

# 카네기도 몰랐다. 이런 호시절이 올 줄은...

1. Intro
2. 기업분석
3. 투자포인트 1: 지금까지 이런 Cycle은 없었다!
4. 투자포인트 2: 국내는 뜨고 현대는 날아오른다!
5. Valuation – PBR Method
6. Appendix

## <Earning Table>

(단위: 백만원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	16,691,512	19,165,964	20,780,382	20,512,590	18,023,398	21,549,270	22,820,631
yoy(%)		14.82%	8.42%	-1.29%	-12.13%	19.56%	5.90%
매출원가	14,230,770	16,733,488	18,708,282	19,115,158	16,930,207	19,528,066	19,974,345
매출총이익	2,460,742	2,432,476	2,072,099	1,397,433	1,093,191	2,021,204	2,846,286
GPM(%)	14.74%	12.69%	9.97%	6.81%	6.07%	9.38%	12.47%
판매비와관리비	1,015,376	1,064,925	1,046,010	1,066,135	1,020,159	1,051,794	1,077,119
영업이익(손실)	1,445,365	1,367,550	1,026,089	331,298	73,032	969,410	1,769,167
OPM(%)	8.66%	7.14%	4.94%	1.62%	0.41%	4.50%	7.75%
금융손익	-296,661	-212,715	-301,719	-283,262	-360,265	-314,738	-314,738
금융수익	173,529	281,846	147,180	160,186	227,387	178,059	178,059
금융비용	470,190	494,561	448,899	443,448	587,652	492,797	492,797
관계기업및공동기업투자관련이익(손실)	10,017	9,531	17,787	7,567	18,885	14,746	14,746
기타손익	15,241	-83,082	-172,347	-3,952	-235,566	-99,414	-99,414
기타수익	229,427	191,264	192,576	213,786	198,633	203,196	203,196
기타비용	214,186	274,345	364,923	217,738	434,199	302,610	302,610
법인세비용차감전순이익(손실)	1,173,962	1,081,285	569,810	51,651	-503,914	570,005	1,369,761
법인세비용	306,835	353,744	161,851	26,037	-63,794	127,168	305,594
당기순이익(손실)	867,128	727,540	407,959	25,613	-440,120	442,837	1,064,168
당기순이익(손실)의 귀속							
지배기업소유주지분	850,155	716,090	398,674	17,105	-430,013	434,245	1,043,523
비지배지분	16,973	11,450	9,285	8,509	-10,106	8,572	20,599

**Rating**

## Buy

목표주가: 93,800원  
 현재주가: 50,600원  
상승여력  
 85.4%

**12M 주가추이**

시가총액 6조7,524억원


**Balance sheet data**

Net Asset 16조 6,219원  
 PBR 0.41  
 ROE 16.91%

**Earning data**

12M Forward PER 17.64 배  
 12M EPS 2,868 원  
 당기순이익(2020) -4,401 억원

**주요 주주**

기아자동차 17.27%  
 정몽구 11.81%  
 현대자동차 6.87%

**SMIC 1팀**

팀장 42기 최준우  
 팀원 42기 심희준  
 43기 박성준  
 43기 신희원  
 43기 이재민

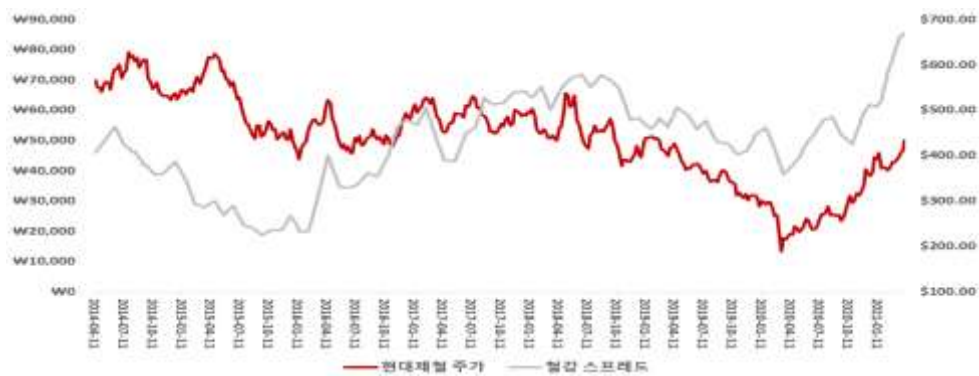
# 1. Intro

## 1.1 주가분석

### 1.1.1 현대제철의 주가와 철강 스프레드와의 관계

철강 스프레드는 동사의 영업이익과 직접적으로 연결되는 지표이다. 철강 스프레드가 높아질수록, 동사의 판매량 대비 이익이 높아지기 때문이다. 그림 1-1을 보면, **동사의 주가는 국제 철강 스프레드(철강 가격 - 원자재 가격)와 매우 밀접하게 움직이는 것을 확인할 수 있다.** 철강 기업 투자에 있어, 글로벌 전방 시장의 업황과 이에 파생되는 철강 스프레드를 지속적으로 확인하고 예측해야 하는 이유이다.

그림 1-1. 현대제철의 주가와 철강 스프레드와의 관계

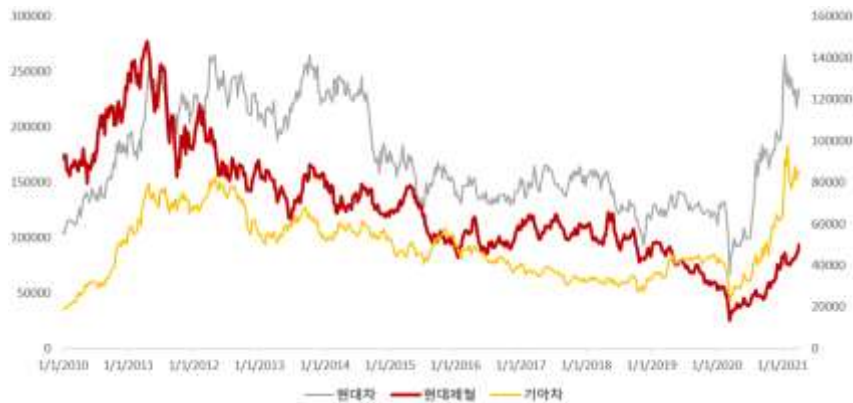


자료: SMIC 1팀

### 1.1.2 현대제철의 주가와 국내 전방 산업과의 관계

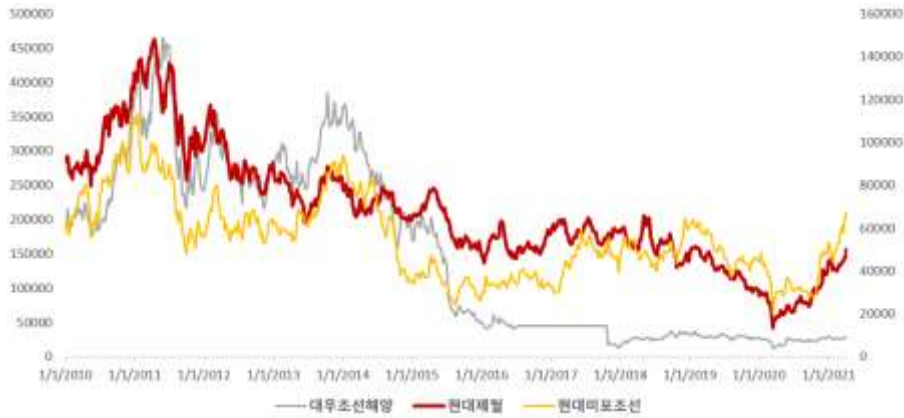
동사의 매출 비중은 내수 88%, 해외 12%이다. 내수 전방 산업의 업황에 많은 영향을 받을 수밖에 없는 이유이다. 실제로 동사의 주가는 철강 스프레드와 함께 움직이는 모습을 보이나, 전방 산업 특히 현대제철 매출의 40%를 차지하고 있는 현대 계열사의 업황에 많은 영향을 받는다는 것을 확인할 수 있다. 같은 계열사 내부에서 단가 협상을 진행하는 만큼, 현대 기업의 주력 사업인 자동차 산업의 업황이 어려운 경우 판매 단가를 동결하는 경우가 다반사이기 때문이다.

그림 1-2. 현대제철과 국내 자동차 산업



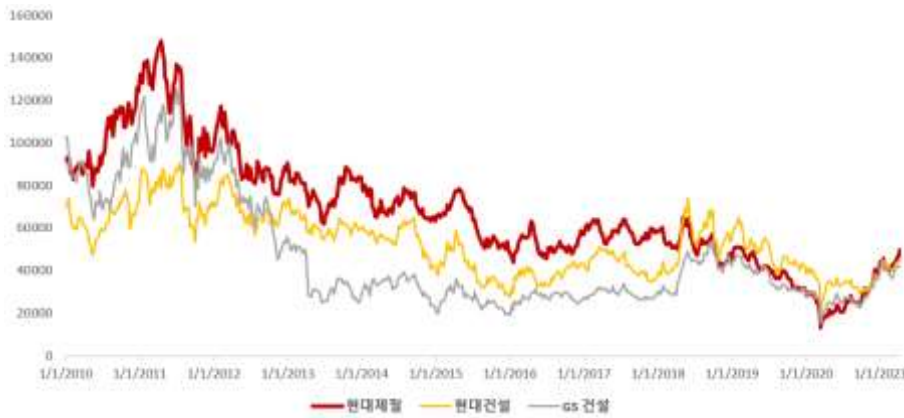
자료: SMIC 1팀

그림 1-3. 현대제철과 국내 조선 산업



자료: SMIC 1팀

그림 1-4. 현대제철과 국내 건설 산업



자료: SMIC 1팀

**1.2. 소결**

앞선 그림에서 볼 수 있듯이, 동사의 주가는 철강 스프레드를 Key Driver로 국내 전방산업을 Secondary Driver로 삼는 것을 확인할 수 있다. 여기서 눈 여겨봐야 하는 점은 2016~2018년 당시 철강 스프레드가 약 2.5배 상승했음에도 동사의 주가가 횡보했다는 사실이다. 이는 당시 자동차 전방 산업이자, 동사 매출의 25%를 차지하는 현대/기아차의 영업 업황이 좋지 않았기 때문이다.

본 보고서에서는 투자포인트 1을 통해 동사 주가의 Key Driver인 철강 스프레드 확장 가능성이 유례없이 높고, 투자포인트 2를 통해 전방 기업 특히 현대계열사들의 전망이 이보다 밝은 적이 없었다는 것을 구체화하고 이를 바탕으로 Valuation을 진행할 것이다.

## 2. 기업분석

### 2.1. 기업 및 사업 개요

현대제철은 한국전쟁 직후 적산으로 남은 제철 공장을 인수하여, 1953년에 설립되었으며, 대한중공업공사를 모태로 한 제철기업이다. 1980년대에는 국내 최초로 건자재 대형구조물 골조에 투입되는 H형강을 생산하는데 성공하였으며, 2001년 4월에 현대자동차그룹에 편입된다. 2004년에는 한보철강의 당진공장을 인수 합병하며 지금의 당진 제철소를 중심으로 철강을 생산하게 되었으며, 2006년 현대제철로 사명을 변경하였다.

### 2.2. 사업 및 제품 분석

고로, 전기로,  
특수강 사업 추진

동사의 사업은 크게 고로 사업, 전기로 사업, 그리고 특수강 사업의 3가지로 나뉜다. 국내 매출 비중이 88%, 경쟁사 대비 국내 전방 산업을 동행하는 경향이 더욱 강하다.

1) 자동차, 조선업 向 고로 제품: 판재류

고로는 일명 용광로로, 코크스, 석회석, 철광석을 넣고 고온의 가스를 투입해 철광석에서 철을 분리시키는 과정을 거친다. 그 결과 생산되는 슬래브를 어떻게 가공하느냐에 따라 열연강판, 냉연강판, 후판으로 분류되는 제품이 생산된다. 고로 제품은 동사의 3대 전방 산업에서 핵심적인 원자재로 쓰이지만, 동사는 2010년이 되어서야 본격적으로 고로 사업에 뛰어들게 된다. 국내에서는 POSCO와 동사가 유일하게 고로 사업을 영위하고 있다.

자동차용 강판  
-현대차 납품

동사는 지난 2013년 12월 (주)현대하이스코의 자동차용 냉연강판 사업부와 합병하며 본격적으로 자동차용 냉연강판 생산에 돌입했다. 해당 M&A를 통해 동사는 자동차용 강판뿐만 아니라 자동차용 경량화 제품, 해외 차체 납품 부문, 강관부문까지 총괄하게 되었으며, (주)현대차에게 납품을 본격화하였다.

조선업 向 후판

동사는 또한, 국내 조선업에 후판을 제공한다. 조선업의 수주에 따라 후판 매출량이 크게 좌우되기 때문에, 동사의 후판 판매량 역시 2011-2013년 세계 조선업 건조량이 하락함에 따라 동반 하락하였다.

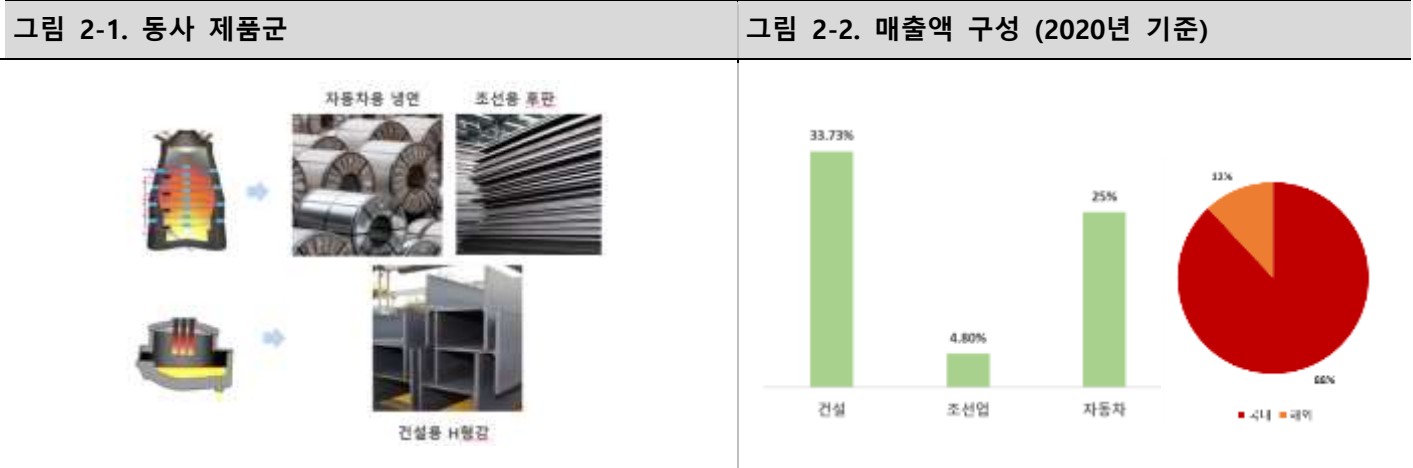
2) 건설 산업向 전기로 제품: 봉형강류

전기로는 고로방식과 달리 철광석이 아닌 철스크랩을 원료로 한다. 철스크랩은 전기로 조업 원료로 고철을 비롯해 철강 가공과정에서 나오는 선철에 해당한다. 전기로 방식은 원재료 자체가 고철에서 나오기 때문에 고로에 투입되는 순수한 철 성분과 달리 불순물이 섞여 있다. 따라서, 전기로 방식으로 생산되는 철강 제품은 불순물이 많이 섞여 있으며, 철근, 중형강, 무한계도 등 건설업의 건설자재로 주로 쓰인다.

자동차용 강판 생산, 현대차 납품:  
냉연강판

동사가 2010년 전까지 전문적으로 다뤄왔던 사업분야는 이 전기로 방식으로, 연간 1,200만 Ton 규모의 생산능력을 보유하고 있다. 건설업의 경우에는 철근과 형강, 특히 H형강 제품이 매출의 높은 비중을 차지하고 있으며, 동사의 주력 제품은 내진설계용 H형강 제품이다. 건설 경기와 연동되므로, 봉형강 제품의 판매량도 계절성을 띄며, 공공과 민간

건설 수주 상황에 따라 움직이는 경향이 크다.



출처: 동사 사업 보고서, SMIC 1팀

출처: 동사 IR 보고서, SMIC 1팀

**1.3. 철강 산업의 특징**

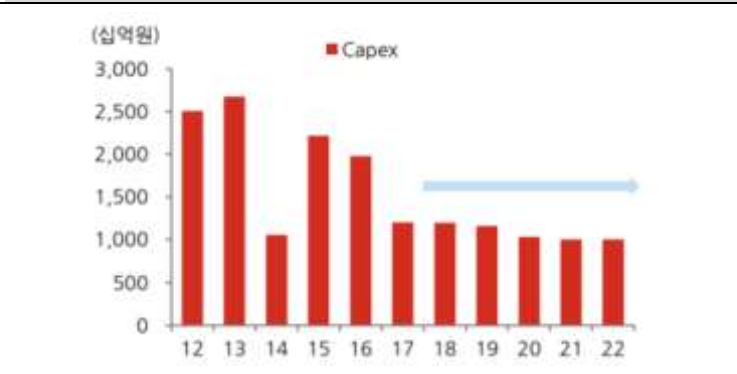
**Cyclical한 철강 산업**

철강산업은 경기변동에 민감하게 반응하며, 주기마다 호황과 불황이 반복되는 대표적인 Cyclical 산업 중 하나이다. 철강 산업은 경기가 호황일 때 수요가 증가하면서 설비 투자나 공급을 늘리게 되고, 이후 불황기를 맞이하면 다시 공급을 줄이고 설비를 감축하는 식의 Cycle을 반복한다. 따라서, 철강산업은 조선, 자동차, 건설 기계 등 기초소재를 공급하는 전방산업과 높은 연관성을 보인다.

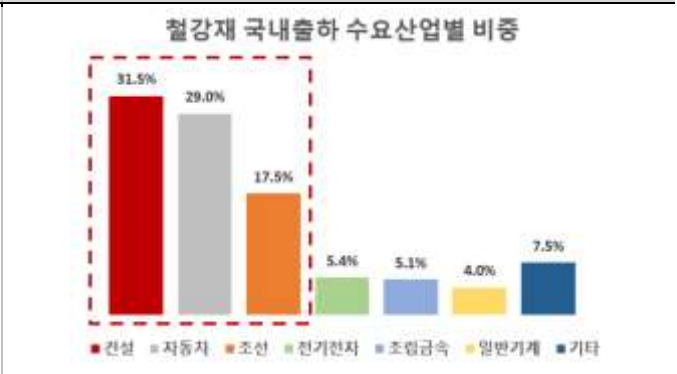
**자본집약적인 철강 산업**

또한, 철강산업은 대규모 장치산업으로 자본집약적이며 수요에 비해 공급이 비탄력적이라는 특징을 가진다. 따라서 장치산업 특성상 별다른 기술경쟁력 및 제품 개발이 요구되는 산업이라고 보기는 어려우며, 정치 설치 및 유지를 위한 투자가 지속적으로 이루어지면, 쇳물을 뽑아내 철강을 제조하는 상대적으로 단순한 공정만 반복하면 된다. 따라서, 철강 산업의 수익성을 결정함에 있어, 철강 제품의 ASP와 원자재 가격의 스프레드가 중요하다. 따라서, 동사 역시, 전방 산업과, 원자재 가격, 제품군의 ASP 상승세에 따라 실적이 변동한다.

<p><b>그림 2-3. 동사 CAPEX 추이-지속적 지출</b></p>	<p><b>그림 2-4. 철강재 국내출하 수요산업별 비중</b></p>
--	---



출처: ValueWise, SMIC 1팀



출처: 한국철강협회, SMIC 1팀

### 3. 투자포인트 1: 지금까지 이런 Cycle은 없었다!

글로벌 철강가격에 비해 철강사 주가 상승폭이 작다

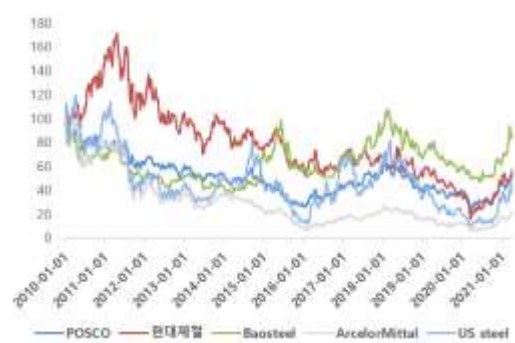
주식시장에서는 남들이 보지 못하는 것을 보아야 승산이 있다. 따라서 현재 남들이 넘겨 짚는 산업과 인사이트를 탐색하였고, 우리는 철강 산업에서 답을 찾았다. 2021년 4월 기준 글로벌 철강 가격은 2018년을 넘어선 수준이다. 하지만 글로벌 철강사들의 주가는 2018년을 넘어서지 못했다. 이는 **철강 가격이 유지될 것인가에 대한 의문**이 시장에 아직 존재하기 때문이다. **철강업은 이미 공급과잉인 산업이라는 고정관념도 밸류에이션을 할인하는 요소로 작용하였을 것이다.**

그림 3-1. 미·중 열연 가격 (단위: \$/t)



출처: Investing.com, SMIC 1팀

그림 3-2. 글로벌 철강사 주가 추이 (2010.1.1 = 100)



출처: yahoo finacne, SMIC 1팀

Key Driver인 Spread가 역대급으로 상승할 것

하지만, 우리는 이하의 이유로 철강 산업의 **Key Driver로 생각한 Spread가 역대급으로 상승하며** 철강사들이 **2018년과는 차원이 다른 Cycle에** 진입하리라 판단했다. 10년간 철강 산업을 짓누르던 **만성적인 공급과잉이 해소되며 수요가 급증해 철강 가격은 더욱 상승할 것이기 때문이다.** 따라서 동사의 주가 역시 최소한 2018년을 수준을 넘어 차원이 다른 주가에 다다를 것이라고 감히 예측한다.

#### 3.1. 중국에 주목하라!

중국이 글로벌 철강 수요의 56%, 생산의 56%를 차지

철강 산업에서는 중국 시장 내 수요와 공급을 이해하는 것이 중요하다. 2020년 기준 전 세계 철강 수요의 56%, 생산량의 56%를 중국이 차지하고 있기 때문이다. 2010년 이후 철강 산업이 공급과잉에 빠진 것도 중국 생산증가를 대비 중국의 수요증가율이 낮았기 때문이다.

#### 3.2. 중국은 현재 극심한 철강 공급 부족 상태

##### 3.2.1. 열연 가격 신고가

중국은 현재 수요가 견인하는 공급 부족 상태

수요보다 공급이 부족하면 어떤 일이 발생할까? 공급자 측의 가격협상력이 증대되어 제품 가격이 상승하고 스프레드가 늘어날 것이다. **중국의 열연 가격은 현재 2008년 이래 2018년을 넘어 최고가를 경신하고 있으며,** 2020년 조강생산량은 10.53억t으로 역대 최대치에 달한다. 철강 생산이 늘어도 재고는 전년 대비 감소할 만큼 철강 수요가 강하다는 것이다. 즉 현재 중국은 공급 차질로 인한 공급 부족 상태가 아니라 **수요가 견인하는 공급 부족 상태**이다. 이와 같이 수요가 견인하는 공급 부족 상태는 Cycle이 오래 지속한다.



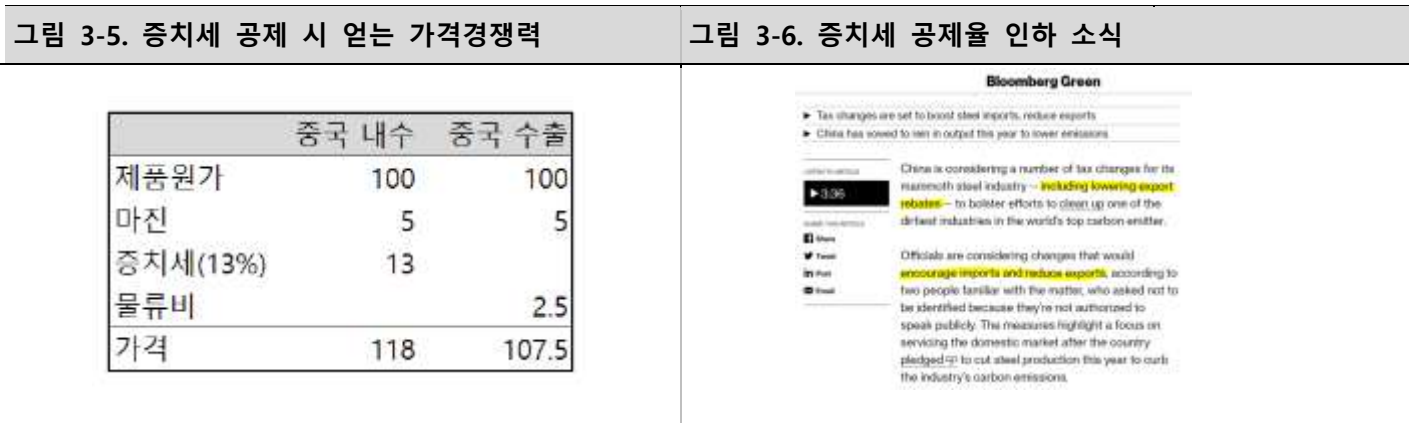
출처: investing.com, SMIC 1팀

출처: Mysteel, SMIC 1팀

**3.2.2. 증치세 공제 폐지**

**증치세는 사실상 수출 보조금**

증치세란 생산자에게 부과되는 중국의 부가가치세로 철강재에는 13%가 적용된다. 중국은 철강재 수출 시 증치세 13%를 전액 공제해 중국산 철강이 수출경쟁력을 가질 수 있도록 했다. 이러한 증치세 공제로 중국의 수출업자들은 마진을 지키면서 내수가보다 10% 이상 싼 가격에 수출할 수 있었다.



출처: SMIC 1팀

출처: B SMIC 1팀

하지만 연초부터 중국은 자국 철강 제품의 수출 공제율을 축소하는 것을 고려하고 있다. 열연 및 다수의 철강재는 기존 13% 공제에서 0%로, 일부 제품은 4%로 축소된다고 한다.

**하지만 증치세 공제율을 인하한다는 소식**

증치세 공제가 인하되면 중국 내수 가격보다 싸게 수출하는 것이 어려워진다. 수출하려면 물류비가 추가로 들기 때문이다. 이에 중국의 수출 물량이 내수로 전환되며 중국의 철강 순 수출이 감소할 것이다. 따라서 글로벌 철강 가격도 상승할 것이다.

**3.3. 글로벌 수요는 필연적으로 증가한다.**

**3.3.1. 글로벌 전방산업의 회복**

**철강 수요 결정하는 전방 산업**

앞서 밝혔듯이 철강산업의 주요 전방산업은 자동차, 조선, 건설이다. 따라서, 이제부터 국내 출하 수요 전방산업 별 비중의 약 78%를 차지하는 자동차, 조선, 건설업이 호조인 이유헌 철강업이 받는 수혜를 논하겠다.

**3.3.1.1. 자동차**



그림 3-9. 미국 중고차 가격 지수



출처: 이베스트투자증권

그림 3-10. 자동차 산업평균 인센티브



출처: ADB, 삼성증권

3.3.1.2 조선

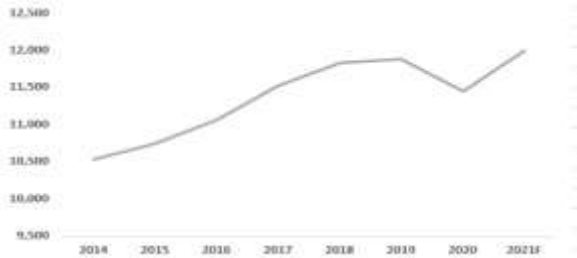
경기 회복으로  
해상 물동량 증가

조선의 빅 Cycle이 기대된다. 조선 산업은 해상해운 산업과 밀접한 관련이 있다. 2020년은 COVID-19으로 인한 국제 경기 침체의 영향으로 글로벌 해상 물동량이 전년 대비 3.6% 감소하였다. 그러나 COVID-19 확산세 감소 및 중국의 인프라 투자로 인해 해상 물동량은 빠르게 정상 상태를 회복하고 있다.

물동량 상승이  
해운운임 상승  
유발

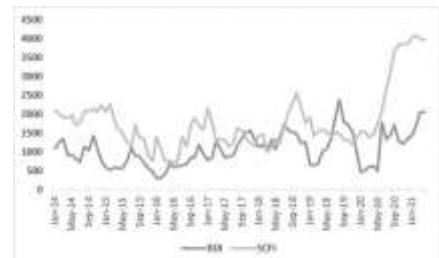
물동량 상승은 해운 운임의 상승으로 이어졌다. 2020년 상반기까지는 벌크선 운임지수인 BDI 지수와 컨테이너선 운임지수인 SCFI가 공통으로 침체된 모습을 보였다. 하지만 2020년 6월부터 경기 회복 기세를 보이며 물동량이 증가하고 해운지수가 상승하는 모습을 보였다.

그림 3-11. 글로벌 해상 물동량 추이



자료: 클락슨, 한국해운협회, SMIC 1팀

그림 3-12. 주요 해운지수

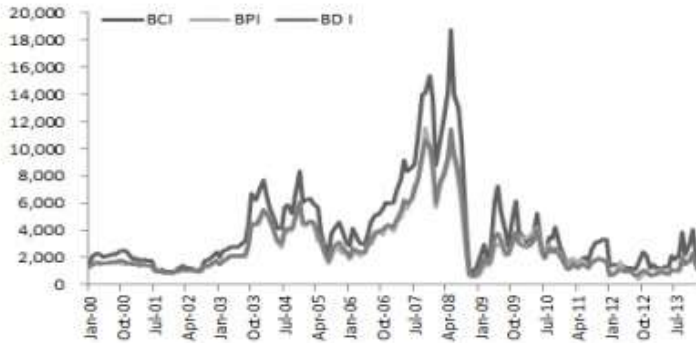


자료: 한국해운협회, SMIC 1팀

해운 운임 상승은  
중고선가 상승  
초래

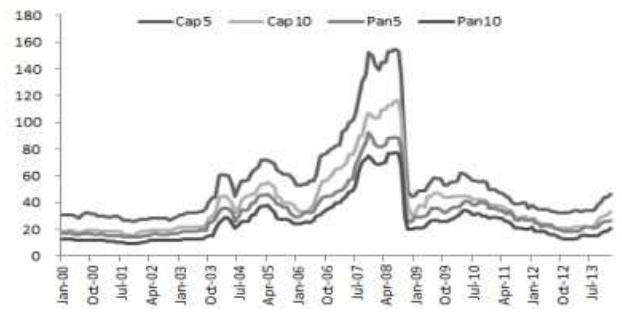
해운 운임의 상승은 중고선가 지수의 인상을 가져온다. 해운 운임이 상승할 때 해운사는 건조 기간을 기다리지 않고 배를 바로 투입할 수 있는 중고 선박을 먼저 찾기 때문이다. 아래 그림에서 2000년부터 2013년까지 대표 해운지수인 BDI, BPI, BCI와 중고선가 변동 추이를 비교해보았을 때 방향성이 일치하는 것을 알 수 있다.

그림 3-13. 운임지수 시계열 도표



자료: 한국해운물류학회

그림 3-14. 중고선가 시계열 도표

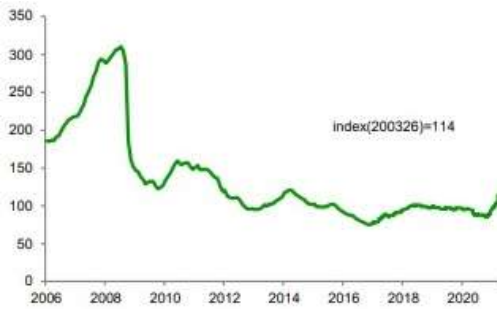


자료: 한국해운물류학회

**궁극적으로  
신조선가 상승**

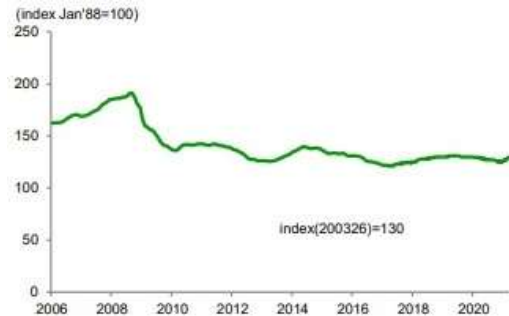
궁극적으로 해운 운임 지표와 중고선가의 상승은 신조선가의 상승으로 이어진다. 해운 운임 상승으로 중고선가 지수가 상승하면, 해운사 입장에서는 중고선가보다 신조선가의 매력도가 올라가기 때문이다.

그림 3-15. 중고선가 변동 추이



자료: 신영증권 리서치센터, 클락슨

그림 3-16. 신조선가 변동 추이



자료: 신영증권 리서치센터, 클락슨

**강화되는  
환경 규제**

경기 회복 예상으로 인한 신조선가 지표 상승이 조선업에 가격 상승을 가져다준다면, 국제해사기구 IMO의 환경규제는 선박 발주량의 증가를 초래할 것이다. IMO는 2030년까지 선박 온실가스 배출량을 2008년 대비 최소 40% 줄인다는 목표를 세우고 규제를 도입하고 있다.

**강화되는 환경  
규제**

이런 목적을 달성하기 위해 해사문제를 다루는 MEPC 총회에서 올해 6월에는 기존에 존재하던 환경 규제 대상 범위를 더 확장할 것이 예상되고 있다. 기존의 '선박제조연비지수(EEDI) 규제'에서는 2014년 이후 발주된 선박에 대해 단계별로 CO2 감축 기준을 제시했다. 그러나 올해 6월 새로 도입될 '기존선박연비지수(EEXI) 규제는 2014년 이전에 발주된 선박에 대해 2023년부터 적용된다. 이 규제에 따르면 2023년 1월부터 기존 선박은 연비에 따라 A~E 등급으로 나뉘고, D등급 또는 E등급에 해당하는 선박은 신규 선박으로 교체하거나, CO2 절감을 위해 추진체계를 개조하거나, 속도 제한 규제를 받는다.

**강화된 규제로  
신규 선박 수요  
증가 예측**

속도 제한 규제를 받는 경우 해운 기업 수익에 직접적으로 부정적인 영향을 미치게 되므로 해운 기업은 신규 선박 교체와 추진체계 개조 중 한 가지를 선택하게 된다. 클락슨 리서치에 따르면 현재 세계에서 운항 중인 선박 약 2만 6,000척 가운데 2013년 이전에 인도된 1만 7,000여척은 추진체계 개조가 불가능한 기계식 엔진을 탑재하고 있다. 따라서 이들 선박은 IMO 규제 대응을 위해서는 새로운 선박으로 교체되어야 한다. 특히 CO2 배출 측면에서 유리한 LNG 추진선 수요가 크게 늘 것으로 전망된다.

**올해와 내년  
증가할 신규  
선박 발주량**

선박 건조에 소요되는 기간은 평균 2년 정도이므로, 2021년과 2022년 신규 선박 발주량이 크게 증가할 것이다. 실제로 클락슨리서치에 따르면 전 세계 1분기 누적 발주량은 1,024만CGT로 지난해 총 발주량인 1,924만CGT의 절반 이상을 3개월 만에 달성했다. 또한 2021년 발주량은 2020년에 비해 21% 증가한 2,380만 CGT로 예상되고, 2022년부터 2025년까지 연평균 3,510만 CGT의 발주량이 지속될 것으로 예상된다.

**3.3.1.3. 건설**

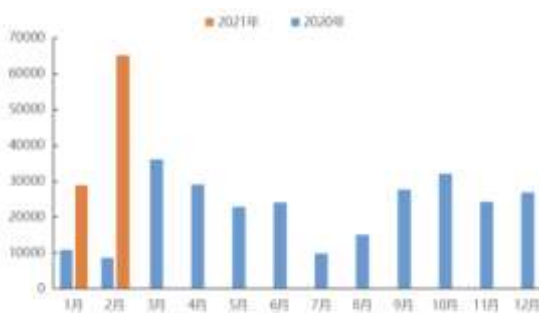
**COVID-19에서 벗  
어나는 중인 세계  
건설 시장**

2021년에는 세계 건설시장의 반등이 기대된다. 글로벌 시장조사기관 IHS Markit 분석에 따르면 올해는 발주 환경이 다소 개선되면서 세계 건설시장 규모가 전년 대비 4.8% 증가한 11조 3,000억 달러를 기록할 것으로 예상된다. 아시아 건설시장은 다른 지역보다 상대적으로 양호한 성장세를 기록할 것으로 보이며, 중국 굴삭기 판매량은 전년동기 대비 약 149.2% 증가하며 꾸준한 회복세를 보일 전망이다.

**미국 주택 시장  
신규 착공 예상**

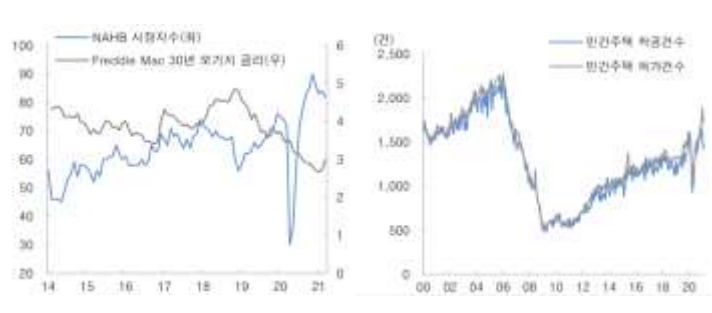
미국 주택 시장 또한 COVID-19의 영향권에서 벗어나는 중이다. 미국 민간 투자 문의 약 56%를 차지하는 미국 주택시장(Residential) 역시 2020년 팬데믹의 영향으로 일시적으로 꺾였으나, 2021년 현재 지난해 대비 거래량과 매매가격도 오르고 있다. 주택 착공 건수와 허가 건수 모두 142만건과 172만건으로 호조를 지속하고 있으며, 미국 주택 구매력 지수 또한 꾸준히 우상향 하는 중이다. 주택 공실률 역시 2000년 이후 사상 최저치를 기록하며 향후 신규 착공이 진행될 전망이다.

그림 3-17. 중국 굴삭기



출처: Bloomberg, 대신증권, SMIC 2팀

그림 3-18. 미국 모기 금리/민간 주택 착공-허가 건수



출처: Bloomberg, 대신증권, SMIC 2팀

**글로벌 부동산  
경기에 좌우되는  
철근, 형강 수요**

따라서, COVID-19에서 회복하는 글로벌 건설업 역시 안정적으로 호조를 띠며, 철강 전자재 수요를 견인할 것이라고 기대된다. 특히, 철근, 형강으로 대표되는 봉형강류는 주된 수요산업이 건설산업인만큼, 긍정적인 글로벌 부동산 경기와 건설업황의 수혜를 받으며 안정적인 매출을 낼 수 있을 것이다.

3.3.2. 역대급 인프라 투자가 온다

각국 사상 최대  
인프라 투자

전방 산업의 눈에 띄는 호조도 물론이지만, 전세계 철강 수요 측면에서 이번에 차원이 다른 Cycle인 결정적인 이유는 인프라 투자 때문이다. 미국과 중국의 인프라 투자는 명목 금액 기준 사상 최대를 기록할 것으로 전망되며, 경기 둔화를 방어하기 위한 각국의 정책 대응이 시차를 두고 중장기적으로 효과를 발휘할 것이라고 생각된다. 따라서, 철강 수요의 규모를 파악하기 위해 인프라 투자와 철강 수요의 상관관계를 선제적으로 점검하고, 철강 산업이 받는 수혜의 규모를 대략적으로 논할 것이다.

1) 인프라 투자와 철강 수요의 관계성

우선, 인프라 투자는 일반적으로 ①공공기관 (Public Sector)과 ②민간투자(Private Sector)로 나뉘며, 이는 다시 주거용과 비주거용을 나뉜다. 최근에는 민간 소비 위축 및 그로 인한 민간투자 (Private Sector)가 감소하고 정부의 역할이 확대되며, 건설向 철강 수요의 회복이 인프라 투자를 중심으로 나타나고 있다.

철강의 대량투입  
기대되는 전통 인  
프라 투자

인프라 투자는 일반적으로 도로, 교량, 철도 등의 전통적인 인프라 비중이 가장 높으며, 신형 인프라는 5G, 인공지능, 데이터 센터가 대표적이다. 하지만, 실제로 신형 인프라 투자도 고속철과 철도 등 전통적인 인프라 투자와 상당히 유사한 성격을 지닌 투자 항목들로 구성되어 있다. 즉, 정부 주도의 인프라 투자는 철강이 가장 많이 사용되는 대형 토목 공사, 도로 교량 착공으로 이어지며 철강 수요를 크게 촉진시키는 역할을 한다.

실제로 중국 인프라와 철강 수요가 동행하며, 특히 철근과 봉강을 필두로 봉형강 제품 수요가 올라가는 것을 확인할 수 있다. 견인하는 철강 수요의 규모도 만만치 않다. 2014년 금융위원회에서 발표한 통계에 따르면, 대략 150조 원 규모의 인프라 투자를 집행할 시 철강 소비량은 약 2,000만Ton ~ 2,500만Ton 수준으로 추정된다고 발표하였다.

그림 3-19. 중국 인프라와 철강 수요가 동행! (단위: 백만)

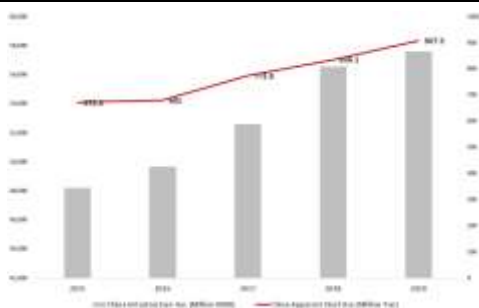
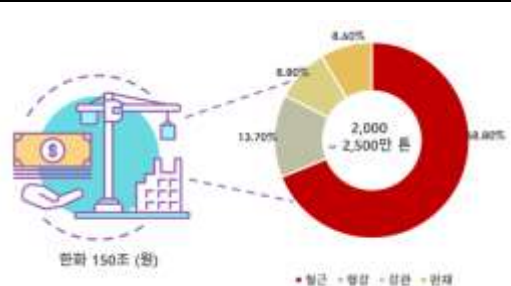


그림 3-20. 인프라 투자 철강 제품별 비중



출처: Global Infrastructure Hub, CFR, SMIC 1팀

출처: 『한반도통일과 금융 및 정책과제 2014』, SMIC 1팀  
물론, 글로벌 인프라 투자를 통해 국내 기업이 어느 정도의 수혜를 입을 수 있을지는 산정하기 어려우나, 글로벌 철강 수요를 끌어올려줄 중요한 Key Driver임은 확실하다.

향후 글로벌 인프라 투자 이끌 G2

향후 글로벌 인프라 투자는 G2 중심으로 활성화될 것이라고 예상되므로, 글로벌 철강 수요량과 공급을 파악하기 위해서 두 국가의 인프라 투자 규모와 철강의 사용량을 대략

적으로 살펴보는 것이 유효할 것이다.

2) 바이든의 3조 인프라 패키지

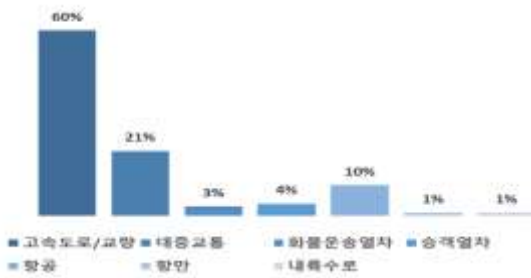
인프라 노후화와 경기 둔화로 미국 공공 인프라 투자 필요성 제기

미국의 공공 인프라 지출은 1950년대 이후 부분 유지 관리 보수에 집중되었던 탓에 **낙후된 인프라에 대한 본격적인 재투자**와 **신규건설이 시급한 실정이었다**. 더불어, **COVID-19 경기 부양 재정정책의 일환으로 인프라 투자의 필요성이 제기되어 왔다**. 경제 침체에 재정지출의 경제적 효과를 높이고, 노동집약적인 속성을 지닌 대표적인 지출이 건설 인프라 정책이기 때문이다.

역대급 인프라 투자 발표

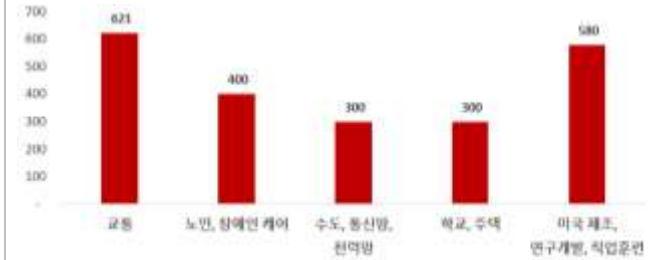
이에 **바이든 행정부는 올해 3조 달러 규모의 초대형 인프라 투자 계획을 발표하기에 이른다**. 올해 초 예산 조정 절차를 통해 1.9조 달러의 경기 부양안 승인 후, 연이어 8년간 인프라에 2.3조달러를 투자하는 'American Jobs Plan'을 발표했다. 해당 안은 교통 관련 SOC에 6,180억 달러, 상수도/통신망/전력/주택에 6,890억 달러의 예산을 산정하는 등 사실상 **도로/교량 등 전통 인프라 개선에 상당한 비중을 투자할 것**을 제안한다. 자세한 항목별 추정 사항의 밑의 표에서 확인할 수 있다.

그림 3-21. 미국 항목별 인프라 투자 수요 (2013~2030년)



출처: 미국 연방도로관리청, SMIC 1팀

그림 3-22. 미국 인프라 투자 계획 (단위: Bill USD)



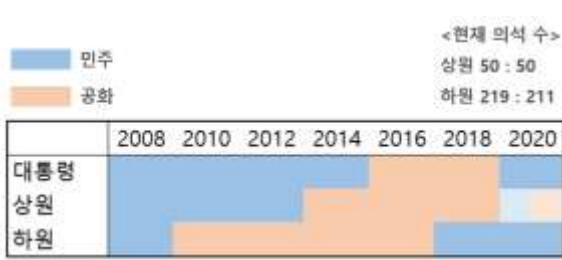
출처: Whitehouse, SMIC 1팀

예산조정절차 카드 -인프라 예산안 허가 가능성 ↑

**해당 인프라 계획은 집행될 가능성이 농후하다**. 이번 인프라 투자 계획은 두 개의 법안으로 나눠 추진된다: ①전통적 인프라 관련 투자, 그리고 ②무급휴가의 확대, 교육 인프라 개선. 현실적으로 보면 패키지는 위의 2개가 남았고, 민주당 단독으로 과반 찬성만으로 관련 법안을 처리할 수 있는 예산조정(budget reconciliation) 절차는 1개만 남았다. 패키지 ①이 통과될 시, **2021년 하반기부터 초안 약 1조 5,000억 달러 규모의 인프라 투자에 대한 논의가 이루어질 것으로 예상된다**.

이와 같이, **미국의 대규모 인프라 투자가 이루어질 시, 미국의 건설 투자액과 철강 수요는 COVID-19 이전 규모보다 증가할 것이라고 전망한다**. 위의 논리를 반영해 2021-2022 미국 인프라에 들어가는 철강 수요량을 <그림 3-29>과 같이 추정하였다. 이때, Morgan Stanley에서 언급한 인프라 투자 착공 시기를 참고하였으며, 미국 건설 투자액 대비 미국의 철강 수요가 일정한 비율을 따라간다는 것을 감안하여 보수적으로 추정하였다.

그림 3-23. 미국 인프라 투자안 합의 가능성



출처: SMIC 1팀

그림 3-24. 2021-2022 미국 철강 수요량 추정 (단위: Mill)



출처: FRED, SMIC 1팀

3) 중국 정부가 물심양면으로 나섰다: 양신일중(兩新一重) 정책

대규모 인프라 투자 발표한 중국

중국 철강 수요 역시 당분간 인프라 투자 흐름을 주목해야 할 것으로 보인다. 글로벌 철강 수요의 50%가량을 차지하는 중국 또한 둔화에 대한 적극적인 재정 정책의 일환으로 대규모 인프라 투자를 실시하고 있다.

신형 인프라도 대규모 토목 공사

양신일중 정책은 신형 인프라 건설(新型基礎設施建設), 신형 도시화 건설(新型城鎮化建設)과 중대형토목공사(重大工程建設)로 이루어진 대규모 인프라 투자 계획이다. 이 정책은 중국판 뉴딜로, 5년간 약 48조 위안 (한화로 약 8,300조원) 규모의 인프라 투자를 추진한다. 양신(兩新), 즉 신형 인프라는 밑에 <그림 3-23.>에 명시된 7대 중점 분야에 걸쳐, 28조 위안 규모로 진행되며, 고속/철도 영역 등 전통적 토목 공사의 성격을 강하게 띠고 있는 영역의 투자 비중이 가장 크다. 이는 중국의 신형 인프라 투자가 중국의 서부대개발 정책과 연계되어 추진되어 기초 인프라 공사에 집중되어 있기 때문이다.

전통적 인프라 공사 역대급 규모

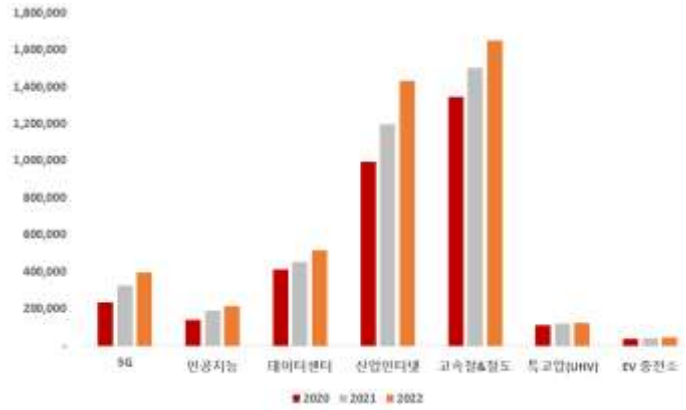
일중(一重)은 전통적인 건설 인프라 확충 계획으로 향후 5년간 35조 위안에 달할 것으로 보이며, 연간 11% 이상의 꾸준히 투자가 이루어질 것으로 보인다. 정책 방면에서도, 비도로 이동 기계국 4배출량 표준이 2022년 말에 실시될 예정이어서, 지속적으로 공사 기계의 갱신 수요를 이끌어내며 절정기에 접어들 것으로 기대된다. 특히, 올해 2월 이미 9,533개의 주요 건설 프로젝트가 집중적으로 시작하였다는 것은 꽤 유의미한 인프라 투자 증가율이 기록될 수 있음을 시사한다.

중국 인프라 철강 수요량 추정

이러한 흐름은 2021년 하반기 철강 수요에 긍정적으로 작용할 것이다. 중국의 재정정책 확대가 하반기에 본격적으로 반영되며, 중국 철강 수요의 25%를 차지하는 인프라 투자 증가율 회복이 기대되기 때문이다. 위와 마찬가지로 2021-2022 중국 인프라에 들어가는 철강 수요량은 <그림 3-24.>과 같이 추정하였다.

결과적으로, G2 정부 중심의 대규모 인프라 투자는 철강 수요를 증장기적으로 견인하며, 철강 스프레드의 확대로 이어질 가능성이 크다.

그림 3-25. 중국 신형 인프라투자 규모 (단위: 백만원)



출처: Morgan Stanley, 中泰证券研究部(2020) SMIC 1팀

그림 3-26. 2021-2022 중국 철강 수요량 추정



출처: SMIC 1팀

3.3.3. 2021년 글로벌 철강 수요는 6.9% 증가한다

**WSA의 2021년 철강수요 전망치는 yoy+4.1%.** 세계철강협회(WSA)는 2020년 10월, 2021년 글로벌 철강 수요가 17.95억t으로 yoy +4.1% 증가한다고 밝혔다. 구체적으로는 2021년 중국 인프라 투자가 감소할 것이라고 예상해 2021년 중국 철강 수요를 전년과 동일하게 전망했다. 중국 외 지역에서는 경제가 COVID-19에서 벗어나고 있는 것을 반영해 yoy +9.4%로 전망했다.

그림 3-27. WSA 2021년 글로벌 철강수요 전망 (단위:억t)

	2018	2019	2020	WSA 2021	yoy(%)
글로벌	17.08	17.67	17.25	17.95	4.1%
중국	8.36	9.07	9.81	9.81	0.0%
중국 외	0.99	0.97	7.44	8.14	9.4%

출처: WSA, SMIC 1팀

그림 3-28. 2021-2022년 글로벌 철강 수요 전망



출처: SMIC 1팀

**우리의 2021년 철강수요 전망치는 yoy+6.9%**

하지만 우리는 앞서 밝혔듯이 **인프라 투자 금액이 2020년부터 증가할 것이며** 21년 중국 철강 수요를 20년과 동일하게 가정할 필요는 없다고 생각했다. 따라서 2010-2020 CAGR 인 5% 증가한다고 가정했다. 중국 외 수요는 WSA의 전망치와 동일하게 가정했다.

2022년 중국의 수요는 인프라 투자 금액은 여전히 증가하나 부동산시장의 호황이 끝날 우려를 반영해 2010-2020 CAGR 5%에서 1% 감소한 4% 증가한다고 가정했다. 중국 외 수요는 2022년 글로벌 경제가 COVID-19에서 완전히 회복한다는 가정하에 COVID-19 이전인 2019년 수요와 동일하게 가정했다.

그림 3-29. 2021-2022년 글로벌 철강 수요 전망 (단위: 억t)

	2018	2019	2020	SMIC 1팀 2021	yoy(%)	SMIC 1팀 2022	yoy(%)
글로벌	17.08	17.67	17.25	18.44	6.9%	19.31	4.7%
중국	8.36	9.07	9.81	10.30	5.0%	10.71	4.0%
중국 외	0.99	0.97	7.44	8.14	9.4%	8.60	5.7%

출처: SMIC 1팀

**3.4. 글로벌 공급은 제한되어 있다.**

**이번 Cycle에서는 공급이 제한된다**

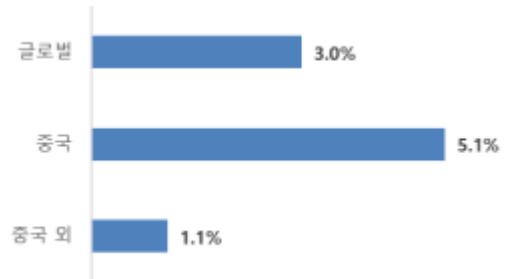
지난 Cycle까지는 철강 가격이 오르면 공급이 증가해 짧은 Cycle에 그칠 수밖에 없었다. 하지만 우리는 이번 Cycle에서는 전 세계적으로 철강의 추가적인 공급이 제한되어 있음을 보일 것이다.

**3.4.1. 중국의 추가적인 공급 여력은 적다.**

**공급 측면에서도 중요한 중국**

중국은 2020년 글로벌 철강 공급의 56%를 차지하며, 2010년 이후로 중국 외 지역의 조강생산량은 거의 늘지 않았다. 따라서 글로벌 조강생산량을 예측하려면 중국의 향후 공급이 얼마나 늘어날 것인지 점검해야 한다.

**그림 3-30. 글로벌 조강생산량 추이 (단위: 억t)      그림 3-31. 2010-2019 조강생산량 CAGR**



출처: WSA, SMIC 1팀

출처: WSA, SMIC 1팀

**3.4.1.1. 중국의 잉여 CAPA가 줄어들었다.**

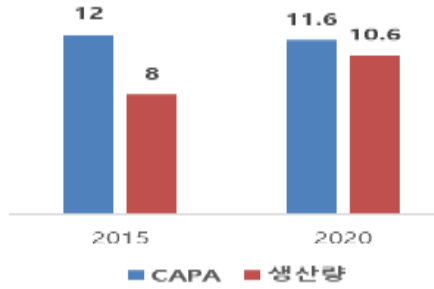
**공급측 개혁을 시작하게 된 배경**

중국 철강사는 2000년대~2010년대 초에 이뤄진 과잉투자로 인해 철강 산업은 만성 공급과잉에 시달렸다. 이에 중국 정부는 공급 측 개혁을 시작하게 된다. 하지만 공급 측 개혁 이후 CAPA는 감소하지만, 생산량은 늘어나는 모습을 보였다. 이유는 잉여 CAPA가 많아 수요가 증가할 때 가동률이 늘었기 때문이다. 이처럼 2016년부터 실시한 공급 측 개혁은 잉여 CAPA를 줄인다는 목적은 달성했지만, 실제 생산량이 늘며 공급 부담을 줄이기에 아쉬운 모습을 보였다.

**이번 Cycle은 다른 이유: 더 이상 잉여 CAPA가 없다**

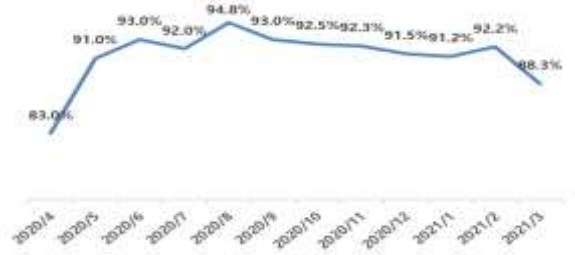
하지만 이번 Cycle은 다르다. 더 이상 잉여 CAPA가 없다. 2020년 중국의 고로 가동률은 이미 91.4%를 기록했다. 2020년 월별 가동률 상단은 94.8%이다. 유지보수로 인해 100% 가동은 불가능하기 때문이다. 또한 중국 철강사들은 겨울에 감산에 돌입해야 한다. 2020년 겨울 가동률이 91.5%이므로 3달 가동률 91.5%와 나머지 9달의 95%를 가중평균한 94.1%를 연간 최대 가동률로 제시한다. 가동률은 그 이상 높일 수 없다.

그림 3-32. 공급측 개혁 이후 CAPA 및 조강생산량 (단위: 억t)



출처: CISA, Mysteel, SMIC 1팀

그림 3-33. 중국 월별 고로 가동률



출처: Mysteel, SMIC 1팀

3.4.1.2. 치환비율 증가

잉여 CAPA가 없고 가동률이 94.1%에서 제한된다면, 신규 CAPA를 확장할 수 있을까?

철강 치환비율 상향조정

중국 공업신식화부(MIT)는 2021년 초 철강 치환비율을 1.25:1에서 1.5:1로 상향 조정하였다. 치환비율이란 신규 설비를 증설할 때 의무적으로 폐쇄해야 하는 노후 설비의 비율을 말한다. 철강 치환비율이 상향된다면, 신규 CAPA를 확장하기 위해 감축해야 하는 노후 CAPA가 늘어나게 된다. 즉 전체 CAPA가 늘어나기 어려워진다. 이처럼 치환비율이 높아질수록, 신규 CAPA는 증가하기 어려워진다.

3.4.1.3. 당산시 환경규제

당산시의 환경규제로 생산량이 0.22t 감소할 전망

중국 철강 생산의 약 13%를 차지하는 당산시가 올해 3월 대기오염 개선을 위한 생산량 감축 명령을 내렸다. 이번 감산 정책의 주요 내용은 당산시 소재 철강사 중 2곳을 제외한 21개 철강사의 생산량을 올해 상반기에 50% 감축하고, 하반기부터 연말까지는 30%만큼 줄이도록 하는 것이다. 이번 규제로 인해 2021년 연 0.22억t가량의 조강 생산이 추가로 감소할 전망이다.

만약 감산조치가 완화되더라도, 한 번 가동을 중단한 고로를 재가동하려면 수개월이 소요되므로 철강 공급은 상당 기간 줄어드는 것에는 변함이 없다.

3.4.2. 중국 제외한 전 세계 철강사의 공급 증대 여력은 적다!

각국 철강 업계 구조조정 진행

중국뿐만 아니라 글로벌 주요 철강사들 역시, 업계 내 구조조정이 이루어지며 공급 증대 여력이 줄어들고 있다.

1) 일본 철강사들의 자발적인 구조조정

일본 내수 생산설비 이미 슬림화

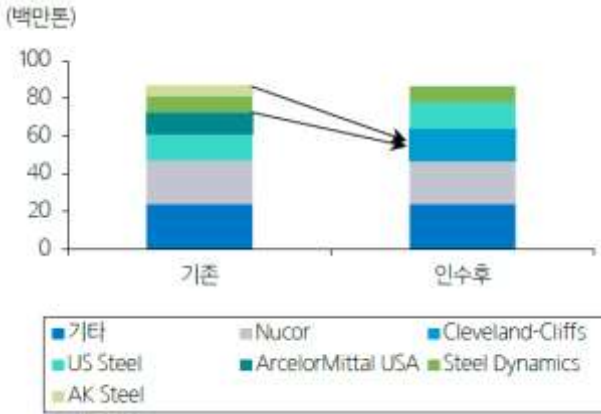
가장 대표적으로 일본 철강 산업은 COVID-19 확산 이전부터 증장기 관점에서 이미 내수 생산설비의 슬림화를 추구하였다. 일본 내 1,2위 철강사 Nippon Steel뿐만 아니라 JFE Holdings도 2019년 말 기존 CAPA의 15%에 해당하는 노후 설비 (15개 중 4개의 고로)를 폐쇄하기로 결정하였다. 이와 같은 결정은 노후 설비를 지속 가동하는 것은 공급 과잉에 기인한 수익성 저하만을 야기할 뿐, 규모의 경제로 인한 수익성 방어 기제로 작용하기 어렵다는 판단이 반영되었을 것이라고 보인다.

2) 미국, 유럽에서는 과점화를 통한 구조조정

**보호무역과 과점화**

미국의 철광석 광산업체 Cleveland-Cliffs는 미국 보호무역에 기반하여, 철강사 AK Steel을 인수한 데 이어, 2020년 9월 Arcelor Mittal의 미국 사업부도 인수하였다. 이에 따라 미국 시장의 과점화가 강화되었다. 이와 같이 미국은 보호무역으로 보호된 내수 시장에서 M&A를 통한 과점화를 형성해 나가고 있다.

그림 3-34. 미국은 인수합병으로 과점화 강화



자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 3-35. 글로벌 주요 철강업체의 구조조정



자료: 삼성증권

**향후 유의미한 CAPA 증설은 이루어지지 않을 전망**

이처럼, 미국, 유럽은 모두 과점화가 진행 중이고, 일본은 자체적으로 규모를 축소하는 중이다. COVID-19로 지난 수년간 공급 과잉으로 취약해진 글로벌 철강 산업의 지역별 다양한 형태의 구조조정이 앞당겨진 것이다. 더불어, 미국과 일본, 유럽 철강사들은 노후화된 설비가 상당하여 가동률을 높이더라도 생산력이 크게 늘 가능성은 적다.

**3.4.3. 2021년 공급은 3.8% 증가한다**

**중국을 제한된 CAPA 내에서 최대 가동률을 가정**

중국의 2020년 철강 생산량은 10.53억t이다. 2021년 CAPA가 동일하다는 가정 하에 가동률을 한계치인 94.1%로 올린다면 중국의 2021년 철강 생산량은 10.91억t이 된다. 하지만 앞서 밝혔듯이 당산시 규제로 약 0.22억t의 철강 생산이 줄어들게 된다. 중국의 2021년 예상 생산량은 10.69억t이다.

**중국 외 지역은 보수적으로 추정**

중국 외 지역의 2020년 철강 생산량은 8.11억t이다. 하지만 일본에서 약 0.13억t을 폐쇄하고, 1,2월 미국, 유럽, 일본의 가동률이 아직 전년대비 마이너스인 점을 고려할 때, 2019년 생산량인 8.79억t에서 일본의 폐쇄량을 뺀 8.66억t까지 yoy +6.7%를 달성하기는 쉽지 않아 보인다. 따라서 8.66억t은 보수적인 추정이라고 생각한다. 하지만 철강 가격이 이미 신고가를 넘어선 만큼, 철강사들의 증산에 대한 의지가 강할 것이라는 점을 고려해 보수적 추정치인 8.66억t을 2021년 중국 외 철강 생산량으로 가정하였다. 2021년 글로벌 철강 생산량은 19.35t이다.

그림 3-36. 21년 1-2월 조강생산량 (단위: 억t)



출처: WSA, SMIC 1팀

그림 3-37. 2021년-2022년 글로벌 철강 공급 전망(단위: 억t)



출처: SMIC 1팀

2022년 중국의 철강 생산량은 당산시 규제가 완화되어 가동률을 한계치까지 끌어올린 10.91억t을 가정하였다. 그 이상을 생산하려면 CAPA를 증설해야 하는데, 이는 중국 정부가 CAPA증설에 우호적인 입장으로 변해야 가능하다. 지금 가진 정보로는 판단할 수 없으므로, 현재 중국 정부의 입장을 반영하였다. 중국 외 지역의 철강 생산량은 COVID-19 이전 철강업의 호황기였던 2018년의 생산량인 8.97억t을 가정하였다. 유의미한 CAPA 증설 움직임이 없으면 그 생산량을 넘기는 어렵다고 판단한다.

그림 3-38. 2021년-2022년 글로벌 철강 공급 전망

(단위: 억t)

	2018	2019	2020	2021	2022	2021 yoy(%)	2022 yoy(%)
글로벌	18.25	18.75	18.64	19.35	19.88	3.8%	2.7%
중국	9.28	9.96	10.53	10.69	10.91	1.5%	2.1%
중국 외	8.97	8.79	8.11	8.66	8.97	6.8%	3.6%

출처: SMIC 1팀

### 3.5. 철광석은 더 비싸지지 않는다!

20년보다 21년 철광석 가격은 비싸지지 않을 것으로 예상된다.

21년  
yoy +3.8%

21년 철광석 수요 증가량은 yoy +3.8% 이다. 철강 생산에 쓰이는 철광석 수요 증가량은 철강 생산 증가량과 같은 3.8%로 가정했다.

21년  
yoy +4.4%

21년 철광석 공급 증가량은 yoy +4.4%이다. 비중이 높은 호주, 브라질 및 중국은 각국 산업부의 예측치를 사용했고, 나머지 국가는 현재 높은 철광석 가격을 고려할 때 생산량을 늘릴 유인이 충분하다고 생각해 2019년의 생산량을 사용했다.

22년  
공급 증가 확대

22년 철광석 공급 증가량은 더욱 확대될 것이다. 브라질 vale사는 2021년 3.35억t에서 2022년 4억t까지 생산량을 늘린다고 발표했다. 이렇듯 COVID-19으로 인한 생산 차질이 심했던 업종인 만큼 COVID-19에서 회복되는 2022년 생산량은 필연적으로 늘 것이다.



출처: Statista, US Geological Survey, SMIC 1팀

출처: 각국 산업부, SMIC 1팀

**3.6. 소결**

정리하면, 2021년 철강 수요 증가율은 6.9%, 공급 증가율은 3.6%이다. 2021년 글로벌 철강 업황은 공급이 수요를 못 따라가는 구간이다. 철강 가격은 상승하지만 철광석 가격이 더 비싸지지는 않는다. **Key Factor인 Spread가 증가하는 것이다.** 또한 이것이 일시적인 수요 증가나 공급 차질이 아닌 **최소 2022년까지 계속되는 초과수요라는 점에서 이전과는 차원이 다른 Cycle을 형성할 것이다.**

**4. 투자포인트 2: 국내는 뜨고, 현대는 날아오른다**

국내 철강 수요와 현대그룹사의 수혜를 받을 동사!

동사는 국내 시장의 비중이 전체 매출의 약 88%로 경쟁사에 비해 압도적으로 높다. 철강산업의 글로벌 전방 산업인 자동차, 조선, 건설 산업이 선방 중인 것은 확실하지만, 그보다 **국내 전방 산업의 수요는 더더욱 호조를 띠고 있다.** 더불어, 동사는 현대차그룹에 종속되어 있어, **실적 개선이 기대되는 현대그룹의 수주를 안정적으로 받을 수 있는 상황이다.** 따라서, 국내 전방 산업에 대한 통찰을 통해 가장 크게 수혜를 받는 기업을 찾는 것은 현 시점에서 가장 매력적인 투자 전략이 될 수 있다.

**4.1. 도약하는 현대 비상하는 판재류**

**4.1.1. 자동차**

**4.1.1.1. 현대제철과 현대기아차**

동사주가추이 ≙ 현대기아차가추이

Intro에서 언급했던 것처럼 동사의 주가 추이는 **현대기아차와 일정 부분 연동되는** 모습을 보인다. 2018년 당시 글로벌 철강 가격이 상승했지만 POSCO의 주가와 달리 동사의 주가는 거의 변동하지 않았다. 현대기아차의 실적이 부진으로 동사의 단가가 동결됐기 때문이다.

∴ 1) 매출 비중 ↑  
2) 단가 상승 제약

현대기아차가 동사 주가 변동에 크게 기여하는 이유 크게 두 가지다. **매출 비중이 높은 주요 고객사 현대기아차가 자동차 강판 매출의 80%로 동사와 같은 계열사라 자동 단가 상승에 제약이 있기** 때문이다.

동사의 자동차 강판 부문 매출총이익이 상승한다고 주장하는 근거 역시 두 가지다. 1) 자동차 생산량, 특히 현대기아차의 자동차 생산량이 크게 증가하여 자동차 판매량 증대가 기대되고 2) 자동차 강판 단가 상승이 기대되기 때문이다.

4.1.1.2. 현대기아차 생산량 증대

세계 ↑  
 국내 ↑↑  
 현대기아 ↑↑↑

자동차 시장 전망은 긍정적이다 전체 자동차 시장의 생산량은 2020년에 비해 2021년은 14.4%, 2022년은 6.8% 증가할 전망이다 국내 자동차 생산량 증가율은 특히 가파르다. 2021년 2월까지의 생산량은 58만대로 전년동기대비 30.5% 증가했다.

타사에 비해 현대기아차의 생산량 증가율은 더욱더 높다. 현대기아차의 전년동기비 생산 증가율은 35%를 넘어선다. 더 나아가 현대는 현대계열사의 2021년 자동차 생산량은 786만대이고 2022년은 831만대가 생산 예정이라고 밝혔다. 2020년에 비해 각각 19.7%, 26.5% 증가한 수치다

그림 4-1. 국내 완성차 업체 전년동월비 생산량 증가율

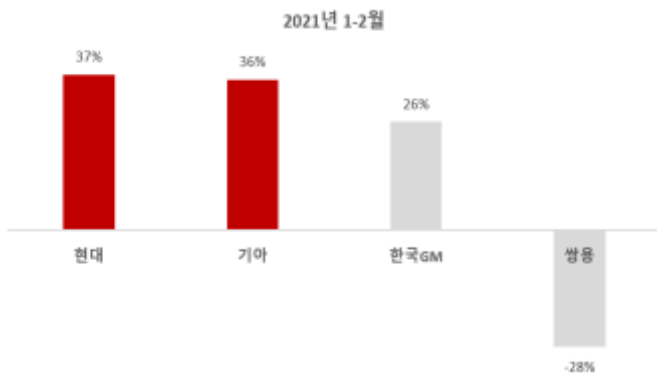
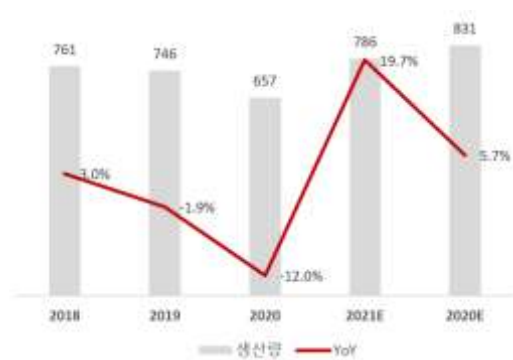


그림 4-2. 현대기아차 자동차 생산량 증가 전망



출처: 산업통상자원부, SMIC 1팀

출처: 현대차증권, SMIC 1팀

동사 수혜 최고!

자동차 시장, 특히 현대기아차의 전망이 실현된다면 가장 크게 수혜를 받을 기업은 동사다. 동사 매출의 내수 의존도가 80% 이상으로 매우 높고 현대기아차가 사용하는 자동차 강판의 70%가량을 공급하기 때문이다.

반도체 부족? 영향 미미!

다만 차량용 반도체 부족으로 공급에 차질이 생겨 생산량 증대가 힘들 수 있다는 우려가 있다. 그러나 반도체 부족 사태가 동사에 미칠 영향은 미미하다. 일단 앞서 말했듯이 차량용 반도체 부족 리스크는 과장되어 있다. 더 나아가 현대기아차는 타 업체에 비해 비교적 유리한 상황이다. 선제적으로 공급 부족 예측한 현대기아차는 2020년 10월부터 반도체를 대량으로 구매하고 선도 계약을 맺었다.

반도체 내재화까지!

물론 2분기부터는 현대기아차도 반도체 부족 문제에서 완전히 자유롭지 못하다. 4월에 들어서 현대자동차가 울산 공장 생산라인 일부를 일시 중단하여 코나 6,000대, 아이오닉 5 6,500대의 생산 차질이 예상된다. 그러나 현대기아차는 차량용 반도체 내재화를 통해 생산 차질을 최소화할 계획이다. 지난 3월 현대 계열사 중 하나인 현대모비스가 차량용 반도체 내재화를 공표한 이후 일부 차량용 반도체를 국산화에 성공했다. 그 결과 우려되었던 울산 3공장 휴업을 막을 수 있었다.

결론적으로 차량용 반도체 부족 문제가 전체 자동차 생산량에 미칠 영향은 4% 내외, 현대기아차 생산량에 미치는 영향은 3% 이하로 추정된다.

동사 CAPA 또한 충분하다. 완성차 업체, 특히나 현대기아차의 생산량 증대를 고려한 2021년과 2022년의 예상 동사 자동차 강판 수요는 각각 560만 톤과 590만 톤이다. 그러나 동사는 연간 700만 톤의 냉연강판 생산능력을 갖추고 있다.

**4.1.1.3. 자동차 강판 마진 스프레드 개선**

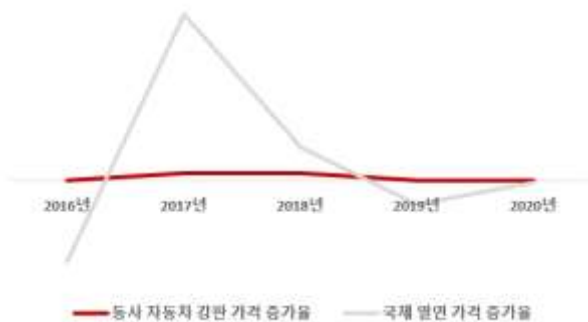
단가 5만 원 ↑

최근 3년간 동결되었던 자동차 강판 단가 상승 협상이 진행되고 있다. 결과적으로 **최소 5만 원 이상의 단가 상승이 예상된다**. 기존 가격 대비 5% 정도의 수준이다. 협상에서 결정된 단가는 2021년 2분기부터 소급 적용된다.

∴ 1)글로벌가격 ↑  
2)현대기아OPM ↑

자동차 강판 단가 상승 기대감의 배경으로는 글로벌 철강 가격 상승이 있다. 다만 동사에게 있어 더 중요한 배경은 현대기아차의 영업이익률 개선 기대다. 2018년 당시 글로벌 철강 가격은 535달러에서 630달러로 18% 가까이 상승했지만 현대기아차 모두 영업이익률이 2%대로 저조한 실적을 보이자 동사의 자동차 강판 단가는 동결됐다

그림 4-3. 동사와 글로벌 단가 증가율 비교



출처: investing.com, 현대제철, SMIC 1팀

그림 4-4. 현대기아차 OPM



출처: 현대차증권, SMIC 1팀

그러나 올해는 현대기아차의 영업이익률 상승이 예상된다. 현대차는 2021년 영업이익률 목표를 5%로 제시했다. 아이오닉 브랜드의 성공적인 글로벌 시장 안착과 SUV, 제네시스 등 고수익성 차량 판매 확대, 원가 혁신 가속화 등을 통해 수익을 제고할 계획이다. 기아차 또한 신차를 대거 선보이고 전기차 시장에 대응하며 2021년 영업이익률 5.4% 달성을 목표로 삼았다.

아이러니하게도 차량용 반도체 부족 사태도 현대기아차의 영업이익률 제고에 대한 기대감을 강화했다. 반도체 공급이 제한된 상황에서는 마진이 높은 차종 위주로 믹스를 개선할 확률이 높기 때문이다. 물론 수급 문제로 차량용 반도체 가격 상승 우려가 있지만 차한 대에 들어가는 총 반도체 가격은 자동차 제조 원가의 2% 내외다. 차량용 반도체 단가가 높아진다고 해도 영업이익에는 큰 영향을 미치지 못한다.

**4.1.1.4. 자동차 강판 추정 매출**

지금까지 살펴본 내용을 근거로 동사의 2021년과 2022년의 자동차 강판 부분 매출 성장

을 주장한다. 구체적인 매출 추정은 다음 가정을 사용하여 계산했다.

- 1) 2020년 자동차 강판 매출 중 현대기아차가 차지한 비중은 85%이다. 최근 5년간 큰 변동 없이 자 차강판 매출의 80~90% 정도가 현대기아차향 물량이었기 때문에 2020년의 이 비중은 2021년과 2022년에도 일정하게 유지된다고 가정한다.
- 2) 자동차 강판 판매량은 완성차 업체의 자동차 생산량에 비례한다고 가정한다. 생산량 증가율 계산 시 현대기아차는 예상 생산량을, 현대기아차 외 동사가 자동차 강판을 공급하는 업체들은 전체 시장 생산량 증가율을 적용했다. 다만 2021년은 반도체 공급 부족 영향을 감안하여 계산했다.
- 3) 자동차강판 단가는 21년 2Q부터 기존 단가보다 5만 원 상승한 가격을 적용했다. 차 강판 단가 변동은 자주 일어나는 이슈가 아니기 때문에 22년도 같은 값을 적용했다.

그림 4-5. 자동차 강판 매출 추정

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
현대기아차 생산량 (단위: 만대)	788	739	761	746	657	786	831
현대기아차 생산량 증가율 (단위: %)	-	-6.2	3.0	-2.0	-11.9	19.6	5.7
전체 시장 생산량 (단위: 만대)	9602	9834	9423	8895	7411	8480	9054
전체 시장 생산량 증가율 (단위: %)	-	2.4	-4.2	-5.6	-16.7	14.4	6.8
자동차 강판 단가 (단위: 원)	904,000	934,000	964,000	964,000	964,000	1,001,500	1,014,000
자동차 강판 매출 (단위: 백만원)	<b>5,007,454</b>	<b>4,791,491</b>	<b>4,883,390</b>	<b>4,697,383</b>	<b>4,505,850</b>	<b>5,502,136</b>	<b>5,889,609</b>
Yoy (단위: %)	-	-4.3	1.9	-3.8	-4.1	22.1	7.0

출처: SMIC 1팀

#### 4.1.2. 조선

##### 4.1.2.1. 국내 조선 3사 업황 개선으로 이익을 볼 동사

투자포인트 1에서 밝혔듯이 조선업 업황이 좋아질 것은 명백하다. 이에 따라 국내 조선 3사(한국조선해양, 대우조선해양, 삼성중공업) 역시 큰 수혜를 받을 것이다.

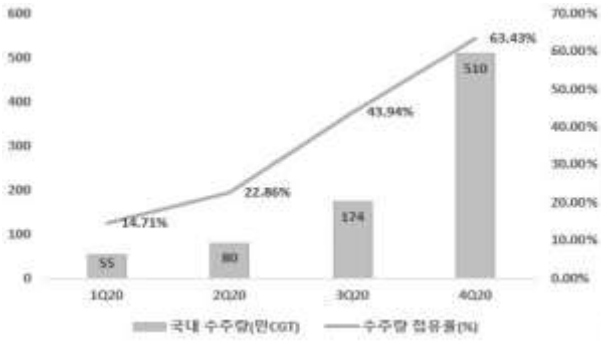
증가하는 선박 발주량, 국내 조선 3사 수주량 증가

2020년 상반기에는 국제 선박 발주의 대부분이 중국기업으로부터 나와 국내 조선 3사의 수주 점유율이 20% 미만에 그쳤다. 그러나 2020년 하반기에는 경기 회복 기대감과 해운 운임의 상승 등으로 인해 신규 선박 발주가 크게 늘었고, 그 물량 대부분을 국내 조선 3사가 차지했다. 또한 2021년 1분기 글로벌 누계 발주량은 1,024만 CGT였는데, 이 중 국내 기업이 532만 CGT를 수주하며 52%의 점유율을 기록하여 수주 점유율이 증가하는 모습을 보이고 있다.

환경 규제 강화로 LNG 추진선 수요 증가

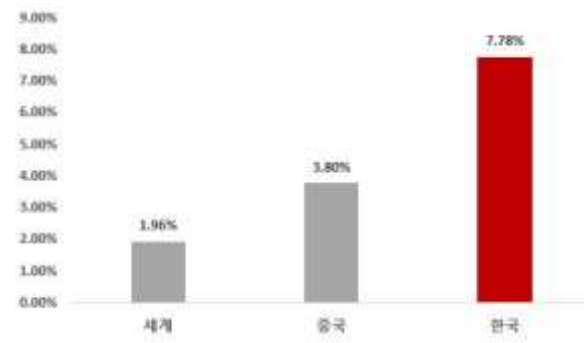
국내 조선 3사가 강세를 보이는 이유 중 하나는 IMO의 환경 규제이다. IMO의 탄소 배출 규제 강화는 LNG 추진선의 수요를 높이고 있고, 조선업에서 한국과 경쟁 관계에 있는 중국은 아직 LNG 추진선 기술력에서 뒤떨어져 있다.

그림 4-6. 2020년 국내 선박 수주량 및 점유율



자료: 클락슨, 산업통산자원부, SMIC 1팀

그림 4-7. 2021년 1분기 수주잔량 증가율 비교



자료: 클락슨, SMIC 1팀

**조선 3사 호재에  
조선사 항 후판  
납품 가격 인상  
협상 성공**

조선 3사에 잇따른 호재에 따라 동사의 실적도 따라서 상승할 것이다. 조선 3사에 납품하는 후판 가격을 인상하게 된 것이다. 2016년 이후 조선업의 불황으로 조선 3사에 납품하는 후판 가격은 지지부진했다. 그러나 2020년 하반기부터 국내 조선 3사의 수주량이 늘며 업황이 개선되자 상황이 달라졌다. 더 이상 국내 조선사들이 가격 인상을 거부할 명분이 사라진 것이다. 그 결과 **2021년 상반기 후판 가격 협상에서 Ton당 10만 원 인상이라는 결과를 얻어냈다.** 기존에 납품하던 후판 가격이 Ton당 65만 원이었으므로 **약 15%만큼 가격을 인상한 것이다.** 따라서 조선 3사의 수주량 증가와 후판 납품 가격 인상은 경쟁사 대비 동사 실적에 긍정적 영향을 미칠 것이다.

**4.1.2.2. 조선사 항 후판 매출 추정**

조선사 항 후판 매출 추정 시 국내 조선 3사(한국조선해양, 대우조선해양, 삼성중공업) 원재료 매입액을 이용하였다. 국내 조선 3사 국내 시장 점유율이 99.5% 이상을 차지하므로 이들의 매입액을 이용해 조선사 항 후판 매출을 추정하는 것은 타당하다고 판단했다.

대한조선학회에 따르면 조선 총원가 중 인건비 등을 제외한 원재료 비중이 70%를 차지한다. 또한 전체 조선 원가 중 후판이 차지하는 비중은 15~20%를 차지하므로 매출 추정 시엔 중간값인 17.5%를 이용하였다. 이를 통해 후판 매입액이 별도 공시되지 않고 원재료 매입 총액 합계만을 공시하는 기업의 후판 매입액을 추정하였다. 동사의 후판 시장 점유율은 IR을 통해 확인하였다.

향후 매출 전망에 사용된 가정은 다음과 같다. 평균적으로 조선이 건조되는 데 걸리는 기간은 2년이다. 따라서 해당 연도와 지난 연도 수주잔량의 평균이 후판 매입액에 영향을 미칠 것이라고 판단했다. 2년의 수주잔량 평균과 후판 매입액 사이의 관계를 분석하면 상관계수가 0.91로 도출된다. 따라서 2년의 수주잔량 평균 증가율을 곱하여 향후 매출을 추정하였다.

2021년 국제 선박 발주량 예측은 클락슨리서치 전망인 2,380만 CGT를 인용했다. 2022년 발주량 증가율은 과거 해운 운임과 신조선가 모두 강세를 보였던 2007년의 발주량 증가율 24%를 이용하여 2,951.2만 CGT로 가정했다. 클락슨에서 2025년까지 연평균 발주량을 3,510만 CGT로 예상했으므로 이는 과도한 가정이 아니다. 국제 선박 발주량 중

국내 조선 3사가 수주할 물량은 2021년 1분기 점유율을 그대로 유지할 것으로 가정했다. 앞서 살펴본 것처럼 2020년부터 동사 수주 점유율은 꾸준히 증가하고 있으며, 앞으로도 LNG 추진선에 대한 수요 강세를 보일 것으로 예상되어 타당한 가정이다.

2016년 이후 5년간 후판 납품 가격 인상이 없었으므로, 2021년 상반기에 가격 인상 후 추가적인 가격 인상은 없을 것이라 가정했다. 마지막으로 현대제철의 후판 시장 점유율은 최근 5년간 비슷한 수준을 유지하였으므로 5년간 평균 점유율을 이용하였다.

그림 4-8. 향후 매출 추정

(단위: 백만 원)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
삼성중공업 원재료 매입액	4,337,900	2,456,600	1,976,900	3,859,500	3,150,800		
대우조선해양 원재료 매입액	9,257,281	4,840,534	4,783,542	4,194,995	3,808,765		
소계 (A)	13,595,181	7,297,134	6,760,442	8,054,495	6,959,565		
한국조선해양 후판 매입액 (B)	1,727,951	1,229,154	2,161,412	1,818,308	1,891,113		
후판 매입액 추정 (A*0.25+B)	5,126,746	3,053,438	3,851,523	3,831,932	3,631,004	4,426,995	5,262,133
현대제철 후판 시장 점유율	0.23	0.26	0.25	0.23	0.24	0.242	0.242
현대제철 조선사 향 후판 매출	1,179,152	793,894	962,881	881,344	871,441	1,071,333	1,273,436
yoy(%)		-32.67%	21.29%	-8.47%	-1.12%	22.94%	18.86%

자료: SMIC 1팀

#### 4.2. 중기적인 상승여력, 봉형강!

##### 국내 건설 시장과 동행하는 봉형강 실적

동사가 취급하는 봉형강 제품은 철근, 형강, H형강으로 구성되어 있으며, 수요의 대부분이 건설업에서 발생한다. 따라서, ①부동산 경기와 정부의 정책적 방향에 따른 수요 변동성이 크며, ② 자동차용 강판에 비해 이익률이 낮으며, ③내수 건설 착공 면적에 직접적으로 영향을 받는다. 과거 건설 부문의 수요가 지속적으로 줄어들며 동사의 봉형강 매출도 함께 동행하며 하락세를 보였다. 하지만, **올해부터 중장기적으로 국내 건설 시장이 되살아나고 있다.** 따라서, 이제부터 봉형강의 Q(수요)와 스프레드(P-C)를 추정하기 위해, 전방 국내 건설 산업을 살펴볼 것이다.

##### 4.2.1. 국내 건설 시장이 되살아난다

###### 1) 공공부문 건설투자

##### 사상 최대 금액의 SOC 책정

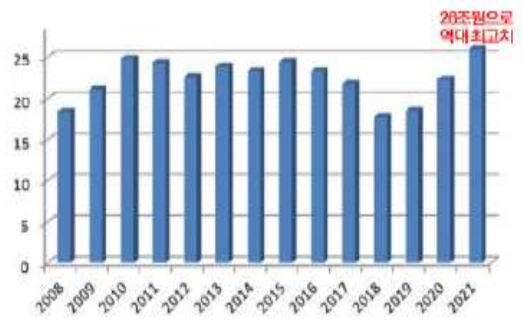
우선, COVID-19 사태에 따라 민간부문 경기 부양책으로 정부 주도 건설투자가 확대되며, 건설업황의 호조세가 지속되고 있는 실정이다. SOC(사회 간접 자본) 예산은 2019년 소폭 증가한 이후 2020년에 10%, **2021년에는 정부 SOC 예산안 2020년 대비 11.9% 증가한 26조원으로 사상 최대 금액이 책정되었다.** 또한, 최근 수정된 국가재정 운용계획 역시 2024년까지는 SOC예산을 연평균 6.0% 증액하기로 결정함으로써 **향후 SOC 예산은 지속적인 확대가 예상되며, 이러한 기조는 향후 몇 년간 지속될 가능성이 크다.**

그림 4-9. 국내 건설 수주 (단위: 억 원)

그림 4-10. 연도별 SOC 예산 추이 (단위: 조원)



출처: 한국건설협회, SMIC 1팀



출처: 기획재정부, SMIC 1팀

2) 민간 부문 건설 투자

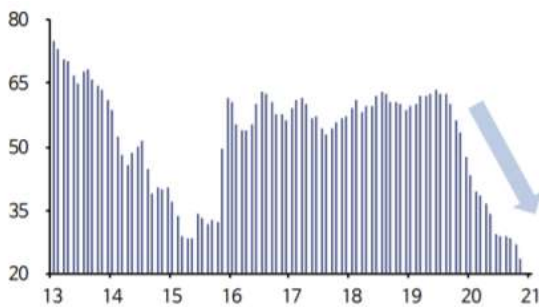
~2019:  
주택 공급량 ↓  
주택 가격 ↑

그렇다면, 민간부문 주거용 건물 투자 회복속도가 관건이다. 국내 분양물량은 2014~2016년 주택분양 호조 cycle을 기록한 후, 2018년까지 정부 부동산 규제 강화로 지속적으로 감소했다. 2019년부터는 회복세로 돌아섰으나, 입주물량의 증가와 정책적 규제 등으로 분양물량의 구조적인 증가를 단정하기 어려웠다. **정부가 주택 공급을 억제해 가격은 높아짐과 동시에 주택 공급량은 감소한 것이다.**

2020: 중기적인  
공급 증가 Cycle  
진입

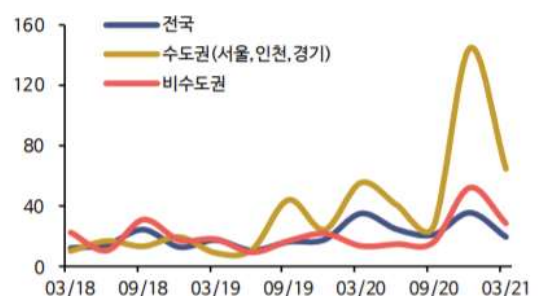
하지만, 2020년 2~3분기 신규 공급이 집중되었음에도 불구하고 미분양 세대수는 가파른 감소를 이어갔다. 통상 분양이 집중되면 미분양 세대수가 증가하는데 반해, 다소 이례적인 감소세이다. 이는 수도권 88.2: 1, 전국 기준 27.5:1의 높은 청약경쟁률로 대변되는 **분양시장 수요가 신규 공급과 기존 재고를 빠르게 따라잡았기** 때문이다. 이처럼 재개발, 재건축이 분양시장의 주축이 되어감에 따라 일반 분양 세대 수의 증가는 제한적이며, 분양가 규제 정책으로 신규 아파트의 가격이 주변시세보다 낮은 경우가 일반화되어 당분간 견고한 수요가 유지될 수 있는 구간에 진입했다.

그림 4-11. 국내 아파트 미분양 추이 (단위: 천 세대)



출처: 국토교통부, 신한금융투자

그림 4-12. 국내 청약 경쟁률 추이



출처: REPS, 신한금융투자

2021: 정부 주도  
주택공급 확대

올해부터는 주택시장의 정부주도 신규수주 증가가 예상되며 기대감이 올라가고 있다. 과거 서울 재개발/재건축 물량은 전반적인 규제 기조 속 2018~2020년 연평균 3.6만 세대에서 3.0만세대로 40% 이상 감소한 상황이었다. **하지만, 수도권 및 지방 도시정비사업의 활성화되며, 공급 규제 완화와 함께 민간 재건축 시장도 되살아나고 있다.**

또한, 올해 4월 7일에 열린 서울 및 부산시장 보궐선거와 2022년 대선 역시 호재로 작용할 것이다. 특히, 서울 보궐선거 오세훈 당선인의 서울특별시 도시계획 조례 개정안이

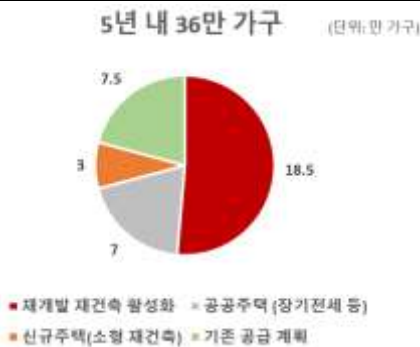
오세훈 당선인 주택공급 공약  
→재개발 규제 완화 기대

발의되면 추가적인 규제 완화를 기대할 수 있다. 주거 공약 관련 핵심은 재개발, 재건축과 관련된 규제를 완화해 5년간 18.5만세대 이상을 공급하는 것이다. 이와 같은 서울 정비사업지 공급 물량 증가는 주택 부문 성장을 뒷받침할 수 있는 호재로 작용할 것이며, 임기가 15개월이라는 점을 감안하면 속도감 있게 공약이 이행될 것으로 예상된다.

중장기적으로 지속될 정부 주택 정책

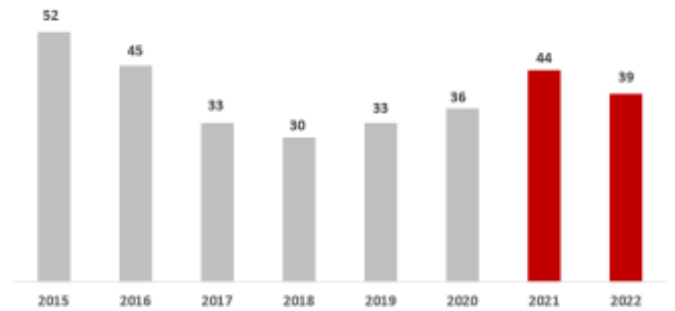
한편 2022년 대선을 앞두고 있기 때문에, 위와 같은 민간 재건축 규제 완화에 대한 기대감은 연중 내내 이어질 것으로 기대된다. 따라서, **국내 주택 시장은 중기적인 공급 증가 cycle에 진입한 것으로 판단된다.**

그림 4-13. 오세훈 당선인 주택공급 관련 공약



출처: SK증권, SMIC 1팀

그림 4-14. 분양 추이 및 분양예정 물량 (단위: 만 세대)



출처: REPS, SMIC 1팀

#### 4.2.2. 동사의 봉형강 Q

국내 전방 수요와 함께, 국내 봉형강 시장 또한 최근 3년간의 위축을 뒤로 한 채 올해부터 수요 증가를 경험할 것으로 기대된다. 이제부터는 국내 건설 시장 호조의 수혜가 동사로 이어질 수 있는지, 수혜 규모를 논하고자 한다.

과점 시장에서 높은 점유율 유지하는 동사

우선, 동사는 국내 건설업 호황의 수혜를 직접적으로 받을 수 있을 것이라고 예상하였다. 동사는 국내 1, 2위를 앞다투며, 봉형강 제품의 내수 시장은 약 30.3%에 육박하며 과점 시장을 형성하고 있다. 특히, 동사는 건설에서 대량 투입되는 H형강을 국내 최초로 생산을 시작하였으며, 철강 외 무한케도를 포함해 토목 공사에 필요한 거의 전 품목의 package 납품이 가능한 업체이다. 따라서, 동사는 향후 인프라 투자가 가시화되었을 경우 수혜를 받을 것임을 확신한다.

동사 봉형강 수요 추정을 위해서는 다음과 같은 추정을 하였다.

1) 철강 건자재 수요(Q)와 가장 직접적으로 연동되어 있는 건설 지표는 건축 착공 면적(건축기성)이라고 판단하였다. 다만, 아파트 분양에서 입주까지 총 2~2.5년의 공사 기간이 소요된다는 점을 감안하여, 착공 시점을 고려하였다. 따라서, 철근 판매량 추정량은 2년전 착공면적 20% + 전년도 착공면적 40% + 해당년도 착공면적 40%을 계산하여 실제 봉형강이 투입되는 착공면적을 구하였다.

2) 국내 착공면적을 구하기 위해, 우선 분양 물량과 건축 착공 면적이 동행함을 회귀 분석을 실시하였으며, 상관관계가 있다고 판단하였다. 따라서, 2021-2022년 착공면적은 예상 분양 물량과 연동될 것이라고 가정하였다.

3) 분양 물량 전망에 대하여 부동산 통계 솔루션 REPS가 제시한 2021년 전망치인 44만 세대를 대입하였다. 2022년에 대해서는 이보다는 보수적인 추정으로, 2020년의 36만 가구보다 약 9.1% 성장한 39만 가구로 예측을 하였다. (2020년 YoY +9.1% 활용)

이때, 착공 면적 단위 당 들어가는 철근 및 H형강의 (Ton)량이 점차 늘어나고 있으며, 정부의 주택 공급 정책 완화 기조가 2022년까지는 지속될 것이라는 것을 감안하면 추정치가 전혀 무리가 없다고 판단하였다.

그림 4-15. 착공면적증가에 기반한 철근 판매량 증가

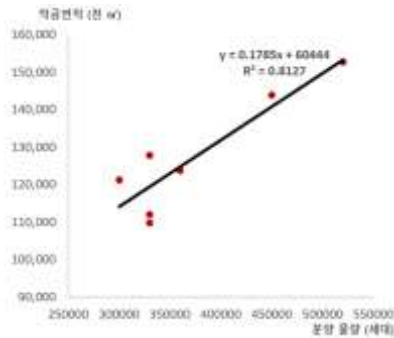
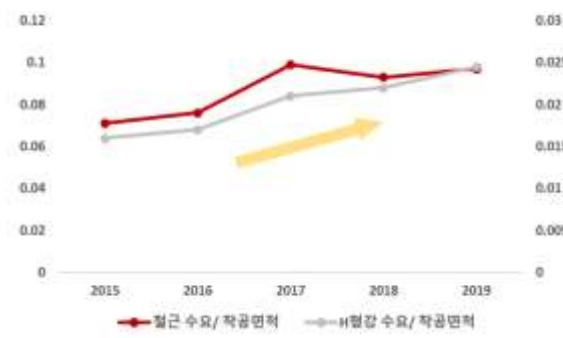


그림 4-16. 철근 및 H형강 수요/착공면적



출처: 한국철강협회, 국토교통부, SMIC 1팀

출처: 한국철강협회, SMIC 1팀

4) 분양 물량 전망과의 상관관계를 통해 2021-2022년 예상 건축 착공 면적을 구하였으며, 실제착공 면적 대비 투입되는 평균 봉형강 Q(면적 당 Q)를 곱하여 동사 봉형강 수요를 최종적으로 추산하였다.

그림 4-17. 동사 봉형강 Q 추정

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
건축 착공 면적 (단위: 천 m²)	143,865	127,801	121,220	109,671	123,699	157,255	139,385
실제 투입 시점 착공면적	140,980	139,190	128,381	117,917	117,592	134,316	143,396
분양 물량 전망 (단위: 만 세대)	45	33	30	33	36	44	39
분양 물량-착공 면적 상관관계	3,197	3,873	4,041	3,323	3,436	3,574	3,574
실제착공 면적 대비 봉형강 Q (면적 당 Q)	54.72	58.53	65.10	69.82	65.06	62.65	62.65
현대제철 봉형강 Q(단위: Ton)	7,714,000	8,147,000	8,358,000	8,233,000	7,651,000	8,414,497	8,983,333
YoY%		5.6%	2.6%	-1.5%	-7.1%	10.0%	6.8%

출처: SMIC 1팀

### 4.2.3. 철 스크래프가 비싸져도 괜찮다!

#### 4.2.3.1. 철 스크래프 가격 상승 (C↑)

상승하는  
철스크래프 단가

한편, 봉형강류의 주 원재료인 철스크랩 가격이 지속적인 상승세를 보일 것으로 보인다. 실제로 동사는 올해 4월 6일부로 인천 공장과 당진 제철소에서 철스크랩 구매 가격을 전 등급에 걸쳐 Ton당 1만원 인상했다. 이와 같이, 한국철강과 한국특강을 시작으로 포스코와 대한제강, 와이케이스틸까지 철스크랩 구매 가격 인상이 이어지고 있는 실정이다.

국내외 수급 여건  
에 영향받는  
철 스크래프 가격

전기로 제강의 주원료인 철 스크랩의 국내 발생량은 수요를 초과하여, 동사 역시 매년 일정량을 수입(20%)에 의존하고 있다. 따라서, 스크랩 가격은 국내외 스크랩 수급여건에 따라 크게 영향을 받을 수밖에 없다. 철스크랩의 스프레드는 철광석과 유사한 수급 흐름

을 따라가지만, 결정적으로 중국의 영향이 상대적으로 미비하다는 점에서 다르다. 최대 수입국은 터키로 전기로 비중이 약 66%에 육박하며, 한국은 약 31%에 육박한다. 반면 미국은 최대 수출국으로 전기로 비중의 약 67%를 차지하는 실정이다.

수요 ↑  
전기로 조강생산 ↑

**철스크랩 가격이 상승하는 배경에는 한국 및 터키 봉형강 수요의 회복, 그리고 미국의 조강 생산 증가가 있다.** 2018년도부터 2020년까지는 터키, 한국의 철강 수요가 다소 부진하였고, 미국 철강 생산 감소로 철스크랩 수요가 감소하며 철스크랩의 약세는 지속되어 왔다. 하지만, 앞서 [3.3.1.3. 건설]에서 언급했듯이 세계 건설 시장이 COVID-19로부터 회복하며 수요도 늘고, 조강 생산도 회복하기 시작하였다.

철스크랩 수요와 전기로 가동률 증가의 이유는 이뿐만이 아니다.

1) 주요 철강 국가들의 저탄소 정책 발표

중국 2060 넷제로  
EU 2050그린딜 등  
저탄소 정책발표

[3.4.1.2. 치환비율 증가]에서 서술했듯이 **친환경 정책과 맞물려 전기로로의 치환이 박차를 가할 것이다.** 전기로는 쇳물 1Ton 생산시 배출하는 CO2 배출량이 고로보다 약 20% 이상 차이가 나기 때문에 환경 관점에서 유리하다. 이러한 상황에서 **주요 철강 국가들은 잇달아 저탄소 정책을 발표**하고 있다.

신규 설비  
전기로가 압도적!

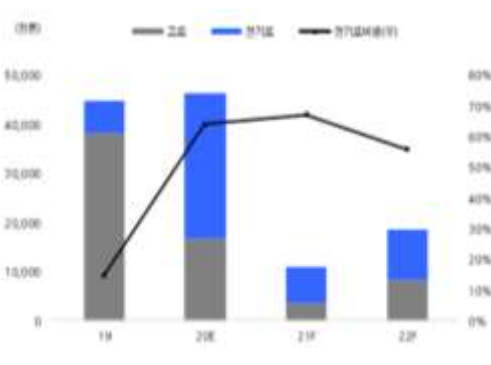
전기로가 주요 국가들의 신성장 화두가 되며, **ArcelorMittal, 일본제철 등 글로벌 철강사들 역시 전기로 비중을 늘려 나가기 시작하였다.** 따라서, 향후 전기로 위주로 증설되는 추세는 이어질 것으로 보인다. 실제로 현존 설비는 글로벌 고로가 71%, 전기로가 29%로 고로가 압도적이지만, 역으로 신규 설비는 전기로가 압도적인 상황이다. 2022년까지 신규 설비 중 전기로 비중은 약 62%에 육박할 것으로 전망된다.

그림 4-18. 국내외 철 스크랩 가격 추이



출처: Steel Daily, CFR, SMIC 1팀

그림 4-19. 전세계 전기로 증설 규모 추이



출처: 세계 철강협회, SMIC 1팀

2) 중국은 여전히 철 스크랩 수입국

중국:  
전기로-등량치환  
고로-감량치환

2020년까지만 해도, 중국이 철 스크랩 수출국으로 전환할 것이라는 설이 유력하였다. 중국의 전기로 비중은 고작 12%에 불과하며, 고로 비중이 과도한 수준이었기 때문이다. 하지만 **중국 역시 저탄소 정책을 입안하며, 2025년까지 전기로 비중을 약 20% 수준으로 올라갈 것이라고 예상한다.** 이에 따라, 올해부터 중국 바이어들은 본격적으로 철스크랩 수입을 추진 중이다.

중국도 철 스크랩 수입하며 수급 타이트해질 것

더불어, 중국은 철스크랩을 철원(鐵原)의 관점에서 수출입 규제를 부과하고 있다. 고체 폐기물 수입 쿼터 규제에 따라 수출세가 약 40% 부과되어, 현실적으로 중국은 철 스크랩을 지속적으로 수입할 것으로 보인다.

4.2.3.2. 봉형강 가격도 함께 올라간다 (P↑)

그럼에도 꾸준히 유지될 스프레드

향후 1-2년간 동사의 봉형강류 원재료 지출에 해당하는 철 스크랩의 가격은 꾸준히 증가하거나 유지될 가능성이 다분하다. 하지만, 동사가 취급하는 봉형강 건자재의 가격도 함께 올라갈 것이다.

제품 가격 인상 가능성이 관건!

철 스크랩의 가격 상승세는, 봉형강 수요만 따르면 제품 가격에 전가할 수 있다. 결국, 철 스크랩의 스프레드를 결정짓는 가장 중요한 요소는 건설 향 철강재 수요에 따른 가격 협상력인 것이다. 실제로 동사의 건설사향 2분기 철근 가격은 Ton당 8.8만원 인상이 확정되었다. 따라서, 자동차 및 조선향 후판, 차강판 뿐만 아니라 봉형강 역시 2분기부터 본격적으로 가격 인상이 반영될 것이다.

건자재 제품의 수요는 앞서 [4.2.1. 국내 건설 시장이 되살아난다]에서 밝힌 바와 같이, 정부 주도 주택 분양량이 반등하고 SOC 투자가 확대되며 필연적으로 올라갈 수밖에 없다. 또한, 단위 면적당 철근과 H형강의 수요가 최근 5년간 상승하고, 고층 건물의 비중이 높아지고 있는 배경은 봉형강 수요에 긍정적으로 작용할 것이다.

수입산 위험도 제한적

더불어, 수입산의 위험도 제한적이다. 2021년 중국도 높은 봉형강 수요가 지속되고, 일본 건설향 수요 역시 회복될 것으로 예상되기 때문에, 건자재 철강 제품의 수입 점유율은 10% 이하로 유지될 것이다. 특히, 중국철강협회가 1) 내수 수요 증가 수혜를 지키기 위해 철강 감산 정책을 본격화 시 수출 물량 조절로 대응하겠다고 발언한 것으로 미루어 짐작해 국내 봉형강 가격은 견고히 유지될 수 있을 것이다.

국내 철강 산업 구조조정

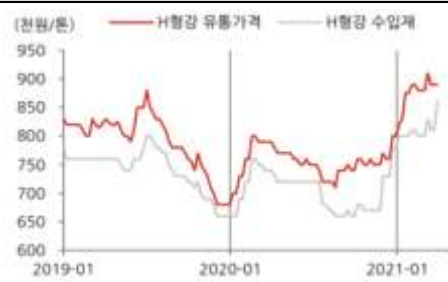
마지막으로, 국내 산업 내 구조조정도 긍정적으로 작용할 것으로 보인다. 대한제강이 YK스틸의 철근사업부문을 인수하며, 국내 철근시장은 실질적으로 현대제철, 동국제강, 대한제강+YK스틸, 한국철강+환영철강, 한국제강의 5강체제로 굳어지게 되었다. 철강 산업은 과점 시장인만큼 업체 수의 감소가 생산능력의 감축보다 실질적으로 전후방산업 가격협상력 확대에 긍정적이다.

그림 4-20. 2000년 전후 구조조정-가격협상력 ↑



출처: 한국철강협회, 현대차증권, SMIC 1팀

그림 4-21. H형강 유통가격 추이



출처: Steel Daily, BNK투자증권, SMIC 1팀

4.2.4. 봉형강 스프레드 추정

그렇다면, 2021-2022년의 봉형강 스프레드를 추정하여, 동사가 봉형강 제품을 판매하여 확보할 수 있는 스프레드를 추정해 보도록 하겠다.

**2분기부터 철 스크랩 상승폭 가격 전가**

21년에 동사는 1분기 철근 기준가격을 Ton 당 3만원 인상했으나, 철스크랩 가격이 큰 폭으로 상승하는 탓에 2만원/Ton 수준의 스프레드 축소가 예상된다 (판가가 +5만원, 원가가 +7만원 상승). 하지만, 앞서 전개한 논리에 따라, 2분기부터 본격적인 봉형강 성수기로 돌입하고 내수 건설 경기 회복의 영향으로 타이트한 수급이 지속할 것으로 보인다. 따라서, 판매 증가와 더불어 1분기 원재료 가격 상승분을 반영하기 위해 공격적인 가격 인상이 예상된다.

동국제강 IR에 따르면 봉형강 원재료 투입 가격은 약 38% 상승할 것이며, 앞의 논리에 따라 봉형강 가격도 약 21~22%가량 상승할 것이라고 추정하였다. 올해 2분기에 이미 8.8만원의 단가 상승을 책정하였다는 것으로 미루어 보아, ASP 22% 상승, 원재료 38% 상승은 무리한 추정이 아니라고 판단하였다. 이때, 2020년에 개선된 폭이 컸기에 2021년에는 상대적으로 가격 상승폭이 작아질 것으로 사료된다.

**2021: 스프레드는 다소 축소**

결론적으로, 봉형강 스프레드는 높은 철스크랩 투입 가격과 후행하는 철근가격 체계로 2020년과 대비해서는 다소 축소될 것이나, 2분기 이후에 철스크랩 가격 인상을 반영해 일정한 마진율은 가져갈 수 있을 것이라고 예상하였다.

**마진 방어 예상**

22년은 철스크랩 가격 추이가 유지될 것이라고 추정하였다. 2021년 철 스크랩 가격이 약 38% 이상으로 급등하였으나, 철 스크랩 공급량 증가에 대한 불확실성이 아직 존재하기 때문에 2021년과 유사할 것으로 추정하였다. 봉형강의 ASP 역시 철 스크랩 가격을 동행하므로 유사한 수준으로 유지하되, 국내 건설 시장 수요가 확실하게 증가할 것으로 전망하여, 1.67%의 가격 상승세를 추정하였다. 구체적인 봉형강류 스프레드 추정 관련 내역은 다음과 같다.

그림 4-22. 봉형강 관련 제품 스프레드 추정

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
추정 스프레드 (A-B) (천원/Ton)	231	235	261	313	319	278	303
YoY %		1.95%	11.02%	20.00%	1.76%	-12.76%	9.00%
봉형강 ASP (A) (천원/Ton)	642	729	811	817	795	937	952
YoY %		13.55%	11.25%	0.74%	-2.69%	17.84%	1.67%
원재료 투입가격 (B) (천원/Ton)	411	494	550	504	476	659	649
YoY %		20.05%	11.36%	-8.40%	-5.46%	38.31%	-1.43%

출처: SMIC 1팀

## 5. Valuation –PBR Method

### 5.0 PBR Valuation Method 선정 논리

동사가 속한 철강 산업은 스프레드의 확대와 축소가 반복되는 사이클 산업이며, 대규모 설비를 활용하여 이익을 창출하는 자본집약적 산업이다. 앞서 Intro에서 밝혔듯이, 동사의 주가는 구조적인 매크로 흐름에 의한 스프레드 변동에 주 요인으로, 국내 전방 Captive 시장의 업황을 보조적 요인으로 따라 이동하는 모습을 보인다.

이처럼, 동사 주가의 Key Driver는 구조적인 매크로적 흐름에 의한 스프레드 확대를 통해 자산/자본 대비 얼마나 효율적으로 이익을 창출하는 지이다. 따라서 본 보고서에서는 자본효율성(ROE)를 강조하는 PBR Method가 동사의 Valuation을 가장 효과적으로 반영할 수 있다고 판단하였다.

### 5.1 매출추정

(단위: 백만원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
순매출액	16,691,512	19,165,964	20,780,382	20,512,590	18,023,398	21,549,270	22,820,631
<i>yoy(%)</i>		14.82%	8.42%	-1.29%	-12.13%	19.56%	5.90%
통형강	4,952,483	5,942,550	6,782,295	6,726,962	6,079,975	8,130,598	8,825,085
판재류	13,198,494	13,792,835	14,480,126	13,758,852	11,784,534	13,697,935	14,274,809
차량용강판	5,007,454	4,791,491	4,883,390	4,697,383	4,505,850	5,502,136	5,889,609
조선용 후판	1,179,152	793,894	962,881	881,344	871,441	1,071,333	1,273,436
그 외	7,011,889	8,207,450	8,633,856	8,180,124	6,407,243	7,124,466	7,111,764
중기계 외	470,993	700,694	878,843	1,013,180	720,647	1,013,180	1,013,180
반제품, 부산물 외	1,077,542	1,434,314	1,367,173	1,419,039	1,194,321	1,419,039	1,419,039
내부거래	-3,008,001	-2,704,429	-2,728,055	-2,405,443	-1,756,079	-2,711,482	-2,711,482

- 1) 자동차용 강판과 조선용 후판을 제외한 판재류의 경우, 자동차와 조선의 성장에 따라 추가적으로 생산여력을 확대시킬 수 없다고 판단하여 생산량은 flat, ASP는 조선용과 자동차용 ASP 상승 비율 평균값을 곱해주어 반영해주었다.
- 2) 중기계와 반제품, 부산물의 경우 코로나 여파에서 빠져나와 2021년부터 2019년 수준의 매출을 회복할 수 있을 것이다. 두 항목의 경우 2016년부터 매년 꾸준한 성장을 보여 왔으나, 매출 비중이 적고 다수의 고객사와 제품 품목으로 인해 합리적인 추정이 어려워 2019년 매출을 flat 처리하였다.
- 3) 내부거래의 경우, 합리적인 추정이 어려워 COVID-19이었던 2020년을 제외한 나머지 연도의 평균값을 flat처리하였다.

### 5.2 매출원가 추정

(단위: 백만원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	16,691,512	19,165,964	20,780,382	20,512,590	18,023,398	21,549,270	22,820,631
매출원가	14,230,770	16,733,488	18,708,282	19,115,158	16,930,207	19,528,066	19,974,345
매출원가율	85%	87%	90%	93%	94%	91%	88%

(단위: 백만원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
원재료, 저장품 및 상품 사용액	7,587,308	10,950,718	12,477,224	12,736,040	10,314,614	13,149,612	13,621,216
원재료	5,996,951	8,270,706	9,253,450	9,412,066	7,651,555	10,445,083	10,916,687
저장품 및 상품 사용액	1,590,357	2,680,012	3,223,774	3,323,974	2,663,059	2,704,529	2,704,529
재고자산의 변동	669,768	-335,907	-213,709	-144,476	328,448	60,825	60,825
종업원급여	1,128,331	1,087,432	1,118,928	1,125,239	1,129,803	1,117,947	1,117,947
감가상각비와 기타자산상각비	1,387,405	1,504,262	1,590,713	1,547,772	1,579,195	1,579,195	1,579,195
전력비 및 연료비	2,103,120	2,144,468	2,267,856	2,296,912	2,089,447	2,180,361	2,180,361
기타	2,370,214	2,447,441	2,513,280	2,619,805	2,508,858	2,491,920	2,491,920
(-) 판관비	1,015,376	1,064,925	1,046,010	1,066,135	1,020,159	1,051,794	1,077,119
매출원가 합계(*)	14,230,770	16,733,488	18,708,282	19,115,158	16,930,207	19,528,066	19,974,345

(단위: 백만원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
원재료 총매입액	5,996,951	8,270,706	9,253,450	9,412,066	7,651,555	10,445,083	10,916,687
(A)제철원료 매입액	2,412,890	3,455,585	3,554,247	4,143,659	3,483,712	4,105,299	4,244,816
통형강 외 판매량(단위: Ton)	17011547	16459148	16540000	15872486	14135510	15457298	15982607
(1) 판매량 증감 비율		-3.25%	0.49%	-4.04%	-10.94%	9.35%	3.40%
제철원료 가격 추이(단위: 천원)	209	298	296	348	313	337	337
(2) 제철원료 가격 상승 비율		42.70%	-0.79%	17.46%	-10.14%	7.77%	0.00%
(1)x(2) 제철원료 매입액 증감 비율						17.84%	3.40%
(C)철스크랩 외 매입액	3,584,061	4,815,121	5,699,203	5,268,407	4,167,843	6,339,784	6,671,872
통형강 판매량(단위: Ton)	7,714,000	8,147,000	8,358,000	8,233,000	7,651,000	8,414,497	8,983,333
(1)통형강 판매량 증감비율		6%	3%	-1%	-7%	10%	7%
철스크랩 가격 추이(천원/Ton)	411	494	550	504	476	659	649
(2)철스크랩 가격 상승비율		20.05%	11.36%	-8.40%	-5.46%	38.31%	-1.43%
(1)x(2)통형강 매입액 증감비율						52.11%	5.24%

동사의 원재료 매입액은 예상 판매량을 기초로 추정된 생산량을 기준으로 산정된다. 이에 동사의 각 부문별 예상 판매량(Q)에 부문별 가격(C)를 곱해주어 예상 매입액을 추정하였다. Q와 C의 변화비율의 경우, 앞서 투자포인트에서 밝힌 예상 판매량 변화비율과 부문별 가격 변화비율을 곱해주어 각각 추정하였다.

(1) 감가상각비 추정 논리: 동사가 현재 계획하고 있는 대규모 증설 계획은 존재하지 않는다. 수소 금속 분리판 생산을 위해, 2500억원 정도 투자할 것이라 발표했지만, 구체적인 계획이 나와있지 않고 투자 자체도 미뤄지고 있어 22년까지는 20년값 flat 처리하였다.

(2) 전력비 및 연료비, 종업원 급여, 기타의 경우 생산 실적과 관계없이 일정하게 나와 5개년 평균값을 flat 처리하였다.

(3) 재고자산의 변동은 변동성이 심해 추정이 어렵지만, 매년 꾸준히 발생하였기에 5개년 평균값을 flat하게 적용하였다.

(4) 저장품 및 사용액의 경우, 철강업 불황의 경우 상승하는 모습을 보이나 본 보고서에서 밝힌 논리와 같이 2021년부터 철강업이 차츰 정상궤도를 찾을 것으로 예상해 2016년~2019년 4년치 평균값을 flat 적용하였다.

### 5.3 판매비와 관리비 추정

1) 인건비 개념인 급여, 복리후생비의 경우 매출액 비중과 연동되지 않고 단순히 증가하는 추세가 관측되어 과거 증가율을 토대로 추정해주었다.

2) 지급수수료는 매출과 직접적으로 연동되는 모습을 보여, 최근 5개년치 매출 대비 비

중의 평균값을 예상 매출에 곱해주었다.

3) 감가상각비의 경우, 2017년 증설 이후 증가한 값을 반영해주기 위해 최근 3개년치 평균 값을 flat하게 적용하였다.

4) 수출제 비용의 경우, 동사의 매출 중 내수 비중이 높고 국내 전방 산업의 성장으로 앞으로도 이러한 추세가 계속될 것이라 보아 최근 3개년치 값을 flat처리하였다.

5) 대손상각비는 최근 5개년 대손상각률을 고려해주어, 5개년 평균 대손상각률을 flat하게 처리하였다.

6) 여비교통비, 교육훈련비, 광고선전비의 경우 COVID-19으로 인한 일시적인 감소라 보아 2016~2019년 4개년 평균값을 flat처리하였다. 지급 임차료의 경우, IFRS 변경에 따라 2019년부터 비용이 추가적으로 잡히는 모습을 보여, 최근 2개년치 값을 flat처리하였다.

7) 그 이외의 값은 최근 5개년 동안 일정하게 유지되는 모습을 보여, 5개년치 평균값을 flat 처리하였다.

(단위: 백만원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
판관비 총액	1,015,376	1,064,925	1,046,010	1,066,135	1,020,159	1,051,794	1,077,119
급여	145,905	139,158	172,144	188,356	191,470	202,766	214,730
퇴직급여	16,074	14,380	15,521	17,635	17,114	16,145	16,145
복리후생비	37,545	37,694	44,135	47,682	47,105	49,272	51,538
여비교통비	9,652	9,230	10,933	11,559	6,426	10,343	9,537
통신비	3,222	3,252	3,537	3,358	3,287	3,331	3,331
수도광열비	1,484	1,113	1,696	2,310	2,007	1,722	1,722
소모품비	2,073	1,803	2,007	1,502	1,438	1,765	1,765
도서인쇄비	1,659	1,842	1,633	1,900	1,823	1,772	1,772
대손상각비(환입)	-2,617	682	5,175	-1,203	8,161	1,925	1,925
지급수수료	142,405	158,925	207,283	227,785	210,100	213,597	226,199
세금과공과	16,384	10,602	12,380	12,615	10,939	12,584	12,584
지급임차료	10,562	11,929	12,770	14,779	16,039	15,409	15,409
교육훈련비	4,232	4,215	4,143	3,654	2,510	4,061	3,630
감가상각비	18,254	17,878	20,029	24,076	20,767	21,624	21,624
무형자산상각비	2,412	1,564	1,555	1,506	1,281	1,447	1,447
수선유지비	2,760	3,672	4,689	5,234	6,318	4,535	4,535
차량비	2,798	2,877	2,432	1,817	1,553	2,295	2,295
접대비	3,564	5,417	5,754	5,611	4,571	4,983	4,983
광고선전비	9,069	15,103	18,026	18,045	7,993	15,061	14,792
해외활동경비	5,076	3,808	4,003	5,115	5,927	4,786	4,786
운반비	330,704	324,723	354,752	374,064	342,284	345,305	345,305
수출제비용	252,159	295,059	141,415	98,735	111,045	117,065	117,065

#### 5.4 금융손익 추정

1) 이자수익의 경우, 현금성자산과 금융기관 예치금의 규모와 유효이자율을 적용해 추정해 주었고, 이자비용의 경우, 장단기 차입금의 규모 변화와 유효이자율을 적용하여 추정해주었다. 배당금 수익의 경우 매년 꾸준한 값이 발생하여, 최근 5개년치 평균 값을 flat하게 적용해주었다.

2) 외환거래, 파생상품거래, 위험회피대상은 매년 꾸준한 값이 발생해 최근 3개년치와 5개년치 평균값을 flat하게 적용해주었다.

3) 나머지 값의 경우 그 금액이 미미하거나, 합리적인 추정이 어려워 0으로 flat처리하였다.

**금융수익**

(단위: 백만원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
이자수익	11,286	9,555	13,025	21,573	35,510	20,336	20,336
배당금수익	28,069	27,691	27,345	33,410	21,268	27,557	27,557
외환차익	90,042	77,449	16,338	23,143	95,183	60,431	60,431
외화환산이익	16,933	48,691	8,147	12,771	31,875	23,684	23,684
당기손익-공정가치금융자산평가이익	-	-	19	36	229	-	-
당기손익-공정가치금융자산처분이익	-	-	-	-	502	-	-
매도가능금융자산처분이익	705	3,148	-	-	-	-	-
파생상품거래이익	25,872	9,336	36,278	35,981	31,823	27,858	27,858
파생상품평가이익	622	50	46,027	33,272	10,996	18,193	18,193
위험회피대상관련이익	-	90,488	-	-	-	-	-
채무면제이익	-	15,438	-	-	-	-	-
합 계	173,529	281,846	147,180	160,186	227,387	178,059	178,059

**금융비용**

(단위: 백만원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
이자비용	315,283	307,754	326,528	323,887	329,795	321,106	321,106
외환차손	38,537	28,529	43,293	46,202	72,574	45,827	45,827
외화환산손실	59,670	20,673	25,642	35,109	46,845	37,588	37,588
기타포괄-공정가치금융자산처분손실	-	-	-	82	7	-	-
매도가능금융자산처분손실	735	19	-	-	-	-	-
매도가능금융자산상차손	23,672	-	-	-	-	-	-
상각후원가금융자산처분손실	-	-	152	-	-	-	-
파생상품거래손실	31,520	18,603	6,823	7,109	78,626	28,536	28,536
파생상품평가손실	774	99,140	2,100	3,683	39,342	29,008	29,008
위험회피대상관련손실	-	-	44,360	27,376	20,463	30,733	30,733
기타의대손상각비	-	19,844	-	-	-	-	-
합 계	470,190	494,561	448,899	443,448	587,652	492,797	492,797

**5.5 기타손익 추정**

외환이익, 파생상품거래이익, 투자부동산평가이익, 유형자산처분이익, 수입수수료, 잡이익, 기타수수료, 기부금 등 최근 5년간 빠짐없이 발생한 항목의 경우 5개년치 평균값을 flat하게 처리해주었다. 이외의 항목의 경우 합리적인 추정이 어렵고, 발생 빈도 또한 변동이 심하여 0으로 flat처리하였다.

**기타수익**

(단위: 백만원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
외환차익	117,267	114,957	88,482	124,239	100,515	109,092	109,092
외화환산이익	9,994	11,611	11,136	22,207	17,265	14,443	14,443
파생상품거래이익	6,815	3,517	1,840	1,006	1,525	2,941	2,941
파생상품평가이익	1,811	-	29	-	74	-	-
기타의대손충당금환입	45	-	-	-	-	-	-
투자부동산평가이익	43,231	17,113	27,507	23,802	15,496	25,430	25,430
투자부동산처분이익	-	50	-	1,064	17	-	-
유형자산처분이익	852	2,845	9,885	1,437	19,731	6,950	6,950
유형자산손상환입	6,035	-	-	-	-	-	-
무형자산처분이익	191	-	-	1	330	-	-
수입수수료	1,673	1,825	1,053	1,662	1,203	1,483	1,483
정부보조금수익	-	-	-	8	51	-	-
잡이익	41,512	39,347	52,643	38,360	42,426	42,858	42,858
합 계	229,427	191,264	192,576	213,786	198,633	203,196	203,196

**기타비용**

(단위: 백만원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
외환차손	139,113	88,097	103,020	112,280	99,560	108,414	108,414
외화환산손실	15,987	14,631	14,666	21,997	31,864	19,829	19,829
매출채권처분손실	2,709	3,156	13,313	7,758	3,510	6,089	6,089
파생상품거래손실	2,708	3,298	166	769	1,455	1,679	1,679
파생상품평가손실	1	1,245	21	43	23	267	267
유형자산처분손실	11,111	16,745	12,166	17,139	29,376	17,307	17,307
유형자산손상차손	3,446	83,324	93,267	8,328	89,203	55,514	55,514
무형자산처분손실	66	-	276	48	464	213	213
무형자산손상차손	-	5,960	3,544	-	23,483	10,996	10,996
투자부동산평가손실	-	2,154	-	-	-	-	-
투자부동산처분손실	151	86	-	-	366	-	-
중속기업투자처분손실	11	-	-	-	-	-	-
기타의대손상각비(환입)	-	-	58	-19	3,149	-	-
기타비용유동자산처분손실	-	-	-	-	44	-	-
기타수수료	-	7,675	312	406	292	-	-
기부금	6,419	4,540	4,529	4,237	3,824	4,710	4,710
잡손실	32,602	43,435	119,586	44,751	147,587	77,592	77,592
합 계	214,324	274,345	364,923	217,738	434,199	302,610	302,610

### 5.6 유효법인세율과 지배주주지분 추정

동사의 법인세 비용은 최근 5 개년 유효법인세율의 평균인 19.61%와 동사의 법인세 과세표준 세율 25%의 중간인 22.31%를 적용하여 2021 년, 2022 년에 적용하였다.

(단위: 백만원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
법인세차감전순이익	1,173,962	1,081,285	569,810	51,651	-503,914	570,005	1,369,761
법인세비용	306,835	353,744	161,851	26,037	-63,794	127,168	305,594
유효법인세율	26.14%	32.72%	28.40%	50.41%	12.66%	22.31%	22.31%

당기순이익이 급감했던 2019년을 제외하고는 비지배지분 당기순이익이 매년 2% 내외에서 유지되었다는 것을 확인할 수 있다. 동사는 현대비앤지스틸과 현대종합특수강을 종속기업으로 보유하고 있다. 2020년 코로나로 인해, 현대종합특수강이 현대자동차에 납품하는 원재료 단가가 낮아져 당기순이익이 마이너스를 기록해 Outlier 값을 지녔지만, 현대/기아차가 2021년부터 살아날 것으로 예상되며 2016~2019년 수준의 매출을 기록할 것이라고 추정하였다. 동사의 성장과 함께 종속기업의 철강 매출도 증가할 것으로 예상해, 2016~2018년 당기순이익 대비 평균 비중인 1.94%를 곱해줘 비지배지분 순이익을 추정하였다.

(단위: 백만원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
당기순이익(순실)	867,128	727,540	407,959	25,613	-440,120	442,837	1,064,168
당기순이익(순실)의 귀속 지배기업소유주지분	850,155	716,090	398,674	17,105	-430,013	434,245	1,043,523
당기순이익 대비(%)	98.04%	98.43%	97.72%	66.78%	97.70%	98.06%	98.06%
비지배지분	16,973	11,450	9,285	8,509	-10,106	8,572	20,599
당기순이익 대비(%)	1.96%	1.57%	2.28%	33.22%	2.30%	1.94%	1.94%

### 5.7 배당금 추정

동사는 2014년부터 주당 750원의 배당을 지속적으로 지급해왔지만, 2020년 당기순이익 악화로 주당 배당금을 500원으로 인하하였다. 다만 보고서의 논리에 따라, 2021년부터 현대제철의 업황이 개선될 것으로 예정되며 이로 인해 기존의 750원의 배당을 유지할 것으로 보았다.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
당기순이익(지배, 백만원)	850,155	716,090	398,674	17,105	-430,013	434,245	1,043,523
주당 배당금(원)	750	750	750	750	750	500	750
현금배당금 총액(백만원)	97,772	98,453	98,453	98,453	98,453	65,773	98,659
배당성향(%)	11.5%	13.7%	24.7%	575.6%	-22.9%	15.1%	9.5%
유통주식수	130,362,482	131,270,645	131,270,645	131,270,645	131,270,645	131,545,739	131,545,739

### 5.8 자본변동표, 유통가능 주식수와 BPS

파생상품평가손익, 해외사업장환산손익, 확정급여제도의 재측정 항목은 매년 꾸준한 값이 발생하였기에 5개년 평균을 flat 처리하였다. 그 이외의 항목은 금액이 미미하거나, 합리적인 추정이 어려워 0으로 flat 처리하였다.

(단위: 백만 원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
기초자본(지배지분)	15,316,457	16,176,243	16,715,541	16,696,014	16,898,376	16,345,443	16,694,722
회계정책 변경에 따른 증감	-	-	-711	-	-	-	-
당기순이익(지배지분)	850,155	716,090	398,674	17,105	-430,013	434,245	1,043,523
매도가능금융자산평가손익	77,778	-53,290	-	-	-	-	-
기타포괄손익-공정가치금융자산평가손익	-	-	-258,986	255,581	-6,416	-	-
자본법자본변동	-110	-	-	-	-	-	-
파생상품평가손익	-42,344	30,616	-6,544	-12,265	36,562	1,205	1,205
해외사업장환산손익	-6,808	-61,579	-12,434	31,340	-36,085	-17,113	-17,113
회정금여제도의 재측정요소	32,582	5,784	-41,073	9,054	-22,773	-3,285	-3,285
자본법평가	-	-	-	-	-3,997	-	-
배당금지급	-97,772	-98,453	-98,453	-98,453	-98,453	-65,773	-98,659
자기주식의취득	-	-	-	-	-381	-	-
자기주식의처분	46,303	-	-	-	8,623	-	-
총액기업에 대한 소유지분의 변동에 증감	-	128	-	-	-	-	-
기말자본(지배지분)	16,176,243	16,715,541	16,696,014	16,898,376	16,345,443	16,694,722	17,620,392
가중 평균 자본	15,746,350	16,445,892	16,705,777	16,797,195	16,621,909	16,520,082	17,157,557
ROE (%)	5.40%	4.35%	2.39%	0.10%	-2.59%	2.63%	6.08%
유통주식수	130,362,482	131,270,645	131,270,645	131,270,645	131,270,645	131,545,739	131,545,739
BPS	124087	127336	127188	128729	124517	126912	133949

5.9 Target PBR Multiple 선정 논리

본 보고서에서는 Target PBR Multiple 산정을 위해, Peer PBR Method 방식을 활용하였다. Multiple 선정논리는 다음과 같다.

동사는 현재 철강 스프레드가 확장되고, 국내 전방 Captive 시장이 확대되는 유례없는 사이클을 앞두고 있다. 철강 스프레드 측면에서는 과거 동사 주가의 de-rating 요소였던 중국의 확장적 철강 공급 확대가 정부 규제에 의해 제한되어 있는 상황이고, 가동률 또한 95%에 육박하는 등 추가적인 중국 향 공급의 가능성이 적은 상황이다. 국내 전방 산업의 경우에도, 과거 사이클이었던 2016~2018년과 달리 전방 Captive 산업과 기업의 전망 모두 그 어느 때보다 밝다. 요약하자면, 이번 사이클은 최근 10년동안 보지 못했던 슈퍼 사이클인 것이다.

동사는 과거 5년동안 전방 Captive 기업인 현대제철사와의 단가 협상 문제로 기존 Peer 기업 대비 de-rating을 받아왔다. 하지만 본 투자포인트에서 밝혔듯이 향후 몇 년 간, 국내 전방 산업의 활황이 지속돼 동사가 단가 협상에서 유리한 고지를 선점할 것이라 판단된다. 기존에 받던 de-rating이 해소된 만큼, 과거의 historical PBR를 사용하는 것은 의미가 없다고 판단하였다. 따라서 2016~2018년 사이클 당시 동사와 비슷한 ROE를 지니는 철강 Peer 기업(NSSMC, POSCO, JFC)의 Multiple 평균인 0.7를 Target Multiple로 선정하였다.

이는 2022년 동사가 받게 될 ROE 6.83%과 비슷한 ROE인 6.00% 지니고 있던 동사의 2013년 사이클 당시의 Multiple인 0.56보다 높은 수준이나, 이번 사이클이 과거와 다른 철강업계의 구조적인 변화에서 비롯된다는 점, 국내 전방 산업과 기업의 전망이 그 어느 때보다 밝다는 점에서 이는 오히려 보수적인 추정이라 생각한다.



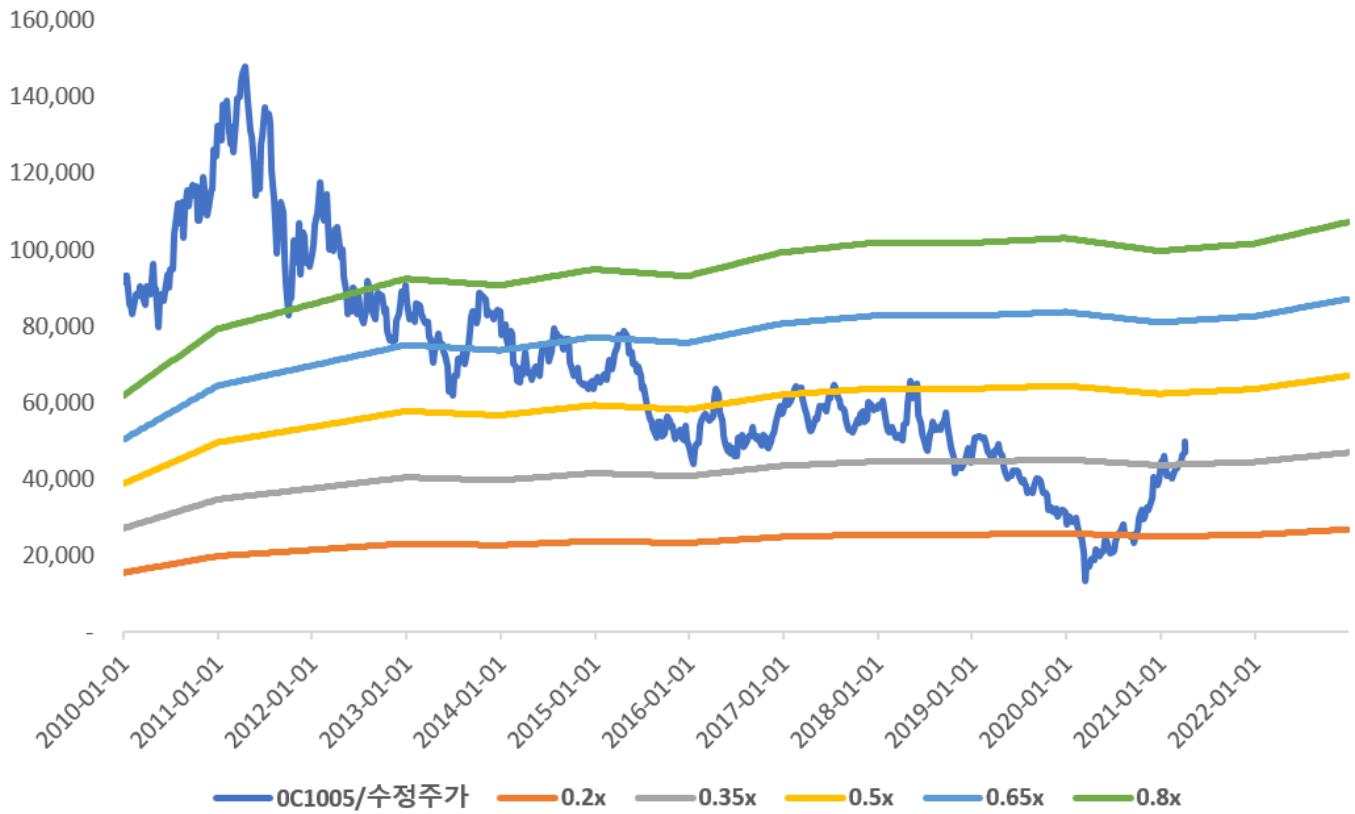
Valuation- PBR Method (2022E)	
지배지분 기말자본 (백만 원)	17,620,392
유통주식수	131,545,739
2022E BPS (원)	133,949
Target PBR Multiple	0.7
목표주가 (원)	93,800
현재주가 (원)	50,600
상승여력	85.4%

## 6. Appendix

### 6.1 Earning Table

(단위: 백만원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	16,691,512	19,165,964	20,780,382	20,512,590	18,023,398	21,549,270	22,820,631
	yoy(%)						
매출원가	14,230,770	16,733,488	18,708,282	19,115,158	16,930,207	19,528,066	19,974,345
매출총이익	2,460,742	2,432,476	2,072,099	1,397,433	1,093,191	2,021,204	2,846,286
	GPM(%)						
판매비와관리비	1,015,376	1,064,925	1,046,010	1,066,135	1,020,159	1,051,794	1,077,119
영업이익(손실)	1,445,365	1,367,550	1,026,089	331,298	73,032	969,410	1,769,167
	OPM(%)						
금융손익	-296,661	-212,715	-301,719	-283,262	-360,265	-314,738	-314,738
금융수익	173,529	281,846	147,180	160,186	227,387	178,059	178,059
금융비용	470,190	494,561	448,899	443,448	587,652	492,797	492,797
관계기업및공동기업투자관련이익(손실)	10,017	9,531	17,787	7,567	18,885	14,746	14,746
기타손익	15,241	-83,082	-172,347	-3,952	-235,566	-99,414	-99,414
기타수익	229,427	191,264	192,576	213,786	198,633	203,196	203,196
기타비용	214,186	274,345	364,923	217,738	434,199	302,610	302,610
법인세비용차감전순이익(손실)	1,173,962	1,081,285	569,810	51,651	-503,914	570,005	1,369,761
법인세비용	306,835	353,744	161,851	26,037	-63,794	127,168	305,594
당기순이익(손실)	867,128	727,540	407,959	25,613	-440,120	442,837	1,064,168
당기순이익(손실)의 귀속							
지배기업소유주지분	850,155	716,090	398,674	17,105	-430,013	434,245	1,043,523
비지배지분	16,973	11,450	9,285	8,509	-10,106	8,572	20,599

6.2 PBR Band



**Notice.**

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.