판단한다. 우리가 목표하는 포스코와 현대제철의 P/B는 0.6배이다.

개선될 업황을 반영해
가장 피해를 본 국내
기업들 밸류에이션
정상화될 전망

그림 21. 밸류에이션 정상화될 전망: 이미 중국발 공급과잉은 밸류에이션에 기반영



자료: Quantiwise, IBK투자증권

수익성 대비 밸류에이션
저평가

글로벌 철강사와 비교했을 때, 국내 업체의 수익성은 일본 신일본제철과 중국 바오산 철강의 중간에 위치해 있는데, 우리나라 기업의 밸류에이션은 두 기업 대비 낮다. 영업이익률은 포스코 별도 10.1%, 현대제철 8.5%로 신일본제철 3.2% 대비 높다. 바오산의 ROE와 영업이익률은 각각 4.3%, 4.4%으로 우리보다 낮음에도 불구하고 밸류에이션은 0.7배로 높은 상황이다.

표 11. 각국의 선두 철강사들의 P/B 밸류에이션과 수익성 비교

2016년	현재 P/B(배)	ROE(%)	영업이익률(%)
NSSMC	0.7	4.8	3.2
현대제철	0.4	5.2	8.5
포스코(별도)	0.4		10.1
포스코(연결)	0.4	3.4	5.0
바오산	0.7	4.3	4.4
아르셀로미탈	0.4	-1.2	3.5
유에스스틸	1.0	-18	-1.2

자료: IBK투자증권

세계 철강사와 성장성, 수익성, 안정성 비교시 저평가

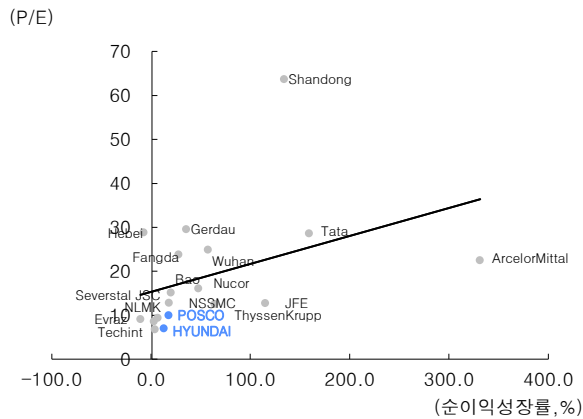
주요 지표 비교했을 때
우리나라 철강사 저평가됨

조강 생산량 기준 상위 철강사의 성장성, 수익성, 안정성을 점검했다. 결론적으로 주요 지표 비교시 국내 철강사의 주가는 저평가되었다고 판단한다. 비교 철강사들은 2014년 세계철강협회가 발표한 조강생산량 기준으로 세계 30위권으로 제한했다. 중국은 작년 상반기까지 철강산업을 육성했다는 점을 감안해 중국을 포함한 경우와 그렇지 않은 경우를 비교했다.

성장성: P/E와 순이익
성장률

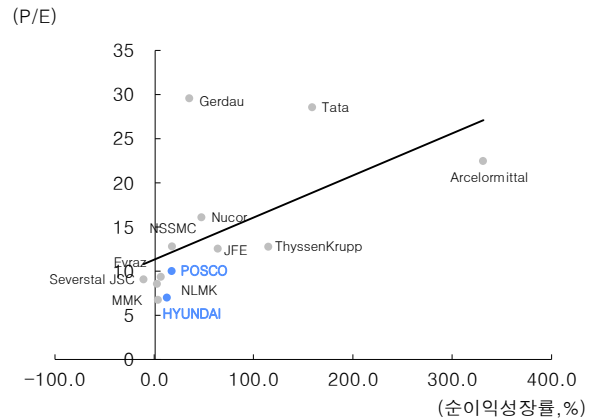
성장성 지표 중에 P/E와 순이익 성장률 차트를 그려보았다. 순이익 성장률을 비교한 이유는 최근 2-3년동안 자산평가손실 등 일회성 비용이 손실의 주범이었던 점을 고려하면 향후 개선 가능성을 점검하기 위함이다.

그림 22. P/E와 순이익 성장률(중국 포함) 비교시 저평가 (2017년)



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 23. P/E와 순이익 성장률(중국 제외) 비교시 저평가 (2017년)

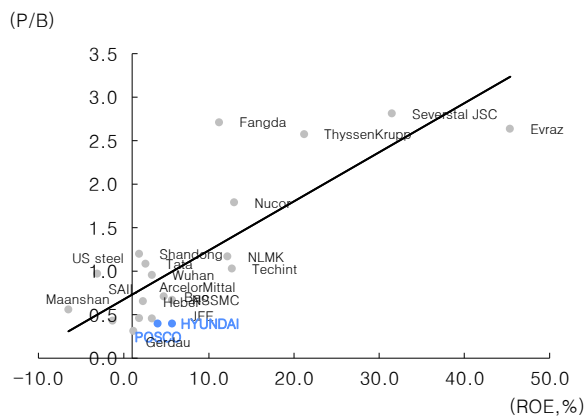


자료: Bloomberg, IBK투자증권

수익성: P/B와 ROE 비교

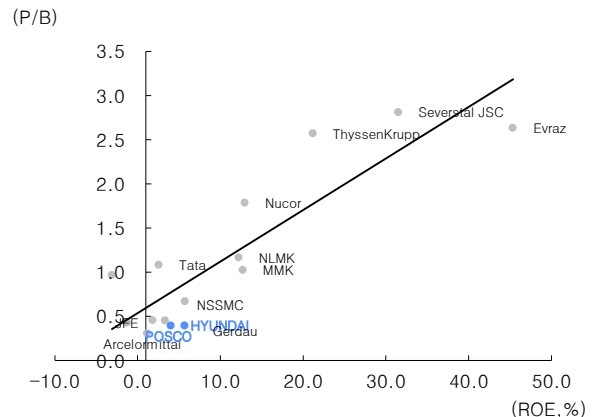
수익성 지표는 자기자본이익률(ROE)를 비교했다. ROE는 자기자본투입 대비 이익창출 능력을 비교하기 위함이다.

그림 24. P/B와 ROE(중국 포함) 비교시 저평가 (2016년)



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 25. P/B와 ROE(중국 제외) 비교시 저평가 (2016년)

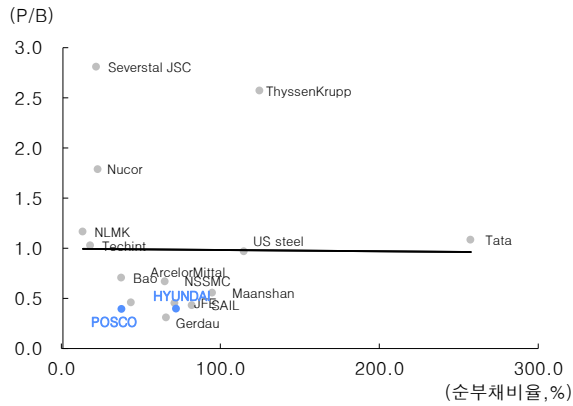


자료: Bloomberg, IBK투자증권

안정성: P/B와 부채비율

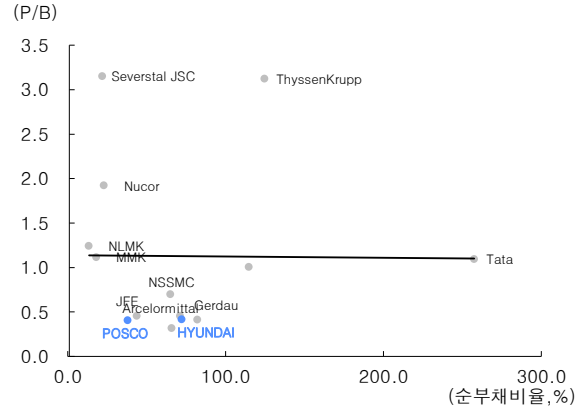
안정성 지표중에 우리는 부채비율과 유동비율을 비교했다. 그 동안 수익성이 악화되면서 기업들은 재무구조 개선에 나섰다. 최근 자산매각 및 부실 계열사를 구조조정하고 있다. 이와 같은 기업들의 노력을 주가가 반영하고 있는지를 점검하기 위해 순부채비율을 비교했다.

그림 26. P/B와 순부채비율(중국 포함)비교시 저평가 (2016년)



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 27. P/B와 부채비율 (중국 제외) 비교시 저평가 (2016년)

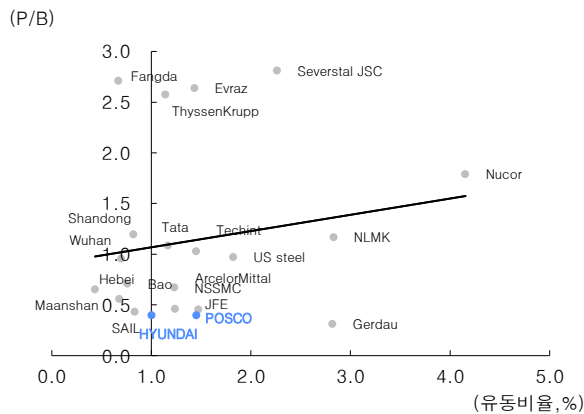


자료: Bloomberg, IBK투자증권

안정성: P/B와 유동비율

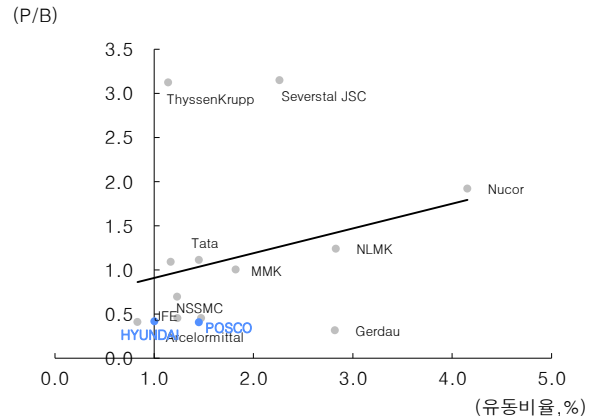
유동비율을 비교한 이유는 각나라별로 철강산업을 구조조정을 하고 있는 가운데, 재무유동성이 중요해졌기 때문이다. 기업의 지급능력을 확인해 안정성이 주가에 반영되었는지를 분석하기 위함이다.

그림 28. P/B와 유동비율(중국 포함) 비교시 저평가 (2016년)



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 29. P/B와 유동비율 (중국 제외) 비교시 저평가 (2016년)



자료: Bloomberg, IBK투자증권

표 12. 철강생산량 기준 상위 50개사 리스트

RANK 2014	Companies 기업명 전세계 철강 생산	HQ 국가	TONNAGE (mil ton) 2014
1	ArcelorMittal *	Luxembourg	98.1
2	Nippon Steel and Sumitomo Metal Corporation *	Japan	49.3
3	Hebei Steel Group *	China	47.1
4	Baosteel Group *	China	43.3
5	POSCO *	South Korea	41.4
6	Shagang Group	China	35.3
7	Ansteel Group *	China	34.3
8	Wuhan Steel Group *	China	33.1
9	JFE Steel Corporation *	Japan	31.4
10	Shougang Group *	China	30.8
11	Tata Steel Group *	India	26.2
12	Shandong Steel Group	China	23.3
13	Nucor Corporation *	USA	21.4
14	HYUNDAI Steel Company *	South Korea	20.6
15	United States Steel Corporation *	USA	19.7
16	Gerdau S.A. *	Brazil	19.0
17	Maanshan Steel *	China	18.9
18	Tianjin Bohai Steel	China	18.5
19	ThyssenKrupp AG *	Germany	16.3
20	Benxi Steel	China	16.3
21	Novolipetsk Steel (NLMK) *	Russia	16.1
22	Evrast Group, S.A. *	Russia	15.5
23	China Steel Corporation *	Taiwan, China	15.4
24	Valin Group	China	15.4
25	Jianlong Group	China	15.3
26	IMIDRO *	Iran	14.4
27	Severstal JSC *	Russia	14.2
28	Fangda Steel	China	13.6
29	Steel Authority of India Ltd. (SAIL) *	India	13.6
30	Magnitogorsk Iron & Steel Works (MMK) *	Russia	13.0
31	JSW Steel Limited *	India	12.7
32	Rizhao Steel	China	11.4
33	Metinvest Holding LLC *	Ukraine	11.2
34	Anyang Steel	China	10.9
35	Taiyuan Steel	China	10.7
36	Baotou Steel	China	10.7
37	Jingye Steel	China	10.5
38	Jiuquan Steel	China	10.3
39	Zongheng Steel	China	10.3
40	Techint Group *	Argentina	9.4
41	Sanming Steel	China	9.2
42	Jinxi Steel	China	9.1
43	Zenith Steel	China	9.0
44	Xinyu Steel	China	8.8
45	Eregli Demir ve Çelik Fabrikalari TAS (Erdemir Group) *	Turkey	8.5
46	Guofeng Steel	China	8.4
47	SSAB *	Sweden	8.1
48	Nanjing Steel	China	8.0
49	voestalpine Group *	Austria	7.9
50	Citic Pacific	China	7.9

자료: 세계철강협회

별첨. 철강 동종업체 비교

표 13. 철강 해외 동종업체 비교

구분		ARCELOR MITTAL	UNITED STATES STEEL CORP	NIPPON STEEL & SUMITOMO META	BAOSHAN IRON & STEEL CO-A	ALCOA INC	JFE HOLDINGS INC	ANGANG STEEL CO LTD-A	BARRICK GOLD CORP	평균
현재주가(현지통화)		3.8	13.8	2,200.0	5.2	9.3	1,423.0	3.7	23.9	
시가총액(M\$)		13,187	2,024	19,119	12,944	12,204	7,997	3,951	21,133	
주가수익률(%)	1일	-3.2	3.4	-1.4	-1.3	1.9	-2.3	-1.8	0.5	-0.5
	1개월	-24.7	-29.3	-14.0	-9.6	-10.8	-23.9	-13.7	17.0	-13.6
	3개월	57.3	78.8	14.9	-5.0	5.9	4.6	-11.6	29.7	21.8
	6개월	7.7	70.6	-10.8	-11.2	2.1	-27.6	-22.6	142.6	18.8
	1년	-50.6	-44.8	-32.0	-42.1	-28.3	-50.2	-48.9	58.0	-29.9
P/E(배)	2014	N/A	N/A	13.9	96.4	15.0	24.4	N/A	N/A	37.4
	2015	N/A	N/A	9.7	87.3	16.5	5.9	N/A	65.2	36.9
	2016F	N/A	N/A	13.5	17.9	27.1	24.2	N/A	33.3	23.2
	2017F	21.7	N/A	12.6	15.0	16.8	12.4	100.8	25.3	29.2
P/B(배)	2014	0.5	1.0	0.7	0.7	1.1	0.5	0.6	2.9	1.0
	2015	0.3	0.7	0.7	0.7	0.9	0.5	0.6	2.2	0.8
	2016F	0.4	1.0	0.7	0.7	1.0	0.4	0.6	2.8	1.0
	2017F	0.4	1.0	0.7	0.7	1.0	0.4	0.6	2.5	0.9
EV/EBITDA(배)	2014	4.5	3.3	6.6	7.2	6.6	6.5	6.7	7.4	6.1
	2015	6.3	19.1	6.3	9.1	7.0	5.7	19.5	9.6	10.3
	2016F	6.8	11.7	8.7	7.8	8.9	8.0	9.4	8.5	8.7
	2017F	5.8	6.2	8.1	7.0	7.6	7.2	8.6	8.0	7.3
매출액성장률(%)	2014	-19.8	-33.9	-12.5	-12.6	-5.7	-10.9	-28.8	-11.8	-17.0
	2015	-19.8	-33.9	-6.9	-14.5	-5.7	-3.9	-30.2	-11.8	-15.8
	2016F	-8.1	-10.1	-20.2	-0.3	-7.9	-18.7	-2.4	-10.5	-9.8
	2017F	4.4	6.8	5.3	11.4	4.6	6.0	0.8	2.6	5.2
영업이익성장률(%)	2014	N/A	N/A	-52.0	-48.9	-26.5	-59.3	N/A	-22.6	-41.9
	2015	-237.1	-391.0	7.2	-49.9	-26.5	32.9	-232.4	-22.6	-114.9
	2016F	148.9	89.4	-56.2	72.6	85.1	-62.9	119.9	187.0	73.0
	2017F	36.9	281.1	28.2	17.3	25.1	43.2	70.3	9.6	64.0
영업이익률(%)	2014	-6.5	-10.4	3.4	2.6	3.3	2.6	-5.6	-25.4	-4.5
	2015	2.7	-2.9	6.1	1.8	8.5	5.4	-0.9	10.7	3.9
	2016F	3.5	-1.2	3.2	4.4	6.7	2.6	1.1	24.7	5.6
	2017F	4.6	2.1	4.2	4.7	8.0	3.6	1.9	26.3	6.9
순이익률(%)	2014	-12.5	-14.2	3.0	0.6	-1.4	1.0	-8.7	-31.4	-8.0
	2015	-0.5	-3.6	3.3	2.8	2.3	2.0	-0.3	7.0	1.6
	2016F	1.1	-0.1	4.0	3.1	3.4	2.7	0.7	9.3	3.0
	2017F	2.3	1.4	4.4	3.8	4.6	2.9	1.7	9.8	3.9
ROE(%)	2014	-11.8	-20.2	4.6	0.9	7.5	2.0	-11.7	-0.8	-3.7
	2015	-3.4	-14.0	7.6	0.8	3.9	7.8	-6.6	0.8	-0.4
	2016F	-1.2	-18.0	4.8	4.3	3.1	1.5	0.3	6.1	0.1
	2017F	1.9	-3.1	5.7	4.7	5.6	3.3	0.7	8.6	3.4
순부채비율(%)	2014	54.9	98.7	63.8	40.1	50.8	70.8	50.9	79.5	63.7
	2015	57.1	96.4	64.8	38.1	50.3	73.0	50.0	77.2	63.4
	2016F	43.5	89.5	63.3	36.2	50.5	74.3	48.3	67.2	59.1
	2017F	42.7	86.8	61.8	35.4	48.5	69.8	45.6	60.7	56.4

자료: Bloomberg

매수 (유지)

목표주가 300,000원
현재가 (5/24) 205,000원

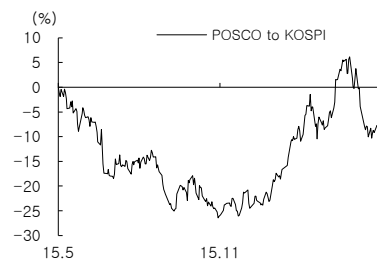
KOSPI (5/24) 1,937.68pt
시가총액 17,873십억원
발행주식수 87,187천주
액면가 5,000원
52주 최고가 249,000원
최저가 156,000원
60일 일평균거래대금 92십억원
외국인 지분율 49.8%
배당수익률 (2016F) 3.9%

주주구성
국민연금 10.22%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-14%	27%	-8%
절대기준	-18%	22%	-17%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	300,000	300,000	-
EPS(16)	16,224	15,912	▲
EPS(17)	17,609	15,602	▲

POSCO 상대주가 (%)



POSCO (005490)

원가 상승분 반영으로 스프레드 지속 확대 전망

2016년 분기별로 실적 개선될 전망

포스코의 2016년 실적은 분기별로 개선될 전망이다. 2분기 별도기준 영업이익은 6,270억원으로 전분기 대비 7% 증가할 것이다. 지난 1분기 포스코 실적 서프라이즈의 이유는 환율 효과와 비용 절감 효과가 컸다. 원달러 환율이 1,202원으로 전분기 1,157원 대비 올라 수출 가격이 상승했고, 반면, 철광석 가격은 전분기와 당분기에 구입한 물량이 투입되기 때문에 원가 절감효과가 있었다. 그 효과는 약 700억원이었다.

실제적인 스프레드는 지속 확대될 것

이번 분기에는 환율이 전분기와 반대로 움직였으나 4월 20일부터 상승 전환해 수출 가격 하락 영향으로부터 벗어나고 있다. 바닥을 찍고 상승한 철광석과 원료탄 가격 상승분이 고객사와의 협상가에 반영될 전망으로 스프레드는 확대될 전망이다. 또한 수요는 중국에서 장마철 이후 성수기에 진입하면서 기존 대비 회복될 전망이다.

투자의견 매수와 목표주가 30만원 유지

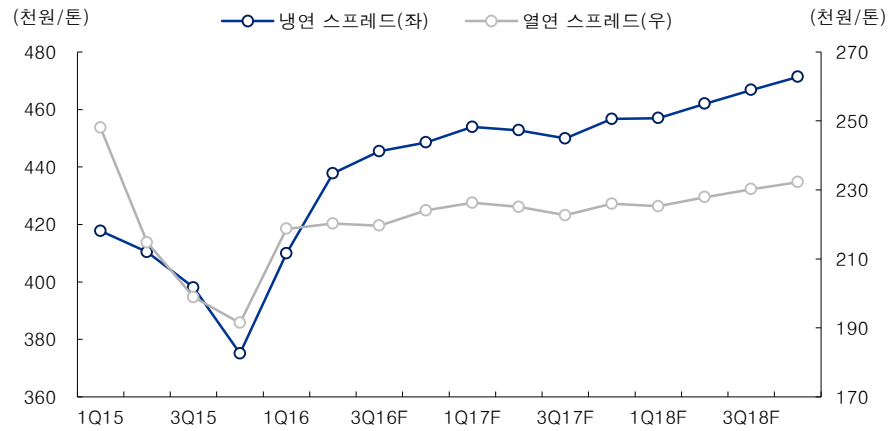
포스코에 대해 투자의견 매수를 유지하고 업종 Top pick으로 지속 추천한다. 투자포인트는 분기별로 실적이 개선될 전망이고, 부실 계열사 및 자산 매각을 통해 재무구조도 개선될 것이라는 점이다.

목표주가는 30만원을 유지한다. 목표주가 30만원은 2016년 P/B 0.6배에 해당된다. 글로벌 생산량 상위 15개사의 P/B와 ROE를 비교했을 때 저평가되었다. 현재 주가는 P/B 0.4배로 거래되면서 중국발 공급과잉의 최대 피해를 반영하고 있다. 향후 주가는 공급과잉 해소에 따른 실적 개선을 반영해야 한다.

(단위:십억원 배)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	65,098	58,192	57,778	61,232	63,321
영업이익	3,214	2,410	2,864	3,070	3,301
세전이익	1,378	181	2,254	2,067	2,413
지배주주순이익	626	181	1,415	1,535	1,792
EPS(원)	7,181	2,072	16,224	17,609	20,558
증가율(%)	-54.5	-71.1	683.0	8.5	16.7
영업이익률(%)	4.9	4.1	5.0	5.0	5.2
순이익률(%)	0.9	-0.2	2.5	2.6	2.9
ROE(%)	1.5	0.4	3.4	3.6	4.2
PER	38.4	80.4	12.8	11.8	10.1
PBR	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	7.8	6.2	6.1	5.5	5.0

자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 30. 포스코 냉연, 열연 스프레드 전망



자료: Bloomberg, IBK투자증권

주: 스프레드는 (철강재 가격-1.6*철광석-0.7*원료탄-0.064*철스크랩)으로 계산

표 14. 포스코 분기별 실적 전망

매출액(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16F	3Q16F	4Q16F
철강, 지원	49,597	44,837	45,300	49,258	49,231	11,764	11,505	11,177	10,391	10,052	11,137	11,990	12,121
POSCO	29,219	25,607	25,215	26,946	26,901	6,788	6,576	6,299	5,945	5,767	6,082	6,556	6,629
무역	31,261	27,008	27,866	28,757	31,633	7,003	7,079	6,533	6,393	6,148	7,203	6,371	8,144
E&C	10,304	9,868	7,723	7,783	7,844	2,435	2,561	2,308	2,564	1,791	1,973	1,838	2,120
에너지	2,663	2,008	1,576	1,577	1,578	584	471	451	502	456	370	355	395
ICT	1,078	945	1,009	1,136	1,241	218	241	241	245	209	240	225	335
화학, 소재	3,325	2,806	2,410	2,507	2,596	756	705	677	668	586	613	580	631
합계	98,228	87,472	85,884	91,018	94,123	22,760	22,562	21,387	20,763	19,241	21,536	21,360	23,746
연결 매출	65,098	58,192	57,778	61,232	63,321	15,101	15,189	13,996	13,906	12,461	14,644	14,525	16,148
연결 조정(내부거래)	33,130	29,280	28,106	29,786	30,802	7,659	7,373	7,391	6,857	6,780	6,892	6,835	7,599
조정비율	34%	33%	33%	33%	33%	34%	33%	35%	33%	35%	32%	32%	32%
영업이익(십억원)													
철강, 지원	2,430	1,843	2,427	2,607	2,810	551	478	539	275	551	585	637	653
POSCO	2,350	2,238	2,552	2,852	3,016	622	608	638	371	582	627	669	674
무역	413	374	387	408	428	114	97	95	68	109	98	87	93
E&C	314	147	37	108	121	29	27	30	61	7	10	8	12
에너지	137	149	162	68	71	89	20	18	22	43	40	39	40
ICT	44	3	43	55	57	5	9	11	-22	10	11	10	12
화학, 소재	122	33	45	57	61	20	7	12	-6	11	12	10	13
합계	3,460	2,549	3,101	3,302	3,549	808	638	707	396	731	756	790	824
연결 영업이익	3,214	2,410	2,864	3,070	3,301	731	686	652	341	660	703	735	766
연결 조정(내부거래)	246	139	237	231	248	77	-48	55	55	71	53	55	58
조정비율	7%	5%	7%	7%	7%	10%	-8%	8%	14%	10%	7%	7%	7%
영업외손익	-1,835	-2,229	-609	-1,004	-888	-127	-383	-1,428	-292	-101	-194	-168	-146
세전이익	1,378	181	2,254	2,067	2,413	604	304	-776	49	559	509	567	620
순이익	557	-96	1,421	1,567	1,829	335	117	-658	109	352	321	357	391
지배주주순이익	626	181	1,415	1,535	1,792	339	198	-542	186	367	314	350	383

자료: 포스코, IBK투자증권

표 15. 포스코 실적 주요 가정

철강재	판매량	(천톤)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	2015	1Q16	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2016F
	열연		2,165	2,394	2,237	2,241	9,036	2,259	2,138	2,236	2,238	8,872
	후판		1,372	1,403	1,404	1,543	5,722	1,391	1,472	1,540	1,542	5,944
	선재		675	718	667	726	2,786	700	692	724	725	2,842
	냉연		3,386	3,362	3,491	3,630	13,869	3,417	3,463	3,623	3,627	14,131
	Electrical		199	207	219	205	830	229	195	204	204	833
	STS		431	466	463	484	1,843	463	461	483	483	1,890
	총 판매량		8,532	8,876	8,808	9,121	35,337	8,740	8,701	9,102	9,112	35,655
철강재	판매가격	(천원/톤)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	2015	1Q16	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2016F
	열연		549	485	452	406	473	423	448	464	473	452
	후판		660	596	561	503	578	498	559	565	567	548
	선재		751	725	697	634	701	616	702	710	713	686
	냉연		719	681	651	590	659	614	665	690	698	668
	Electrical		1,253	1,257	1,431	1,283	1,309	1,234	1,251	1,281	1,290	1,263
	STS		2,122	2,017	1,939	1,780	1,960	1,764	1,643	1,772	1,795	1,744
원재료	매입량	(천톤)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	2015	1Q16	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2016F
	철광석		13,652	14,201	14,093	14,593	56,539	13,984	13,922	14,563	14,579	57,048
	원료탄		5,973	6,213	6,166	6,385	24,736	6,118	6,091	6,371	6,378	24,959
	철스크랩		547	569	564	584	2,264	560	557	583	584	2,284
	니켈		24	26	26	27	102	26	26	27	27	105
원재료	투입단가	(천원/톤)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	2015	1Q16	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2016F
	철광석		98	83	77	63	80	53	65	70	71	65
	원료탄		177	173	163	147	165	152	158	171	175	164
	철스크랩		321	263	251	179	252	187	200	213	215	204
	니켈		16,328	14,600	12,808	11,316	13,692	10,422	11,084	12,375	12,604	11,640
스프레드		(천원/톤)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	2015	1Q16	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2016F
	열연		248	215	199	191	214	219	220	220	224	220
	후판		358	326	308	288	319	295	331	320	318	317
	선재		450	455	444	419	442	412	475	465	463	454
	냉연		418	410	398	375	400	410	438	445	449	436
	Electrical		951	987	1,178	1,068	1,049	1,030	1,023	1,036	1,040	1,031
	STS		1,224	1,214	1,235	1,157	1,207	1,190	1,034	1,092	1,102	1,104

자료: IBK투자증권

주: 스프레드는 (철강재 가격-1.6*철광석-0.7*원료탄-0.064*철스크랩)으로 계산, STS 스프레드는 (STS가격-0.055*니켈) 계산

포괄손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	65,098	58,192	57,778	61,232	63,321
증가율(%)	5.2	-10.6	-0.7	6.0	3.4
매출원가	57,815	51,658	50,826	53,828	55,538
매출총이익	7,283	6,534	6,952	7,404	7,783
매출총이익률 (%)	11.2	11.2	12.0	12.1	12.3
판매비	4,070	4,124	4,089	4,333	4,482
판매비율(%)	6.3	7.1	7.1	7.1	7.1
영업이익	3,214	2,410	2,864	3,070	3,301
증가율(%)	7.3	-25.0	18.8	7.2	7.5
영업이익률(%)	4.9	4.1	5.0	5.0	5.2
순금융손익	-825	-830	-893	-884	-888
이자손익	-567	-579	-398	-394	-363
기타	-258	-251	-494	-490	-525
기타영업외손익	-710	-893	233	-39	79
종속/관계기업손익	-300	-506	50	-80	-79
세전이익	1,378	181	2,254	2,067	2,413
법인세	821	277	833	500	584
법인세율	59.6	153.2	36.9	24.2	24.2
계속사업이익	557	-96	1,421	1,567	1,829
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	557	-96	1,421	1,567	1,829
증가율(%)	-58.9	적전	흑전	10.2	16.7
당기순이익률 (%)	0.9	-0.2	2.5	2.6	2.9
지배주주당기순이익	626	181	1,415	1,535	1,792
기타포괄이익	-456	-162	0	0	0
총포괄이익	101	-258	1,421	1,567	1,829
EBITDA	6,452	5,628	6,441	6,808	7,206
증가율(%)	13.6	-12.8	14.4	5.7	5.8
EBITDA마진율(%)	9.9	9.7	11.1	11.1	11.4

투자지표

(12월 결산)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
주당지표 (원)					
EPS	7,181	2,072	16,224	17,609	20,558
BPS	476,991	472,954	480,003	488,437	499,820
DPS	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000
밸류에이션(배)					
PER	38.4	80.4	12.8	11.8	10.1
PBR	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	7.8	6.2	6.1	5.5	5.0
성장성지표(%)					
매출증가율	5.2	-10.6	-0.7	6.0	3.4
EPS증가율	-54.5	-71.1	683.0	8.5	16.7
수익성지표(%)					
배당수익률	2.9	4.8	3.9	3.9	3.9
ROE	1.5	0.4	3.4	3.6	4.2
ROA	0.7	-0.1	1.8	1.9	2.3
ROIC	1.0	-0.2	2.6	2.9	3.5
안정성지표(%)					
부채비율(%)	88.2	78.4	79.4	75.0	70.3
순차입금 비율(%)	49.2	36.8	38.4	33.6	29.2
이자보상배율(배)	4.0	3.1	4.9	5.3	5.8
활동성지표(배)					
매출채권회전율	6.2	5.9	6.0	5.9	6.1
재고자산회전율	6.4	6.2	6.5	6.5	6.6
총자산회전율	0.8	0.7	0.7	0.7	0.8

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
유동자산	32,627	29,181	31,550	32,582	34,303
현금및현금성자산	3,811	4,870	4,440	5,962	6,738
유가증권	1,345	3,776	3,230	3,175	3,291
매출채권	10,815	8,953	10,397	10,221	10,594
재고자산	10,471	8,225	9,551	9,390	9,732
비유동자산	52,625	51,228	50,443	48,727	46,551
유형자산	35,241	34,523	33,525	32,368	30,443
무형자산	6,885	6,406	6,025	5,645	5,265
투자자산	7,312	6,865	7,386	7,249	7,291
자산총계	85,252	80,409	81,993	81,309	80,855
유동부채	21,877	20,131	21,350	20,222	19,012
매입채무및기타채무	3,951	3,125	3,629	3,568	3,698
단기차입금	9,244	8,416	8,881	8,731	8,227
유동성장기부채	2,951	3,955	3,955	3,915	3,755
비유동부채	18,084	15,208	14,952	14,628	14,356
사채	7,982	6,111	5,831	5,711	5,631
장기차입금	7,250	6,738	6,538	6,378	6,258
부채총계	39,961	35,339	36,301	34,851	33,367
지배주주지분	41,587	41,235	41,850	42,585	43,578
자본금	482	482	482	482	482
자본잉여금	1,084	1,384	1,384	1,384	1,384
자본조정등	-558	-557	-557	-557	-557
기타포괄이익누계액	-388	-574	-574	-574	-574
이익잉여금	40,968	40,501	41,116	41,851	42,843
비지배주주지분	3,704	3,835	3,842	3,873	3,910
자본총계	45,291	45,070	45,692	46,458	47,487
비이자부채	12,508	10,104	11,081	10,100	9,481
총차입금	27,453	25,235	25,220	24,750	23,886
순차입금	22,297	16,588	17,551	15,613	13,857

현금흐름표

(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
영업활동 현금흐름	3,412	7,602	3,010	6,182	5,691
당기순이익	557	-96	1,421	1,567	1,829
비현금성 비용 및 수익	6,095	5,962	4,187	4,741	4,794
유형자산감가상각비	2,895	2,837	3,197	3,357	3,525
무형자산상각비	344	382	380	380	380
운전자본변동	-1,914	2,754	-2,200	267	-568
매출채권등의 감소	-239	1,687	-1,443	175	-373
재고자산의 감소	-781	2,096	-1,326	161	-342
매입채무등의 증가	-386	-894	504	-61	130
기타 영업현금흐름	-1,326	-1,018	-398	-394	-363
투자활동 현금흐름	-3,745	-4,535	-2,589	-1,837	-1,944
유형자산의 증가(CAPEX)	-3,506	-2,560	-2,200	-2,200	-1,600
유형자산의 감소	63	59	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-335	-276	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-1,154	108	-471	57	-122
기타	1,186	-1,865	82	306	-223
재무활동 현금흐름	135	-2,242	-853	-2,822	-2,971
차입금의 증가(감소)	0	0	-200	-160	-120
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	135	-2,242	-653	-2,662	-2,851
기타 및 조정	12	23	0	0	0
현금의 증가	-186	849	-432	1,522	776
기초현금	4,209	4,022	4,871	4,440	5,962
기말현금	4,022	4,871	4,440	5,962	6,738

매수 (유지)

목표주가 70,000원
현재가 (5/24) 49,900원

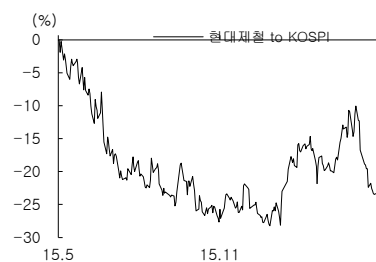
KOSPI (5/24)	1,937.68pt
시가총액	6,659십억원
발행주식수	133,446천주
액면가	5,000원
52주 최고가	76,000원
최저가	43,850원
60일 일평균거래대금	29십억원
외국인 지분율	22.9%
배당수익률 (2016F)	1.5%

주주구성	
기아자동차 외 10 인	35.99%
국민연금	5.95%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-18%	2%	-27%
절대기준	-21%	-2%	-34%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	70,000	70,000	-
EPS(16)	6,054	5,724	▲
EPS(17)	7,317	6,103	▲

현대제철 상대주가 (%)



현대제철 (004020)

국내 건설투자 확대 효과로 실적 개선될 전망

2분기 실적 철근 가격 인상으로 전분기 대비 개선될 전망

현대제철의 2분기 영업이익은 3,153억원으로 전분기 대비 17% 증가할 전망이다. 철근 가격 인상 효과가 본격적으로 반영되기 때문이다. 지난 4월말 대한건설자재협회와 제강업계는 2분기 철근(SD400, 10mm, 현금 가) 기준 가격을 전분기 52.5만원에서 6만원 인상한 58.5만원으로 합의했다. 급격하게 상승한 철스크랩 가격 인상분을 반영했다.

당진 1고로 생산 차질은 순조롭게 해결될 전망

지난 5월 15일 당진에 위치한 고로에서 생산차질이 생겼다. 노환이 악되면서 출선구가 막혔다. 당진 1고로는 일산 1.1만톤의 쇳물을 생산하는데, 이번 차질로 약 20일간의 후판 생산 가동을 중단할 것으로 알려졌다. 이번 이슈는 실제로 현대제철 실적에 미치는 영향은 제한적일 것이다. 후판 수익성이 좋지 않기 때문이다. 다만, 이번 차질을 해결하기 위해 비용이 추가로 투입될 가능성이 있다.

투자의견 매수와 목표주가 7만원을 유지함

현대제철에 대해 투자의견 매수와 목표주가 7만원을 유지한다. 투자포인트는 국내 건설 경기 호조에 따른 철근 및 형강 판매 및 단가 인상 효과로 실적이 개선된다는 점이다. 또한 원재료 가격 상승분을 반영해 하반기 자동차 강판 가격 인상도 기대된다.

목표주가는 7만원을 유지한다. 목표주가 7만원은 2016년 P/B 0.6배에 해당된다. 최근 한 달간 주가는 18% 하락하면서 중국 스프레드 축소를 반영했다. 향후 주가는 기업의 실제적인 스프레드 확대에 따른 실적 개선을 반영해야 한다. 현재주가는 P/B 0.4배로 거래되면서 저평가되었다.

(단위:십억원 배)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	16,762	16,133	16,476	18,154	18,365
영업이익	1,491	1,464	1,402	1,652	1,695
세전이익	1,099	927	1,067	1,295	1,369
당기순이익	782	739	810	981	1,037
EPS(원)	6,562	5,866	6,054	7,317	7,735
증가율(%)	-19.0	-10.6	3.2	20.9	5.7
영업이익률(%)	8.9	9.1	8.5	9.1	9.2
순이익률(%)	4.7	4.6	4.9	5.4	5.6
ROE(%)	5.7	5.1	5.2	6.0	6.0
PER	9.7	8.5	8.5	7.0	6.7
PBR	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	7.1	6.9	6.4	5.4	4.8

자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 31. 철근 유통가격 상승 반전: 철근 가격 인상으로 현대제철 실적 개선될 전망



표 16. 현대제철 분기별 실적 추정 상세 내용

(십억원)	2015	2016F	2017F	2018F	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16F	3Q16F	4Q16F
매출액	16,133	16,476	18,154	18,365	3,751	3,994	4,084	4,304	3,744	4,188	4,134	4,410
현대제철 별도	14,479	14,590	15,797	15,950	3,461	3,702	3,622	3,694	3,204	3,736	3,691	3,959
현대제철 이외	1,654	1,886	2,358	2,415	289	292	462	610	540	452	443	451
매출원가	13,702	14,036	15,377	15,530	3,193	3,335	3,495	3,678	3,228	3,611	3,512	3,685
현대제철 별도	12,139	12,350	13,254	13,386	2,920	3,069	3,033	3,117	2,732	3,208	3,121	3,289
현대제철 이외	1,563	1,686	2,124	2,144	273	266	463	561	495	403	392	396
매출총이익	2,431	2,441	2,777	2,835	557	657	588	626	516	578	622	725
현대제철 별도	2,340	2,241	2,543	2,564	541	633	589	577	472	528	570	671
현대제철 이외	91	200	234	271	16	24	-1	49	45	49	52	54
판매비	967	1,039	1,125	1,141	218	224	258	268	247	262	254	276
현대제철 별도	872	903	982	993	200	209	227	236	216	228	220	240
현대제철 이외	95	136	143	148	17	15	30	33	31	34	34	36
영업이익	1,464	1,402	1,652	1,695	340	433	331	360	269	315	368	449
현대제철 별도	1,468	1,338	1,561	1,572	341	425	362	341	256	301	350	431
현대제철 이외	-6	64	91	123	-1	9	-31	17	13	15	18	18
영업외손익	-537	-334	-357	-326	-27	-175	-320	-15	-61	-87	-106	-81
세전이익	927	1,067	1,295	1,369	312	258	11	345	208	229	262	368
순이익	739	810	981	1,037	243	201	26	269	159	173	199	279
지배주주순이익	734	808	976	1,032	243	199	26	266	160	172	198	278

자료: 현대제철, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	16,762	16,133	16,476	18,154	18,365
증가율(%)	23.9	-3.8	2.1	10.2	1.2
매출원가	14,442	13,702	14,036	15,377	15,530
매출총이익	2,321	2,431	2,441	2,777	2,835
매출총이익률 (%)	13.8	15.1	14.8	15.3	15.4
판매비	830	966	1,039	1,125	1,141
판매비율(%)	4.9	6.0	6.3	6.2	6.2
영업이익	1,491	1,464	1,402	1,652	1,695
증가율(%)	95.5	-1.8	-4.3	17.8	2.6
영업이익률(%)	8.9	9.1	8.5	9.1	9.2
순금융손익	-412	-483	-375	-377	-344
이자손익	-402	-374	-353	-326	-295
기타	-11	-109	-22	-51	-49
기타영업외손익	9	-64	41	20	18
중속/관계기업손익	12	9	0	0	0
세전이익	1,099	927	1,067	1,295	1,369
법인세	316	188	257	313	331
법인세율	28.8	20.2	24.1	24.2	24.2
계속사업이익	782	739	810	981	1,037
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	782	739	810	981	1,037
증가율(%)	10.3	-5.5	9.6	21.2	5.7
당기순이익률 (%)	4.7	4.6	4.9	5.4	5.6
지배주주당기순이익	765	734	808	976	1,032
기타포괄이익	-274	5	0	0	0
총포괄이익	508	744	810	981	1,037
EBITDA	2,680	2,738	2,692	2,985	3,035
증가율(%)	81.4	2.2	-1.7	10.9	1.7
EBITDA마진율(%)	16.0	17.0	16.3	16.4	16.5

투자지표

(12월 결산)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	6,562	5,866	6,054	7,317	7,735
BPS	116,893	114,219	119,541	126,125	133,128
DPS	750	750	750	750	750
밸류에이션(배)					
PER	9.7	8.5	8.5	7.0	6.7
PBR	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	7.1	6.9	6.4	5.4	4.8
성장성지표(%)					
매출증가율	23.9	-3.8	2.1	10.2	1.2
EPS증가율	-19.0	-10.6	3.2	20.9	5.7
수익성지표(%)					
배당수익률	1.2	1.5	1.5	1.5	1.5
ROE	5.7	5.1	5.2	6.0	6.0
ROA	2.7	2.4	2.5	3.1	3.2
ROIC	3.3	2.9	3.1	3.9	4.2
안정성지표(%)					
부채비율(%)	109.4	105.8	96.9	88.1	79.6
순차입금 비율(%)	82.3	76.8	62.3	51.8	41.1
이자보상배율(배)	3.5	3.8	3.8	4.7	5.1
활동성지표(배)					
매출채권회전율	7.9	7.5	7.5	8.1	8.0
재고자산회전율	5.4	5.2	5.4	6.2	6.1
총자산회전율	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
유동자산	6,121	6,667	7,369	8,063	8,820
현금및현금성자산	695	820	1,872	2,344	3,035
유가증권	180	189	194	201	204
매출채권	2,135	2,195	2,205	2,294	2,320
재고자산	2,954	3,287	2,866	2,982	3,016
비유동자산	22,813	25,270	24,592	24,127	23,608
유형자산	19,572	21,411	20,980	20,506	20,026
무형자산	1,341	1,853	1,793	1,734	1,675
투자자산	1,670	1,735	1,774	1,841	1,861
자산총계	28,934	31,936	31,960	32,191	32,428
유동부채	5,886	6,657	6,700	7,015	6,703
매입채무및기타채무	814	960	980	1,020	1,031
단기차입금	1,866	1,893	1,932	1,971	2,010
유동성장기부채	1,841	2,054	2,004	2,204	1,804
비유동부채	9,233	9,759	9,028	8,060	7,669
사채	4,591	4,579	4,429	4,229	4,029
장기차입금	3,952	4,410	3,810	3,010	2,810
부채총계	15,119	16,416	15,728	15,075	14,372
지배주주지분	13,624	15,242	15,952	16,831	17,765
자본금	583	667	667	667	667
자본잉여금	2,870	3,922	3,922	3,922	3,922
자본조정등	-13	-183	-183	-183	-183
기타포괄이익누계액	992	1,041	1,041	1,041	1,041
이익잉여금	9,192	9,795	10,505	11,384	12,318
비지배주주지분	191	278	280	285	290
자본총계	13,815	15,520	16,232	17,116	18,055
비이자부채	2,869	3,480	3,554	3,661	3,719
총차입금	12,250	12,936	12,174	11,413	10,653
순차입금	11,374	11,927	10,109	8,868	7,414

현금흐름표

(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
영업활동 현금흐름	1,937	3,066	2,515	2,186	2,361
당기순이익	782	739	810	981	1,037
비현금성 비용 및 수익	2,076	2,104	1,625	1,690	1,666
유형자산감가상각비	1,133	1,190	1,231	1,274	1,281
무형자산상각비	56	83	59	59	59
운전자본변동	-303	902	434	-160	-47
매출채권등의 감소	0	0	-10	-89	-26
재고자산의 감소	247	508	421	-116	-34
매입채무등의 증가	0	0	20	40	12
기타 영업현금흐름	-619	-680	-353	-326	-295
투자활동 현금흐름	-1,131	-2,195	-653	-917	-856
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,054	-2,217	-800	-800	-800
유형자산의 감소	37	23	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-47	-45	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-1	-102	229	-67	-20
기타	-67	146	-82	-50	-36
재무활동 현금흐름	-875	-746	-810	-797	-814
차입금의 증가(감소)	601	710	-600	-800	-200
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-1,476	-1,456	-210	3	-614
기타 및 조정	0	0	0	0	0
현금의 증가	-70	125	1,052	472	691
기초현금	765	695	820	1,872	2,344
기말현금	695	820	1,872	2,344	3,035

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상	유가증권	계열사	공개매수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행관련	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	
해당사항없음												

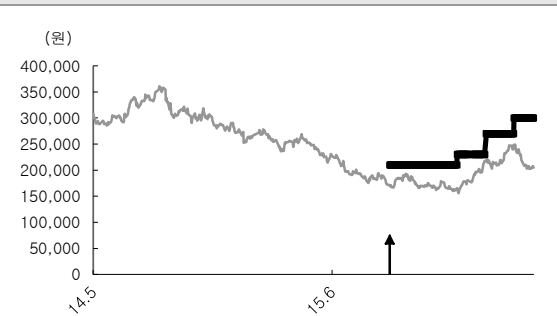
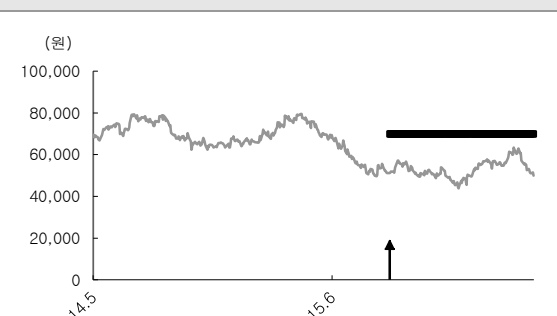
투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2015.04.01~2016.03.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	119	93.7
중립	8	6.3
매도	0	0.0

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

POSCO 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
	추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가
	2015.09.29	매수	210,000원			
	2016.01.19	매수	230,000원			
	2016.03.07	매수	270,000원			
	2016.04.22	매수	300,000원			
	2016.05.24	매수	300,000원			
현대제철 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
	추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가
	2015.09.29	매수	70,000원			
	2015.12.22	매수	70,000원			
	2016.05.24	매수	70,000원			