

철강/비철금속

(Overweight)

2 0 2 1
하 반 기
산업전망

26 May 2021

추세는 끝나지 않았다

Commodity/Logistics 방민진_02)368-6179_mj.bang@eugenefn.com



Contents

1	중국이 추세를 멈출 수 있을까	07
2	철강 공급 부족 시대	13
3	Cost Push	23
4	추천주	27
	POSCO	
	현대제철	
	풍산	
	고려아연	
	세아제강	

Executive Summary

01

중국이 추세를 멈출 수 있을까

- 대규모 경기 부양이 가져온 실수요와 Restocking 수요
- 중국 정부 개입에도 흔들리지 않는 북미, 유럽 가격 강세
- 하반기 중국 수요 모멘텀 연착륙 전망
- Tapering은 2022년 리스크

02

철강 공급 부족 시대

- 2020년 전세계 철강 3천만톤 공급 부족
- 탄소중립을 위해 구조조정 중인 주요 철강 생산국가들
- 전년대비 1억톤 증가할 수요를 커버할 수 있겠는가
- 끝나지 않은 중국의 공급측 개혁

03

Top Picks

- POSCO(BUY/TP 460,000원)
2분기 호실적과 역대 수급 개선의 수혜
- 풍산(BUY/TP 50,000원)
여전히 유효한 구리 가격 모멘텀

Coverage

(십억원) 투자의견 TP		POSCO BUY 460,000	현대제철 BUY 67,000	고려아연 BUY 520,000	풍산 BUY 50,000	세아제강 BUY 142,000
매출	20A	57,793	18,023	7,582	2,594	1,150
	21F	66,345	20,720	8,662	3,160	1,352
	22F	67,305	21,219	8,708	3,471	1,443
영업이익	20A	2,403	73	897	121	54
	21F	6,178	1,398	950	238	70
	22F	5,776	1,345	991	213	79
OPM	20A	4.2	0.4	11.8	4.7	4.7
	21F	9.3	6.7	11.0	7.5	5.2
	22F	8.6	6.3	11.4	6.1	5.5
지배주주순이익	20A	1,602	-430	573	72	33
	21F	3,906	852	676	158	54
	22F	3,777	831	684	131	64
매출성장률 (%)	20A	-10.2	-12.1	13.3	5.8	-6.3
	21F	14.8	15.0	14.2	21.8	17.5
	22F	1.4	2.4	0.5	9.8	6.7
영업이익성장률 (%)	20A	-37.9	-78.0	11.4	194.6	16.7
	21F	157.1	1,814.4	5.9	96.5	31.5
	22F	-6.5	-3.8	4.4	-10.6	12.4
순이익성장률 (%)	20A	-9.8	0.0	-10.0	308.0	33.0
	21F	138.9	0.0	19.2	119.4	64.8
	22F	-3.9	-2.7	1.2	-16.8	16.6
ROE(%)	20A	3.6	-2.6	8.4	5.1	5.7
	21F	8.4	5.1	9.4	10.4	8.8
	22F	7.6	4.7	9.0	8.0	9.5
PER(배)	20A	14.8	0.0	13.2	10.9	7.8
	21F	8.0	8.4	13.0	7.1	5.8
	22F	8.3	8.6	12.8	8.6	5.0
PBR(배)	20A	0.53	0.32	1.09	0.54	0.43
	21F	0.65	0.42	1.19	0.71	0.49
	22F	0.61	0.40	1.12	0.66	0.45
배당수익률(%)	21F	2.8	1.4	3.0	1.5	2.3

01

중국이 추세를 멈출 수 있을까

실수요인가 가수요인가

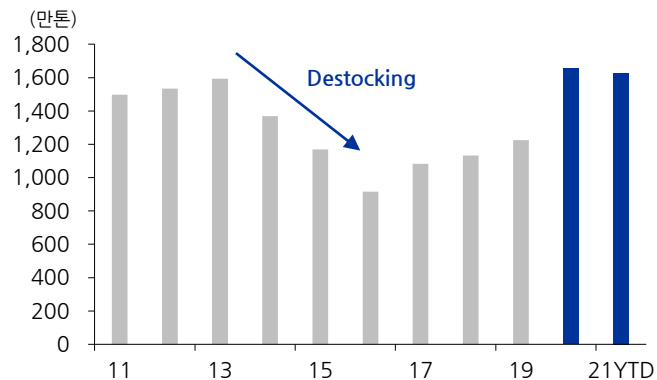
Restocking 진행 중

구리 가격과 인플레이션 지표 추이



자료: Bloomberg, Fred, 유진투자증권

중국 주요 철강재 유통재고 평균 레벨 추이



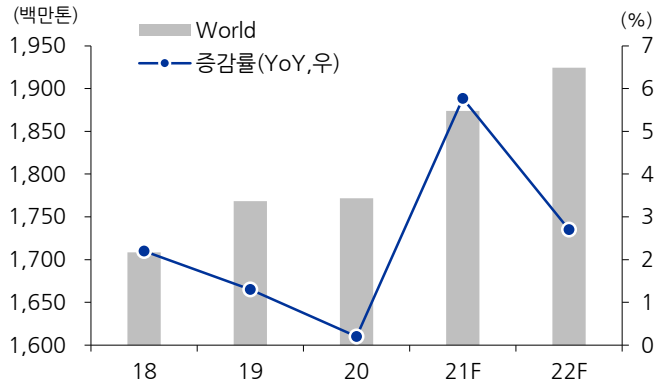
자료: Bloomberg, 유진투자증권

- 철강, 철광석, 구리 가격이 역사적 고점을 경신하였다. 현재 미국 열연 내수가 격은 2008년 고점인 톤당 1,200달러대를 가볍게 돌파하고 1,700달러대를 기록 중이다. 구리 가격도 결국 톤당 10,300달러를 웃돌며 2011년 고점을 돌파하였다.
- 기본적으로 수요가 뒷받침되지 않는다면 이와 같은 가격 랠리는 불가능하다. 이 수요에는 실수요와 가수요가 혼재하고 있을 것이다. 가수요 역시 단순한 투기적 수요보다는 실수요자 뿐 아니라 밸류체인 전반에서 재고 확충 (Restocking) 수요가 일어나고 있는 것으로 보인다. **지난 수년간 저성장 기조 속에서 금속 시장은 재고 축소(Destocking) 사이클을 경험해왔다.** 그러던 중 현재의 재고 레벨이 과도하게 낮지 않은가 하는 의문을 가지게 된 것이다.
- 이런 의문의 배경에는 우선 인플레이션 우려가 작용하였을 것이다. 전세계는 지난해 팬데믹 위기를 극복하기 위해 대규모 유동성 공급에 나섰다. 최근 미국의 M2 증가율은 20%yoy를 상회하고 있다. 이 가운데 경제 활동이 재개되면서 재화의 수요가 증가하고 임금 상승 압력이 확대되면 인플레이션을 경험하게 될 가능성이 커진다. 또한 팬데믹으로 인한 공급망 차질로 원하는 시점에 재고를 확보하기 어려울 수 있다는 경험 역시 Restocking에 기여하고 있다는 판단이다.

실수요인가 가수요인가

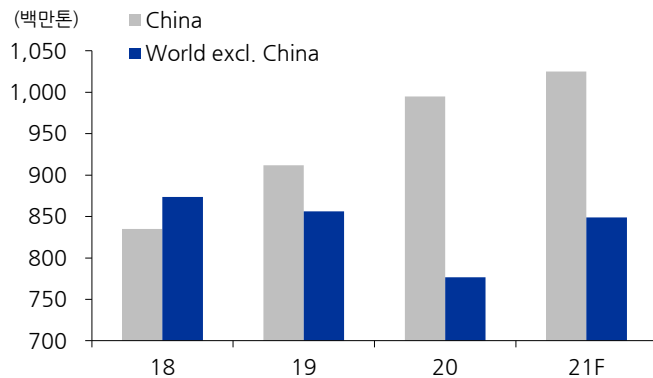
대규모 경기 부양이 가져온 실수요

글로벌 철강 명목소비 전망



자료: WSA, 유진투자증권

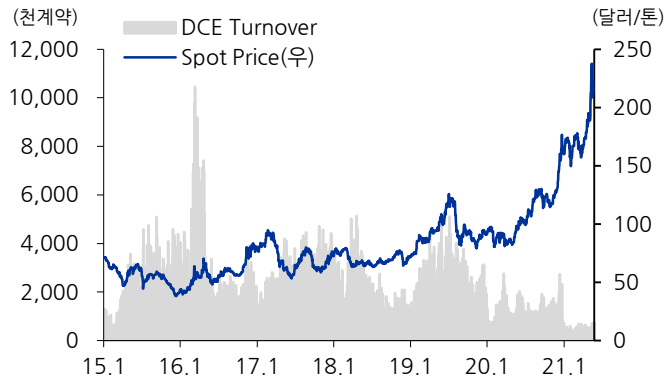
중국과 중국 외 지역 철강 명목소비 추이



자료: WSA, 유진투자증권

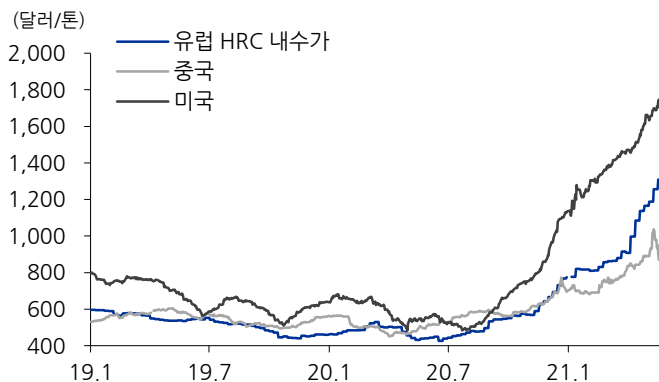
- 하지만 **현재 수요 증가의 상당부분은 실수요에 의해 지지되고 있을 가능성이 크다**. 팬데믹의 타격에서 회복하기 위한 각국 정부의 정책 효과는 인프라투자 뿐 아니라 완성차, 가전과 같은 소비재 수요 증가로 이어지고 있기 때문이다.
- 세계철강협회(WSA)는 지난 4월에 2021년 전세계 철강 수요를 전년동기비 5.8% 성장으로 전망하였으며 이는 지난해 10월 전망 대비 1.7%p 상향된 것이다. 최근 수년간 WSA의 상반기 전망은 결과치와 비교할 때 보수적인 경우가 많았다. 이 전망은 가수요보다는 실수요 중심의 예상치라 할 수 있다.
- 이번 전망의 핵심은 **2020년 팬데믹으로 타격이 컸던 중국 외 지역 수요 (2020년 -9.3%)가 탄력적으로 회복하는 가운데 중국은 지난해 높은 기저 (2020년 +9.1%)에도 올해 추가 성장(+3.0%)할 것**이라는 점이다.
- 2022년까지 중국의 철강 수요를 견인하는 것은 인프라투자로 지난해 착공한 프로젝트가 가속화되는 가운데 신규 프로젝트가 개시될 것으로 예상된다. 중국 외 지역에서는 완성차를 중심으로 탄력적인 수요 회복이 기대되며 특히 인도, EU, 미국의 수요 회복이 가파를 것으로 전망된다.

DCE 철광석 선물거래량 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

주요 지역별 철강재(HR) 가격 추이



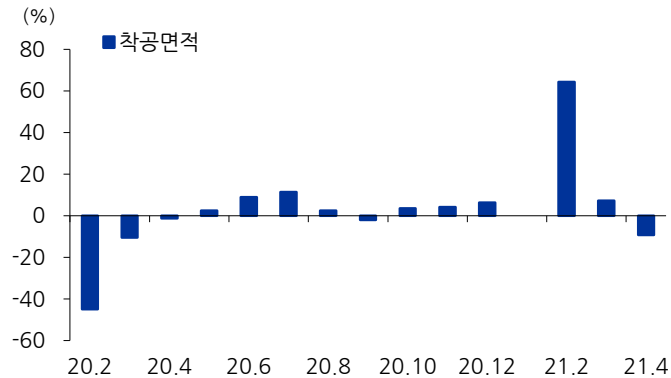
자료: Bloomberg, 유진투자증권

- 그럼에도 최근 중국의 철강, 철광석 가격 등이 가파른 조정을 보이고 있다. 원자재 가격 급등이 인플레이션 압력으로 작용하는 것을 원치 않는 중국 당국이 시장에 매점매석 등 가격 조작 행위에 대해 엄벌하겠다고 수차례 경고하고 있기 때문이다.
- 관건은 원자재 가격 강세에 투기적 요인이 얼마나 기여하고 있었는가 하는 것이다. 현재 중국의 철강재 유통재고는 2020년도 같은 기간 대비 10% 가량 낮은 수준으로 안정적인 모습이다. DCE 철광석, SHFE 철강재 선물 거래량도 과거 대비 크게 낮은 수준이 유지되고 있다.
- 결국 앞서 언급한 실수요 모멘텀이 최근 가격 랠리의 핵심으로 본다. 4월까지 중국 고정자산투자는 시장 기대치를 상회한 19.9% 성장을 기록하였다. 중국이 경기 부양책을 회수하여 실수요 모멘텀을 꺾기 전에는 추세를 바꾸지는 못할 것으로 판단한다. 원자재 가격과 물가를 잡겠다고 경기 모멘텀에 영향을 줄 수 있는 정책을 펼치기에는 상당한 부담이 될 것이다.
- 최근 중국 내수가격 조정에도 복미, 유럽 철강 가격은 여전히 상승세가 이어지고 있다. 물론 이러한 지역들은 관세와 세이프가드 조치를 취하고 있고 중국은 최근 수출 증치세 환급을 폐지하여 가격 경쟁력을 축소한 상태이지만 과도한 지역간 디커플링은 장기화되고 어렵다.

정책 정상화 리스크

상반기보다 둔화할 중국 수요 모멘텀

중국 부동산 착공면적 증감률(YoY) 추이



자료: CEIC, 유진투자증권

중국 부동산 투자 및 철강가격 증감률 추이



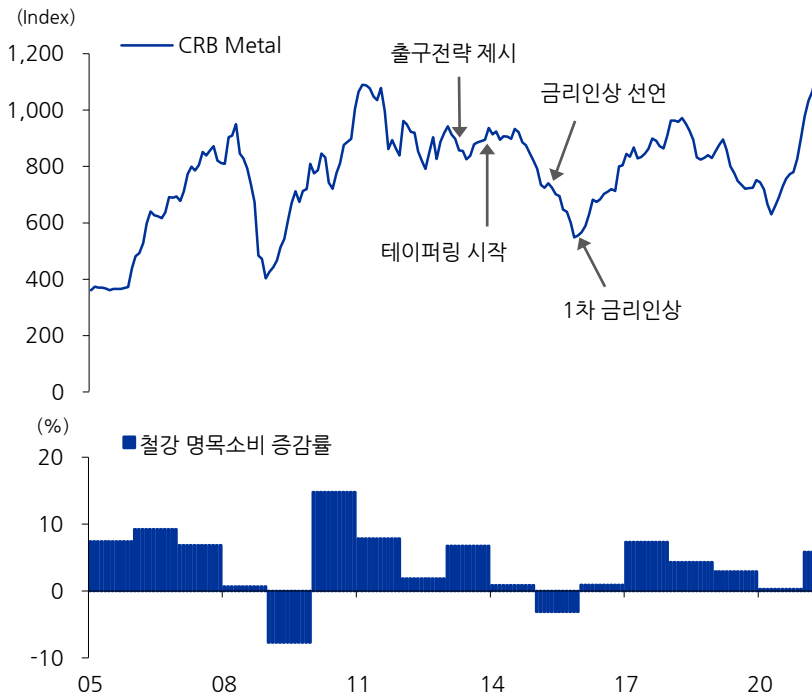
자료: CEIC, Bloomberg, 유진투자증권

- 과거와 달리 철강금속 시장에서 중국의 영향력이 크게 축소된 듯 보이지만 여전히 중국은 글로벌 철강 수요의 50% 이상을 차지한다. 이 지역의 **실수요 모멘텀이 상반기보다 하반기에 약화될 수 있다는 점은 간과할 수 없다**. 중국 수요 모멘텀은 2분기부터 팬데믹 기저 효과가 아닌 실질 성장을 보여야 하는 상황이다.
- 중국의 철강 수요가 정책 효과에 의존하고 있음을 감안할 때 정부의 스탠스가 매우 중요하다. 아직 중국 정부는 온건한 정책기조를 유지하겠다고 밝히고 있지만 팬데믹 타격에서 빠른 회복을 보이면서 **추가적인 경기부양 유인이 축소되고 있는 상황**이다. 특히 부동산 시장에 대해서는 지난 하반기부터 관리 감독이 재개되는 모습을 보였다.
- 이 가운데 WSA가 올해 중국 수요 성장을 전망치를 0%에서 3%로 상향 조정한 점은 의미가 크다. 하반기 부동산 모멘텀의 축소 가능성에도 인프라 투자가 이를 상당 부분 만회하여 완만한 연착륙을 예상한 것이다.

미국 테이퍼링은 2022년 리스크

실수요에 미치는
영향이 관건

미국 통화 정책 정상화와 CRB메탈지수 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

- 중국에 이어 팬데믹 타격에서 빠르게 회복하고 있는 미국에서는 테이퍼링 (Tapering) 논의 가능성이 제기되고 있다. 테이퍼링의 전례를 참고해보자. 2013년 5월 출구전략이 제시된 후에도 메탈 가격은 견조했다. 2014년 1월 테이퍼링이 시작된 후에도 시차를 두고 그 해 하반기 메탈 가격 조정이 시작되었다.
- 이는 테이퍼링이 단순히 시장 심리에만 영향을 미치는 것이 아님을 보여준다. 실제로 2014년 글로벌 철강 명목소비는 0.9% 성장에 그쳤고 2015년은 3.1% 역성장을 했다. 미국 금리 인상 전망에 따른 개발도상국의 자본 유출이 실수요에 타격을 준 것이다. 다만 이 시기 수요 둔화에는 중국 경제가 소비 위주 성장으로 구조적 전환을 시도한 점이 가장 큰 배경임은 간과할 수 없다.
- 테이퍼링 후 실제 금리인상이 시작된 2015년 말을 바닥으로 메탈가격은 반등 사이클로 들어섰다. 금리 인상은 이를 감당할 정도로 경기 체력이 좋아졌음을 의미한다. 실제 철강 명목소비도 이를 기점으로 반등하였다.
- 결국 추세를 지지하는 것은 실수요이다. 올해는 지난해 기저효과로 인한 실수요 모멘텀이 강한 상황이고 중국 역시 미국 테이퍼링 논의에 따라 정책 정상화에 속도 조정을 할 가능성이 있기 때문에 추세가 바뀌기엔 이른 시점으로 판단한다.

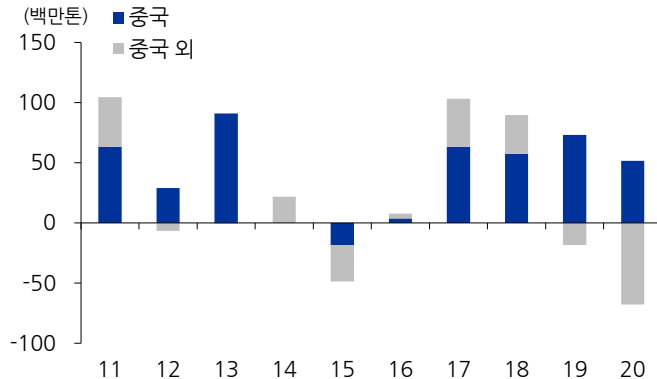
02

철강 공급 부족 시대

공급 정상화만으로는 부족하다

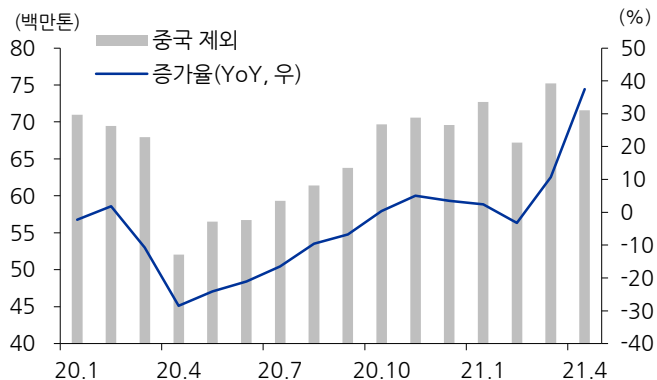
전년대비 1억톤
증가하는 수요

전년비 조강생산량 증감 추이



자료: WSA, 유진투자증권

중국 외 지역 조강생산량 추이



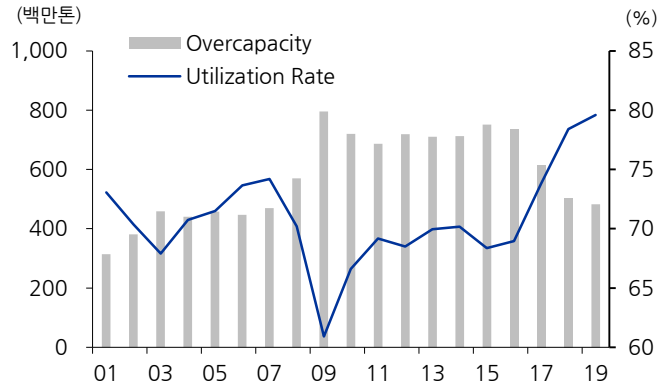
자료: WSA, 유진투자증권

- 지난해 3분기 이후 북미와 유럽의 철강 가격을 견인한 것은 실질적인 공급 부족 이슈였다. 이들 지역은 팬데믹으로 인한 수요 타격으로 고로(Blast Furnace) 가동을 중단하며 대응했던 지역이다. 예상보다 수요 회복은 탄력적이었으나 설비 특성상 고로 가동 재개에는 상당한 시일이 소요되기 때문에 공급이 수요 회복을 따라가지 못했다. 이 가운데에도 이들 지역은 관세, 쿼터, 셰이프가드 등 보호무역 장벽을 고수하였기에 공급 부족이 장기화되었다.
- 연초부터 중국 외 지역의 생산이 정상화된 모습이다. 4월 누계 조강생산량은 EU +11.6%yoy, 미국 +2.8%, 일본 +2.7% 등을 기록하고 있다. 중국은 지난해부터 수요 강세로 생산 역시 꾸준히 증가 추세에 있었고 올해 4월 누계 조강생산은 전년동기비 15.8% 증가한 상황이다.
- 공급 정상화에도 이어지고 있는 철강 가격 급등은 수요 증가세의 강도를 반증한다. WSA의 수요 전망치에 의하면 올해 글로벌 철강 명목소비는 전년대비 1억톤 가량 증가하게 된다. 결국 생산이 그만큼 늘 수 있느냐가 올해 실질적인 수급 상황을 좌우하게 될 것이다.

유휴 CAPA는 앞으로도 유효하지 않다

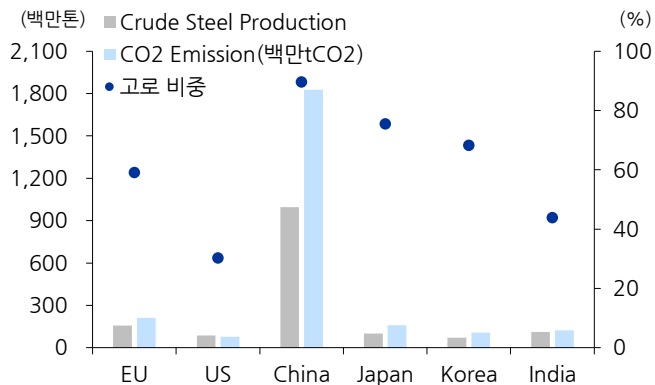
탄소중립이 바꿀 철강산업

글로벌 철강 유휴 생산능력 및 가동률 추이



자료: WSA, 유진투자증권

국가별 제철 탄소배출량



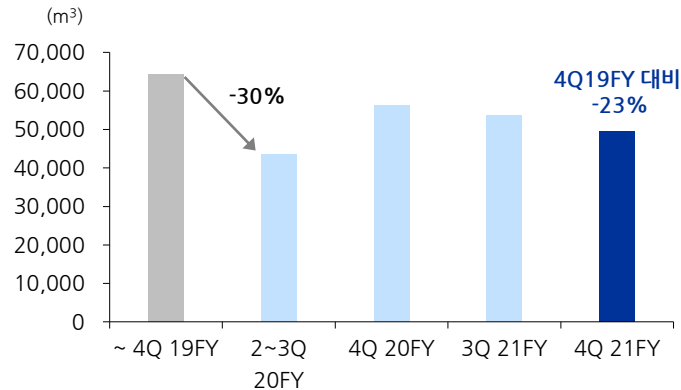
자료: WSA, 유진투자증권 추정

- 2019년 기준 전세계에는 유휴(Idle) 철강생산능력이 4.8억톤 가량 있었다. 이를 감안하면 공급 1억톤은 그리 어려운 과제가 아닐 수 있다. 다만 유휴 설비는 전부 유효(effective) 설비는 아니라고 본다. 2019년 가동률 79.6%는 2000년대 들어 최고치였다.
- 유효하지 않은 설비는 노후화되고 경제성이 없는 설비들을 의미한다. 이는 중국에 많지만 2016년부터 시작된 공급측 개혁으로 공식 CAPA 1.5억톤과 저품질 설비(띠티아오강) 1.3억톤 가량이 스크랩되면서 상당부분 정리가 되었다. 남은 유휴 설비들 가운데에는 미국과 유럽의 노후 설비도 포함되어 있다. 2018년 무역확장법 232조(수입 철강재에 대한 관세 및 쿼터 부과)로 잠시 호황을 맞았던 시기에도 미국의 철강 가동률은 80%를 크게 넘지 못했다.
- 앞서 2021/3/22 <ESG는 공짜가 아니다>에서 상세히 논했듯이 EU, 유럽, 일본 등은 '탄소 중립'이라는 명목 하에서 이와 같이 낙후된 산업을 재정비하려 하고 있다. 저탄소 철강을 생산하기 위한 R&D 및 설비 투자를 본격화한 것이다. 환경이라는 대의 명분도 있지만 산업의 대전환이 가져올 신성장 기회를 선점하고 헤게모니를 되찾아 오기 위함이다. 이들 국가가 선제적으로 저탄소 철강을 대량 생산할 수 있게 되면 본격적으로 자동차, 가전 등에 투입된 철강재의 탄소 배출량을 따져 이에 대한 요금 부과를 시작할 것이다.

일본제철 고로 20% 감축

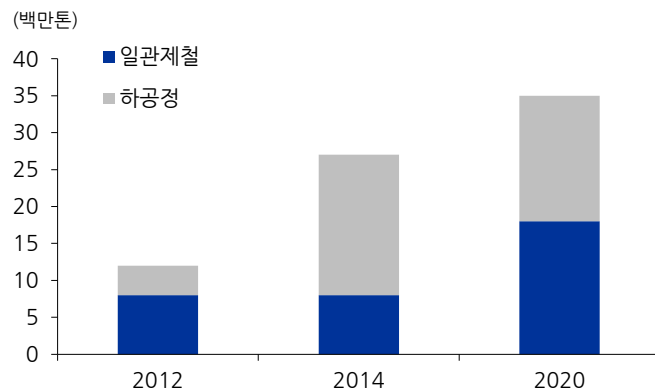
전략적 생산 포트폴리오 전환

일본제철 고로 운영 CAPA 전망



자료: 일본제철, 유진투자증권

일본제철 해외 생산능력 확장 추이



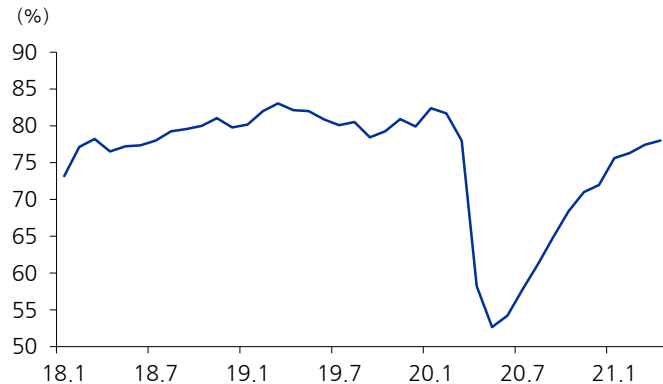
자료: 일본제철, 유진투자증권

- 일본의 조강생산능력은 1.3억톤으로 단일국가 기준 글로벌 2위이다. 2019년 기준 철강 가동률은 76%에 그치고 있다. 일본 조강생산량의 50% 이상을 차지하는 일본제철(NSSMC)의 수출비중이 40%를 상회할 정도로 일본 철강업계는 수출 의존도가 높다.
- 최근 일본제철은 설비 구조조정 계획을 발표하였다. 이는 국내 고로 개수를 기존 15개에서 10개로 축소하여 조강생산능력을 20% 가량 감축하는 내용을 담고 있다. 이는 약 1,000만톤 규모에 해당한다. 설비 감축은 고로에 그치지 않고 후판, 강관 등 제품 라인에도 적용된다. 이를 통해 획기적으로 고정비를 낮춰 수익 구조를 개선하려는 것이다. 배경으로 일본 내수 감소와 해외 현지 생산/소비 트렌드, 수출시장의 경쟁 격화 등을 들고 있다.
- 여기에 일본제철은 탄소중립을 위한 중간 목표치를 제시하였다. 2030년까지 CO₂ 배출량의 30% 이상을 감축(2013년 대비)하는 것이다. 이 공격적인 중간 목표치는 기존 고로에 수소를 주입하여 석탄 사용을 줄이는 COURSE50 프로젝트 등을 통해 이루겠다는 계획이나 여전히 열처리, 대형화 이슈 등 기술적 장벽이 크다. 국내 생산량 축소는 최후의 보루일 수 있다.
- 일본제철은 국내 생산능력을 축소하는 대신 내수 성장성이 좋은 이머징 국가에서 투자를 확대하고 있다. 이곳에서 생산되는 제품은 현지에서 소화될 것이다.

미국 철강업계의 과도기

전기로 전환 가속화

미국 철강설비 가동률 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

미국 내 철강사 신규 투자 계획

철강사	규모(백만톤)	설비 유형	운영 개시
SDI	3.0	EAF	1H21
Nucor	2.6	EAF	2H21, 2H22
AM	1.7	EAF	1H23
BlueScope	0.9	EAF	2H22
기타	1.5		
합계	9.6		

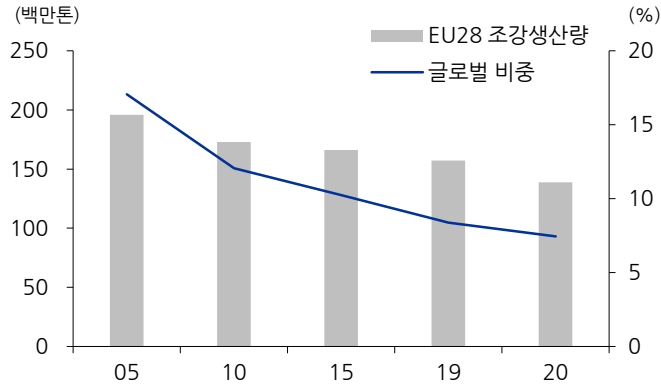
자료: Applied Value Analysis, 유진투자증권

- 미국의 조강생산능력은 1.1억톤으로 단일국가 기준 글로벌 4위이다. 역시 노후화되고 영세한 설비가 많아 실질 가동률은 70%대를 기록해왔다.
- 최근 미국 철강업계에는 인수 합병이 활발하게 진행되면서 시장 통합(Top 4 합산 점유율 78%)이 이뤄지고 있고 **비효율적인 설비들을 신규 전기로로 교체하는 움직임이 본격화**되고 있다. 미국은 이미 전기로 비중이 70%에 육박하는 국가이다.
- US Steel이 대표적 사례가 될 것이다. 이미 2019년 말 고로 3기(연산 3.8백만톤 규모)를 영구 폐쇄한 US Steel은 지난해 팬데믹 타격으로 5개의 고로 가동을 추가 중단한 바 있다. 현재는 이 5개 고로 가운데 1기(1.4백만톤)가 임시 중단 상태에 있다. 대신 전기로(EAF) 기술력을 보유한 Big River Steel을 인수하였고 지난해 10월부터 전기로 2기(3.3백만톤)를 가동하였다. 이는 2030년까지 emissions intensity를 20% 절감하는 목표를 위한 것이다. 단순히 보면 이 전환 과정에서 생산능력은 순감소 상태이다.
- US Steel 외 철강사들도 2023년까지 신규 전기로 투자를 진행하고 있다. **이 투자가 마무리되면 미국의 실질 가동률은 상승하겠으나 현재는 과도기 구간으로 공급 증가에 한계가 있을 것으로 전망한다.**

탄소중립에 가장 진심인 EU

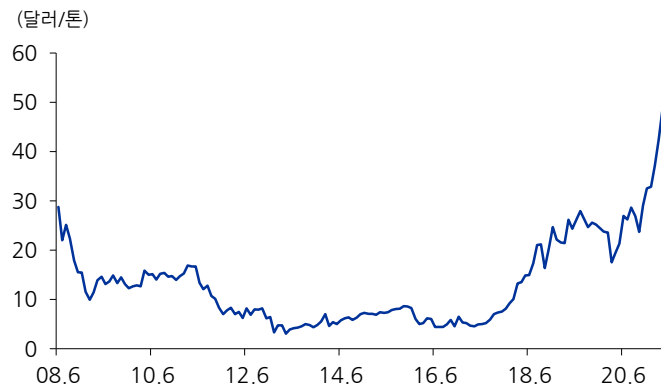
톤당 50유로를
돌파한 ETS 가격

위축되고 있는 유럽 철강산업



자료: WSA, 유진투자증권

EU 탄소배출권 가격 추이



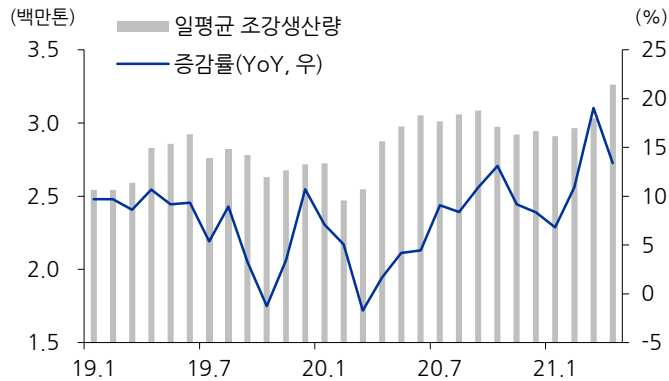
자료: Bloomberg, 유진투자증권

- 지난해 팬데믹 타격 이전 레벨의 생산 수준을 완전히 회복한 모습이나 EU 철강산업은 구조적인 위축을 겪어왔다. 2005년까지만 해도 유럽은 전세계 조강생산량의 17%(EU28 기준) 가량을 차지하였으나 2019년 생산량은 2005년 대비 20% 가량 축소되었고 비중도 8.4%로 축소되었다.
- 노후화된 설비, 높은 인건비, 전력단가 등의 고질적인 이슈에 더해 ETS(탄소 배출권거래) 비용이 유럽 철강사들에 큰 부담이 되고 있다. 최근 EU의 탄소배출권 가격은 역대 최고치인 톤당 50유로를 돌파하였다. 7월로 예정된 EU의 2030 Climate Package 발표가 추가적인 ETS 가격 상승을 견인할 수도 있다. 철강사들은 이에 따라 탄소 크레딧을 쌓고 있다.
- 최근 철강 가격 상승 폭을 감안하면 ETS 비용 부담은 생산량을 늘리는데 큰 장애 요인이 아닐 수 있다. 다만 <ESG는 공짜가 아니다>에서 논했듯이 유럽 철강사들은 이미 탄소 중립을 위한 탄소포집저장(CCUS)과 수소환원제철 투자를 본격화한 상태이다. 이로 인한 제조 원가 상승은 톤당 200유로 이상이 될 수도 있다.
- 최근까지 공격적으로 진행되고 있는 Arcelor Mittal의 제품가격 인상은 중장기적인 탄소 비용 증가를 전가하기 위한 절박한 조치일 수 있다.

중국의 생산은 감소할 수 있을까

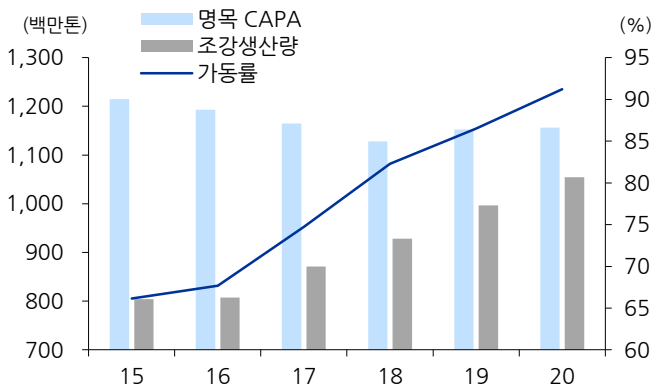
14차 5개년 계획 과제, 녹색 발전

중국 조강생산량 추이



자료: NBS, 유진투자증권

중국 철강생산능력 및 가동률 추이



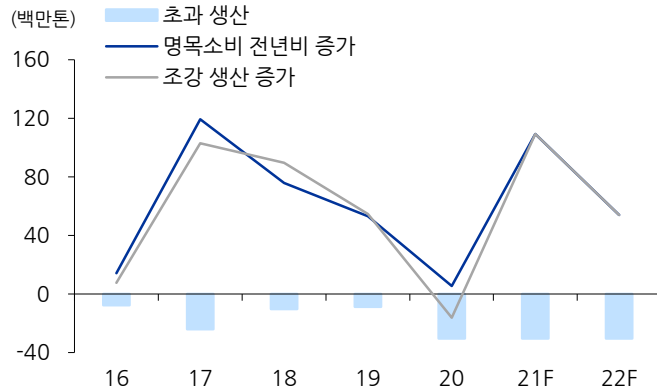
자료: WSA, 유진투자증권

- 중국 역시 2060년 이전에 탄소 중립에 도달하겠다고 선언하였다. 탄소배출의 15%를 기여하는 철강산업에게는 2025년 배출 정점, 2030년 30% 배출 감축이라는 과제가 떨어졌다. 공업정보화부(MIIT)는 올해부터 탄소배출 감축을 위해 중국의 조강생산량이 감소해야 한다고 주장한 바 있다. 생산량 감축은 탄소 배출을 줄이기 위한 그 어떤 방법보다 비용 효율적이다.
- 중국은 이에 진심인가. 14차 5개년 계획에서 단위 GDP당 이산화탄소배출 감소 목표치(18%)를 제시하는 등 녹색경제 발전을 핵심 과제로 제시한 점은 가볍게 볼 수 없다. 중국은 이미 13차 5개년 계획기간 핵심 과제인 공급측 개혁에서 목표를 달성한 전례가 있다.
- 물론 4월 누계로 중국의 조강생산량은 전년동기비 15.8% 증가하였다. 철강사 수익성이 워낙 좋은 상황으로 특정 지역(당산시)에 취해진 가동률 규제가 효과를 못보고 있는 것이다. 특히 수요 모멘텀이 강한 상황에서 무리한 공급 규제는 추가적인 가격 폭등을 유발할 수 있기에 당국은 신중할 수 밖에 없다. 오히려 하반기 수요 모멘텀이 둔화한다면 연간 생산량 억제 목표를 달성하기 위한 조치를 취하기가 수월해질 것이다.
- 중국은 최근 전국단위 철강 생산능력 전수 조사 지시를 내렸으며 생산설비 치환(swap) 비율을 강화하는 조치를 취했다. 이는 추가적으로 폐쇄가능한 생산설비를 적발하고 Capa의 순감을 유도하는 조치들이다. 중국의 철강산업 규제는 해가 갈수록 심화될 가능성이 매우 크다.

전세계 철강 수급 시나리오

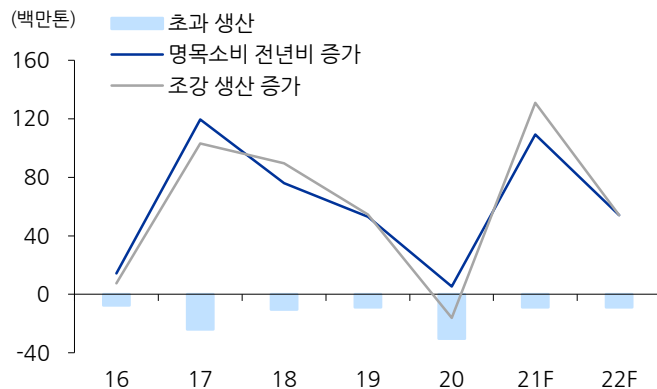
여전히 결정 변수는
중국의 공급

전세계 철강 수급 시나리오 1) 2021년 중국 생산 3% 증가



자료: WSA, 유진투자증권

전세계 철강 수급 시나리오 2) 2021년 중국 생산 5% 증가



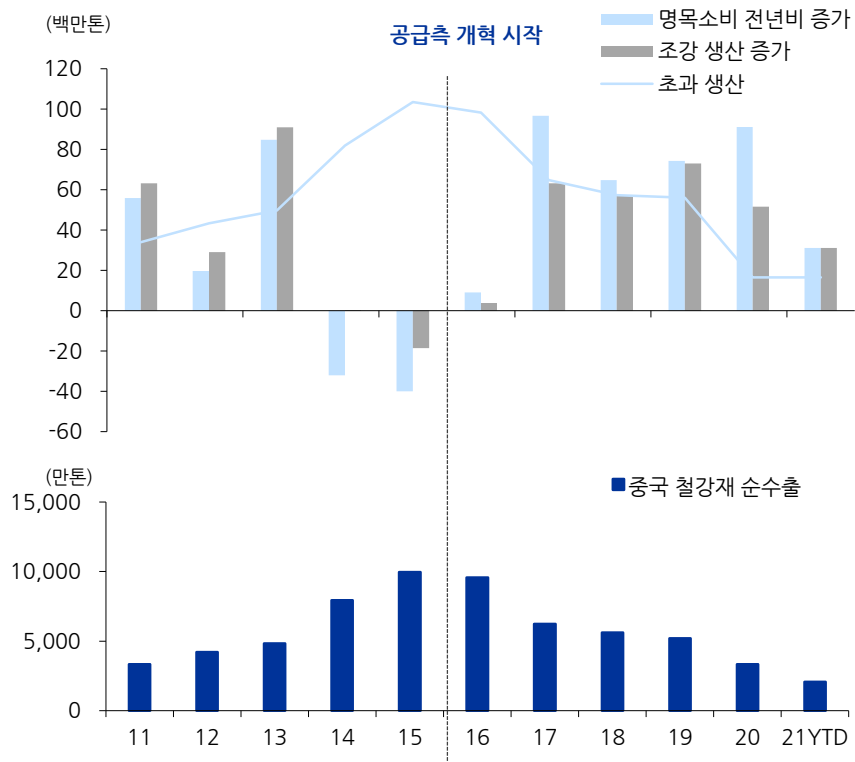
자료: WSA, 유진투자증권

- 좌측 차트는 2020년 하반기 철강 가격 상승을 촉발한 주요 배경이 글로벌 철강 수급에 있었음을 보여준다. WSA 전망처럼 올해 전세계 철강 명목소비가 전년대비 1억톤 가량 증가한 18.7억톤(조강 기준 약 20억톤)을 기록하게 된다면 글로벌 철강 수급은 어떻게 될 것인가.
- 앞서 주요 철강 공급지역에서 생산이 정체되거나 중장기적으로 감소할 가능성이 있음을 살펴보았다. 그럼에도 중국 외 지역의 조강생산량이 올해 명목소비 증가분인 7,800만톤 가량을 회복(2019년 생산량을 초과)한다고 가정해 보자. 이 가운데 중국의 생산이 제로 성장한다고 가정하면 올해 전세계적으로 6,100만톤 가량의 공급 부족이 발생한다. 물론 최근까지 증가한 중국의 공급량을 감안하면 이 시나리오의 현실 가능성은 낮아 보인다.
- 중국이 자국의 명목소비 증가분(3,100만톤) 수준으로 생산을 통제(전년대비 +3%)한다고 가정하면 올해 전세계 공급 부족 규모는 전년도와 같은 3,000만톤 수준이 예상된다. 이 시나리오가 실현 가능성이 크다고 본다.
- 2021년 글로벌 철강 수급이 공급 부족에서 탈피하는 경우는 중국의 생산량이 전년대비 6% 이상 증가해야 가능한 일이다.

철강산업의 체질은 이미 변했다

중국의 공급측 개혁은 현재 진행형

중국 철강 수급 추이



자료: WSA, CEIC, 유진투자증권 추정

- 2016년 이전 중국은 매년 자국의 명목소비 증가분 이상을 생산하곤 했다. 이는 중국의 순수출 증가로 이어졌으며 2015년 순수출이 1억톤에 육박하며 정점을 찍었다. 글로벌 철강산업이 공급 과잉이라는 구조적 늪에서 빠져나올 수 없는 이유였다.
- 2016년 중국의 공급측 개혁이 시작되었다. 중국은 철강 명목 생산능력의 10%를 감축한다는 목표를 2018년까지 조기 달성하였다. 시장은 이와 같은 CAPA 감축에 주목하곤 하지만 가장 중요한 변화는 조강 생산 증가가 명목소비 증가를 초과하지 않도록 통제하게 되었다는 데 있다. 이는 순수출, 즉 초과공급 감소로 이어졌다.
- 올해 4월까지 전년동기비 15% 이상 증가하고 있는 중국의 조강생산량은 두 가지 가능성을 시사한다. 같은 기간 중국의 수요 모멘텀이 이와 같이 강했거나 당국의 산업 통제력이 약화되었을 가능성이다. 2016년 공급측 개혁이 가능했던 이유는 시진핑 주석의 강력한 지위와 지방정부 인사 장악이 배경이었다. 이러한 정치 구도의 변화가 없이는 후자일 가능성은 지극히 낮다고 본다.



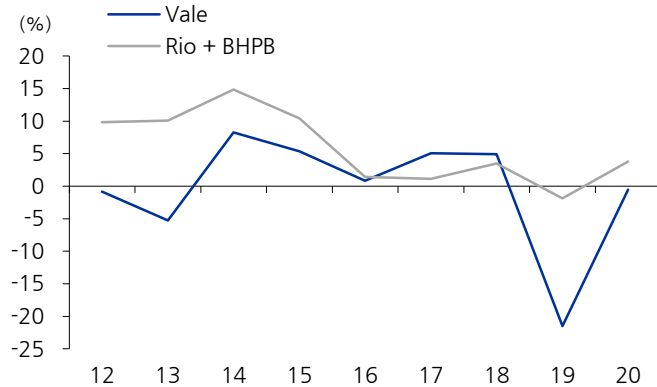
03

Cost Push

철광석 공급부족 지속

더딘 생산량 회복세

메이저 광산 생산 증가율(YoY) 추이



자료: 각 사, 유진투자증권

철광석 수급 전망

(백만톤)	2018	2019	2020	2021F
글로벌 조강생산	1,825	1,880	1,864	1,973
철광석 수요	2,249	2,333	2,322	2,454
(증감)		84	-10	131
중국 철광석 수요	1,212	1,317	1,385	1,426
(증감)		105	68	41
중국 외 수요	906	881	800	887
(증감)		-25	-81	87
광산 3사 생산	924	798	843	885
(증감)		-125	44	42

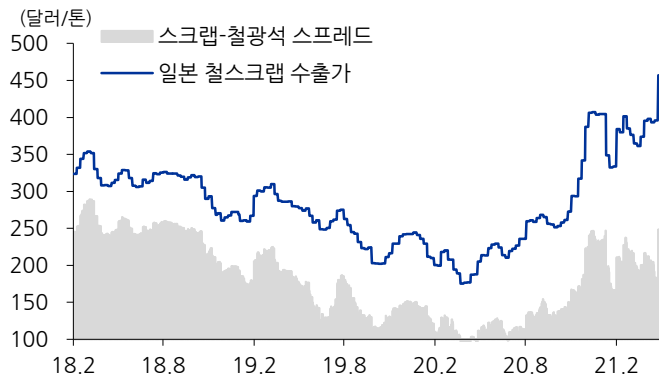
자료: WSA, 유진투자증권 추정
주: 중국 조강생산 증가율 3% 가정

- 철광석 시장은 2018년까지도 연 8,000만톤 가량 초과공급 시장이었다. 하지만 2019년 초 브라질 Vale사가 광미 댐 붕괴 사고로 8,270만톤 생산 타격을 입으면서 공급 부족으로 전환했을 가능성이 크다. 3대 광산업체들 가운데 나머지 두 업체의 생산량은 이를 커버하기엔 역부족이었다. 2019년 Rio Tinto와 BHP Billiton의 생산량은 오히려 전년대비 1,000만톤 줄었고 2020년에도 1,980만톤 증가했을 뿐이다. 이들 호주 광산업체들은 2015년까지 이어진 광구 확장(expansion) 사이클이 일단락되고 신규 CAPA 확장이 제한적인 상황이다.
- 결국 유의미한 공급 증가는 브라질에서 나와야 한다. 하지만 Vale의 1Q21 생산량은 1Q18 생산량의 83% 수준에 불과하다. 코로나19로 인한 조업 차질이 영향을 주고 있다.
- 반면 올해 글로벌 철광석 수요는 전년대비 1.3억톤 가량 증가할 전망이다. 중국 조강생산량이 전년대비 3% 성장한다고 가정했을 경우이다. 1분기까지의 메이저 3사 조업 상황을 감안할 때 올해도 이들의 공급은 전년대비 5,000만톤 이상 증가하기는 어려워 보인다. 이와 같은 타이트한 수급 상황이 철광석 가격에 하방 경직성으로 작용하게 될 것이다.

탄소 중립에 대한 대가

탈탄소가 견인할 중장기 제조원가 상승

철스크랩 가격 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

ArcelorMittal의 2050년 탈탄소 투자 계획

	투자비		비고
	(억 유로)	(조원)	
합계	450~650	61~88	
Smart Cargo	150~250	20~34	청정 에너지 인프라 투자비 제외
DRI-based	300~400	41~54	

자료: ArcelorMittal, 유진투자증권

- 철강업계의 탈탄소 노력은 이미 시작되었다. 중장기적으로 수소환원제철 등 기술 개발과 인프라 구축이 이루어질 것이다. 다만 이 기술의 상용화는 2030년 이후에야 가능할 것이다. 그 이전에는 철스크랩 활용 증가가 불가피하다. 이미 많은 철강사들이 전로의 고철 투입량을 증가시키고 전기로 비중을 확대할 계획을 하고 있다.
- 철스크랩 공급이 관건이다. 철스크랩 누적 발생량이 많은 미국, 일본 등 선진국을 중심으로 수출이 이루어지고 있으며 연간 1억톤 규모의 시장이다. 이 가운데 지난해 말 중국이 철스크랩 수입을 허용하였다. 2025년 중국의 철스크랩 자원 확보 목표치는 3억톤이며 지난해 내수 공급은 2.4억톤 수준이었다. **고품질 철스크랩 시장이 타이트해질 전망이다**이며 이는 가격 강세로 이어질 것이다.
- 일본제철은 최근 탈탄소 전략을 발표하면서 2050년까지 R&D 비용(5,000억엔), 상업용 설비 CAPEX(4~5조엔) 뿐 아니라 친환경 수소와 전력 조달에 따른 제조원가 급등을 예고한 바 있다. 유럽 Arcelor Mittal 역시 **제철공정 전환이 제조 원가를 30~80% 상승시킬 것**이라 추정한 바 있다.
- 이와 같은 **제조원가 상승은 철강사에게 비용 부담이나 철강 가격 상승 요인이기도 하다.** 이는 탄소 중립 시대로 가기 위한 사회적 비용이다. 철강사 수익성 측면에서는 전가가 관건이다. 철의 대체재가 등장하지 않고 공급 조정이 수반되는 환경이라면 가격 전가 가능성은 보다 커질 것이다.

04

추천주

POSCO

(005490)

투자의견
BUY
(유지)

목표주가
460,000원
(유지)

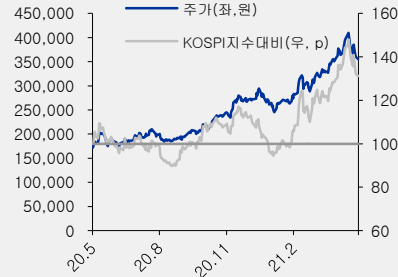
주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	1.2	24.2	49.1
절대기준(%)	0.7	46.1	108.1

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	460,000	460,000	-
영업이익(21)	6,178	5,932	▲
영업이익(22)	5,776	5,298	▲

Commodity/Logistics_방민진_02)368-6179_mj.bang@eugenefn.com

현재주가(21.05.25)	358,000원
시가총액(십억원)	31,213
발행주식수(천주)	87,187
52주 최고가(원)	413,500
최저가(원)	171,000
52주 일간 Beta	0.98
90일 일평균거래대금(백만원)	206,147
외국인 지분율(%)	54.6
배당수익률(2021F)(%)	2.8
주주구성(%)	
국민연금공단 (외 1인)	11.1
자사주 (외 1인)	8.1

투자의견 **BUY(유지)**
목표주가(12M) **▲ 460,000원**



결산기(12월)	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F
매출액(십억원)	64,367	57,793	66,345	67,305	68,314
영업이익(십억원)	3,869	2,403	6,178	5,776	5,928
세전계속사업손익(십억원)	3,053	2,025	5,892	5,679	6,403
당기순이익(십억원)	1,983	1,788	4,271	4,106	4,629
EPS(원)	21,048	18,376	44,804	43,321	48,842
증감률(%)	8.5	-12.7	143.8	-3.3	12.7
PER(배)	11.2	14.8	8.0	8.3	7.3
ROE(%)	4.2	3.6	8.4	7.6	8.1
PBR(배)	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	3.9	4.7	3.4	3.3	2.9

자료: 유진투자증권

2021.05.26

철강금속

2분기 호실적과 역대 수급 개선의 수혜

Investment Point

- 2분기 추가 마진 스프레드 개선 기대:** 투입단가 상승폭이 전분기보다 확대되거나 공격적인 제품 단가 인상으로 추가적인 마진 스프레드 개선을 기대함. 현재까지 2분기 열연과 후판 유통가격은 전분기 평균대비 각각 톤당 19만원, 25만원이 상승한 상황. 여기에 실수요가향 단가 인상(조선용 후판 톤당 10만원 이상)분이 반영됨.
- 중장기 역대 수급 개선:** 역대 수출 시장에서 동사와 경쟁하던 일본제철의 생산능력 축소(20%)와 중국의 생산량 규제 강화 움직임에 주목함. 동사는 수출 및 해외 생산 기지를 통해 역대 시황 변화에 민감한 이익 탄력성을 지님.
- 배당 확대:** 1분기 배당은 주당 3,000원으로 결정됨. 올해 이익 개선 폭을 감안하면 연간 10,000원 DPS 회복이 가능할 전망이다.

최근 실적 및 이슈

- 1Q21 Review:** 1Q21 연결 매출은 16.1조원(+5.3%qoq, +10.5%yoy), 영업이익 1.55조원(+79.8%qoq, +120.1%yoy), 별도 영업이익은 1.07조원(+104.9%qoq, +134.2%yoy)으로 영업이익률 13.8%를 기록함.
- 실적 서프라이즈의 가장 큰 배경은 제품 출하단가로 전분기비 톤당 8.3만원(탄소강 기준) 상승함. 톤당 마진 스프레드는 전분기비 6만원 이상 개선
- 연결 법인 이익 기여 역시 4,796억원으로 기대치(4,000억원)를 크게 상회함. 시황에 민감도가 높은 해외 철강 마진율이 5.1%로 호실적을 기록한 결과
- 2Q21 Preview:** 연결 영업이익 1.67조원(+7.8%qoq, +897.8%yoy) 예상

POSCO 실적 Table

POSCO 분기별 실적 추이 및 전망 (연결 기준)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	14,546	13,722	14,261	15,264	16,069	17,004	16,778	16,494	57,793	66,345	67,305
영업이익	705	168	667	863	1,552	1,673	1,540	1,412	2,403	6,178	5,776
영업이익률(%)	4.8	1.2	4.7	5.7	9.7	9.8	9.2	8.6	4.2	9.3	8.6
지배주주순이익	395	40	465	701	1,025	1,101	1,007	774	1,602	3,906	3,777
증감률(YoY,%)											
매출	-9.2	-15.9	-10.8	-4.9	10.5	23.9	17.6	8.1	-10.2	14.8	1.4
영업이익	-41.4	-84.3	-35.9	54.8	120.1	897.8	131.0	63.6	-37.9	157.1	-6.5
지배주주순이익	-46.7	-93.4	8.0	1,283.3	159.2	2,633.8	116.3	10.4	-12.7	143.8	-3.3

POSCO 분기별 실적 추이 및 전망 (별도 기준)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	6,970	5,885	6,578	7,077	7,800	8,644	8,468	8,360	26,510	33,272	33,753
영업이익	458	-108	262	524	1,073	1,228	1,137	1,040	1,135	4,478	4,136
영업이익률(%)	6.6	-1.8	4.0	7.4	13.8	14.2	13.4	12.4	4.3	13.5	12.3
지배주주순이익	453	7	181	325	952	938	874	578	966	3,342	3,081
탄소강 판매량(천톤)	8,151	7,347	8,444	8,510	8,331	8,458	8,407	8,388	32,452	33,584	33,914
탄소강 ASP(천원/톤)	692	643	634	679	763	855	840	825	662	821	826
증감률(YoY,%)											
매출	-10.8	-21.3	-15.0	-3.6	11.9	46.9	28.7	18.1	-12.7	25.5	1.4
영업이익	-45.0	적전	-60.5	42.7	134.2	흑전	334.1	98.7	-56.1	294.4	-7.6
지배주주순이익	-32.5	-98.8	-63.8	흑전	110.2	14,065.0	383.2	77.7	-17.8	246.0	-7.8
탄소강 판매량	-7.1	-11.5	0.3	-0.2	2.2	15.1	-0.4	-1.4	-4.6	3.5	1.0
탄소강 ASP	-4.2	-12.5	-13.7	-2.5	10.3	32.9	32.4	21.5	-8.2	23.9	0.6

자료: POSCO, 유진투자증권

POSCO(005490.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
자산총계	79,059	79,087	85,159	88,308	91,900
유동자산	34,842	35,831	41,354	43,923	46,887
현금성자산	12,945	16,856	20,758	22,876	25,530
매출채권	9,884	8,865	9,619	9,836	9,983
재고자산	10,920	9,052	9,908	10,132	10,284
비유동자산	44,216	43,256	43,806	44,385	45,014
투자자산	9,338	9,407	9,850	10,250	10,666
유형자산	29,926	29,400	29,817	30,251	30,693
기타	4,952	4,449	4,139	3,884	3,655
부채총계	31,264	31,412	33,062	33,305	33,512
유동부채	16,324	16,855	17,678	17,830	17,941
매입채무	4,932	5,363	5,650	5,778	5,865
유동성이자부채	8,791	9,099	9,611	9,611	9,611
기타	2,601	2,392	2,416	2,440	2,465
비유동부채	14,940	14,557	15,384	15,476	15,571
비유동이자부채	12,451	12,449	13,104	13,104	13,104
기타	2,489	2,109	2,281	2,372	2,467
자본총계	47,795	47,675	52,097	55,002	58,389
지배지분	44,472	44,331	48,144	51,049	54,435
자본금	482	482	482	482	482
자본잉여금	1,376	1,311	1,357	1,357	1,357
이익잉여금	45,080	46,111	49,666	52,571	55,958
기타	(2,467)	(3,573)	(3,362)	(3,362)	(3,362)
비지배지분	3,323	3,343	3,953	3,953	3,953
자본총계	47,795	47,675	52,097	55,002	58,389
총차입금	21,242	21,548	22,715	22,715	22,715
순차입금	8,297	4,692	1,957	(161)	(2,814)

현금흐름표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업현금	6,005	8,686	6,220	6,962	7,570
당기순이익	1,983	1,788	4,271	4,106	4,629
자산상각비	3,461	3,622	3,674	3,717	3,739
기타비현금성손익	(224)	(81)	101	(561)	(599)
운전자본증감	(41)	2,804	(1,715)	(300)	(199)
매출채권감소(증가)	430	817	(542)	(217)	(148)
재고자산감소(증가)	794	1,718	(760)	(224)	(152)
매입채무증가(감소)	(733)	594	(62)	128	87
기타	(532)	(326)	(350)	13	14
투자현금	(3,683)	(6,259)	(5,252)	(4,538)	(4,633)
단기투자자산감소	(648)	(2,807)	(1,861)	(566)	(589)
장기투자증권감소	0	0	75	92	82
설비투자	2,519	3,197	3,319	3,723	3,779
유형자산처분	52	0	(4)	0	0
무형자산처분	(275)	(222)	(169)	(173)	(173)
재무현금	(1,512)	(1,091)	1,052	(872)	(872)
차입금증가	(462)	585	582	0	0
자본증가	(946)	(659)	(620)	(872)	(872)
배당금지급	946	659	620	872	872
현금 증감	871	1,240	2,073	1,552	2,065
기초현금	2,644	3,515	4,755	6,827	8,380
기말현금	3,515	4,756	6,827	8,380	10,445
Gross Cash flow	7,732	6,521	8,047	7,262	7,770
Gross Investment	3,076	649	5,106	4,272	4,244
Free Cash Flow	4,655	5,872	2,941	2,990	3,525

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	64,367	57,793	66,345	67,305	68,314
증가율(%)	(0.9)	(10.2)	14.8	1.4	1.5
매출원가	58,116	53,072	57,551	58,898	59,782
매출총이익	6,250	4,720	8,793	8,407	8,533
판매 및 일반관리비	2,381	2,317	2,615	2,630	2,605
기타영업손익	(2)	(3)	13	1	(1)
영업이익	3,869	2,403	6,178	5,776	5,928
증가율(%)	(30.2)	(37.9)	157.1	(6.5)	2.6
EBITDA	7,330	6,025	9,852	9,493	9,667
증가율(%)	(16.8)	(17.8)	63.5	(3.7)	1.8
영업외손익	(816)	(378)	(286)	(97)	476
이자수익	428	411	441	488	496
이자비용	756	639	527	531	531
자본법손익	295	208	323	323	323
기타영업외손익	(783)	(357)	(522)	(377)	188
세전순이익	3,053	2,025	5,892	5,679	6,403
증가율(%)	(14.3)	(33.7)	191.0	(3.6)	12.7
법인세비용	1,071	237	1,621	1,573	1,774
당기순이익	1,983	1,788	4,271	4,106	4,629
증가율(%)	4.8	(9.8)	138.9	(3.9)	12.7
지배주주지분	1,835	1,602	3,906	3,777	4,258
증가율(%)	8.5	(12.7)	143.8	(3.3)	12.7
비지배지분	147,551	186,005	365,092	329,060	371,001
EPS(원)	21,048	18,376	44,804	43,321	48,842
증가율(%)	8.5	(12.7)	143.8	(3.3)	12.7
수정EPS(원)	21,048	18,376	44,804	43,321	48,842
증가율(%)	8.5	(12.7)	143.8	(3.3)	12.7

주요투자지표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	21,048	18,376	44,804	43,321	48,842
BPS	510,076	508,464	552,190	585,511	624,354
DPS	10,000	8,000	10,000	10,000	10,000
밸류에이션(배, %)					
PER	11.2	14.8	8.0	8.3	7.3
PBR	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	3.9	4.7	3.4	3.3	2.9
배당수익률	4.2	2.9	2.8	2.8	2.8
PCR	2.7	3.6	3.9	4.3	4.0
수익성(%)					
영업이익률	6.0	4.2	9.3	8.6	8.7
EBITDA이익률	11.4	10.4	14.9	14.1	14.2
순이익률	3.1	3.1	6.4	6.1	6.8
ROE	4.2	3.6	8.4	7.6	8.1
ROIC	4.8	4.2	9.2	8.6	8.7
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	17.4	9.8	3.8	(0.3)	(4.8)
유동비율	213.4	212.6	233.9	246.3	261.3
이자보상배율	5.1	3.8	11.7	10.9	11.2
활동성(회)					
총자산회전율	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8
매출채권회전율	6.5	6.2	7.2	6.9	6.9
재고자산회전율	5.7	5.8	7.0	6.7	6.7
매입채무회전율	12.3	11.2	12.0	11.8	11.7

현대제철(004020)

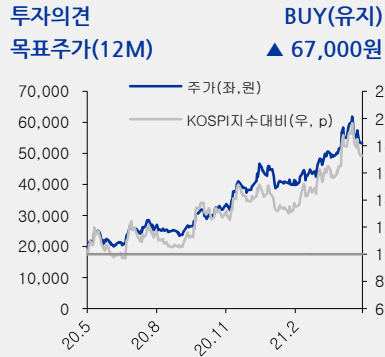
투자의견
BUY
(유지)

목표주가
67,000원
(유지)

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	4.7	37.4	115.7
절대기준(%)	4.3	59.3	174.7
	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	67,000	67,000	-
영업이익(21)	1,398	1,342	▲
영업이익(22)	1,345	1,271	▲

Commodity/Logistics_방민진_02)368-6179_mj.bang@eugenefn.com

현재주가(21.05.25)	53,700원
시가총액(십억원)	7,166
발행주식수(천주)	133,446
52주 최고가(원)	63,000
최저가(원)	19,550
52주 일간 Beta	1.56
90일 일평균거래대금(백만원)	81,527
외국인 지분율(%)	20.4
배당수익률(2021F)(%)	1.4
주주구성(%)	
기아(외 9인)	36.0
국민연금공단(외 1인)	8.1



결산기(12월)	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F
매출액(십억원)	20,513	18,023	20,720	21,219	21,539
영업이익(십억원)	331	73	1,398	1,345	1,353
세전계속사업손익(십억원)	52	-504	1,169	1,085	1,095
당기순이익(십억원)	26	-440	882	858	866
EPS(원)	128	-3,222	6,386	6,230	6,283
증감률(%)	-95.7	적전	흑전	-2.5	0.9
PER(배)	245.4	na	8.4	8.6	8.5
ROE(%)	0.1	-2.6	5.1	4.8	4.6
PBR(배)	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	8.1	10.0	6.2	6.1	5.8

자료: 유진투자증권

2021.05.26

철강금속

2분기부터 봉형강 모멘텀 추가

Investment Point

- 2분기 봉형강 부문 개선이 추가: 고로부문은 전분기 못지 않게 공격적인 제품 단가 인상으로 추가적인 마진 스프레드 개선을 기대함.
- 여기에 철근을 중심으로 한 봉형강 롤마진 개선이 예상됨. 현재 국내 유통가 기준 철근 롤마진은 2020년 2분기 수준을 웃돌고 있음. 올해 국내 철근 시장은 4년만에 성장이 기대되며 건설사들의 공격적인 분양 계획을 감안할 때 온기는 내년까지 이어질 가능성.
- 현대기아차향 단가 인상 가능성: 지연되고 있으나 글로벌 완성차향 단가 인상 분위기를 감안할 때 현대기아차향 단가 인상 폭도 결정될 것으로 기대함.

최근 실적 및 이슈

- 1Q21 Review: 1Q21 연결 매출은 4.93조원(+3.1%qoq, +5.6%yoy), 영업이익은 3,039억원(+448.6%qoq, 흑전yoy), 별도 영업이익은 2,966억원(+736.0%qoq, 흑전yoy), 영업이익률 7.0%를 기록함.
- 판재 출하단가가 전분기비 톤당 9만원 가량 상승하여 톤당 마진 스프레드는 6만원 이상 개선. 봉형강 역시 철근 부진에도 H형강 단가 인상으로 롤마진은 선방함.
- 지난해 정리한 열연 박판과 컬러강판 사업 손실 제거, 특수강 부문 손익 개선이 실적 서프라이즈에 기여
- 2Q21 Preview: 연결 영업이익 4,108억원(+35.2%qoq, +2841.1%yoy) 예상

현대제철 실적 Table

현대제철 분기별 실적 추이 및 전망 (연결 기준)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	4,668	4,113	4,462	4,781	4,927	5,416	5,251	5,126	18,023	20,720	21,219
영업이익	-30	14	33	55	304	411	372	311	73	1,398	1,345
영업이익률(%)	-0.6	0.3	0.7	1.2	6.2	7.6	7.1	6.1	0.4	6.7	6.3
지배주주순이익	-115	-11	-45	-258	210	239	232	171	-430	852	831
증감률(YoY,%)											
매출	-8.0	-26.2	-11.6	-0.9	5.6	31.7	17.7	7.2	-12.1	15.0	2.4
영업이익	적전	-94.0	-2.1	흑전	흑전	2,841.1	1,015.7	461.6	-78.0	1,814.4	-3.8
지배주주순이익	적전	적전	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	-2.5

현대제철 분기별 실적 추이 및 전망 (별도 기준)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	4,144	3,679	3,757	3,988	4,252	4,969	4,525	4,309	15,568	18,055	18,474
영업이익	-21	9	18	36	297	383	347	286	42	1,313	1,239
영업이익률(%)	-0.5	0.2	0.5	0.9	7.0	7.7	7.7	6.6	0.3	7.3	6.7
지배주주순이익	-89	-4	-62	-302	232	246	221	169	-456	868	780
판재 판매량(천톤)	3,009	2,630	2,824	2,944	2,874	3,039	2,855	2,702	11,407	11,470	11,470
봉형강 판매량(천톤)	1,617	1,650	1,595	1,697	1,616	1,697	1,538	1,529	6,560	6,379	6,379
판재 ASP(천원/톤)	770	726	725	747	839	927	918	914	742	899	916
봉형강 ASP(천원/톤)	717	709	697	726	780	837	838	836	712	823	846
증감률(YoY,%)											
매출	-7.4	-26.7	-15.7	-3.2	2.6	35.1	20.4	8.1	-13.9	16.0	2.3
영업이익	적전	-95.8	-45.9	흑전	흑전	4,084.6	1,794.9	704.5	-85.0	3,046.5	-5.6
지배주주순이익	적전	적전	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	-10.1
판재 ASP	-4.4	-11.1	-11.2	-1.9	9.0	27.8	26.5	22.3	-7.2	21.2	1.8
봉형강 ASP	-7.2	-7.8	-8.4	5.2	8.8	18.0	20.2	15.2	-4.8	15.5	2.8

자료:현대제철, 유진투자증권

현대제철(004020.KS) 재무제표

대차대조표					
(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
자산총계	34,366	34,845	35,502	36,310	37,132
유동자산	9,579	9,935	10,706	11,577	12,423
현금성자산	1,218	2,527	2,606	3,412	4,176
매출채권	2,680	2,559	2,802	2,824	2,852
재고자산	5,416	4,688	5,137	5,178	5,229
비유동자산	24,788	24,910	24,796	24,733	24,709
투자자산	2,646	3,529	3,672	3,821	3,976
유형자산	20,563	19,874	19,581	19,336	19,126
기타	1,578	1,507	1,542	1,575	1,607
부채총계	17,133	18,152	18,023	18,099	18,183
유동부채	6,420	6,073	5,893	5,917	5,947
매입채무	2,943	2,426	2,398	2,417	2,442
유동성이자부채	2,874	2,985	2,985	2,985	2,985
기타	603	662	510	515	520
비유동부채	10,712	12,079	12,129	12,182	12,236
비유동이자부채	9,433	10,843	10,843	10,843	10,843
기타	1,280	1,236	1,286	1,338	1,393
자본총계	17,234	16,693	17,479	18,211	18,949
지배지분	16,898	16,345	17,132	17,863	18,602
자본금	667	667	667	667	667
자본잉여금	3,914	3,906	3,906	3,906	3,906
이익잉여금	11,488	10,933	11,720	12,451	13,189
기타	828	839	839	839	839
비지배지분	335	348	348	348	348
자본총계	17,234	16,693	17,479	18,211	18,949
총차입금	12,307	13,828	13,828	13,828	13,828
순차입금	11,089	11,301	11,222	10,417	9,652

현금흐름표					
(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업현금	652	2,021	1,601	2,396	2,379
당기순이익	26	(440)	882	858	866
자산상각비	1,548	1,579	1,570	1,553	1,538
기타비현금성손익	30	20	(136)	26	28
운전자본증감	(878)	586	(715)	(41)	(52)
매출채권감소(증가)	26	(88)	(242)	(22)	(28)
재고자산감소(증가)	(483)	648	(449)	(41)	(52)
매입채무증가(감소)	(200)	(10)	(28)	19	24
기타	(221)	36	3	3	4
투자현금	(1,189)	(2,450)	(1,522)	(1,559)	(1,586)
단기투자자산감소	(19)	(1,361)	(65)	(68)	(71)
장기투자증권감소	0	0	(72)	(75)	(78)
설비투자	1,157	1,034	1,188	1,217	1,235
유형자산처분	(2)	61	0	0	0
무형자산처분	(13)	(45)	(124)	(124)	(124)
재무현금	692	454	(66)	(100)	(100)
차입금증가	791	527	0	0	0
자본증가	(99)	(94)	(66)	(100)	(100)
배당금지급	99	99	66	100	100
현금 증감	154	1	13	738	693
기초현금	762	916	917	930	1,668
기말현금	916	917	930	1,668	2,362
Gross Cash flow	2,049	1,658	2,316	2,437	2,432
Gross Investment	2,048	503	2,172	1,531	1,567
Free Cash Flow	1	1,154	144	906	864

자료: 유진투자증권

손익계산서					
(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	20,513	18,023	20,720	21,219	21,539
증가율(%)	(1.3)	(12.1)	15.0	2.4	1.5
매출원가	19,115	16,930	18,197	18,716	18,998
매출총이익	1,397	1,093	2,523	2,504	2,541
판매 및 일반관리비	1,066	1,020	1,125	1,159	1,188
기타영업손익	2	(4)	10	3	3
영업이익	331	73	1,398	1,345	1,353
증가율(%)	(67.7)	(78.0)	1,814.4	(3.8)	0.6
EBITDA	1,879	1,652	2,968	2,897	2,891
증가율(%)	(28.2)	(12.1)	79.6	(2.4)	(0.2)
영업외손익	(280)	(577)	(229)	(260)	(259)
이자수익	55	57	69	81	82
이자비용	324	330	331	331	331
자본비용	8	19	(1)	(1)	(1)
기타영업외손익	(18)	(323)	33	(9)	(9)
세전순이익	52	(504)	1,169	1,085	1,095
증가율(%)	(90.9)	적전	흑전	(7.2)	0.9
법인세비용	26	(64)	287	227	229
당기순이익	26	(440)	882	858	866
증가율(%)	(93.7)	적전	흑전	(2.7)	0.9
지배주주지분	17	(430)	852	831	838
증가율(%)	(95.7)	적전	흑전	(2.5)	0.9
비지배지분	8,509	(10,106)	29,513	26,860	27,194
EPS(원)	128	(3,222)	6,386	6,230	6,283
증가율(%)	(95.7)	적전	흑전	(2.5)	0.9
수정EPS(원)	128	(3,222)	6,386	6,230	6,283
증가율(%)	(95.7)	적전	흑전	(2.5)	0.9

주요투자지표					
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	128	(3,222)	6,386	6,230	6,283
BPS	126,631	122,488	128,381	133,860	139,394
DPS	750	500	750	750	750
밸류에이션(배,%)					
PER	245.4	n/a	8.4	8.6	8.5
PBR	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	8.1	10.0	6.2	6.1	5.8
배당수익률	2.4	1.3	1.4	1.4	1.4
PCR	2.0	3.2	3.1	2.9	2.9
수익성(%)					
영업이익률	1.6	0.4	6.7	6.3	6.3
EBITDA이익률	9.2	9.2	14.3	13.7	13.4
순이익률	0.1	(2.4)	4.3	4.0	4.0
ROE	0.1	(2.6)	5.1	4.8	4.6
ROIC	0.6	0.2	4.0	4.0	4.0
안정성(배,%)					
순차입금/자기자본	64.3	67.7	64.2	57.2	50.9
유동비율	149.2	163.6	181.7	195.6	208.9
이자보상배율	1.0	0.2	4.2	4.1	4.1
활동성(회)					
총자산회전율	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
매출채권회전율	7.7	6.9	7.7	7.5	7.6
재고자산회전율	4.0	3.6	4.2	4.1	4.1
매입채무회전율	6.8	6.7	8.6	8.8	8.9

풍산(103140)

투자의견
BUY
(유지)

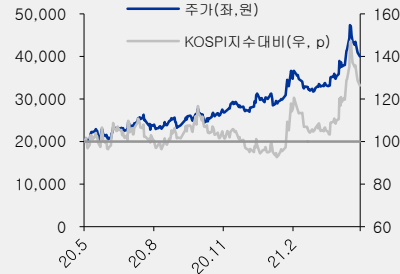
목표주가
50,000원
(유지)

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	14.3	27.8	41.0
절대기준(%)	13.9	49.7	100.0
	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	50,000	50,000	-
영업이익(21)	238	238	-
영업이익(22)	213	213	-

Commodity/Logistics_방민진_02)368-6179_mj.bang@eugenefn.com

현재주가(21.05.25)	40,200원
시가총액(십억원)	1,127
발행주식수(천주)	28,024
52주 최고가(원)	49,950
최저가(원)	19,800
52주 일간 Beta	0.95
90일 일평균거래대금(백만원)	24,359
외국인 지분율(%)	14.4
배당수익률(2021F)(%)	1.5
주주구성(%)	
풍산홀딩스(외 4인)	38.0
국민연금공단(외 1인)	11.2

투자의견 **BUY(유지)**
목표주가(12M) **▲ 50,000원**



결산기(12월)	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F
매출액(십억원)	2,451	2,594	3,160	3,471	3,539
영업이익(십억원)	41	121	238	213	234
세전계속사업손익(십억원)	26	99	206	176	197
당기순이익(십억원)	18	72	158	131	143
EPS(원)	629	2,565	5,628	4,681	5,115
증감률(%)	-71.6	308.1	119.4	-16.8	9.3
PER(배)	37.9	10.9	7.1	8.6	7.9
ROE(%)	1.3	5.1	10.4	8.0	8.1
PBR(배)	0.5	0.5	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	10.0	6.6	5.4	5.7	5.0

자료: 유진투자증권

2021.05.26

철강금속

여전히 유효한 구리 가격 모멘텀

Investment Point

- **중장기 구리 가격 모멘텀:** 2분기에도 구리 평균 가격이 전분기비 15% 이상 상승할 전망으로 1분기 못지 않은 Metal Gain이 기대됨.
- 최근 조정에도 구리 가격은 10,000달러에 육박하고 있음. 구리는 과거 10,000달러 구간과 달리 현재 중장기 수급 전망이 타이트한 상황임. 달러화 약세 및 인플레이션 기대가 뒷받침 되는 한 구리 가격은 추가 상승 가능함. 이에 따른 탄력적인 신동 마진 개선이 중장기적으로 동사의 이익 모멘텀을 견인할 것임.

최근 실적 및 이슈

- **1Q21 Review:** 연결 기준 매출 7,252억원(-9.2%qoq, +24.8%yoy), 영업 이익 624억원(+16.8%qoq, 흑전yoy)을 기록함.
- 신동 출하는 전년동기비 9.3% 증가함. 출하 회복에 따른 단위 고정비 안정이 가공 마진 회복에 기여. 분기 적용 구리 평균 가격(톤당 8,068달러)이 전분기비 18.2% 상승하면서 본사와 PMX의 Metal Gain이 200억원 가량 발생
- 방산 매출은 전년동기비 27.1% 급감. 수출은 양호했으나 마진이 좋은 대구 경 공급 스케줄의 공백기로 내수가 급감.
- **2Q21 Preview:** 연결 영업이익 697억원(+11.6%qoq, +231.5%yoy) 예상

풍산 실적 Table

풍산 분기별 실적 추이 및 전망 (연결 기준)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	581	580	634	799	725	755	797	882	2,594	3,160	3,471
영업이익	-2	21	48	53	62	70	50	57	121	238	213
영업이익률(%)	-0.3	3.6	7.6	6.7	8.6	9.2	6.2	6.4	4.7	7.5	6.1
지배주주순이익	-3	8	33	34	45	47	30	36	72	158	131
증감률(YoY,%)											
매출	0.2	-3.5	12.4	13.1	24.8	30.2	25.8	10.5	5.8	21.8	9.8
영업이익	적전	148.1	23,736.0	219.9	흑전	231.5	2.5	5.8	194.6	96.5	-10.6
지배주주순이익	적전	120.9	흑전	331.4	흑전	483.6	-11.3	5.6	308.1	119.4	-16.8

풍산 분기별 실적 추이 및 전망 (별도 기준)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	407	456	454	627	474	601	580	700	1,944	2,355	2,614
신동	303	273	295	355	397	420	424	447	1,227	1,688	1,934
방산	101	181	156	269	74	178	153	250	707	655	668
영업이익	12	18	31	35	34	50	36	43	96	162	150
신동	8	-2	4	11	28	37	25	22	20	112	97
방산	2	19	20	24	6	13	11	20	65	51	52
영업이익률(%)	3.1	3.9	6.8	5.6	7.1	8.3	6.2	6.1	4.9	6.9	5.8
지배주주순이익	-3	10	34	34	45	54	37	42	74	178	157
증감률(YoY,%)											
매출	-6.2	0.0	6.6	11.0	16.5	31.6	27.6	11.7	3.4	21.1	11.0
영업이익	-3.0	5.3	393.2	173.5	171.7	181.1	17.2	21.4	97.1	68.9	-7.2
지배주주순이익	적전	169.9	흑전	537.7	흑전	443.5	9.9	23.7	392.8	138.8	-12.0
신동 판매량(천톤)	44	41	43	49	48	47	45	46	176	186	189
LME전기동 평균(달러/톤)	5,940	5,153	6,201	6,825	8,068	9,375	9,700	9,700	6,030	9,211	9,700

자료: 풍산, 유진투자증권

풍산(103140.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
자산총계	2,563	2,552	2,644	2,775	2,908
유동자산	1,245	1,302	1,424	1,575	1,724
현금성자산	78	90	81	117	251
매출채권	351	403	427	464	469
재고자산	790	790	897	975	985
비유동자산	1,317	1,250	1,221	1,200	1,184
투자자산	162	158	164	171	178
유형자산	1,136	1,075	1,041	1,015	993
기타	19	17	15	14	13
부채총계	1,179	1,106	1,057	1,073	1,079
유동부채	763	747	695	708	710
매입채무	114	150	140	152	153
유동성이자부채	503	487	487	487	487
기타	146	111	69	70	70
비유동부채	415	358	362	365	369
비유동이자부채	319	274	274	274	274
기타	96	85	88	92	95
자본총계	1,384	1,446	1,587	1,702	1,828
지배지분	1,382	1,444	1,585	1,700	1,826
자본금	140	140	140	140	140
자본잉여금	495	495	495	495	495
이익잉여금	733	810	951	1,066	1,192
기타	15	(1)	(1)	(1)	(1)
비지배지분	2	2	2	2	2
자본총계	1,384	1,446	1,587	1,702	1,828
총차입금	823	760	760	760	760
순차입금	744	670	679	643	509

현금흐름표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업현금	202	115	77	127	228
당기순이익	26	99	158	131	143
자산상각비	100	101	98	95	93
기타비현금성손익	(1)	3	(39)	4	4
운전자본증감	90	(103)	(140)	(103)	(12)
매출채권감소(증가)	44	(45)	(24)	(37)	(5)
재고자산감소(증가)	98	(20)	(106)	(78)	(10)
매입채무증가(감소)	(58)	40	(10)	12	2
기타	6	(77)	1	1	1
투자현금	(57)	(54)	(69)	(75)	(77)
단기투자자산감소	0	(1)	(0)	(0)	(0)
장기투자증권감소	0	0	(0)	(0)	(0)
설비투자	61	50	61	67	68
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
재무현금	(136)	(46)	(17)	(17)	(17)
차입금증가	(136)	(46)	0	0	0
자본증가	0	0	(17)	(17)	(17)
배당금지급	0	0	17	17	17
현금 증감	15	9	(9)	35	134
기초현금	56	70	79	71	106
기말현금	70	79	71	106	239
Gross Cash flow	176	252	217	230	240
Gross Investment	(33)	156	208	178	89
Free Cash Flow	208	97	8	52	151

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	2,451	2,594	3,160	3,471	3,539
증가율(%)	(11.6)	5.8	21.8	9.8	2.0
매출원가	2,264	2,323	2,741	3,061	3,120
매출총이익	188	271	419	411	419
판매 및 일반관리비	146	150	181	198	185
기타영업손익	(8)	2	21	9	(6)
영업이익	41	121	238	213	234
증가율(%)	(61.7)	194.6	96.5	(10.6)	9.9
EBITDA	141	222	336	308	327
증가율(%)	(29.5)	57.7	51.5	(8.4)	6.1
영업외손익	(15)	(22)	(32)	(36)	(37)
이자수익	1	1	1	1	1
이자비용	30	21	17	17	17
자본비용	(0)	0	0	0	0
기타영업외손익	14	(2)	(16)	(20)	(21)
세전순이익	26	99	206	176	197
증가율(%)	(69.8)	275.6	107.9	(14.3)	11.9
법인세비용	9	27	48	45	54
당기순이익	18	72	158	131	143
증가율(%)	(71.6)	308.0	119.4	(16.8)	9.3
지배주주지분	18	72	158	131	143
증가율(%)	(71.6)	308.1	119.4	(16.8)	9.3
비지배지분	7	11	44	40	44
EPS(원)	629	2,565	5,628	4,681	5,115
증가율(%)	(71.6)	308.1	119.4	(16.8)	9.3
수정EPS(원)	629	2,565	5,628	4,681	5,115
증가율(%)	(71.6)	308.1	119.4	(16.8)	9.3

주요투자지표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	629	2,565	5,628	4,681	5,115
BPS	49,306	51,539	56,567	60,648	65,163
DPS	400	600	600	600	600
밸류에이션(배, %)					
PER	37.9	10.9	7.1	8.6	7.9
PBR	0.5	0.5	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	10.0	6.6	5.4	5.7	5.0
배당수익률	1.7	2.1	1.5	1.5	1.5
PCR	3.8	3.1	5.2	4.9	4.7
수익성(%)					
영업이익률	1.7	4.7	7.5	6.1	6.6
EBITDA이익률	5.7	8.6	10.6	8.9	9.2
순이익률	0.7	2.8	5.0	3.8	4.1
ROE	1.3	5.1	10.4	8.0	8.1
ROIC	1.3	4.2	8.4	6.9	7.3
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	53.8	46.3	42.8	37.8	27.8
유동비율	163.1	174.2	204.8	222.4	242.7
이자보상배율	1.4	5.8	13.8	12.4	13.6
활동성(회)					
총자산회전율	0.9	1.0	1.2	1.3	1.2
매출채권회전율	6.5	6.9	7.6	7.8	7.6
재고자산회전율	3.0	3.3	3.7	3.7	3.6
매입채무회전율	17.3	19.6	21.9	23.8	23.2

고려아연(010130)

투자의견
BUY
(유지)

목표주가
520,000원
(유지)

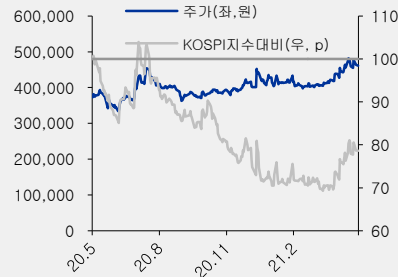
주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	6.3	-3.6	-34.3
절대기준(%)	5.8	18.3	24.7

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	520,000	520,000	-
영업이익(21)	950	950	-
영업이익(22)	991	991	-

Commodity/Logistics_방민진_02)368-6179_mj.bang@eugenefn.com

현재주가(21.05.25)	464,500원
시가총액(십억원)	8,765
발행주식수(천주)	18,870
52주 최고가(원)	491,000
최저가(원)	334,000
52주 일간 Beta	0.72
90일 일평균거래대금(백만원)	27,954
외국인 지분율(%)	22.1
배당수익률(2021F)(%)	3.0
주주구성(%)	
영풍(외 53인)	48.5
국민연금공단(외 1인)	8.8

투자의견 **BUY(유지)**
목표주가(12M) **▲ 520,000원**



결산기(12월)	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F
매출액(십억원)	6,695	7,582	8,662	8,708	8,882
영업이익(십억원)	805	897	950	991	1,033
세전계속사업손익(십억원)	872	812	952	967	1,009
당기순이익(십억원)	639	575	685	693	714
EPS(원)	33,541	30,363	35,837	36,256	37,334
증감률(%)	20.0	-9.5	18.0	1.2	3.0
PER(배)	12.7	13.2	13.0	12.8	12.4
ROE(%)	9.8	8.4	9.4	9.0	8.8
PBR(배)	1.2	1.1	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA(배)	5.0	4.7	5.2	4.9	4.6

자료: 유진투자증권

2021.05.26

철강금속

멀지 않은 신성장 사업 모멘텀

Investment Point

- **악재는 노출되고 메탈 가격상승은 지속:** 올해 아연 벤치마크 제련수수료(TC)는 159달러(전년도 300달러)로 타결됨. 다만 메탈 가격 강세가 이어지고 있어 프리 메탈 수익이 제련수수료 수익 감소를 상당 부분 상쇄할 전망이다.
- 아연 제련수수료는 코로나19로 인한 광산 조업 차질 해소와 수요 회복으로 내년부터 반등할 가능성.
- **신 사업 추진:** 신성장 동력인 동박 사업은 설비 완공 시점인 2022년 말에 다 가오면서 결국 기업 가치에 반영될 것임.

최근 실적 및 이슈

- **1Q21 Review:** 1Q21 연결 매출은 2.2조원(-2.2%qoq, +27.0%yoy), 영업이익은 2,700억원(+3.2%qoq, +32.2%yoy), 별도 영업이익은 2,326억원(+15.2%qoq, +18.2%yoy), 영업이익률 13.8%를 기록함.
- 아연 평균출하단가가 전년동기비 13.8%(전분기비 6.9%), 금 5.6%, 은 37.9% 높은 수준을 기록함.
- **2Q21 Preview:** 연결 영업이익 2,138억원(-20.8%qoq, +30.3%yoy) 예상. 2분기는 올해 아연 벤치마크 TC를 기준으로 1분기를 소급 적용하는 분기임. 다만 아연 가격은 전년동기비 45% 이상 높은 수준으로 프리 메탈 수익이 제련수수료 수익 감소를 상당 부분 상쇄할 것으로 기대함.

고려아연 실적 Table

고려아연 분기별 실적 추이 및 전망 (연결 기준)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	1,733	1,622	1,976	2,251	2,201	2,076	2,183	2,202	7,582	8,662	8,708
영업이익	204	164	267	262	270	214	227	239	897	950	991
영업이익률(%)	11.8	10.1	13.5	11.6	12.3	10.3	10.4	10.8	11.8	11.0	11.4
지배주주순이익	138	115	168	152	210	148	156	163	573	676	684
증감률(YoY,%)											
매출	15.8	-6.9	14.2	30.6	27.0	28.0	10.5	-2.2	13.3	14.2	0.5
영업이익	15.1	-32.3	28.0	47.9	32.2	30.3	-14.9	-8.8	11.4	5.9	4.4
지배주주순이익	-8.9	-37.6	6.4	9.2	52.1	28.3	-7.3	7.3	-9.5	18.0	1.2

고려아연 분기별 실적 추이 및 전망 (별도 기준)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	1,338	1,253	1,414	1,647	1,684	1,564	1,634	1,657	5,652	6,539	6,565
영업이익	197	170	212	202	233	182	195	205	781	815	859
영업이익률(%)	14.7	13.6	15.0	12.3	13.8	11.6	11.9	12.4	13.8	12.5	13.1
지배주주순이익	138	123	153	147	200	134	146	153	561	633	650
증감률(YoY,%)											
매출	12.0	-8.7	8.3	22.3	25.9	24.8	15.6	0.6	8.3	15.7	0.4
영업이익	28.1	-25.9	16.0	23.7	18.2	6.8	-7.8	1.7	7.1	4.4	5.4
지배주주순이익	2.5	-30.2	6.1	31.3	45.1	9.5	-5.0	3.7	-1.0	12.7	2.7
아연 판매량(천톤)	165	159	147	180	161	157	155	167	651	640	644
LME 아연 평균(달러/톤)	2,254	1,922	2,197	2,520	2,749	2,820	2,863	2,863	2,223	2,823	2,863
연 판매량(천톤)	101	100	106	107	104	102	116	104	415	426	421
LME 연 평균(달러/톤)	1,901	1,672	1,830	1,858	2,037	2,000	2,054	2,054	1,815	2,036	2,054
전월평균환율(원/달러)	1,178	1,223	1,198	1,146	1,101	1,125	1,125	1,125	1,186	1,119	1,125
아연 벤치마크 T/C(달러/톤)									300	159	159

자료:고려아연, 유진투자증권

고려아연(010130.KS) 재무제표

대차대조표 (단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
자산총계	7,841	8,500	8,843	9,286	9,754
유동자산	4,598	4,913	4,805	4,831	4,902
현금성자산	2,621	2,174	2,286	2,278	2,299
매출채권	383	447	413	419	427
재고자산	1,556	2,250	2,075	2,103	2,145
비유동자산	3,243	3,587	4,038	4,455	4,852
투자자산	248	302	314	327	340
유형자산	2,901	3,194	3,626	4,024	4,401
기타	94	91	97	104	110
부채총계	1,002	1,413	1,345	1,367	1,396
유동부채	704	1,118	1,039	1,051	1,067
매입채무	455	763	685	694	708
유동성이자부채	33	140	140	140	140
기타	217	216	214	216	219
비유동부채	298	294	305	317	329
비유동이자부채	9	20	20	20	20
기타	289	274	285	297	309
자본총계	6,838	7,087	7,498	7,918	8,358
지배지분	6,715	6,970	7,381	7,801	8,241
자본금	94	94	94	94	94
자본잉여금	57	57	57	57	57
이익잉여금	6,592	6,940	7,351	7,771	8,211
기타	(27)	(121)	(121)	(121)	(121)
비지배지분	123	117	117	117	117
자본총계	6,838	7,087	7,498	7,918	8,358
총차입금	42	160	160	160	160
순차입금	(2,580)	(2,014)	(2,126)	(2,118)	(2,139)

현금흐름표 (단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업현금	693	457	1,156	1,040	1,084
당기순이익	639	575	685	693	714
자산상각비	279	279	324	363	399
기타비현금성손익	(17)	72	14	6	6
운전자본증감	(258)	(501)	132	(22)	(35)
매출채권감소(증가)	(67)	(72)	33	(5)	(8)
재고자산감소(증가)	(261)	(706)	175	(28)	(42)
매입채무증가(감소)	96	329	(78)	9	14
기타	(26)	(52)	2	2	2
투자현금	(474)	(548)	(850)	(857)	(876)
단기투자자산감소	(136)	122	(71)	(74)	(77)
장기투자증권감소	0	0	(6)	(6)	(6)
설비투자	358	662	756	760	776
유형자산처분	1	1	0	0	0
무형자산처분	(4)	(6)	(7)	(7)	(7)
재무현금	(191)	(171)	(265)	(264)	(264)
차입금증가	4	81	0	0	0
자본증가	(196)	(260)	(265)	(264)	(264)
배당금지급	196	260	265	264	264
현금 증감	33	(264)	41	(82)	(56)
기초현금	656	690	426	466	385
기말현금	690	426	466	385	329
Gross Cash flow	1,109	1,198	1,024	1,062	1,119
Gross Investment	596	1,170	647	806	834
Free Cash Flow	513	28	377	256	285

자료: 유진투자증권

손익계산서 (단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	6,695	7,582	8,662	8,708	8,882
증가율(%)	(2.7)	13.3	14.2	0.5	2.0
매출원가	5,744	6,547	7,560	7,565	7,690
매출총이익	951	1,035	1,102	1,143	1,193
판매 및 일반관리비	146	138	152	151	160
기타영업손익	5	(6)	10	(0)	6
영업이익	805	897	950	991	1,033
증가율(%)	5.3	11.4	5.9	4.4	4.2
EBITDA	1,085	1,176	1,274	1,354	1,431
증가율(%)	6.0	8.4	8.4	6.3	5.7
영업외손익	67	(85)	2	(24)	(24)
이자수익	56	26	24	27	28
이자비용	1	2	(0)	(0)	(0)
자본법손익	2	(1)	(4)	(4)	(4)
기타영업외손익	11	(109)	(18)	(48)	(49)
세전순이익	872	812	952	967	1,009
증가율(%)	13.5	(6.9)	17.2	1.6	4.3
법인세비용	234	238	267	274	295
당기순이익	639	575	685	693	714
증가율(%)	19.4	(10.0)	19.2	1.2	3.0
지배주주지분	633	573	676	684	704
증가율(%)	20.0	(9.5)	18.0	1.2	3.0
비지배지분	5,687	1,873	8,823	8,926	9,191
EPS(원)	33,541	30,363	35,837	36,256	37,334
증가율(%)	20.0	(9.5)	18.0	1.2	3.0
수정EPS(원)	33,541	30,363	35,837	36,256	37,334
증가율(%)	20.0	(9.5)	18.0	1.2	3.0

주요투자지표	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	33,541	30,363	35,837	36,256	37,334
BPS	355,878	369,358	391,145	413,401	436,735
DPS	11,000	14,000	14,000	14,000	14,000
밸류에이션(배, %)					
PER	12.7	13.2	13.0	12.8	12.4
PBR	1.2	1.1	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	5.0	4.7	5.2	4.9	4.6
배당수익률	2.6	3.5	3.0	3.0	3.0
PCR	7.2	6.3	8.6	8.3	7.8
수익성(%)					
영업이익률	12.0	11.8	11.0	11.4	11.6
EBITDA이익률	16.2	15.5	14.7	15.5	16.1
순이익률	9.5	7.6	7.9	8.0	8.0
ROE	9.8	8.4	9.4	9.0	8.8
ROIC	14.7	13.8	13.3	12.9	12.3
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	(37.7)	(28.4)	(28.4)	(26.7)	(25.6)
유동비율	652.9	439.3	462.4	459.8	459.6
이자보상배율	573.5	538.8	(7,690.6)	(8,026.7)	(8,360.8)
활동성(회)					
총자산회전율	0.9	0.9	1.0	1.0	0.9
매출채권회전율	19.1	18.3	20.1	20.9	21.0
재고자산회전율	4.7	4.0	4.0	4.2	4.2
매입채무회전율	16.5	12.5	12.0	12.6	12.7

세아제강(306200)

투자의견
BUY
(유지)

목표주가
142,000원
(상향)

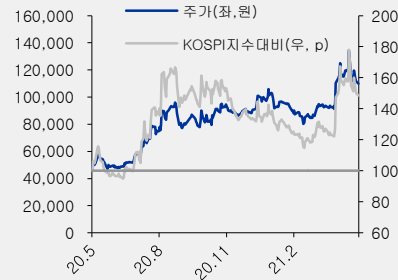
주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	0.9	-2.2	77.4
절대기준(%)	0.5	19.7	136.4

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	142,000	113,000	▲
영업이익(21)	70	70	-
영업이익(22)	79	79	-

Commodity/Logistics_방민진_02)368-6179_mj.bang@eugenefn.com

현재주가(21.05.25)	111,000
시가총액(십억원)	315
발행주식수(천주)	2,836
52주 최고가(원)	137,000
최저가(원)	45,100
52주 일간 Beta	1.33
90일 일평균거래대금(백만원)	3,674
외국인 지분율(%)	7.6
배당수익률(2021F)(%)	2.3
주주구성(%)	
세아제강지주 (외 9인)	59.9
국민연금공단 (외 1인)	6.3

투자의견 **BUY(유지)**
목표주가(12M) **▲ 142,000원**



결산기(12월)	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F
매출액(십억원)	1,227	1,150	1,352	1,443	1,486
영업이익(십억원)	46	54	70	79	81
세전계속사업손익(십억원)	43	48	68	75	79
당기순이익(십억원)	25	33	54	64	67
EPS(원)	8,762	11,656	19,207	22,403	23,735
증감률(%)	253.5	33.0	64.8	16.6	5.9
PER(배)	7.0	7.8	5.8	5.0	4.7
ROE(%)	4.4	5.7	8.8	9.5	9.2
PBR(배)	0.3	0.4	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA(배)	4.8	5.0	4.6	3.8	3.3

자료: 유진투자증권

2021.05.26

철강금속

올해는 유가, 내년에는 신성장사업 모멘텀

Investment Point

- **미주향 에너지용 강관 수익성 개선세:** 유가 반등으로 미국향 에너지용 강관 수요가 회복되고 있음. 수출 쿼터로 양적 성장에는 한계가 있으나 현지 가격 급등으로 수익성 회복이 이루어지고 있음.
- **신성장 시장(해상 풍력발전 및 LNG터미널)향 추가 투자:** 현재 롤벤더 (핀파 일 소재용) 투자가 진행 중으로 올해 말 이 설비의 생산능력은 기존 3~4만톤에서 6~8만톤 수준으로 증가할 전망이다. 이는 내년부터 본격적으로 상품 매출을 대체하여 수익성 개선으로 이어질 것임.
- **올해 예상 이익 대비 PER 5.8배, PBR 0.49배 수준의 밸류에이션 매력**

최근 실적 및 이슈

- **1Q21 Review:** 1Q21 매출은 3,218억원(+6.7%qoq, +7.7%yoy), 영업이익은 158억원(+630.9%qoq, -27.3%yoy)으로 당사의 기존 전망치(110억원)를 상회함.
- 1분기 내수 매출은 전분기비 20.8% 급증함. 대부분 건설향인 내수는 최근 원소재(HR) 가격 급등을 반영한 단가 인상을 진행하고 있으며 투입시차에 따른 롤마진 개선을 누리고 있음.
- 전년동기비 부진은 해상풍력 하부구조물 및 LNG 터미널향 프로젝트들이 환율 악화로 수익성이 낮아져 있기 때문임. 낮아진 환율 베이스의 신규 수주가 유입되면서 마진은 점진적으로 회복할 전망이다.

세아제강 실적 Table

세아제강 분기별 실적 추이 및 전망 (별도 기준)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	299	271	279	302	322	345	345	341	1,150	1,352	1,443
내수	117	120	109	117	141	134	134	134	462	542	547
수출	140	112	129	149	139	171	171	171	530	651	772
영업이익	22	12	18	2	16	18	17	19	54	70	79
영업이익률(%)	7.2	4.5	6.3	0.7	4.9	5.3	4.9	5.7	4.7	5.2	5.5
순이익	18	7	12	-4	13	14	13	15	33	54	64
증감률(YoY,%)											
매출액	-9.1	-12.6	-2.6	-0.2	7.7	27.3	23.4	12.9	-6.3	17.5	6.7
내수	-10.5	-5.2	-8.9	-3.5	20.8	11.6	22.6	14.3	-7.1	17.2	0.9
수출	-9.8	-20.9	4.6	41.7	-0.3	52.2	32.4	14.3	0.9	22.9	18.5
영업이익	-14.3	5.2	209.4	-36.1	-27.3	49.8	-3.0	799.6	16.7	31.5	12.4
순이익	-9.8	-9.3	82.0	-54.9	-27.4	90.2	5.6	-425.7	33.0	64.8	16.6
증감률(QoQ,%)											
매출액	-1.1	-9.4	3.2	8.0	6.7	7.1	0.0	-1.2			
영업이익	541.7	-43.7	44.3	-87.7	630.9	15.9	-6.6	13.7			
순이익	-282.3	-60.0	66.4	-137.1	흑전	4.8	-7.6	14.5			

자료:세아제강, 유진투자증권

세아제강(306200.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
자산총계	1,029	1,052	1,119	1,188	1,256
유동자산	469	487	552	615	678
현금성자산	30	83	99	136	184
매출채권	254	232	258	274	282
재고자산	185	173	194	206	212
비유동자산	559	565	568	573	579
투자자산	13	21	22	23	24
유형자산	539	537	540	545	550
기타	7	7	6	5	5
부채총계	458	457	477	489	497
유동부채	252	226	243	252	257
매입채무	133	136	153	162	167
유동성이자부채	87	77	77	77	77
기타	32	12	12	12	13
비유동부채	206	231	234	237	240
비유동이자부채	131	157	157	157	157
기타	75	74	77	80	83
자본총계	571	595	643	699	759
자배지분	0	0	0	0	0
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	530	530	530	530	530
이익잉여금	27	53	101	157	218
기타	(571)	(598)	(645)	(702)	(762)
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	571	595	643	699	759
총차입금	217	234	234	234	234
순차입금	187	152	135	98	50

현금흐름표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업현금	68	70	56	79	91
당기순이익	25	33	54	64	67
자산상각비	30	28	28	28	29
기타비현금성손익	1	1	4	4	4
운전자본증감	(1)	14	(31)	(17)	(9)
매출채권감소(증가)	(5)	18	(26)	(15)	(8)
재고자산감소(증가)	19	13	(21)	(11)	(6)
매입채무증가(감소)	(23)	(1)	17	9	5
기타	8	(16)	0	0	0
투자현금	(3)	(52)	(35)	(37)	(38)
단기투자자산감소	1	(23)	(2)	(2)	(2)
장기투자증권감소	0	0	(1)	(1)	(1)
설비투자	6	26	30	33	34
유형자산처분	1	1	0	0	0
무형자산처분	(0)	0	0	0	0
재무현금	(61)	11	(7)	(7)	(7)
차입금증가	(56)	19	0	0	0
자본증가	(5)	(6)	(7)	(7)	(7)
배당금지급	5	6	7	7	7
현금 증감	4	29	14	35	46
기초현금	3	6	35	49	84
기말현금	6	35	49	84	130
Gross Cash flow	81	88	87	96	100
Gross Investment	6	15	64	52	45
Free Cash Flow	75	73	23	44	55

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	1,227	1,150	1,352	1,443	1,486
증가율(%)	183.1	(6.3)	17.5	6.7	3.0
매출원가	1,117	1,026	1,209	1,286	1,318
매출총이익	111	124	143	157	168
판매 및 일반관리비	65	71	73	78	86
기타영업손익	200	10	3	7	11
영업이익	46	54	70	79	81
증가율(%)	309.9	16.7	31.5	12.4	2.9
EBITDA	76	81	99	107	110
증가율(%)	265.0	7.7	21.2	9.0	2.4
영업외손익	(3)	(6)	(3)	(5)	(2)
이자수익	1	1	2	2	2
이자비용	7	6	5	5	5
지분법손익	0	(0)	(1)	(1)	(1)
기타영업손익	3	(1)	2	(0)	2
세전순이익	43	48	68	75	79
증가율(%)	351.9	9.9	42.4	10.0	5.9
법인세비용	19	15	13	11	12
당기순이익	25	33	54	64	67
증가율(%)	253.5	33.0	64.8	16.6	5.9
지배주주지분	25	33	54	64	67
증가율(%)	253.5	33.0	64.8	16.6	5.9
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	8,762	11,656	19,207	22,403	23,735
증가율(%)	253.5	33.0	64.8	16.6	5.9
수정EPS(원)	8,762	11,656	19,207	22,403	23,735
증가율(%)	253.5	33.0	64.8	16.6	5.9

주요투자지표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	8,762	11,656	19,207	22,403	23,735
BPS	201,388	209,869	226,608	246,511	267,746
DPS	2,000	0	2,500	2,500	2,500
밸류에이션(배, %)					
PER	7.0	7.8	5.8	5.0	4.7
PBR	0.3	0.4	0.5	0.5	0.4
EV/ EBITDA	4.8	5.0	4.6	3.8	3.3
배당수익률	3.3	0.0	2.3	2.3	2.3
PCR	2.1	2.9	3.6	3.3	3.1
수익성(%)					
영업이익률	3.7	4.7	5.2	5.5	5.5
EBITDA이익률	6.2	7.1	7.3	7.4	7.4
순이익률	2.0	2.9	4.0	4.4	4.5
ROE	4.4	5.7	8.8	9.5	9.2
ROIC	3.4	4.9	7.4	8.6	8.7
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	32.8	25.5	21.1	14.1	6.6
유동비율	186.6	215.8	227.1	244.1	263.7
이자보상배율	6.9	9.4	14.7	16.5	17.0
활동성 (회)					
총자산회전율	1.2	1.1	1.2	1.3	1.2
매출채권회전율	4.9	4.7	5.5	5.4	5.4
재고자산회전율	6.3	6.4	7.4	7.2	7.1
매입채무회전율	8.6	8.5	9.3	9.1	9.0

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 조사 분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 동 자료는 당사의 동의없이 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: 12개월 (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		93%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 □ +15%미만		7%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만		0%

(2021.03.31 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역						POSCO(005490.KS) 주가 및 목표주가 추이 담당 애널리스트: 방민진
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)		
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비	
2019-06-03	Buy	300,000	1년	-23.7	-16	
2019-07-15	Buy	300,000	1년	-24.7	-17.2	
2019-07-24	Buy	300,000	1년	-24.9	-17.2	
2019-08-22	Buy	300,000	1년	-24.2	-17.2	
2019-10-25	Buy	300,000	1년	-23	-17.2	
2019-11-04	Buy	300,000	1년	-22.4	-17.2	
2019-12-13	Buy	300,000	1년	-20.6	-17.2	
2020-01-20	Buy	300,000	1년	-22.7	-18.7	
2020-02-03	Buy	280,000	1년	-34.6	-20	
2020-03-04	Buy	280,000	1년	-40.6	-29.6	
2020-04-13	Buy	280,000	1년	-37.7	-34.6	
2020-04-27	Buy	220,000	1년	-13.4	0	
2020-05-20	Buy	220,000	1년	-12.5	0	
2020-07-22	Buy	220,000	1년	-10.4	0	
2020-08-04	Buy	220,000	1년	-10.4	0	
2020-08-26	Hold	220,000	1년	-11	0	
2020-09-23	Hold	220,000	1년	-7.5	0	
2020-10-26	Buy	260,000	1년	-13.5	-8.3	
2020-10-28	Buy	260,000	1년	-13.1	-8.3	
2020-11-16	Buy	280,000	1년	-10.9	-2.5	
2020-12-11	Buy	310,000	1년	-12.2	-0.3	
2021-01-29	Buy	310,000	1년	-11.9	-0.3	
2021-01-29	Buy	310,000	1년	-11.9	-0.3	
2021-03-05	Buy	360,000	1년	-10.1	0.7	
2021-03-30	Buy	360,000	1년	-6.1	0.7	
2021-04-27	Buy	460,000	1년	-17.4	-11	
2021-04-27	Buy	460,000	1년	-17.4	-11	
2021-05-26	Buy	460,000	1년			

(원)

— POSCO — 목표주가

500,000
450,000
400,000
350,000
300,000
250,000
200,000
150,000
100,000
50,000
0

18.10 19.1 19.4 19.7 19.10 20.1 20.4 20.7 20.10 21.1 21.4

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역						현대제철(004020.KS) 주가 및 목표주가 추이 담당 애널리스트: 방민진
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)		
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비	
2019-06-03	Buy	55,000	1년	-29.5	-22.3	
2019-07-31	Buy	55,000	1년	-32.2	-25.9	
2019-09-17	Buy	55,000	1년	-32.3	-26.4	
2019-10-30	Buy	44,000	1년	-28.1	-25.1	
2019-11-04	Buy	44,000	1년	-28.2	-25.1	
2020-01-09	Buy	37,000	1년	-19.8	-16.8	
2020-01-30	Buy	35,000	1년	-25.8	-15.1	
2020-03-17	Buy	25,000	1년	-25.8	-13.6	
2020-05-20	Hold	22,000	1년	9.3	30.0	
2020-06-02	Hold	22,000	1년	10.8	-8.9	
2020-07-29	Hold	22,000	1년	16.5	6.4	
2020-08-04	Hold	22,000	1년	16.8	6.4	
2020-09-03	Hold	22,000	1년	14.2	6.4	
2020-10-13	Buy	31,000	1년	-1.1	3.1	
2020-10-28	Buy	35,000	1년	-12.3	-6.9	
2020-10-29	Buy	35,000	1년	-12.0	-6.9	
2020-11-16	Buy	40,000	1년	5.8	41.8	
2020-12-04	Buy	40,000	1년	9.1	41.8	
2021-01-29	Hold	40,000	1년	12.3	41.8	
2021-01-29	Hold	40,000	1년	12.3	41.8	
2021-03-08	Hold	40,000	1년	18.5	3.5	
2021-04-28	Buy	67,000	1년	-15.0	-7.6	
2021-05-26	Buy	67,000	1년			

