

철강금속

(Overweight)

경기와 경기요인이 아닌 것

Glossary

용어	정의
탈탄소화(Decarbonization)	에너지 생산 및 소비 과정에서 배출되는 탄소를 절감하는 것
탄소집약도(Carbon Intensity)	소비한 에너지에서 발생된 이산화탄소량을 총 에너지소비량으로 나눈 값. 탄소집약도가 높을수록 탄소 함유량이 높은 에너지 사용률이 높다는 것
배출권거래제(ETS; Emission Trading System)	온실가스 배출 감축을 위한 시장 기반 정책 수단으로, 정부가 온실가스 배출하는 사업장을 대상으로 연단위 배출권 할당하여 할당 범위 내에서 배출할 수 있도록 하고 여분 또는 부족분에 대해서는 사업장 간 거래를 허용하는 제도
탄소국경조정제도(CBAM; Carbon Border Adjustment Mecahnism)	탄소 누출 문제 해결을 위해 환경 규제가 느슨한 역외국 제품을 타겟으로 공정한 환경 조성 목적으로 생긴 EU 제도. 역내로 제품 수입 시 생산 과정에서 배출된 탄소량에 따라 인증서(배출권)를 구매, 관할 당국에 제출하게 하는 것
고로(Blast Furnace)	철광석을 환원반응시켜 쇳물을 뽑아내는 설비
전기로(Electric Arc Furnace)	전기의 힘으로 열을 얻어 물체를 용해하고 제련하는 시설로, 철광석이 아닌 고철(철스크랩)을 녹여 쇳물을 생산하는 용해로
조강(Crude Steel)	고로에서 녹인 쇳물
원료탄(Coking/Metallurgical Coal)	고로에서 철광석을 녹일 때 열원 역할을 하는 원재료
강점탄	원료탄을 점결성의 정도에 따라 나눈 것으로, 점결성이 우수한 것이 강점탄
코크스(Cokes)	원료탄을 코크스로에 넣고 밀폐하고 가열한 것으로, 제철 공정에 투입함
철스크랩(Scrap)	철강재 가공과정에서 만들어진 철 혹은 사용된 철강제품(고철) 등을 수집해 회수한 후 철강재 생산에 재투입하는 것

Contents

I. 여전히 타이트할 글로벌 수급.....	6
중국 수요 모멘텀 소진에도 글로벌 수요 성장은 지속	6
시황의 하방 경직성	10
II. Cost Push 는 유효한가.....	16
철광석과 원료탄 가격의 조합	16
중장기적으로 유효한 Cost Push	21
기업분석.....	23
POSCO(005490)	
현대제철(004020)	
고려아연(010130)	
세아제강(306200)	

경기와 경기요인이 아닌 것

방민진 Analyst

철강업종 Overweight

Top Pick:

POSCO(BUY / TP 490,000 원)

팬데믹 직후 경기 방어를 위한 정책 효과로 중국의 철강 수요는 호조를 누렸다. 이는 중국 외 지역도 마찬가지이다. 다만 중국은 정책 정상화를 시도하였고 디레버리징은 시차를 두고 올해 하반기 철강 수요에 타격을 주고 있다. 반면 중국 외 지역은 여전히 수요 모멘텀을 누리고 있으며 인프라투자 카드를 쓰지 않고 남겨둔 모습이다.

과거에는 중국 외 지역의 수요 모멘텀은 크게 의미가 없었다. 중국의 수요 모멘텀 둔화로 초과 공급이 확대되면 글로벌 가격은 영향을 받을 수 밖에 없는 구조였다.

다만 구조적 변화가 있다. 중국이 탄소중립 목표를 천명하면서 에너지 총량 및 원단위 감축 규제를 강화해 가고 있는 것이다. 이는 대표적인 에너지다소비 업종인 철강산업 생산 규제로 이어졌으며 올해 하반기 중국의 수요 모멘텀 둔화를 상쇄시켰다.

2022 년 중국의 수요와 공급은 정체될 전망이다. 중국의 초과 공급이 늘지 않고 중국 외 지역의 수요가 성장한다면 글로벌 시장은 단기적으로 상당한 공급 부족을 감내할 수 밖에 없을 것이다.

물론 올해 중국이 생산 목표치를 달성하는 과정은 순탄치 않았다. 그 과정에서 원료 가격이 지나치게 급등했다가 급락하고 있으며 이는 단기적으로 철강 가격에 변동성을 만들고 있는 모습이다. 다만 원료 가격이 안정화되는 시점에서 시황은 재차 반등을 모색할 수 있다.

철강업종은 경기 사이클과 함께 구조적 변화를 겪고 있는 중이다. 현 주가 레벨은 아직 이를 반영하지 않고 있다. 투자의견 Overweight 과 함께 Top Pick 으로 POSCO 를 제시한다.

I. 여전히 타이트할 글로벌 수급

중국 수요 모멘텀 소진에도 글로벌 수요 성장은 지속

중국 철강 수요 바닥 찾기

철강 수요 급증은 정책 효과

2020 년 하반기부터 2021 년 상반기까지는 타이트한 제품 수급과 원료 가격 상승이 철강 가격을 견인하는 완벽한 상황이었다. 철강 수요는 기본적으로 팬데믹을 극복하기 위한 각국의 정책 효과에 의해 지지되었다. 중국은 부동산 시장 규제 완화를 이어가고 선진국은 재난지원금과 세제 혜택으로 자동차, 가전 등에 대한 소비를 촉발하는 방식으로 경기를 부양하였다.

이에 따라 중국의 철강 명목소비는 2020 년 전년동기비 9.1% 급증한 9.95 억톤을 기록하였고 올해 상반기까지도 이와 같은 강세가 이어진 것으로 추정된다. 중국을 제외한 나머지 지역의 수요는 중국과는 다소 시차를 두고 2020 년 하반기부터 개선되기 시작하였으며 올해는 연간 11.5% 성장하여 팬데믹 직전인 2019 년 8.63 억톤을 상회할 것으로 전망되고 있다.

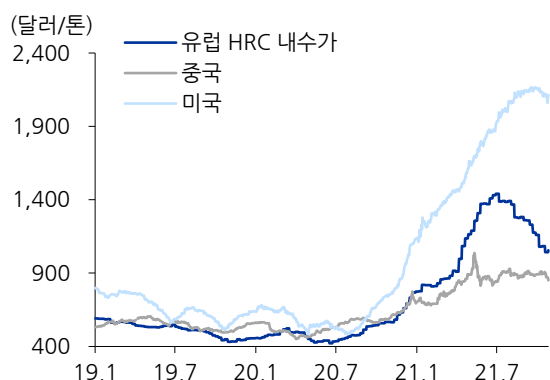
수요를 못 따라갔던 공급

2020 년 중국의 철강 공급 증가는 명목소비 증가폭(8,614 만톤)에 못 미치는 5,170 만톤(조강 생산 기준)에 그쳤다. 중국 외 지역에서도 북미와 유럽의 경우 고로 가동을 중단하며 팬데믹 타격에 대응하였으나 예상보다 탄력적이었던 수요 회복으로 2020 년 3 분기 이후 실질적인 공급 부족을 경험하였다. 설비 특성상 고로 가동 재개에 상당한 시일이 소요되었고 이들 지역은 관세, 쿼터, 세이프가드 등 보호무역 장벽을 고수하였기에 공급 부족이 장기화되었다.

Cost Push

시차는 있지만 철강 수요 급증이 촉발한 생산 증가는 원재료 가격 상승을 촉발하였다. 철광석 가격은 올해 7 월 중순까지 톤당 222 달러 수준으로 2020 년 4 월 말 대비 170% 가량 급등하였다. 이는 원가 상승에 따른 제품 가격 상승 압력인 Cost Push 로 이어져 철강 가격 급등에 일조하였다.

도표1. 주요 지역 철강재 가격 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표2. 철광석 현물가격 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

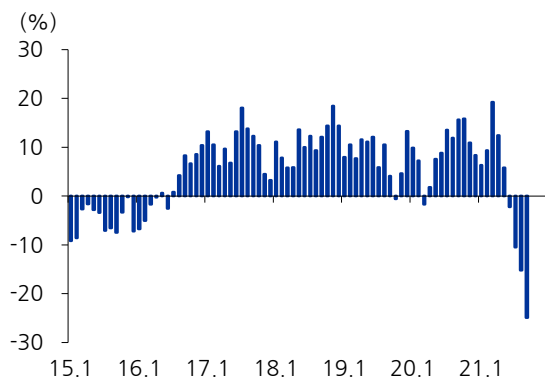
**중국 철강 명목소비
둔화 6 월 이후 본격화**

올해 하반기 들어 상황은 바뀌었다. 우선 중국의 수요 모멘텀 둔화가 시작된 것이다. 이미 2020 년 8 월부터 중국의 부동산 시장 규제가 시작된 만큼 시차를 두고 부동산 경기와 철강 수요에 영향을 미칠 것으로 예상되던 부분이었다. 다만 부동산 개발업체恒大(Evergrande) 그룹의 파산 리스크까지 불거지면서 부동산 시장의 타격은 예상보다 컸다. 중국의 철강 명목소비는 7 월 -13.3%yoy, 8 월 -18.3% 등 가파른 역성장을 보였다. 중국은 2014 년 미국의 테이퍼링을 앞두고도 금리 인상 사이클에 대한 선제적 리스크 관리로 부동산 시장 규제 등 디레버리징에 나선 바 있다. 또 다시 미국의 테이퍼링을 앞두고 있는 상황에서 중국의 디레버리징 기조는 당분간 이어질 수 있다.

**2022 년 중국
제로 성장 전망**

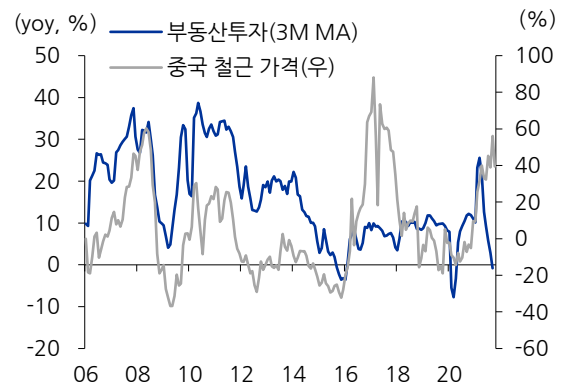
이를 반영하여 최근 세계철강협회(WSA)는 중국의 2021 년 철강 명목소비 증감률을 기존 3% 성장 전망에서 -1% 역성장으로 하향 조정하였다. 내년도 소비 전망 역시 기존 1% 성장에서 제로 성장으로 조정되었다.

도표3. 중국 철강 명목소비 증감률(YoY) 추이



자료: 중국통계국, 유진투자증권 추정

도표4. 중국 부동산투자 및 철강가격 증감률 추이



자료: CEIC, Bloomberg, 유진투자증권

중국 외 지역 수요 모멘텀은 견조

2022년 중국 외 지역
4.7% 성장 전망

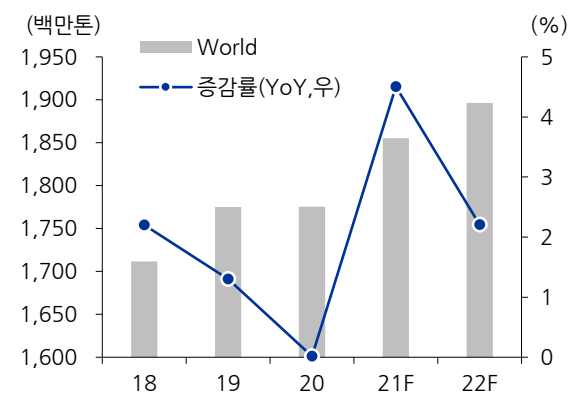
다만 올해 중국을 제외한 글로벌 수요 회복은 예상보다 강한 상황이다. WSA의 전망치 역시 기존 9.3%yoy 성장에서 11.5% 성장으로 상향 조정되었다. 이는 내년에도 추가로 4.7% 성장이 예상되고 있다. 중국을 제외한 지역들 가운데 특히 수요 전망이 밝은 지역은 선진국으로 미국은 올해 15.4% 성장 이후 2022년 5.6% 성장이 예상된다. EU 역시 올해 12.7% 성장, 2022년 5.5% 성장이 예상되고 있다. 이들 선진국의 철강 수요는 자동차와 내구재 섹터 의존도가 크다. 올해 공급망 차질로 지연된 수요와 소비 심리 회복이 내년도 수요 모멘텀을 견인할 것이다.

그린 인프라 투자를
견인할 선진국

이들 지역은 중장기적으로 인프라 투자를 경기 회복의 동력으로 활용하고자 한다. 미국 바이든 행정부가 추진하고 있는 인프라 투자 계획이 본격 반영되면 위 수요 전망은 추가로 상향될 여지가 있다. 현재 하원을 통과한 1조달러 규모 인프라 투자안에는 도로, 철도, 항만 등 철강 집약적인 전통적인 인프라 투자 계획과 함께 전기차 충전소 건설, 신재생에너지 확대 등의 내용이 포함되어 있다. 미국철강협회는 인프라투자 규모 1,000억달러 당 500만st의 철강 수요를 유발할 것이라 추정하기도 하였다. 그린 딜(European Green Deal)을 추진하고 있는 유럽 연합 역시 대규모 인프라 투자를 예고한 바 있다.

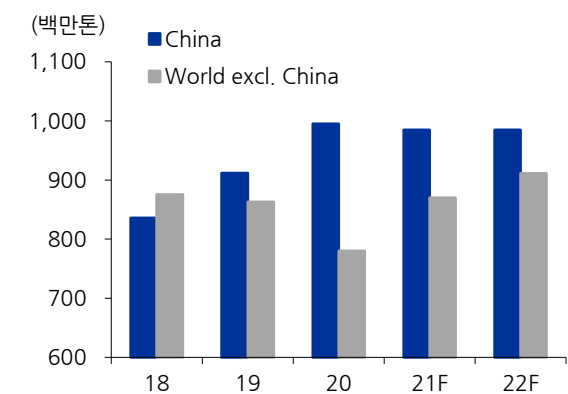
한국의 철강 수요는 올해 9.0%yoy 성장하여 팬데믹 직전인 2019년도 레벨을 회복할 것으로 전망된다. 이는 수출과 제조업 설비 투자 등이 견인하였다. 내년에도 성장 모멘텀은 둔화하나 1.5% 가량 추가 성장이 이어질 전망이다. 이는 올해 신조 수주가 급증한 조선사향 수요가 견인할 전망이며 건설향 수요 역시 올해 못지 않을 것으로 전망되고 있다.

도표 5. 전세계 철강 수요 전망



자료: WSA, 유진투자증권

도표 6. 중국과 중국 외 지역 수요 전망



자료: WSA, 유진투자증권

2022 년 글로벌 철강 수요 2.2% 성장

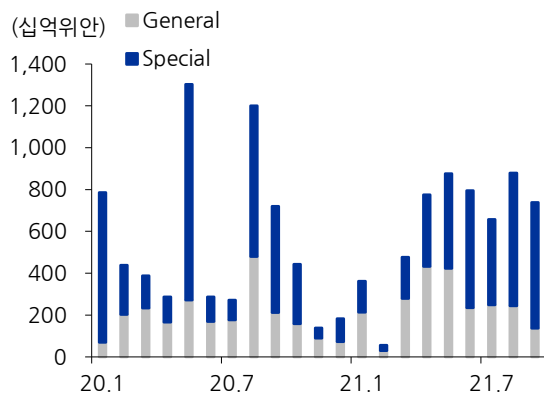
이를 감안할 때 중국의 수요 모멘텀 둔화에도 불구하고 글로벌 철강 수요는 2022 년에도 2.2%yoy 추가 성장할 전망이다.

중국 수요 1 분기 이후 바닥 찾기

물론 가장 큰 변수는 중국이다. 올해 하반기 명목 소비의 가파른 둔화를 경험하고 있는 가운데 어느 시점에서 바닥을 찾느냐가 관건이다. 올해는 디레버리징 기조가 이어지면서 부동산 부문 부진을 상쇄할 인프라투자 모멘텀까지 제한적이었으나 최근 지방정부 특수목적채권 발행을 늘리며 인프라 투자 재개를 준비하고 있는 양상이다. 이는 시차를 두고 2022 년 1 분기 이후 중국 철강 수요를 지지할 가능성이 있다.

중국 역시 선진국 못지 않게 그린 인프라에 주력할 가능성이 크다. 14차 5개년 계획(2021~2025 년)은 중국이 에너지와 환경 이슈를 정책 우선 순위로 돌 것임을 분명히 하였다. '현대적 에너지 체계 구축'이라는 핵심 과제를 달성하기 위해 비 화석(non-fossils) 연료 비중을 20% 수준으로 확대한다는 세부 목표를 두고 있으며 이를 위해 8 개의 대규모 신재생에너지 단지 건설과 연안 원자력 발전 설비, 송전 인프라 구축 등을 계획하고 있다.

도표 7. 중국 지방정부 채권발행액 추이



자료: CBC, 유진투자증권

도표 8. 중국 신재생에너지 단지 구축 계획



자료: 전인대 14차 5개년 계획 초안

시황의 하방 경직성

중국 조강 생산의 정점(peak)이 지났을 가능성

2020년 수준 이하로
유지되어야 하는 생산

올해 상반기까지 시장의 의구심은 컸으나 중국은 올해 연간 조강생산량 목표치를 달성할 가능성이 커졌다. 공업정보화부(MIIT)는 2020년 말 탄소배출 감축을 위해 중국의 조강생산량이 2020년 수준 이하로 유지되어야 한다고 공표한 바 있다. 하지만 상반기까지 중국의 조강생산량은 전년동기비 11.8% 증가하였다. 철강 수요가 예상보다 강하게 유지되었기 때문이다. 3월 허베이성 당산시에 내려진 감산 조치가 철강 가격 급등을 초래하여 생산자물가 상승 압력으로 작용하자 사실상 공급 증가를 관망할 수 밖에 없었던 것이다.

하반기 들어 본격화된
감산

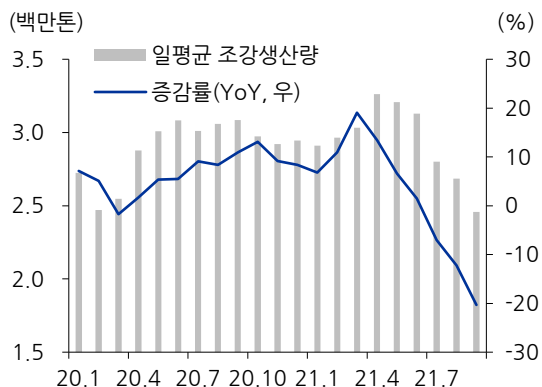
하지만 철강 수요가 둔화하기 시작한 하반기 들어 중국 당국은 지방정부와 철강업체에 연간 생산량 목표치 달성을 강조하기 시작하였다. 중국철강협회(CISA)는 하반기 중국 철강산업의 중점 과제가 조강생산 및 철강 생산능력 감축에 있음을 분명히 하였고 상반기까지 에너지 소비 및 탄소배출 감축 목표 달성이 미흡한 지방정부들은 중앙으로부터 경고를 받았다. 이에 중국의 조강생산량은 7월부터 전년동기비 역성장이 시작되어 9월 -21.0%를 기록하였다.

만약 9월 일평균 조강생산량 수준을 연말까지 유지한다면 올해 중국의 조강생산량은 2% 가량 역성장할 수도 있다. 물론 9월에는 전력 수급 차질까지 철강사 조업에 영향을 미쳤으며 10월 들어 이 영향은 완화되고 있기에 남은 기간 가동률이 반등할 수 있다. 그럼에도 올해 연간 생산량이 지난해 수준을 넘지는 않을 것으로 보인다.

글로벌 조강생산량
둔화

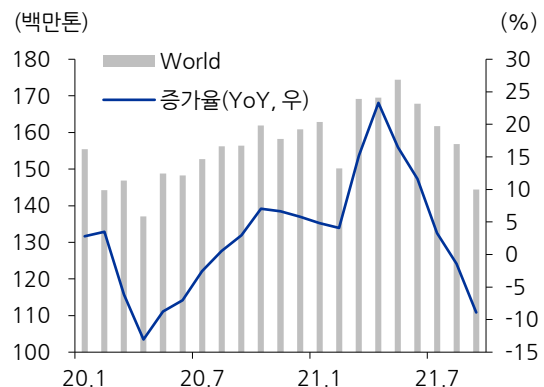
중국의 감산이 본격화되면서 글로벌 조강생산량 역시 9월 -8.9%yoy 로 역성장을 기록하고 있다. 중국을 제외한 지역의 생산량은 지난해 수준이 아니라 팬데믹 이전 수준을 회복한 상태이지만 여전히 그 영향력은 제한적이다.

도표 9. 중국의 일평균 조강생산량 추이



자료: 중국통계국, 유진투자증권

도표 10. 글로벌 조강생산량 추이



자료: WSA, 유진투자증권

중국의 에너지효율 제고와 탄소중립 목표

2022 년에도 지속될 생산 통제

중국의 철강산업 생산 통제는 지속될 가능성이 크다. 이미 공업정보화부(MIT)와 생태환경부는 징진지(베이징, 톈진, 허베이성 8 개 도시)와 산시성(山西), 산둥성, 허난성의 도시들을 대상으로 2022 년 1 월부터 3 월 중순까지 전년동기비 30% 이상 철강 생산을 감축하라는 통지를 내렸다. 베이징 동계 올림픽을 위한 대기질 개선이 명목적인 이유이나 과거 공급측 개혁 당시를 돌이켜볼 때 이와 같은 일은 연중 수시로 발생할 수 있다.

에너지원단위 감축 목표와 산업 구조조정

맥락을 파악하기 위해서는 중국의 에너지효율 제고와 탄소배출 감축 노력을 이해해야 한다. 2000 년대 중반까지 에너지다소비 및 탄소배출 집약적인 경제 구조로 고속 성장을 해온 중국은 에너지 안보 불안과 탄소배출 기여도 급증이라는 부작용에 직면하게 되었다. 특히 중국의 에너지원단위가 상당히 높다는 점이 주목되었는데 영세하고 파편화된 시장, 노후화된 산업 시설의 비효율 등을 반영하고 있을 가능성이 크다. 이에 11 차 5 개년 계획(2006 ~ 2010 년)에서부터 에너지원단위(GDP 당 에너지소비량) 감축 목표를 세워왔으며 이를 달성하기 위한 주요 방안 중 하나가 석탄, 철강, 유틸리티 부문의 소규모 노후 설비들을 퇴출하는 것이었다.

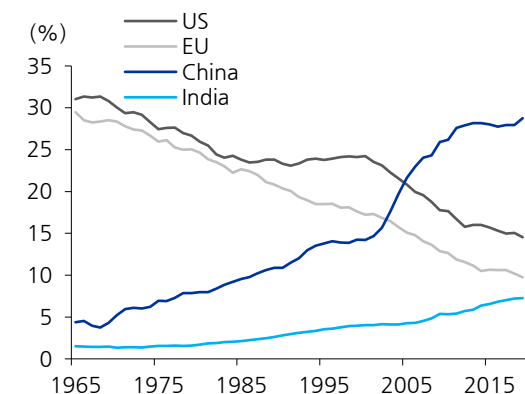
이중 규제 목표 (Dual Control Policy)

13차 5개년 계획 기간(2016~2020년) 중국은 연간 에너지 소비 총량을 제한하고 에너지원단위 및 탄소집약도(에너지소비 단위당 탄소배출량)를 각각 15%, 18% 감축하는 이중 규제 목표(Dual Control Policy)를 제시하였다. 13차 5개년 계획의 핵심 과제였던 공급측 개혁은 이를 위한 산업 체질 개선 과정으로도 이해할 수 있다. 5대 중점추진 과제 가운데 최우선 순위였던 생산능력 과잉 축소는 석탄, 철강, 시멘트, 알루미늄 등 에너지 다소비 업종을 대상으로 하였다.

공급측 개혁의 또다른 성과

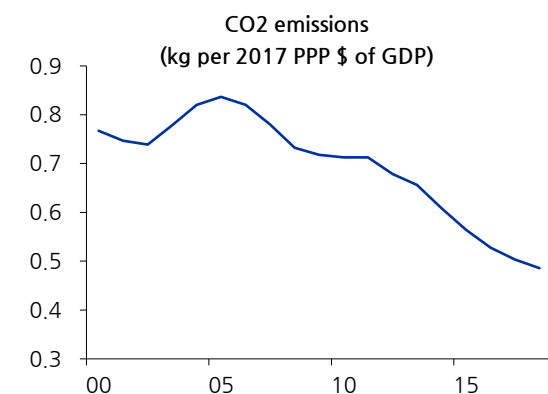
개혁은 이들 산업의 노후화되고 영세한 설비를 퇴출하는 동시에 M&A 를 통한 산업 집중도 제고를 목표로 하였으며 상당한 성과를 이루었다. 철강의 경우 1.5 억톤 규모의 노후 설비 폐쇄 목표를 3년 만에 조기 달성하였으며 환경 규제를 수단으로 빈번한 가동률 통제가 이루어짐에 따라 철강사들이 환경 설비 투자에 나설 수 밖에 없었다. 중국의 탄소집약도 감축 목표는 12 차와 13 차 5 개년 계획에서 모두 초과 달성되었다.

도표 11. 주요국 이산화탄소배출 기여도 추이



자료: BP, 유진투자증권

도표 12. 중국 GDP 단위당 탄소배출량 추이



자료: World Bank, 유진투자증권

중국의 국가결정기여 (NDC)

이후 중국은 2016 년 파리기후협약의 국가결정기여(NDC)를 통해 2030 년 이전 탄소 배출 정점에 도달하겠다는 목표를 제시한 바 있다. 이와 함께 2030 년까지 GDP 단위당 탄소배출량을 2005 년도 대비 60~65% 감축(최근 다시 제출된 NDC 에서는 65% 이상)하고 비 화석연료(non-fossils) 비중을 20%(25%) 수준으로 확대한다는 목표를 제시하였다.

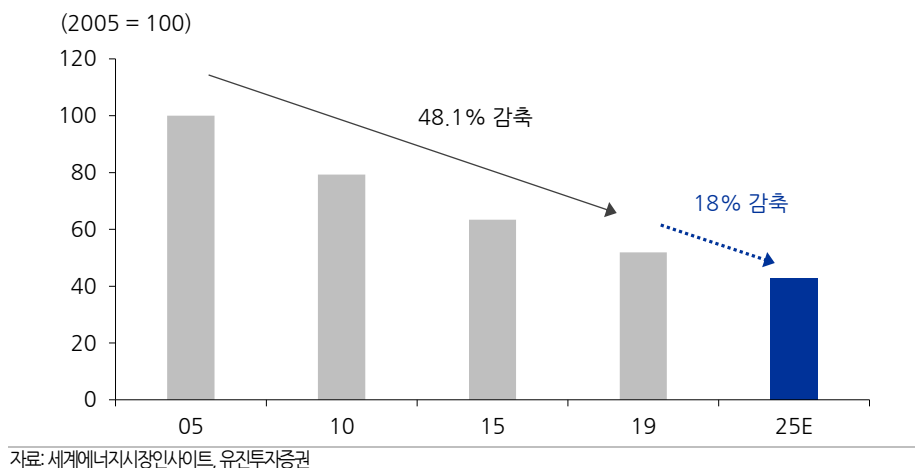
14 차 5 개년 계획 에너지 및 탄소중립 목표

시진핑 주석에 의해 2060 년 탄소중립 선언이 이루어진 직후인 2021 년은 14 차 5 개년 계획이 시작된 해이다. 중국 국가발전개혁위원회는 양회에서 2025 년까지 에너지원단위 13.5%, 탄소집약도 18% 감축이라는 목표를 제시하였다. 이는 사실상 중국의 국가결정기여(NDC)를 2030 년보다 5 년 앞당겨 달성하겠다는 의지를 표현한 것이다. 이를 위한 2021 년 에너지원단위 감축 목표는 3%였다. 7 월 이후 중국 당국이 지방정부들에 올해 목표치를 상기시키며 압박했던 것은 조강생산량만이 아니었던 것이다.

2030 탄소배출 정점을 위한 액션 플랜

최근까지도 2030 년 이전 탄소배출 정점(peak)과 탄소 중립을 위한 세부적인 액션 플랜이 제시되고 있다. 이 가운데에는 철강, 알루미늄, 시멘트, 원유 정제 등 에너지 다소비업종의 경우 2025 년까지 생산능력의 30% 이상이 강화된 에너지 효율 기준에 부합하도록 해야 한다는 내용이 담겨 있다. 예를 들어 고로(BF)의 경우 조강 1 톤 생산에 따른 에너지 소비량이 17% 가량 감소해야 한다. 이 에너지 효율 기준과 이를 준수해야 하는 기업 비중은 2030 년까지 추가로 상향될 예정이다.

도표 13. 중국의 탄소집약도 감축 현황



중국 철강사 M&A 가속화

이번 액션 플랜은 철강을 포함한 에너지 다소비 업종의 산업 집중도 제고가 가속화되어야 한다고 언급하고 있다. 상위 10 개 철강사 합산 점유율을 60%로 끌어올리는 목표는 이미 2016 년 공급측 개혁 당시 제시된 바 있으나 목표를 달성하지 못하고 현재는 2025 년까지 계획으로 재조정되어 있다. 하지만 올해 중국 철강사 간 M&A 에는 가속도가 붙은 모습이었다. 7 월 바오우그룹의 산둥강철 인수 등에 이어 8 월 안산강철의 번시강철 인수, 9 월 르자오강철의 잉커우중후판 인수 등 10 개 이상의 인수합병이 집중적으로 이루어졌다. 이에 따라 중국의 상위 10 개 철강사 합산 점유율은 2019 년 말 36.7%에서 43%까지 상승하게 되었다.

도표 14. 2021 년 중국 철강사 인수합병(M&A)

인수기업	피인수기업	시점	비고
바오우 그룹(Baowu)	쿤밍강철(Kunming)	Feb-21	
지난강철(Jinan)	싱화강철(Xinghua)	Jun-21	
푸양강철(Puyang)	싱타이강철(Xingtai)	Jul-21	
바오우 그룹	산둥강철(Shandong)	Jul-21	합병 후 바오우 생산능력 연 1.46 억톤
Delong Group	지우강선재(Jiujiang Wire Rod)	Aug-21	
푸양강철(Puyang)	홍룽강철(Hongrong)	Aug-21	
사강 그룹(Shagang)	Huixin Special Steel	Aug-21	
사강 그룹(Shagang)	Huacheng Bosheng Steel	Aug-21	합병 후 사강그룹 생산능력 연 4,400 만톤
안산강철(Anshan)	번시강철(Benxi)	Aug-21	합병 후 안산강철 생산능력 연 5,600 만톤
르자오강철(Rizhao)	잉커우(Yingkou)중후판	Sep-21	
팡다 그룹(Fangda)	안양강철(Anyang)		합병 논의 중

자료: 언론, 유진투자증권

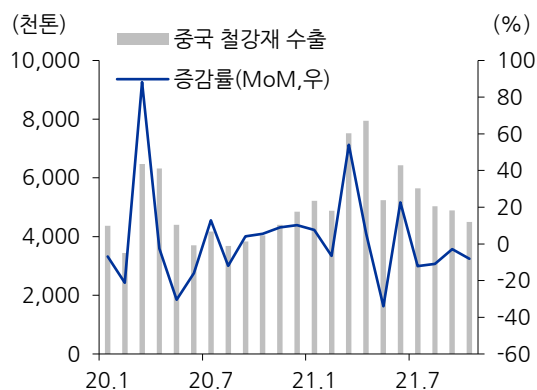
타이트한 글로벌 수급 지속 전망

중국의 철강 수출 제한
기조

중국은 올해 철강 생산을 억제하면서 국내 수요에 안정적으로 대응하는 동시에 내수 가격을 안정화시키기 위해 철강 수출을 제한하기 시작했다. 5월과 8월에 이루어진 수출 환급세(일종의 보조금) 폐지가 대표적인 사례이다. 추가로 회자되던 철강 수출세 부과는 아직 이루어지지 않고 있으나 이에 앞서 중국 당국은 철강사들에게 자발적인 수출 제한을 요구한 상황이다. 이런 배경으로 중국의 철강 수출은 6월 이후 꾸준히 감소세를 보이고 있다.

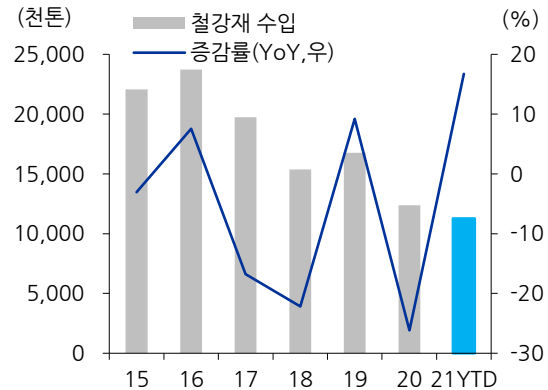
중국이 철강 생산 억제를 지속하는 한 철강 수출 제한 기조는 이어질 가능성이 크다. 초과 공급을 수출로 소진해온 중국의 수출 제한 조치는 그 자체가 생산량 억제 효과를 가져온다. 이는 타이트한 역내 수급이 상당 기간 지속될 수 있음을 시사한다. 이미 13차 5개년 계획 기간(2016~2020년) 공급측 개혁으로 꾸준히 줄고 있던 중국의 철강 수출은 한국의 수입 감소로 이어져 왔다. 이는 국내 철강 수요가 부진한 시기에는 체감되지 않았지만 올해와 같이 수요가 성장하는 구간에서는 확실한 효과를 가져왔다.

도표 15. 중국 철강 수출량 추이



자료: CSA, 유진투자증권

도표 16. 한국의 철강재 수입량 추이

자료: 한국철강협회, 유진투자증권
주: 9월 누계

올해 글로벌 철강
공급부족 3 천만톤 이상

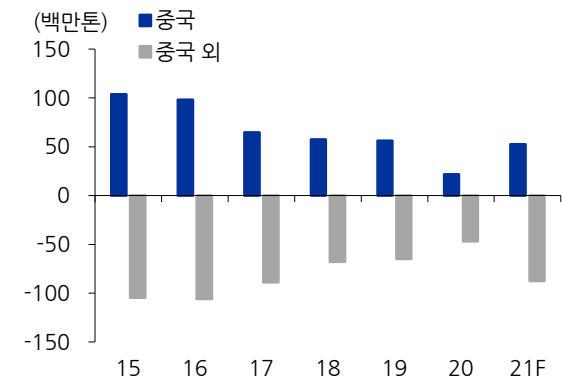
글로벌 철강 수급은 올해에 이어 내년에도 상당히 타이트할 가능성이 있다. 중국의 철강 수출 실적을 감안할 경우 중국은 올해 5,000 만톤 가량 초과 공급을 기록할 전망이다. 반면 중국 외 지역은 세계철강협회(WSA)의 전망대로 올해 8.8 억톤(제품 기준) 가량의 명목소비를 기록할 경우 연 8,000 만톤 이상의 공급 부족이 예상된다. 중국의 초과 공급이 이를 커버하기에 역부족이라는 것이다. 올해 지역별 철강 가격은 이와 같은 수급 상황을 반영하였다.

2022 년 글로벌
숫티지 규모 확대
가능성

글로벌 수급은 2022 년에도 대규모 공급부족이 유지될 가능성이 크다. 이는 자체적인 수요 이상을 생산해서 국제 시장에 공급함으로써 글로벌 수급 균형을 맞춰 오던 중국의 초과 공급이 이제는 증가하기 쉽지 않다는 가정 때문이다. 내년 중국의 수요가 정체하더라도 공급이 늘지 않는다면 중국의 초과 공급 규모는 올해와 유사할 것이다. 반면 중국 외 지역의 철강 수요는 내년에도 추가 성장이 예상된다. 과연 중국 외 지역의 자체 생산량 증가가 이를 커버할 수 있을 것인가.

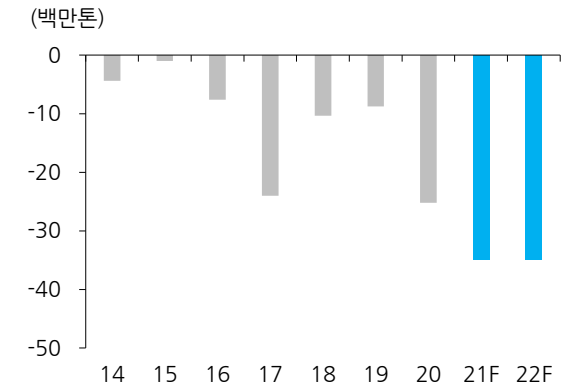
미국, EU, 일본 등은 기존 설비가 노후화되고 환경 기준에 부합하지 않아 가동률이 높지 않다. 설비 전환 투자를 시작하였으나 완성까지는 시차가 있는 상황이다. 최근 생산능력이 증가하고 있는 이머징 시장의 경우 인도를 제외하고는 여전히 그 규모가 미미(베트남 생산능력 비중 1.1%, 인도네시아 0.8%)하다. 중국이 초과 공급하지 않는다면 글로벌 철강 시장은 단기적으로 공급 부족을 감내할 수밖에 없을 것이다.

도표 17. 중국과 중국 외 지역 철강 수급 추이



자료: WSA, 유진투자증권 추정

도표 18. 글로벌 철강 수급 전망



자료: WSA, 유진투자증권 추정

II. Cost Push 는 유효한가

철광석과 원료탄 가격의 조합

중국의 대규모 감산이 초래한 철광석 가격 급락

올해 중국의 조강 생산량은 연간으로 보면 전년도와 유사한 수준이 될 전망이다. 다만 중국의 생산량은 결코 안정적이지 않았다. 중국의 조강생산량은 상반기 전년동기비 11.8% 급증했다가 하반기 들어 목표치 달성을 위해 가파르게 급감하고 있다. 이는 주요 원재료인 철광석 가격에 직접적 타격을 주었다. 중국의 철강 감산이 본격화된 7 월 중순 이후 철광석 현물가격은 톤당 220 달러에서 50% 이상 급락한 상황이다. 글로벌 철광석 해상 물동량의 70% 이상은 중국을 향하고 있다.

수급 못지 않게 원료 가격은 철강 가격에 영향을 미친다. 원료 투입단가가 철강업체의 제조 원가에 서 절대적인 비중을 차지하기 때문에 이 변동분을 제품 가격에 반영시키는 것이 관례로 작용해왔기 때문이다.

도표 19. 철강재 및 철광석 가격 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

철광석 가격 하방압력 1 분기 이후 완화

중국은 올해 말까지 연간 조강 생산량 목표치(2020 년 수준)를 가지고 있으며 내년 동계 올림픽을 앞두고 3 월 중순까지 징진지 지역을 중심으로 30% 감산을 예고하고 있다. 따라서 단기적으로 철광석 가격은 반등하기 쉽지 않을 것이다. 다만 아직까지 중국의 기조가 철강 생산량을 억제하는 것이지 줄이는 것이 아닌 만큼 철광석 가격의 하방 압력은 1 분기 이후 완화될 것이다.

특히 철광석 수급은 2019년 이전과는 다르다. 2019년 전세계 철광석은 2,000만톤 가량 초과 공급이었는데 이는 2018년 8,200만톤 초과 공급에서 크게 줄어든 수치이다. 2019년 브라질 Vale가 광미 댐 붕괴 사고로 8,300만톤가량 생산 타격을 입었기 때문이다. 메이저 광산업체 4사(브라질 Vale, 호주 Rio Tinto, BHP Billiton, Fortescue)의 철광석 생산량은 지난해부터 올해 상반기까지 4,260만톤 밖에 회복하지 못했으며 철광석 수요는 조강생산량 증가에 따라 오히려 늘었다.

철광석 광산 업계의 생산량 조정 조짐

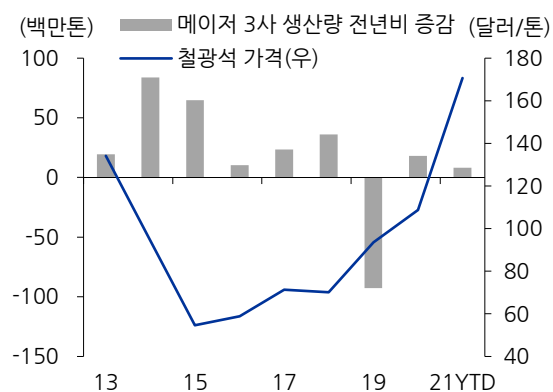
BHP Billiton은 최근 South Flank라는 연산 8천만톤 규모 신규 광산을 오픈하기도 하였다. 다만 광산업체들은 가격 방어를 위해 당분간 공격적인 증산에 나서지 않을 가능성이 높다. 메이저 광산업체들에게 철광석은 절대적으로 중요한 수익원이다. BHP Billiton의 경우 2021년 회계연도(6월 결산) 기간 철광석이 전사 EBITDA의 70% 가량을 기여하였다. Vale의 경우 이 비중이 훨씬 높다. 따라서 이들은 과거에도 철광석 가격을 방어하기 위한 생산 조절에 나선 적이 있다.

최근 Vale는 철광석 가격 하락으로 4분기 저마진 철광석 생산량을 줄일 것이며 가격이 오르지 않는 경우 2022년에도 1,200~1,500만톤 감산할 수 있음을 밝힌 바 있다. Rio Tinto 역시 최근 2021년 철광석 생산 가이드를 하향 조정하였다.

철광석 원가가 오르고 있다

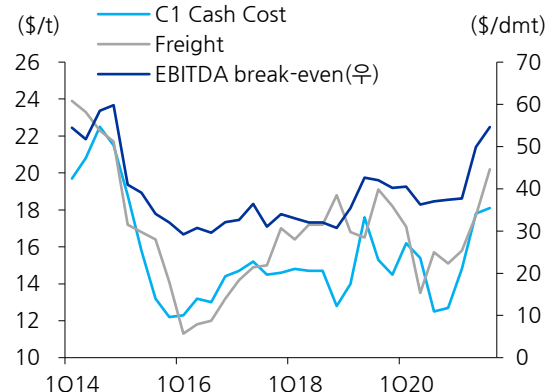
이들이 가격 방어해야 하는 이유는 원가가 높아지고 있기 때문이다. 지난 3분기 Vale의 EBITDA breakeven은 톤당 54.6달러 수준으로 전년동기비 47.6% 급등하였다. 이는 유류비 상승 등에 따른 Cash Cost(+44.8%)와 운임(+28.7%) 상승 등을 반영한 것이다. 이는 현재와 같은 원가 환경에서 철광석 가격 100달러 이하가 편치 않은 고원가 광구들이 감산을 고민하는 이유가 될 것이다.

도표 20. 철광석 광산 3사 생산량 증감 추이



자료: 각 사, Bloomberg, 유진투자증권

도표 21. Vale의 철광석 생산 원가 추이



자료: Vale, 유진투자증권
주: EBITDA break-even은 fine 기준

원료탄 가격 4배 급등

철광석과 달리 올해 원료탄(coking coal) 가격은 급등하였다. 중국 원료탄 현물 가격은 연초 대비 2.8 배, 호주산 프리미엄 원료탄은 4 배 가량 급등한 것이다. 조강 1 톤 생산 시 0.7 톤 가량 투입되는 제철용 원료탄은 1.6 톤 가량 투입되는 철광석에 비해 그 영향력이 제한적이었으나 투입시차를 고려하지 않고 단순 계산할 경우 현재는 철광석 투입단가 하락을 상쇄할 수 있는 수준이다.

석탄 산업 구조조정과
무역분쟁 여파

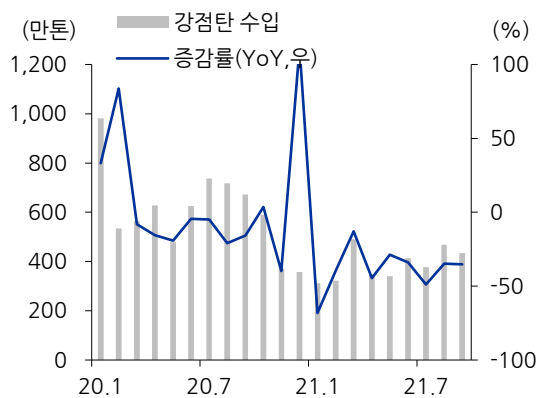
중국은 원료탄에 있어서도 상대적으로 자급률이 높은 국가이나 20% 가량 수입에 의존하고 있었다. 이는 상당 부분 호주로부터 온다. 하지만 호주와의 무역분쟁으로 호주산 석탄 수입은 지난해 말부터 감소해왔다. 중국은 자체 생산 증대와 몽고산 수입으로 이를 커버할 계획이었다. 하지만 석탄 시장 구조조정을 위해 지난 수년간 영세 광구들을 폐쇄해온 상황으로 초기 증산이 쉽지 않았으며 Covid-19 확산으로 몽고와의 국경까지 통제되며 수입 차질을 빚었다. 올해 9 월 누계로 중국의 원료탄 수입은 전년동기비 40% 가량 감소해 있다.

이는 제철용 원료탄뿐 아니라 발전용 연료탄에도 적용되는 이야기이다. 중국의 전력 소비는 9 월 누계로 전년동기비 +12.9% 증가하였다. 이에 따른 석탄 수요 급증에도 위와 같은 이유로 공급이 원활하지 않자 연료탄 가격이 급등하였고 이는 원료탄 가격에도 영향을 미친 것이다.

석탄 가격 안정화를
위한 중국 정부 개입

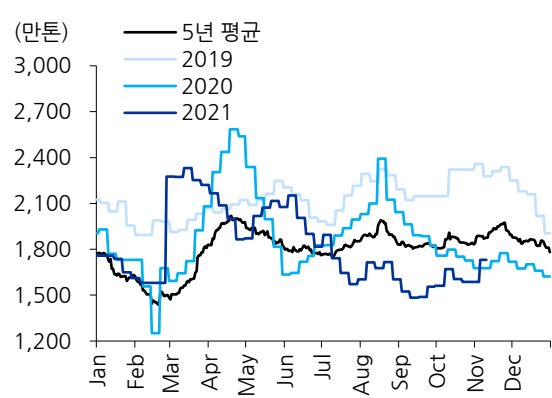
10 월부터 석탄 재고를 확보하고 가격을 안정화시키기 위한 중국 정부의 개입이 본격화되었다. 가장 중요한 조치는 자국 내 석탄 생산을 극대화하기 위해 13차 5개년 계획 기간 폐쇄했던 유휴광구들의 재가동을 임시로 허가해준 것이었다. 이를 통해 내몽고 지역에서는 연 1.4 억톤 가량, 산서성에서는 연 5,500 만톤 가량의 생산능력을 회복시켰다. 중국의 원료탄 선물 가격은 10 월 중순 고점 대비 50% 가량 급락했으며 이는 최근 철강 가격 조정에 영향을 주고 있다.

도표 22. 중국 강점탄 수입량 추이



자료: 중국세관, 유진투자증권

도표 23. 중국 발전용 석탄 재고 추이



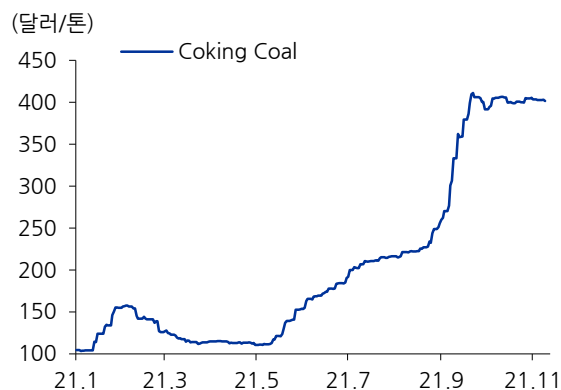
자료: Bloomberg, 유진투자증권

수급 안정화까지는 시일이 필요

다만 여전히 중국의 원료탄 현물 가격은 조정 폭이 제한적(고점 대비 15% 내외)이며 호주산 강점탄 가격은 고점에서 정체 상태이다. 중국의 증산 노력으로 화력발전소와 항만의 석탄 재고량이 증가하고 있으나 동절기를 앞두고 있는 상황이기에는 원료탄보다 연료탄에 집중되고 있을 가능성이 크다. 기존에도 중국의 자급률이 높았던 품목은 연료탄이다.

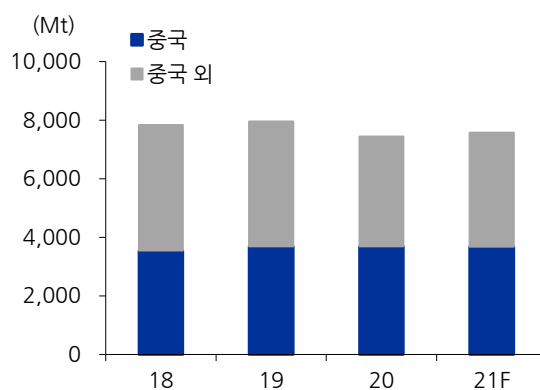
그럼에도 최근 중국은 호주산을 대체하기 위해 미국과 러시아, 캐나다산 수입을 늘리고 있는 중이다. 팬데믹 확산이 안정화될 경우 몽고산 수입도 재개될 것이다. 이 효과가 반영되면 원료탄 가격 역시 안정화될 것이다.

도표 24. 호주산 강점탄 가격 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 25. 글로벌 석탄 생산량 추이



자료: IEA, 유진투자증권

향후에도 석탄 수급은 타이트할 가능성

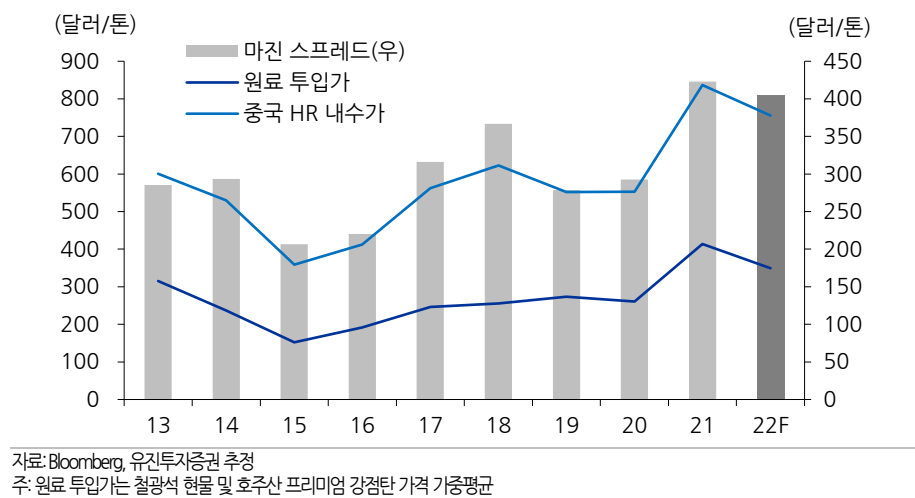
다만 이번 사태는 일시적 요인이 아닐 수 있다. 중국의 신재생 에너지가 의미 있는 기여를 하기 전까지는 시일이 소요될 것이며 석탄 수요는 당분간 지속될 것이다(지난해까지 중국은 에너지 소비의 56.8%를 석탄에 의존). 이 가운데 중국이 에너지 공급 차질이라는 위기를 극복하기 위해 석탄 생산을 독려하고 있긴 하지만 탄소배출 감축 목표 하에서 이루어지고 있는 에너지 총량 및 원단위 규제에 이는 일시적 조치일 가능성이 크다.

중국 바깥에서는 대형 광산업체들이 탄소 배출 감축 목표로 석탄 사업을 정리하고 있다. BHP Billiton은 연료탄 광산 매각에 이어 최근 원료탄 광산 매각 작업(BHP Mitsui Coal 지분 80% 매각)을 진행하고 있다. 그린 포트폴리오 구축을 위해 석탄을 퇴출하고 구리, 니켈 등에 집중하는 전략을 추진하고 있는 것이다. 이미 Rio Tinto는 2018년 마지막 석탄 광산을 매각한 바 있고 Anglo American은 2024년 이전 연료탄 광산 매각을 마무리할 계획이다. 이와 같은 대형 광산업체들의 석탄 사업 정리는 추가 투자를 제한하여 중장기적으로 석탄 공급량 감소로 이어질 수 있다.

2022 년 마진스프레드
견조할 전망

위를 감안하여 2022 년 철광석 가격 평균은 톤당 90 달러 중반, 원료탄(호주산 프리미엄 강점탄 기준) 가격은 현 시세 대비 30% 가량 할인한 톤당 280 달러 수준으로 가정한다. 이 경우 가중 평균한 원료 투입단가는 올해 대비 15% 가량 낮아질 전망이다. 이는 여전히 2021 년을 제외하고는 2013 년 이래 가장 높은 수준이다. 지난해 대비 Cost Push 모멘텀은 약화되나 여전히 타이트한 철강 공급은 제품 가격의 상대적 낙폭을 제한할 것이다. 이 경우 2022 년 마진 스프레드는 올해와 유사한 수준이 될 수 있다.

도표 26. 철강 - 원재료 가격 스프레드 전망



중장기적으로 유효한 Cost Push

철스크랩 가격 상승은 기조적일 것

철강업계의 탈탄소(decarbonization) 노력은 이미 시작되었다. 중장기적으로 수소환원제철과 같은 중국의 기술이 개발되고 활용되겠지만 이의 상용화까지는 상당한 시일이 필요할 것이다. 철강사들이 당장 시행할 수 있는 조치는 철스크랩 활용, 즉 리사이클을 확대하는 것이다.

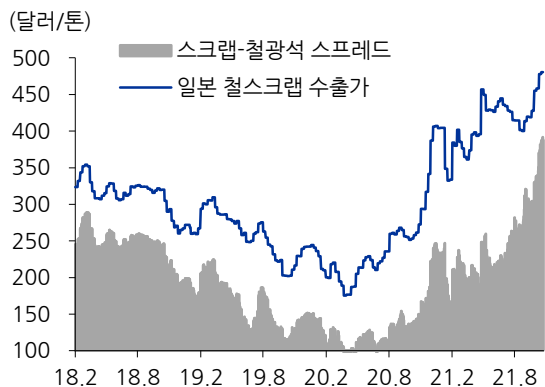
미국 철강업계는 주 원료로 철스크랩을 사용하는 전기로(EAF) 비중이 전체 조강생산량의 70%에 달하는 국가이다. 그럼에도 최근 US Steel 과 같은 고로사가 전기로 사업에 진출하는 등 추가적인 전기로 투자가 이루어지고 있는 중이다. 고로사인 일본제철조차 탄소배출 감축을 위해 최근 전기로 투자를 검토하기 시작했다. 중국의 전기로 비중은 아직 10% 내외이나 이를 중장기적으로 20%까지 끌어올리는 계획을 가지고 있다.

전기로 투자가 아니더라도 고로(BF) 내 철스크랩 장입 비율을 높이는 시도는 전 세계 철강사들에 의해 이루어질 것으로 보인다. 국내 POSCO 역시 최근 철스크랩 장입 비율을 20%까지 확대 조업하기 시작했고 이를 중장기적으로 30%까지 끌어올리는 계획을 가지고 있다.

이는 결국 철스크랩 수요가 증가한다는 의미이며 철스크랩 수급은 점차 타이트해질 가능성이 있다. 현재 미국, 유럽, 일본 등 선진국을 중심으로 이루어지는 철스크랩 수출 시장은 연간 1 억톤 규모이다. 중장기적으로 중국의 철스크랩 누적 발생량은 증가하겠으나 2025 년까지 3 억톤의 철스크랩 자원 확보를 목표(지난해 내수 공급 2.4 억톤)로 하고 있는 중국은 일정부분 수입에 의존할 수 밖에 없을 것이다.

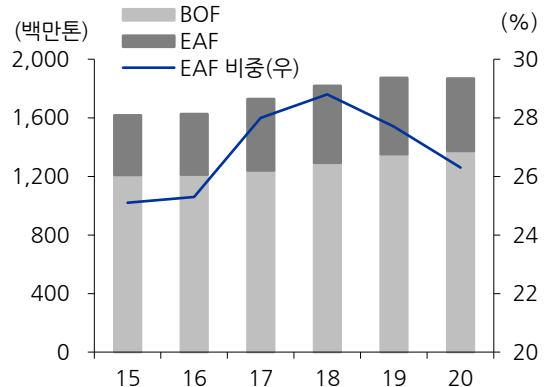
이미 철광석 가격 급락에도 철스크랩 가격은 강세를 이어가고 있으며 전기로 비중이 높은 지역은 이로 인한 Cost Push 압력을 절감하고 있을 것이다.

도표 27. 일본산 철스크랩 가격 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 28. 글로벌 전기로(EAF) 비중



자료: WSA, 유진투자증권

탄소비용 증가는 불가피

최근 EU 의 탄소배출권(ETS) 가격은 톤당 60 유로(70 달러) 수준을 기록하고 있다. EU 철강사들은 탄소 배출량 가운데 20%(유상할당 비율)를 배출권거래시장에서 구매해야 하기 때문에 이는 상당한 원가 부담으로 작용하고 있다. 향후 유상할당 비율은 보다 확대될 예정이다. Arcelor Mittal 은 올해 탄소 비용만 톤당 60 유로 이상 원가에 기여하고 있다고 언급한 바 있다.

아직은 이와 같은 탄소 비용 논의가 EU 를 중심으로 이루어지고 있지만 EU 의 탄소국경조정제도(CBAM) 시행이 다가올수록 글로벌 철강업계는 이에 대응할 수 밖에 없을 것이다. 유럽의 탄소국경조정제도는 EU 로 수입되는 제품의 생산 과정에서 배출된 탄소량에 비용을 부과하는 제도로 2023 년부터 시범 기간을 거쳐 2026 년부터 시행될 예정이다. 이때 비용 부과 기준은 EU 의 탄소배출권 가격이다. 결국 EU 역내로 수입되는 품목은 EU 메이커들과 동일한 기준의 탄소 비용을 부담하게 한다는 제도이다.

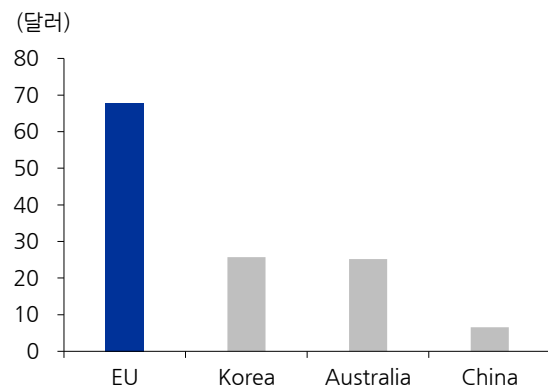
이때 자국에서 부담한 탄소비용은 공제가 된다. 따라서 탄소 비용을 EU 가 아닌 자국에서 거둬들이기 위해서는 자국의 탄소 비용이 상승해야 한다. 이에 대비하여 중국은 올해 7 월 전국 단위 탄소배출권 거래시장을 출범하였다. 전력 산업을 우선 대상으로 시작되었으나 2023 년 철강산업도 적용 대상이 될 예정이다. 즉 중국 철강사들의 원가 부담이 시작된다는 의미이다. 향후 중국의 탄소배출권 가격이 EU 수준에 근접하게 된다면 중국 철강사들의 제조회가 상승은 가팔라질 수 밖에 없다. 이는 중장기적으로 철강가격을 상승시키는 또다른 Cost Push 가 될 수 있다.

도표 29. EU 탄소배출권 가격 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 30. 지역별 탄소배출권 가격



자료: Bloomberg, 언론, 유진투자증권

기업분석

POSCO(005490)

BUY(유지) / TP 490,000 원(유지)

과도한 저평가

현대제철(004020)

BUY(유지) / TP 72,000 원(유지)

차강판 단가 인상, 올해가 가기 전 선물

고려아연(010130)

BUY(유지) / TP 710,000 원(유지)

유효한 중장기 성장성

세아제강(306200)

BUY(유지) / TP 148,000 원(유지)

유가 상승과 에너지 전환에 모두 대응 가능

POSCO(005490)

과도한 저평가

2021.11.15

투자의견: **BUY**(유지)목표주가: **490,000원**(유지)

현재주가: 285,000원(11/12)

시가총액: 24,848(십억원)

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

단기적으로 숨 고르기

급락한 철광석 가격이 동사의 투입단가에 반영되기까지는 시차가 존재하기 때문에 4분기까지 동사의 투입단가는 상승세가 이어질 전망이다. 반면 시장은 중국 부동산 부문 리스크와 원료 가격 급락을 반영하여 최근 관망세를 보이고 있음. 따라서 단기적으로 마진 스프레드는 완만한 하방 압력이 예상됨. 다만 1분기부터 투입단가는 안정화되고 시장의 분위기는 1분기 이후 반전을 시도할 것으로 전망함.

2022년 마진의 하방 경직성

올해 역대 최대 분기 실적을 가능케 한 제품 가격 급등에는 상반기 원료 가격 상승이 상당 부분 기여함. 하반기 들어 급락한 철광석 가격을 원료탄 가격 급등이 커버하여 높은 투입단가를 유지시키고 있으나 향후 원료탄 가격의 완만한 조정 가능성을 감안할 때 당분간 추가적인 Cost Push 모멘텀은 기대하기 어려울 전망이다. 다만 건조한 전방산업 수요와 중국의 수출 감소세가 지속되어 타이트한 역내 수급이 제품 가격을 지지할 전망으로 마진 스프레드는 전년대비 크게 나빠지기 어려운 상황으로 판단함.

투자의견 BUY 및 목표주가 490,000 원 유지

동사의 현 주가는 올해 예상 순자산가치 대비 0.49 배에 불과함(예상 ROE 는 14.2%). 이는 시장이 중국의 수요 모멘텀 둔화로 향후 대폭적인 감익 가능성을 보고 있다는 의미임. 하지만 중국의 가파른 수요 둔화 구간은 이미 지나고 있다는 판단이며 탄소 중립이 야기하는 타이트한 역내 수급은 철강 가격과 마진 스프레드를 상당 부분 지지할 것으로 기대함.

올해 역대급 실적이 예상되는 만큼 동사의 주당 배당금은 15,000 원 이상이 될 것으로 기대함. 목표주가는 올해 예상 순자산가치 대비 PBR 0.84 배 수준에 해당함.

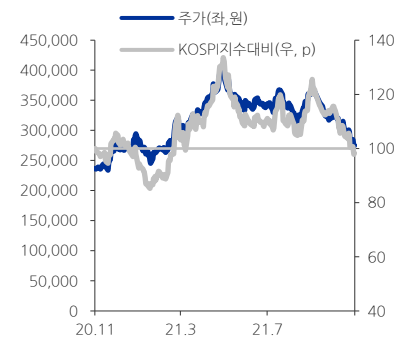
발행주식수	87,187천주
52주 최고가	413,500원
최저가	232,500원
52주 일간 Beta	0.94
60일 일평균거래대금	1,355억원
외국인 지분율	53.4%
배당수익률(2021F)	5.3%

주주구성

국민연금공단 (외 1인)	9.7
자사주 (외 1인)	8.1

	1M	6M	12M
주가상승률	-11.5	-28.6	20.5

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	490,000	490,000	-
영업이익(21)	9,413	9,413	-
영업이익(22)	9,535	9,910	-



결산기(12월)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액(십억원)	64,367	57,793	75,900	81,641	83,688
영업이익(십억원)	3,869	2,403	9,413	9,535	9,439
세전계속사업손익(십억원)	3,053	2,025	9,787	10,317	10,231
당기순이익(십억원)	1,983	1,788	7,353	7,799	7,734
EPS(원)	21,048	18,376	77,579	82,714	82,026
증감률(%)	8.5	-12.7	322.2	6.6	-0.8
PER(배)	11.2	14.8	3.7	3.4	3.5
ROE(%)	4.2	3.6	14.2	13.4	12.0
PBR(배)	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	3.9	4.7	2.1	1.7	1.4

자료: 유진투자증권

도표 31. POSCO 분기실적 추이 및 전망(연결 기준)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	14,546	13,722	14,261	15,264	16,069	18,292	20,637	20,902	57,793	75,900	81,641
영업이익	705	168	667	863	1,552	2,201	3,117	2,543	2,403	9,413	9,535
영업이익률(%)	4.8	1.2	4.7	5.7	9.7	12.0	15.1	12.2	4.2	12.4	11.7
지배주주순이익	395	40	465	701	1,025	1,664	2,430	1,645	1,602	6,764	7,212
증감률(YoY, %)											
매출	-9.2	-15.9	-10.8	-4.9	10.5	33.3	44.7	36.9	-10.2	31.3	7.6
영업이익	-41.4	-84.3	-35.9	54.8	120.1	1,212.1	367.5	194.5	-37.9	291.7	1.3
지배주주순이익	-46.7	-93.4	8.0	1,283.3	159.2	4,031.8	422.1	134.6	-12.7	322.2	6.6
증감률(QoQ, %)											
매출	-9.3	-5.7	3.9	7.0	5.3	13.8	12.8	1.3			
영업이익	26.5	-76.2	297.5	29.5	79.8	41.8	41.6	-18.4			
지배주주순이익	680.3	-89.8	1,055.5	50.6	46.2	62.4	46.0	-32.3			

자료: POSCO, 유진투자증권

도표 32. POSCO 분기실적 추이 및 전망(별도기준)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	6,970	5,885	6,578	7,077	7,800	9,277	11,315	11,304	26,510	39,697	43,991
영업이익	458	-108	262	524	1,073	1,608	2,296	1,867	1,135	6,844	7,112
영업이익률(%)	6.6	-1.8	4.0	7.4	13.8	17.3	20.3	16.5	4.3	17.2	16.2
지배주주순이익	453	7	181	325	952	1,318	1,840	1,175	966	5,285	5,560
탄소강 판매량(천톤)	8,151	7,347	8,444	8,510	8,331	8,521	8,517	8,406	32,452	33,775	34,162
탄소강 ASP(천원/톤)	692	643	634	679	763	901	1,097	1,114	662	969	1,064
증감률(YoY, %)											
매출	-10.8	-21.3	-15.0	-3.6	11.9	57.6	72.0	59.7	-12.7	49.7	10.8
영업이익	-45.0	적전	-60.5	42.7	134.2	흑전	776.8	256.5	-56.1	502.9	3.9
지배주주순이익	-32.5	-98.8	-63.8	흑전	110.2	19,805.0	917.6	261.0	-17.8	447.2	5.2
탄소강 판매량	-7.1	-11.5	0.3	-0.2	2.2	16.0	0.9	-1.2	-4.6	4.1	1.1
탄소강 ASP	-4.2	-12.5	-13.7	-2.5	10.3	40.1	73.0	64.0	-8.2	46.3	9.8
증감률(QoQ, %)											
매출	-5.1	-15.6	11.8	7.6	10.2	18.9	22.0	-0.1			
영업이익	24.8	적전	흑전	100.0	104.9	49.9	42.8	-18.7			
지배주주순이익	흑전	-98.5	2,630.3	80.0	192.6	38.4	39.6	-36.2			

자료: POSCO, 유진투자증권

POSCO(005490.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
자산총계	79,059	79,087	90,330	96,300	102,511
유동자산	34,842	35,831	45,478	49,984	54,714
현금성자산	12,945	16,856	20,450	25,312	29,322
매출채권	9,884	8,865	11,573	11,397	11,738
재고자산	10,920	9,052	12,386	12,197	12,563
비유동자산	44,216	43,256	44,852	46,315	47,797
투자자산	9,338	9,407	10,600	11,030	11,478
유형자산	29,926	29,400	30,002	31,159	32,306
기타	4,952	4,449	4,251	4,126	4,014
부채총계	31,264	31,412	35,400	35,466	35,833
유동부채	16,324	16,855	17,618	17,541	17,760
매입채무	4,932	5,363	6,584	6,483	6,677
유동성이자부채	8,791	9,099	8,618	8,618	8,618
기타	2,601	2,392	2,416	2,440	2,465
비유동부채	14,940	14,557	17,782	17,924	18,073
비유동이자부채	12,451	12,449	14,223	14,223	14,223
기타	2,489	2,109	3,559	3,702	3,850
자본총계	47,795	47,675	54,930	60,834	66,678
자배지분	44,472	44,331	50,831	56,735	62,579
자본금	482	482	482	482	482
자본잉여금	1,376	1,311	1,356	1,356	1,356
이익잉여금	45,080	46,111	52,296	58,199	64,043
기타	(2,467)	(3,573)	(3,303)	(3,303)	(3,303)
비자배지분	3,323	3,343	4,099	4,099	4,099
자본총계	47,795	47,675	54,930	60,834	66,678
총차입금	21,242	21,548	22,841	22,841	22,841
순차입금	8,297	4,692	2,391	(2,471)	(6,481)

현금흐름표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업현금	6,005	8,686	6,973	10,625	9,905
당기순이익	1,983	1,788	7,353	7,799	7,734
자산상각비	3,461	3,622	3,637	3,807	3,919
기타비현금성손익	(224)	(81)	1,536	(1,259)	(1,249)
운전자본증감	(41)	2,804	(5,378)	279	(500)
매출채권감소(증가)	430	817	(2,391)	177	(342)
재고자산감소(증가)	794	1,718	(3,280)	189	(366)
매입채무증가(감소)	(733)	594	1,156	(101)	194
기타	(532)	(326)	(862)	13	14
투자현금	(3,683)	(6,259)	(5,480)	(4,998)	(5,150)
단기투자자산감소	(648)	(2,807)	(1,390)	(542)	(564)
장기투자증권감소	0	0	329	654	647
설비투자	2,519	3,197	3,522	4,516	4,629
유형자산처분	52	0	(10)	0	0
무형자산처분	(275)	(222)	(273)	(323)	(323)
재무현금	(1,512)	(1,091)	785	(1,308)	(1,308)
차입금증가	(462)	585	911	0	0
자본증가	(946)	(659)	(620)	(1,308)	(1,308)
배당금지급	946	659	620	1,308	1,308
현금 증감	871	1,240	2,345	4,320	3,447
기초현금	2,644	3,515	4,755	7,099	11,419
기말현금	3,515	4,756	7,099	11,419	14,866
Gross Cash flow	7,732	6,521	12,526	10,346	10,404
Gross Investment	3,076	649	9,467	4,176	5,086
Free Cash Flow	4,655	5,872	3,059	6,170	5,318

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	64,367	57,793	75,900	81,641	83,688
증가율(%)	(0.9)	(10.2)	31.3	7.6	2.5
매출원가	58,116	53,072	63,873	69,286	71,361
매출총이익	6,250	4,720	12,027	12,355	12,327
판매 및 일반관리비	2,381	2,317	2,614	2,820	2,887
기타영업손익	(2)	(3)	13	8	2
영업이익	3,869	2,403	9,413	9,535	9,439
증가율(%)	(30.2)	(37.9)	291.7	1.3	(1.0)
EBITDA	7,330	6,025	13,050	13,342	13,358
증가율(%)	(16.8)	(17.8)	116.6	2.2	0.1
영업외손익	(816)	(378)	374	782	792
이자수익	428	411	438	595	606
이자비용	756	639	453	442	442
지분법손익	295	208	692	814	814
기타영업손익	(783)	(357)	(303)	(185)	(187)
세전순이익	3,053	2,025	9,787	10,317	10,231
증가율(%)	(14.3)	(33.7)	383.3	5.4	(0.8)
법인세비용	1,071	237	2,434	2,518	2,497
당기순이익	1,983	1,788	7,353	7,799	7,734
증가율(%)	4.8	(9.8)	311.2	6.1	(0.8)
지배주주지분	1,835	1,602	6,764	7,212	7,152
증가율(%)	8.5	(12.7)	322.2	6.6	(0.8)
비지배지분	147,551	186,005	588,893	587,611	582,719
EPS(원)	21,048	18,376	77,579	82,714	82,026
증가율(%)	8.5	(12.7)	322.2	6.6	(0.8)
수정EPS(원)	21,048	18,376	77,579	82,714	82,026
증가율(%)	8.5	(12.7)	322.2	6.6	(0.8)

주요투자지표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	21,048	18,376	77,579	82,714	82,026
BPS	510,076	508,464	583,016	650,730	717,756
DPS	10,000	8,000	15,000	15,000	15,000
밸류에이션(배, %)					
PER	11.2	14.8	3.7	3.4	3.5
PBR	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	3.9	4.7	2.1	1.7	1.4
배당수익률	4.2	2.9	5.3	5.3	5.3
PCR	2.7	3.6	2.0	2.4	2.4
수익성(%)					
영업이익율	6.0	4.2	12.4	11.7	11.3
EBITDA이익율	11.4	10.4	17.2	16.3	16.0
순이익율	3.1	3.1	9.7	9.6	9.2
ROE	4.2	3.6	14.2	13.4	12.0
ROIC	4.8	4.2	13.9	13.4	13.0
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	17.4	9.8	4.4	(4.1)	(9.7)
유동비율	213.4	212.6	258.1	285.0	308.1
이자보상배율	5.1	3.8	20.8	21.6	21.4
활동성 (회)					
총자산회전율	0.8	0.7	0.9	0.9	0.8
매출채권회전율	6.5	6.2	7.4	7.1	7.2
재고자산회전율	5.7	5.8	7.1	6.6	6.8
매입채무회전율	12.3	11.2	12.7	12.5	12.7

현대제철(004020)

차강판 단가 인상, 올해가 가기 전 선물

2021.11.15

투자의견: **BUY**(유지)목표주가: **72,000원**(유지)

현재주가: 41,600원(11/12)

시가총액: 5,551(십억원)

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

차강판 단가 인상 성공

최근 현대기아차 해외 공장향 상반기 협상이 인상(톤당 70 달러)으로 마무리되었고 하반기 국내향 가격 협상 역시 10만원 가량 인상 타결될 전망이다. 이에 따라 동사의 4분기 판매 출하단가는 전분기비 톤당 6만원 가량 상승할 전망이다. 고로 투입단가 상승을 감안하더라도 마진 스프레드는 전분기비 소폭 추가 개선될 것으로 추정함.

현대기아차향 단가 인상은 시황에 상당히 비탄력적인만큼 올해뿐 아니라 내년도 이익 추정치 상향에도 기여함.

철스크랩 가격 강세는 봉형강 가격을 지지할 것

탄소배출 저감을 위한 글로벌 철강사들의 사용량 증대로 철스크랩 가격은 향후에도 기초적 강세를 보일 가능성이 크다는 판단임. 현재 국내 철근 기준가격은 포물러를 통해 철스크랩 가격 변동을 반영하는 구조로 이는 철근 가격을 지지하는 요인이 될 것임. 여전히 정부의 주택 공급 확대 기조가 수요를 뒷받침할 전망이나 시황이 급변하더라도 전기로 설비의 탄력적인 운영으로 대응 가능함.

투자의견 BUY 및 목표주가 72,000원 유지

주력 제품의 가격 인상과 내년에도 타이트할 역내 수급으로 동사 이익의 하방 경직성이 클 전망이다. 반도체 쏠티지에 따른 완성차 생산 차질이 해소될 경우 출하량 회복도 가능할 것임. 장기 성장 동력으로 추진 중인 금속 분리판 사업의 확장 가능성에도 주목할 필요.

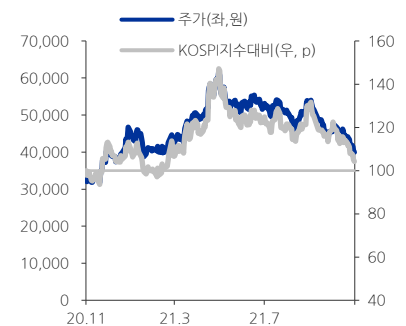
목표주가 72,000원은 올해 예상 BPS 대비 PBR 0.53배 수준에 해당함. 업황 지속 가능성에 대한 시장의 신뢰 형성으로 리레이팅을 기대함.

발행주식수	133,446천주
52주 최고가	63,000원
최저가	31,350원
52주 일간 Beta	1.58
60일 일평균거래대금	353억원
외국인 지분율	20.9%
배당수익률(2021F)	1.2%

주주구성	
기아 (외 11인)	36.0
국민연금공단 (외 1인)	8.2

	1M	6M	12M
주가상승률	-8.7	-31.4	28.2

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	72,000	72,000	-
영업이익(21)	2,551	2,513	-
영업이익(22)	2,865	2,728	-



결산기(12월)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액(십억원)	20,513	18,023	23,053	25,684	26,325
영업이익(십억원)	331	73	2,551	2,865	2,454
세전계속사업손익(십억원)	52	-504	2,414	2,711	2,302
당기순이익(십억원)	26	-440	1,774	2,114	2,011
EPS(원)	128	-3,222	12,861	15,305	14,563
증감률(%)	-95.7	적전	흑전	19.0	-4.8
PER(배)	245.4	-	3.2	2.7	2.9
ROE(%)	0.1	-2.6	9.9	10.6	9.2
PBR(배)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	8.1	10.0	3.9	3.3	3.2

자료: 유진투자증권

도표 33. 현대제철 분기실적 추이 및 전망(연결 기준)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	4,668	4,113	4,462	4,781	4,927	5,622	5,860	6,643	18,023	23,053	25,684
영업이익	-30	14	33	55	304	545	826	876	73	2,551	2,865
영업이익률(%)	-0.6	0.3	0.7	1.2	6.2	9.7	14.1	13.2	0.4	11.1	11.2
지배주주순이익	-115	-11	-45	-258	210	335	585	586	-430	1,716	2,042
증감률(YoY, %)											
매출	-8.0	-26.2	-11.6	-0.9	5.6	36.7	31.3	39.0	-12.1	27.9	11.4
영업이익	적전	-94.0	-2.1	흑전	흑전	3,804.2	2,375.4	1,481.0	-78.0	3,393.1	12.3
지배주주순이익	적전	적전	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	19.0
증감률(QoQ, %)											
매출	-3.2	-11.9	8.5	7.2	3.1	14.1	4.2	13.4			
영업이익	적지	흑전	139.0	66.0	448.6	79.4	51.5	6.0			
지배주주순이익	적지	적지	적지	적지	흑전	59.7	74.5	0.2			

자료: 현대제철, 유진투자증권

도표 34. 현대제철 분기실적 추이 및 전망(별도기준)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	4,144	3,679	3,757	3,988	4,252	4,866	5,150	5,827	15,568	20,095	22,637
영업이익	-21	9	18	36	297	484	781	830	42	2,391	2,690
영업이익률(%)	-0.5	0.2	0.5	0.9	7.0	9.9	15.2	14.2	0.3	11.9	11.9
지배주주순이익	-89	-4	-62	-302	232	275	567	578	-456	1,652	1,868
판재 판매량(천톤)	3,009	2,630	2,824	2,944	2,874	2,577	2,403	2,475	11,407	10,329	10,926
봉형강 판매량(천톤)	1,617	1,650	1,595	1,697	1,616	1,916	1,679	1,951	6,560	7,162	7,162
판재 ASP(천원/톤)	770	726	725	747	839	957	1,099	1,162	742	1,014	1,112
봉형강 ASP(천원/톤)	717	709	697	726	780	889	1,049	1,068	712	947	1,044
증감률(YoY, %)											
매출	-7.4	-26.7	-15.7	-3.2	2.6	32.3	37.1	46.1	-13.9	29.1	12.7
영업이익	적전	-95.8	-45.9	흑전	흑전	5,182.8	4,160.6	2,235.4	-85.0	5,630.2	12.5
지배주주순이익	적전	적전	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	13.1
판재 판매량	0.3	-20.5	-6.6	3.1	-4.5	-2.0	-14.9	-15.9	-6.4	-9.4	5.8
봉형강 판매량	-5.9	-15.4	-2.1	-7.2	-0.1	16.1	5.2	14.9	-8.0	9.2	0.0
판재 ASP	-4.4	-11.1	-11.2	-1.9	9.0	31.9	51.6	55.6	-7.2	36.7	9.6
봉형강 ASP	-7.2	-7.8	-8.4	5.2	8.8	25.4	50.4	47.2	-4.8	32.9	10.3

자료: 현대제철, 유진투자증권

현대제철(004020.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
자산총계	34,366	34,845	36,895	38,862	40,829
유동자산	9,579	9,935	12,148	13,846	15,509
현금성자산	1,218	2,527	2,871	4,788	6,361
매출채권	2,680	2,559	3,304	3,224	3,256
재고자산	5,416	4,688	5,811	5,671	5,727
비유동자산	24,788	24,910	24,747	25,016	25,320
투자자산	2,646	3,529	3,872	4,029	4,193
유형자산	20,563	19,874	19,385	19,399	19,446
기타	1,578	1,507	1,490	1,588	1,680
부채총계	17,133	18,152	18,319	18,310	18,401
유동부채	6,420	6,073	6,759	6,695	6,728
매입채무	2,943	2,426	2,850	2,781	2,808
유동성이자부채	2,874	2,985	3,399	3,399	3,399
기타	603	662	510	515	520
비유동부채	10,712	12,079	11,560	11,615	11,673
비유동이자부채	9,433	10,843	10,200	10,200	10,200
기타	1,280	1,236	1,360	1,416	1,473
자본총계	17,234	16,693	18,576	20,552	22,428
자배지분	16,898	16,345	18,202	20,177	22,054
자본금	667	667	667	667	667
자본잉여금	3,914	3,906	3,906	3,906	3,906
이익잉여금	11,488	10,933	12,587	14,563	16,440
기타	828	839	1,041	1,041	1,041
비자배지분	335	348	374	374	374
자본총계	17,234	16,693	18,576	20,552	22,428
총차입금	12,307	13,828	13,599	13,599	13,599
순차입금	11,089	11,301	10,728	8,811	7,238

현금흐름표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업현금	652	2,021	2,012	3,754	3,453
당기순이익	26	(440)	1,774	2,114	2,011
자산상각비	1,548	1,579	1,579	1,549	1,557
기타비현금성손익	30	20	260	(64)	(58)
운전자본증감	(878)	586	(1,505)	155	(58)
매출채권감소(증가)	26	(88)	(750)	80	(32)
재고자산감소(증가)	(483)	648	(1,076)	141	(57)
매입채무증가(감소)	(200)	(10)	474	(69)	28
기타	(221)	36	(154)	3	4
투자현금	(1,189)	(2,450)	(1,302)	(1,836)	(1,882)
단기투자자산감소	(19)	(1,361)	(33)	(66)	(69)
장기투자증권감소	0	0	(15)	(33)	(36)
설비투자	1,157	1,034	1,069	1,473	1,510
유형자산처분	(2)	61	9	0	0
무형자산처분	(13)	(45)	(167)	(188)	(188)
재무현금	692	454	(393)	(67)	(67)
차입금증가	791	527	(327)	0	0
자본증가	(99)	(94)	(66)	(67)	(67)
배당금지급	99	99	66	67	67
현금 증감	154	1	326	1,851	1,504
기초현금	762	916	917	1,243	3,094
기말현금	916	917	1,243	3,094	4,598
Gross Cash flow	2,049	1,658	3,613	3,599	3,510
Gross Investment	2,048	503	2,774	1,615	1,871
Free Cash Flow	1	1,154	839	1,984	1,640

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	20,513	18,023	23,053	25,684	26,325
증가율(%)	(1.3)	(12.1)	27.9	11.4	2.5
매출원가	19,115	16,930	19,321	21,501	22,478
매출총이익	1,397	1,093	3,731	4,183	3,847
판매 및 일반관리비	1,066	1,020	1,180	1,318	1,392
기타영업손익	2	(4)	16	12	6
영업이익	331	73	2,551	2,865	2,454
증가율(%)	(67.7)	(78.0)	3,393.1	12.3	(14.3)
EBITDA	1,879	1,652	4,130	4,414	4,012
증가율(%)	(28.2)	(12.1)	150.0	6.9	(9.1)
영업외손익	(280)	(577)	(137)	(154)	(152)
이자수익	55	57	79	98	100
이자비용	324	330	309	307	307
지분법손익	8	19	36	48	48
기타영업외손익	(18)	(323)	57	7	7
세전순이익	52	(504)	2,414	2,711	2,302
증가율(%)	(90.9)	적전	흑전	12.3	(15.1)
법인세비용	26	(64)	640	597	291
당기순이익	26	(440)	1,774	2,114	2,011
증가율(%)	(93.7)	적전	흑전	19.1	(4.9)
지배주주지분	17	(430)	1,716	2,042	1,943
증가율(%)	(95.7)	적전	흑전	19.0	(4.8)
비지배지분	8,509	(10,106)	58,178	71,524	67,312
EPS(원)	128	(3,222)	12,861	15,305	14,563
증가율(%)	(95.7)	적전	흑전	19.0	(4.8)
수정EPS(원)	128	(3,222)	12,861	15,305	14,563
증가율(%)	(95.7)	적전	흑전	19.0	(4.8)

주요투자지표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	128	(3,222)	12,861	15,305	14,563
BPS	126,631	122,488	136,397	151,201	165,264
DPS	750	500	500	500	500
밸류에이션(배, %)					
PER	245.4	-	3.2	2.7	2.9
PBR	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	8.1	10.0	3.9	3.3	3.2
배당수익률	2.4	1.3	1.2	1.2	1.2
PCR	2.0	3.2	1.5	1.5	1.6
수익성(%)					
영업이익률	1.6	0.4	11.1	11.2	9.3
EBITDA이익률	9.2	9.2	17.9	17.2	15.2
순이익률	0.1	(2.4)	7.7	8.2	7.6
ROE	0.1	(2.6)	9.9	10.6	9.2
ROIC	0.6	0.2	7.0	8.2	7.8
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	64.3	67.7	57.8	42.9	32.3
유동비율	149.2	163.6	179.7	206.8	230.5
이자보상배율	1.0	0.2	8.3	9.3	8.0
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	0.5	0.6	0.7	0.7
매출채권회전율	7.7	6.9	7.9	7.9	8.1
재고자산회전율	4.0	3.6	4.4	4.5	4.6
매입채무회전율	6.8	6.7	8.7	9.1	9.4

고려아연(010130)

유효한 중장기 성장성

2021.11.15

투자의견: **BUY**(유지)목표주가: **710,000원**(유지)

현재주가: 505,000원(11/12)

시가총액: 9,529(십억원)

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

아연 제련수수료와 가격 모두 반등 가능한 상황

최근 전력난으로 중국과 유럽의 제련 생산이 차질을 빚은 것으로 파악됨. 지난달 유럽 최대 제련사 Nyrstar는 아연 제련소 3 곳을 최대 50% 감산하겠다고 발표하기도 함. 8월까지 글로벌 아연 정광 생산량은 전년동기비 8.8% 증가한 반면 제련 생산량은 3.8% 증가에 그침. 제련사들의 생산 차질이 확대되면 정광 수급 개선 역시 빨라질 수 있음. 최근 Spot TC는 6월을 저점으로 완만하게 반등하고 있으며 올해 47% 급락했던 아연 벤치마크 TC는 내년 반등할 가능성이 크다고 판단함.

아연 제련 공급이 타이트한 반면 아연 수요는 보다 개선될 전망이다. 아연 수요의 60%는 아연 도금강판 소재로 사용되며 이는 완성차, 건설/인프라 등에 사용됨.

호주에서의 체질 변화에 주목

연결 자회사 호주 SMC는 11월 전해설비 증설이 완료되면서 아연 생산능력이 기존 22만톤에서 28만톤으로 확대될 예정임. 이와 같은 양적 성장뿐 아니라 질적 성장도 도모하고 있음. SMC는 현재 125MW 태양광 발전 단지를 운영하며 전력 소모의 20% 이상을 자체 충당하고 있는데 최근 풍력발전사업에 진출하여 2024년 신재생에너지 비율을 80% 이상으로 끌어올리는 목표를 가지고 있음. 향후 수소 사업이 본격화될 경우 이 에너지의 국내 도입까지 가능하게 될 전망이다.

투자의견 BUY 및 목표주가 710,000원 유지

내년 본업 가치 개선 기대에 더하여 퀘도에 오르게 될 동박 사업에도 주목함. 향후 폐배터리, 재생에너지, 또다른 이차전지소재 등 동사의 사업 영역은 중장기적으로 확장 가능성이 있다고 판단함. 목표주가 710,000원은 올해 예상 BPS에 정상 PBR 1.64배(예상 ROE 10.9%)를 적용한 적정가치에 동박 사업 가치 1조원을 추가 반영한 수준임.

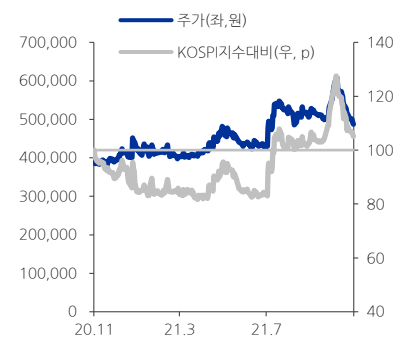
발행주식수	18,870천주
52주 최고가	624,000원
최저가	379,000원
52주 일간 Beta	0.75
60일 일평균거래대금	332억원
외국인 지분율	18.5%
배당수익률(2021F)	3.0%

주주구성

영풍 (외 53인)	48.5
국민연금공단 (외 1인)	9.9

	1M	6M	12M
주가상승률	-8.5	5.5	28.8

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	710,000	710,000	-
영업이익(21)	1,096	1,085	-
영업이익(22)	1,185	1,165	-



결산기(12월)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액(십억원)	6,695	7,582	9,400	9,815	10,109
영업이익(십억원)	805	897	1,085	1,165	1,203
세전계속사업손익(십억원)	872	812	1,116	1,183	1,220
당기순이익(십억원)	639	575	799	844	863
EPS(원)	33,541	30,363	42,034	44,485	45,480
증감률(%)	20.0	-9.5	38.4	5.8	2.2
PER(배)	12.7	13.2	12.0	11.4	11.1
ROE(%)	9.8	8.4	10.9	10.7	10.2
PBR(배)	1.2	1.1	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	5.0	4.7	5.5	5.0	4.7

자료: 유진투자증권

도표 35. 고려아연 분기실적 추이 및 전망(연결 기준)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	1,733	1,622	1,976	2,251	2,201	2,375	2,415	2,410	7,582	9,400	9,815
영업이익	204	164	267	262	270	273	266	276	897	1,085	1,165
영업이익률(%)	11.8	10.1	13.5	11.6	12.3	11.5	11.0	11.5	11.8	11.5	11.9
지배주주순이익	138	115	168	152	210	194	199	191	573	793	839
증감률(YoY, %)											
매출	15.8	-6.9	14.2	30.6	27.0	46.4	22.2	7.0	13.3	24.0	4.4
영업이익	15.1	-32.3	28.0	47.9	32.2	66.5	-0.6	5.5	11.4	20.9	7.4
지배주주순이익	-8.9	-37.6	6.4	9.2	52.1	68.1	18.6	25.4	-9.5	38.4	5.8
증감률(QoQ, %)											
매출	0.5	-6.4	21.8	13.9	-2.2	7.9	1.7	-0.2			
영업이익	15.5	-19.7	63.0	-2.1	3.2	1.1	-2.7	3.9			
지배주주순이익	-1.0	-16.4	45.8	-9.5	37.9	-7.6	2.9	-4.4			

자료: 고려아연, 유진투자증권

도표 36. 고려아연 분기실적 추이 및 전망(별도기준)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	1,338	1,253	1,414	1,647	1,684	1,819	1,706	1,813	5,652	7,023	7,370
영업이익	197	170	212	202	233	224	219	226	781	901	966
영업이익률(%)	14.7	13.6	15.0	12.3	13.8	12.3	12.8	12.5	13.8	12.8	13.1
지배주주순이익	138	123	153	147	200	181	186	176	561	742	776
아연 판매량(천톤)	165	159	147	180	161	164	147	159	651	631	640
LME 아연 평균(달러/톤)	2,254	1,922	2,197	2,520	2,749	2,859	2,961	3,289	2,223	2,964	3,289
연 판매량(천톤)	101	100	106	107	104	115	94	99	415	412	414
LME 연 평균(달러/톤)	1,901	1,672	1,830	1,858	2,037	2,047	2,319	2,344	1,815	2,187	2,344
은 판매량(톤)	585	582	598	539	571	565	521	513	2,304	2,170	2,177
은 가격 평균(달러/온스)	17.7	15.5	21.6	24.7	26.1	26.2	25.5	23.6	19.9	25.3	25.5
증감률(YoY, %)											
매출	12.0	-8.7	8.3	22.3	25.9	45.1	20.6	10.1	8.3	24.2	4.9
영업이익	28.1	-25.9	16.0	23.7	18.2	31.5	3.3	11.9	7.1	15.4	7.2
지배주주순이익	2.5	-30.2	6.1	31.3	45.1	47.3	21.1	19.4	-1.0	32.3	4.5
아연 판매량	19.3	-5.4	-9.9	9.4	-2.2	2.9	0.1	-11.7	2.7	-3.1	1.5
LME 아연 평균	-14.1	-32.5	-9.9	5.0	22.0	48.7	34.7	30.5	-13.7	33.3	11.0
연 판매량	-3.5	-4.5	10.7	12.1	3.1	14.9	-11.9	-7.5	3.4	-0.6	0.6
LME 연 평균	-5.4	-13.8	-7.0	-11.4	7.2	22.4	26.7	26.2	-9.4	20.5	7.2
은 판매량	22.0	12.8	21.7	-0.4	-2.4	-2.9	-12.9	-4.8	13.6	-5.8	0.3
은 가격 평균	14.8	3.2	35.4	40.2	47.5	69.6	18.0	-4.7	24.2	27.5	0.6
전월평균환율(원/달러)	1,178	1,223	1,198	1,146	1,101	1,124	1,143	1,178	1,186	1,137	1,146
아연 벤치마크 T/C(달러/톤)									300	159	170

자료: 고려아연, 유진투자증권

고려아연(010130.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
자산총계	7,841	8,500	9,160	9,751	10,350
유동자산	4,598	4,913	4,786	4,862	4,963
현금성자산	2,621	2,174	2,029	2,034	2,107
매출채권	383	447	450	461	466
재고자산	1,556	2,250	2,276	2,335	2,359
비유동자산	3,243	3,587	4,374	4,889	5,386
투자자산	248	302	613	638	664
유형자산	2,901	3,194	3,645	4,133	4,601
기타	94	91	116	118	121
부채총계	1,002	1,413	1,518	1,552	1,576
유동부채	704	1,118	1,142	1,164	1,174
매입채무	455	763	768	788	796
유동성이자부채	33	140	159	159	159
기타	217	216	214	216	219
비유동부채	298	294	376	388	401
비유동이자부채	9	20	65	65	65
기타	289	274	311	323	337
자본총계	6,838	7,087	7,642	8,199	8,774
지배지분	6,715	6,970	7,532	8,088	8,663
자본금	94	94	94	94	94
자본잉여금	57	57	56	56	56
이익잉여금	6,592	6,940	7,468	8,025	8,600
기타	(27)	(121)	(87)	(87)	(87)
비지배지분	123	117	111	111	111
자본총계	6,838	7,087	7,642	8,199	8,774
총차입금	42	160	224	224	224
순차입금	(2,580)	(2,014)	(1,804)	(1,809)	(1,883)

현금흐름표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업현금	693	457	1,040	1,094	1,190
당기순이익	639	575	799	844	863
자산상각비	279	279	310	370	415
기타비현금성손익	(17)	72	105	(71)	(70)
운전자본증감	(258)	(501)	(38)	(49)	(18)
매출채권감소(증가)	(67)	(72)	18	(12)	(5)
재고자산감소(증가)	(261)	(706)	(12)	(59)	(23)
매입채무증가(감소)	96	329	(10)	20	8
기타	(26)	(52)	(34)	2	2
투자현금	(474)	(548)	(651)	(866)	(895)
단기투자자산감소	(136)	122	24	(59)	(62)
장기투자증권감소	0	0	36	71	70
설비투자	358	662	720	857	883
유형자산처분	1	1	1	0	0
무형자산처분	(4)	(6)	(9)	(3)	(3)
재무현금	(191)	(171)	(247)	(283)	(283)
차입금증가	4	81	26	0	0
자본증가	(196)	(260)	(265)	(283)	(283)
배당금지급	196	260	265	283	283
현금 증감	33	(264)	138	(55)	11
기초현금	656	690	426	564	509
기말현금	690	426	564	509	521
Gross Cash flow	1,109	1,198	1,214	1,144	1,208
Gross Investment	596	1,170	712	856	851
Free Cash Flow	513	28	501	288	356

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	6,695	7,582	9,400	9,815	10,109
증가율(%)	(2.7)	13.3	24.0	4.4	3.0
매출원가	5,744	6,547	8,147	8,477	8,730
매출총이익	951	1,035	1,253	1,339	1,379
판매 및 일반관리비	146	138	168	173	176
기타영업손익	5	(6)	22	3	2
영업이익	805	897	1,085	1,165	1,203
증가율(%)	5.3	11.4	20.9	7.4	3.2
EBITDA	1,085	1,176	1,395	1,535	1,617
증가율(%)	6.0	8.4	18.6	10.1	5.3
영업외손익	67	(85)	31	17	17
이자수익	56	26	26	31	32
이자비용	1	2	4	4	4
지분법손익	2	(1)	61	78	78
기타영업외손익	11	(109)	(52)	(88)	(89)
세전순이익	872	812	1,116	1,183	1,220
증가율(%)	13.5	(6.9)	37.4	6.0	3.2
법인세비용	234	238	317	338	357
당기순이익	639	575	799	844	863
증가율(%)	19.4	(10.0)	39.0	5.7	2.2
지배주주지분	633	573	793	839	858
증가율(%)	20.0	(9.5)	38.4	5.8	2.2
비지배지분	5,687	1,873	5,590	4,944	4,894
EPS(원)	33,541	30,363	42,034	44,485	45,480
증가율(%)	20.0	(9.5)	38.4	5.8	2.2
수정EPS(원)	33,541	30,363	42,034	44,485	45,480
증가율(%)	20.0	(9.5)	38.4	5.8	2.2

주요투자지표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	33,541	30,363	42,034	44,485	45,480
BPS	355,878	369,358	399,142	428,626	459,107
DPS	14,000	15,000	15,000	15,000	15,000
밸류에이션(배, %)					
PER	12.7	13.2	12.0	11.4	11.1
PBR	1.2	1.1	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	5.0	4.7	5.5	5.0	4.7
배당수익률	3.3	3.7	3.0	3.0	3.0
PCR	7.2	6.3	7.9	8.3	7.9
수익성(%)					
영업이익율	12.0	11.8	11.5	11.9	11.9
EBITDA이익율	16.2	15.5	14.8	15.6	16.0
순이익율	9.5	7.6	8.5	8.6	8.5
ROE	9.8	8.4	10.9	10.7	10.2
ROIC	14.7	13.8	14.6	14.0	13.2
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(37.7)	(28.4)	(23.6)	(22.1)	(21.5)
유동비율	652.9	439.3	419.1	417.6	422.7
이자보상배율	573.5	538.8	274.5	274.4	283.2
활동성 (회)					
총자산회전율	0.9	0.9	1.1	1.0	1.0
매출채권회전율	19.1	18.3	21.0	21.5	21.8
재고자산회전율	4.7	4.0	4.2	4.3	4.3
매입채무회전율	16.5	12.5	12.3	12.6	12.8

세아제강(306200)

유가 상승과 에너지 전환에 모두 대응 가능

2021.11.15

투자의견: **BUY**(유지)목표주가: **148,000원**(유지)

현재주가: 100,000원(11/12)

시가총액: 284(십억원)

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

건조한 미주향 에너지용 강관 수익성

지난 3분기 25% 이상 급등했던 미국 내 한국산 OCTG 수입가 평균은 4분기 들어서도 건조한 모습임. 유가 반등에 따른 강관 수요 증가와 함께 현지 열연 가격 강세가 이를 견인하고 있는 것임. 이는 동사의 미주향 수출 수익성과 연동됨.

다만 신성장(해상풍력 하부구조물 및 LNG 터미널향) 부문에서 신규 프로젝트 발주가 지연됨에 따라 하반기 동사의 수주 공백기가 이어지고 있음. 그럼에도 국내외 해상풍력발전 시장의 성장 잠재력은 큰 상황으로 이르면 내년 초 프로젝트 발주 재개를 예상함.

무역확장법 232 조는 영원할까

미국 바이든 행정부가 추진한 1.2 조달러 규모 인프라투자 법안이 결국 시행될 예정임. 미국의 철강 수요 모멘텀은 이미 강세이나 추가 성장 동력이 덧붙여지게 됨. 최대한 자국 철강재를 사용하고 싶겠지만 충분치 않다는 것이 문제임. 최근 미국은 EU 와 무역확장법 232 조에 의한 수입 관세를 쿼터로 전환하는 데 합의하였으며 일본과도 재협상을 시작한 것으로 알려짐. 현재 관세 대신 쿼터를 적용 받고 있는 한국에게도 재협상의 기회가 생길지 관찰이 필요함. 이의 타격이 가장 컸던 것은 동사를 포함한 강관사들임.

투자 의견 BUY 및 목표주가 148,000원 유지

유가 상승세를 감안할 때 에너지용 강관 시장 호조가 내년에도 이어질 가능성. 이 가운데 해상풍력발전향 수주가 재개될 경우 동사가 현재 진행 중인 설비투자과 함께 내년도 신성장 부문의 성장 역시 기대할 수 있음.

목표주가는 올해 예상 BPS 대비 PBR 0.62 배(예상 ROE 14.3%) 수준임. 향후 신성장 부문의 성장 재개에 따라 밸류에이션 리레팅을 기대함.

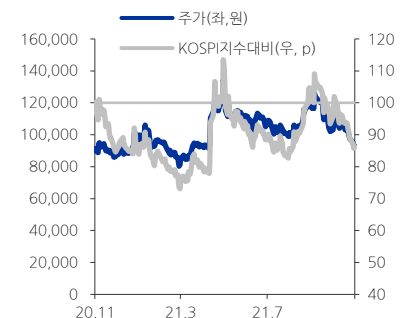
발행주식수	2,836천주
52주 최고가	137,000원
최저가	80,000원
52주 일간 Beta	1.11
60일 일평균거래대금	23억원
외국인 지분율	9.4%
배당수익률(2021F)	2.5%

주주구성

세아제강지주 (외 9인)	60.2
국민연금공단 (외 1인)	6.1

	1M	6M	12M
주가상승률	-2.9	-22.8	9.4

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY	BUY	-
목표주가	148,000	148,000	-
영업이익(21)	124	124	-
영업이익(22)	136	136	-



결산기(12월)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액(십억원)	1,227	1,150	1,425	1,721	1,773
영업이익(십억원)	46	54	124	136	147
세전계속사업손익(십억원)	43	48	125	134	145
당기순이익(십억원)	25	33	91	97	101
EPS(원)	8,762	11,656	32,187	34,310	35,435
증감률(%)	253.5	33.0	176.1	6.6	3.3
PER(배)	7.0	7.8	3.1	2.9	2.8
ROE(%)	4.4	5.7	14.3	13.4	12.3
PBR(배)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA(배)	4.8	5.0	2.5	2.1	1.5

자료: 유진투자증권

도표 37. 세아제강 분기실적 추이 및 전망(별도 기준)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	299	271	279	302	322	359	373	370	1,150	1,425	1,721
영업이익	22	12	18	2	16	36	39	33	54	124	136
영업이익률(%)	7.2	4.5	6.3	0.7	4.9	10.1	10.3	9.0	4.7	8.7	7.9
순이익	18	7	12	-4	13	28	27	23	33	91	97
증감률(YoY,%)											
매출액	-9.1	-12.6	-2.6	-0.2	7.7	32.8	33.6	22.8	-6.3	23.8	20.8
영업이익	-14.3	5.2	209.4	-36.1	-27.3	198.3	119.6	1,448.5	16.7	131.6	9.5
순이익	-9.8	-9.3	82.0	-54.9	-27.4	279.3	124.2	-619.3	33.0	176.1	6.6
증감률(QoQ,%)											
매출액	-1.1	-9.4	3.2	8.0	6.7	11.7	3.8	-0.8			
영업이익	541.7	-43.7	44.3	-87.7	630.9	130.7	6.2	-13.5			
순이익	-282.3	-60.0	66.4	적전	흑전	109.1	-1.7	-14.0			

자료: 세아제강, 유진투자증권

세아제강(306200.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
자산총계	1,029	1,052	1,225	1,345	1,446
유동자산	469	487	657	765	855
현금성자산	30	83	217	247	321
매출채권	254	232	263	310	319
재고자산	185	173	177	208	215
비유동자산	559	565	568	580	592
투자자산	13	21	26	27	28
유형자산	539	537	536	547	559
기타	7	7	6	6	5
부채총계	458	457	545	575	583
유동부채	252	226	323	349	354
매입채무	133	136	147	173	179
유동성이자부채	87	77	163	163	163
기타	32	12	12	12	13
비유동부채	206	231	223	226	229
비유동이자부채	131	157	146	146	146
기타	75	74	77	80	83
자본총계	571	595	680	770	863
자배지분	0	0	0	0	0
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	530	530	530	530	530
이익잉여금	27	53	138	228	322
기타	(571)	(598)	(682)	(772)	(866)
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	571	595	680	770	863
총차입금	217	234	309	309	309
순차입금	187	152	92	62	(12)

현금흐름표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업현금	68	70	98	77	123
당기순이익	25	33	91	97	101
자산상각비	30	28	28	28	29
기타비현금성손익	1	1	19	3	3
운전자본증감	(1)	14	(29)	(52)	(10)
매출채권감소(증가)	(5)	18	(31)	(46)	(9)
재고자산감소(증가)	19	13	(4)	(31)	(6)
매입채무증가(감소)	(23)	(1)	12	26	5
기타	8	(16)	(6)	0	0
투자현금	(3)	(52)	(122)	(46)	(47)
단기투자자산감소	1	(23)	(96)	(6)	(6)
장기투자증권감소	0	0	(0)	(0)	(0)
설비투자	6	26	25	39	40
유형자산처분	1	1	0	0	0
무형자산처분	(0)	0	0	0	0
재무현금	(61)	11	67	(7)	(7)
차입금증가	(56)	19	74	0	0
자본증가	(5)	(6)	(7)	(7)	(7)
배당금지급	5	6	7	7	7
현금 증감	4	29	43	25	68
기초현금	3	6	35	78	103
기말현금	6	35	78	103	171
Gross Cash flow	81	88	138	129	133
Gross Investment	6	15	55	92	52
Free Cash Flow	75	73	83	37	81

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	1,227	1,150	1,425	1,721	1,773
증가율(%)	183.1	(6.3)	23.8	20.8	3.0
매출원가	1,117	1,026	1,226	1,497	1,526
매출총이익	111	124	198	225	247
판매 및 일반관리비	65	71	74	89	100
기타영업손익	200	10	5	20	12
영업이익	46	54	124	136	147
증가율(%)	309.9	16.7	131.6	9.5	8.2
EBITDA	76	81	152	164	176
증가율(%)	265.0	7.7	86.4	8.3	7.1
영업외손익	(3)	(6)	1	(2)	(2)
이자수익	1	1	1	2	2
이자비용	7	6	5	5	5
지분법손익	0	(0)	(0)	(0)	(0)
기타영업손익	3	(1)	5	1	1
세전순이익	43	48	125	134	145
증가율(%)	351.9	9.9	162.3	6.9	8.4
법인세비용	19	15	34	36	44
당기순이익	25	33	91	97	101
증가율(%)	253.5	33.0	176.1	6.6	3.3
지배주주지분	25	33	91	97	101
증가율(%)	253.5	33.0	176.1	6.6	3.3
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	8,762	11,656	32,187	34,310	35,435
증가율(%)	253.5	33.0	176.1	6.6	3.3
수정EPS(원)	8,762	11,656	32,187	34,310	35,435
증가율(%)	253.5	33.0	176.1	6.6	3.3

주요투자지표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	8,762	11,656	32,187	34,310	35,435
BPS	201,388	209,869	239,664	271,474	304,409
DPS	2,000	2,500	2,500	2,500	2,500
밸류에이션(배, %)					
PER	7.0	7.8	3.1	2.9	2.8
PBR	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	4.8	5.0	2.5	2.1	1.5
배당수익률	3.3	2.8	2.5	2.5	2.5
PCR	2.1	2.9	2.1	2.2	2.1
수익성(%)					
영업이익률	3.7	4.7	8.7	7.9	8.3
EBITDA이익률	6.2	7.1	10.6	9.5	9.9
순이익률	2.0	2.9	6.4	5.7	5.7
ROE	4.4	5.7	14.3	13.4	12.3
ROIC	3.4	4.9	12.0	12.4	12.2
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	32.8	25.5	13.5	8.0	(1.4)
유동비율	186.6	215.8	203.6	219.2	241.3
이자보상배율	6.9	9.4	25.1	26.4	28.6
활동성 (회)					
총자산회전율	1.2	1.1	1.3	1.3	1.3
매출채권회전율	4.9	4.7	5.8	6.0	5.6
재고자산회전율	6.3	6.4	8.1	8.9	8.4
매입채무회전율	8.6	8.5	10.0	10.7	10.1

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 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에
 도 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	97%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2021.9.30 기준)

