



Kyun Go한 KG Steel

동사의 2025E BPS 23,647원에 Target PBR 0.41x를 적용한 9,600원을 목표주가로 제시한다. 국내 철강 산업의 선구자로서 오랜 역사를 보유한 동사, 그러나 시장은 철저히 동사를 외면하고 있다. 현시점 동사의 저평가를 야기하는 핵심적인 요인은 부진한 철강 업황에서 비롯된 이익 체력의 지속 가능성을 둘러싼 우려이다. 그러나 본 보고서는 다운사이클 국면에서도 동사가 견조한 실적 성장세를 지속해왔다는 점을 고려하면 시장의 우려는 과도한 측면이 있다고 판단한다. 동사는 KG그룹 계열사 편입 후 그룹의 전폭적 지원에 힘입어 고수익 제품의 비중을 확대하며 수익성 개선을 지속해왔고, 향후 업황 개선이 동반될 시 더욱 가파른 성장세를 보일 것이라 전망한다.

투자포인트 - 나 아직 철 안 지났어

동사는 오랜 기간 Cyclical 특성이 강한 철강 산업 플레이어로서 극심한 저평가와 투자자들의 외면을 면치 못했다. 21년 이후 장기 지속 중인 중국발 철강 업황 부진에 따른 사양 산업화 우려는 그간 동사 재평가의 기회를 막아온 주요한 요인이다. 본 보고서는 저평가의 기저에 존재하는 과도한 우려를 해소하는 동시에, 동사의 펀더멘털에 대한 이해를 통해 현재 동사가 영위하는 사업에 대한 신뢰를 제공하고자 한다.

이를 위해 단기적으로는 21년 이후 동사가 보여온 실적 개선의 흐름과 유사하게 고수익 포트폴리오 위주의 실적 견인이 지속될 것임을 규명한다. 더불어 장기적으로 25년 이후의 업황 회복을 전망하며 동사가 영위하는 철강 산업에 대한 비판적 인식을 개선한다. 마지막으로, 25년부터 동사가 개진할 신사업의 흐름을 통해 업사이드를 증명한다. 장단기적 관점 모두에서 견고할 본업과 신사업으로 더해지는 성장 동력까지, 세 가지 포인트가 맞물리는 지금 동사의 적절한 매수 시기가 찾아왔음을 밝힌다.

추정 손익계산서 (단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E
매출액	2,342,444	3,354,789	3,819,689	3,429,848	818,568	955,715	1,023,236	1,004,809	3,802,328	4,582,260
YoY / QoQ (%)	-3.53%	43.22%	13.86%	-10.21%	-2.35%	16.75%	7.06%	-1.80%	10.86%	20.51%
매출원가	2,132,673	2,958,022	3,373,819	3,030,106	738,635	845,034	901,616	887,614	3,372,899	4,035,108
매출총이익	209,771	396,767	445,870	399,743	79,933	110,681	121,620	117,195	429,429	547,152
GPM (%)	8.96%	11.83%	11.67%	11.65%	9.76%	11.58%	11.89%	11.66%	11.29%	11.94%
판매비와관리비	98,992	99,855	105,518	119,332	27,808	30,288	31,879	31,443	121,418	141,262
영업이익	110,779	296,912	340,352	280,411	52,125	80,394	89,740	85,752	308,011	405,891
OPM (%)	4.73%	8.85%	8.91%	8.18%	6.37%	8.41%	8.77%	8.53%	8.10%	8.86%
금융손익	(40,903)	(52,230)	(63,484)	25,323	(43,700)	(9,366)	(8,801)	(8,518)	(70,385)	(34,731)
기타손익	(2,455)	(2,420)	110,008	5,744	220	230	684	1,221	2,355	3,964
지분법손익	24	(4)	164	246	12	26	28	28	105	127
법인세비용차감전순이익	67,446	242,258	387,040	311,723	8,657	71,284	81,652	78,483	240,087	375,251
법인세비용	552	51,550	(147,724)	76,501	5,351	16,005	18,400	17,668	54,998	86,221
당기순이익	66,893	190,708	534,764	235,222	3,307	55,280	63,253	60,815	185,089	289,030
NPM (%)	2.86%	5.68%	14.00%	6.86%	0.40%	5.78%	6.18%	6.05%	4.87%	6.31%
지배기업소유주지분	66,811	190,951	536,001	234,352	4,009	55,280	63,253	60,815	185,732	289,030
비지배지분	82	(243)	(1,238)	870	(703)	18	21	20	(643)	96

Rating

Buy

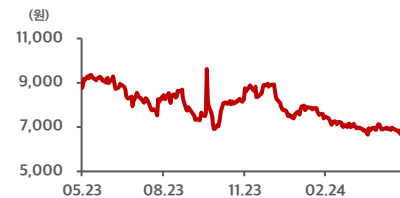
목표주가: 9,600 원

현재주가: 6,790 원

상승여력: 41%

12M 추가추이

시가총액 6,791 억원



B/S Data (1Q24)

자산 총계 31,923 억원

부채 총계 13,184 억원

자본 총계 18,739 억원

Earning Data (FY23)

PBR 0.36x

BPS 18,893 원

ROE 13.09%

주요 주주

KG 에코솔루션(주) 40.00%

캐터스스페셜시츄에이션 18.49%

제 1 호(주) 5.88%

국민연금 5.88%

SMIC 2 팀

팀장 48 기 이학범

팀원 48 기 서건호

48 기 이보연

49 기 이대영

49 기 전수연

CONTENTS

Intro	03
1. 산업 분석	04
2. 기업 분석 - KG Steel, Still Pioneer of Steel	06
3. 투자포인트 - 나 아직 철 안 지났어	09
4. 매출 추정	17
5. Valuation	19
6. Appendix	31

Intro

국내 철강 산업의 선구자로서 오랜 역사를 보유한 동사, 그러나 시장은 동사를 외면하고 있다.

본 보고서는 현 시점 **펀더멘털의 관점에서, 부진한 철강 업황에 대한 우려가 동사의 저평가를 야기하는 주요한 요인**이라고 판단한다. 본래 철강업의 특성상 사이클 산업의 면모가 강하기에, 시장은 현재 **완연한 다운사이클 국면에 접어든 철강 업황에 대한 우려**를 반영하여 철강업 전반에 대해 낮은 밸류를 부여하고 있다. 그러나 동사의 이익 체력을 '제대로' 이해하는 투자자라면, 현시점 동사에게 제기되는 시장의 우려들에 다소 과도한 측면이 있음에 동의할 것이라 판단한다.

따라서 본 보고서는 **상기 우려들이 충분히 해소될 수 있다**고 판단한다. 동사에게 제기되는 이익 창출 역량을 둘러싼 우려와 관련하여, 전방 업황의 부진에도 불구하고 동사는 **최근까지 지속적으로 견조한 실적 성장세**를 이어오고 있다. 간략히 언급하자면, 이는 지난 19년 KG그룹 계열사 편입 이후 그룹 차원의 전폭적인 지원 하에 고수익 제품 위주로의 포트폴리오 개편, 수출 비중의 증가 및 비용 효율화 등의 요인들이 맞물리며 비롯된 것이다. 동사의 이익 창출 역량은 향후에도 꾸준히 성장할 수 있을 것으로 판단하며, 이는 **동사의 이익 체력에 대해 제기되는 의구심을 단칼에 잘라낼 수 있을 것**이라 본다. 구체적인 내용은 [투자포인트]를 통해 살펴보도록 하자.

본 보고서의 전반적인 흐름은 다음과 같다. 먼저 ① **[산업 분석] 및 [기업 분석]**을 통해 철강 산업과 동사가 영위하는 사업의 면면을 살펴보고, 동사의 내재가치를 깊이 있게 이해할 수 있는 기반을 다진다. 이후 ② **[투자포인트]**를 통해 단기적으로 동사의 하방을 단단하게 지지해줄 컬러강판 사업의 지속가능성을 분석한 후, 향후 전개될 업황 개선 국면에서 동사가 견조한 이익 체력과 수익성 개선을 지속할 수 있을 것임을 규명한다. 마지막으로, ③ **[Valuation]**을 통해, 본 보고서에서 주장하는 바와 같이 현시점 동사의 저평가를 야기하는 요인들이 모두 해소되었을 시 제고될 수 있는 동사 내재가치의 업사이드를 수치적으로 논증하며 보고서를 마무리하도록 한다.

바닥을 기던 KG스틸의 부활, 이제 시작이다.

1. 산업 분석

1.1. 목직하고 민감한 철강

철강산업 특징

① 높은 경기 민감성

철은 매장량이 풍부하고 단단한 특성으로 인해 많은 산업에서 기초 소재로 사용되는, 없어서는 안 될 금속 중의 하나이다. 철강 산업은 철을 함유하고 있는 철광석 및 철스크랩에 기반해 원료 탄과 함께 쇳물을 만들어, 다양한 형태의 철강 제품을 제조하는 산업을 통칭한다. 철강 기업들로부터 생산된 철강 제품들은 자동차, 조선, 전기전자, 건설업 등 다양한 분야에서 사용된다. 이에 따라, 철강 산업은 ① 높은 경기 민감성을 가지고 있는 대표적인 Cyclical 산업의 특성을 띤다.

경기 민감성 원인 1

- 탄력적 수요

이렇듯 높은 경기 민감성은 탄력적인 수요와 비탄력적인 공급 간 괴리로부터 기인한다. 앞서 언급했듯, 철강 산업의 전방은 자동차, 조선, 전기전자, 건설 등 글로벌 경기의 변화와 밀접하게 연관되어 탄력적인 수요를 보이는 곳들이다. 전방의 변화에 더해, 철강 산업은 타산업들과 연동되는 영향의 정도를 직관적으로 보여주는 감응도 계수에서 알 수 있듯, 산업 평균 대비 30~50% 가량 더 민감하게 반응한다. 전방 산업의 수요 변화가 철강업에는 더 큰 영향을 미치는 것이다.

경기 민감성 원인 2

- 비탄력적 공급

탄력적인 수요와 달리, 공급은 매우 비탄력적이다. 공급의 비탄력성은 철강 산업 장비의 특성으로부터 기인한다. 철광석 등을 녹여 쇳물을 만드는 고로는 일정 시간 이상 생산을 멈추면 내부에서 쇳물이 굳어 사용할 수 없기 때문에 쉽게 가동을 중단하기 어렵다. 또한, 고로를 건설하는데 최소 29개월이 소요되므로 수요가 변하더라도 공급에 기민하게 대응할 수 없다. 이러한 특성 때문에 철강 산업은 경기가 변화함에 따라 더 큰 진폭의 반응을 보이고 이는 사이클을 형성한다.

철강산업 특징

② 자본집약적 산업

또한, 철강 산업은 ② 자본집약적 장치산업으로, 어떤 장비를 보유하고 있는지에 따라 밸류체인 내 역할 범위가 정해진다. 일례로, 고로를 보유하고 있는 포스코케미칼과 현대제철은 모든 단계의 제품을 생산할 수 있다. 하지만, 고로를 보유하는 데 장점만 존재하는 것은 아니다. 400만 톤을 생산할 수 있는 고로를 건립하는 데에만 3조 원 가량이 투입될 만큼 비싸며, 고로 설비를 갖추기 위한 공사 기간만 29개월에 달하기 때문이다. 이에 국내에서는 두 업체만 보유한 상황이다.

자본집약적 특징

→ 공급 총위 구분

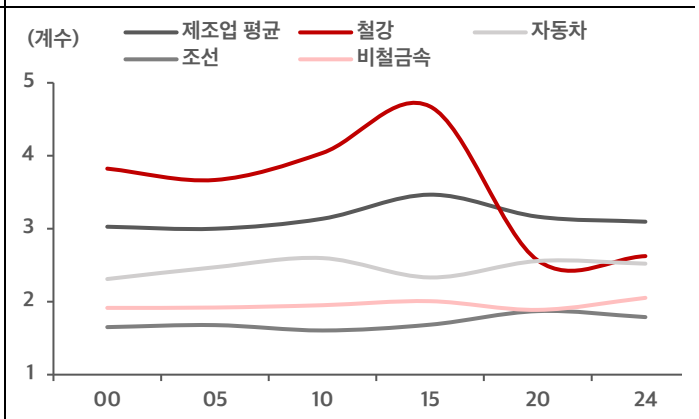
이와 달리, 고로를 가지고 있지 않은 기업들은 고로의 대체재인 전기로를 활용하거나 중간재인 열연강판 및 냉연강판 등을 가공해 완제품을 만들어 판매하는 방식을 취하고 있다. 고로를 가지고 있지 않아 모든 단계의 제품을 생산할 수는 없지만, 비교적 수요의 변화에 유연하게 대처할 수 있다는 장점을 보유하고 있다. 이처럼 구분된 공급 총위는 후술할 밸류체인에서 잘 드러난다.

그림 1-1. 철강 제품의 다양한 사용처

항목	사용처
냉연강판	자동차 차체, TV브라운관, 가전제품 Body
아연도강판	자동차 Muffler 부품, TV 브라운관 밴드
칼라강판	건축내외장재, 가전제품(냉장고, 세탁기, 에어컨)
석도강판	음료캔, 식품캔, 오일캔, 전자부품, 산업용기
강관	상하수도, 공업용수, 관계수로
형강	아파트 옥탑 지붕재 및 조형물, 컨테이너
PEB	공장, 창고, 대규모물류센터
후판	교량, 조선, 보일러, 압력용기
선재	건설, 교량, 엘리베이터, 자동차 부품, 베어링
철근	건축, 토목구조용 자재

출처: 언론보도종합, SMIC 2팀

그림 1-2. 산업별 감응도 계수 비교



출처: 산업연구원, SMIC 2팀

1.2. 철강 산업 밸류체인

공정에 따른
밸류체인 구분

철강은 앞서 설명했듯 ② 자본집약적인 산업 특성상 생산 설비를 갖추는데 한계가 있다. 그리고 이러한 특성은 **공급 측면에서 다양한 계층 구조를 형성하며, 공정상 흐름에 따라 [그림 1-3.]과 같이 밸류체인이 구분되어 있다.** 철강은 쇳물을 생산하는 **제선 공정**, 쇳물에서 불순물을 없애고 탄소의 양을 감소시켜 강을 생산하는 **제강 공정**, 쇳물을 반제품으로 생산하는 **연주 공정**, 마지막으로 반제품을 다양한 철강제품으로 생산·가공하는 **압연 공정**을 거쳐 만들어진다. 해당 밸류체인 상, 제선 공정에서 연주 공정에 이르기까지는 상(上)공정, 압연 공정은 하(下)공정이라고 불린다.

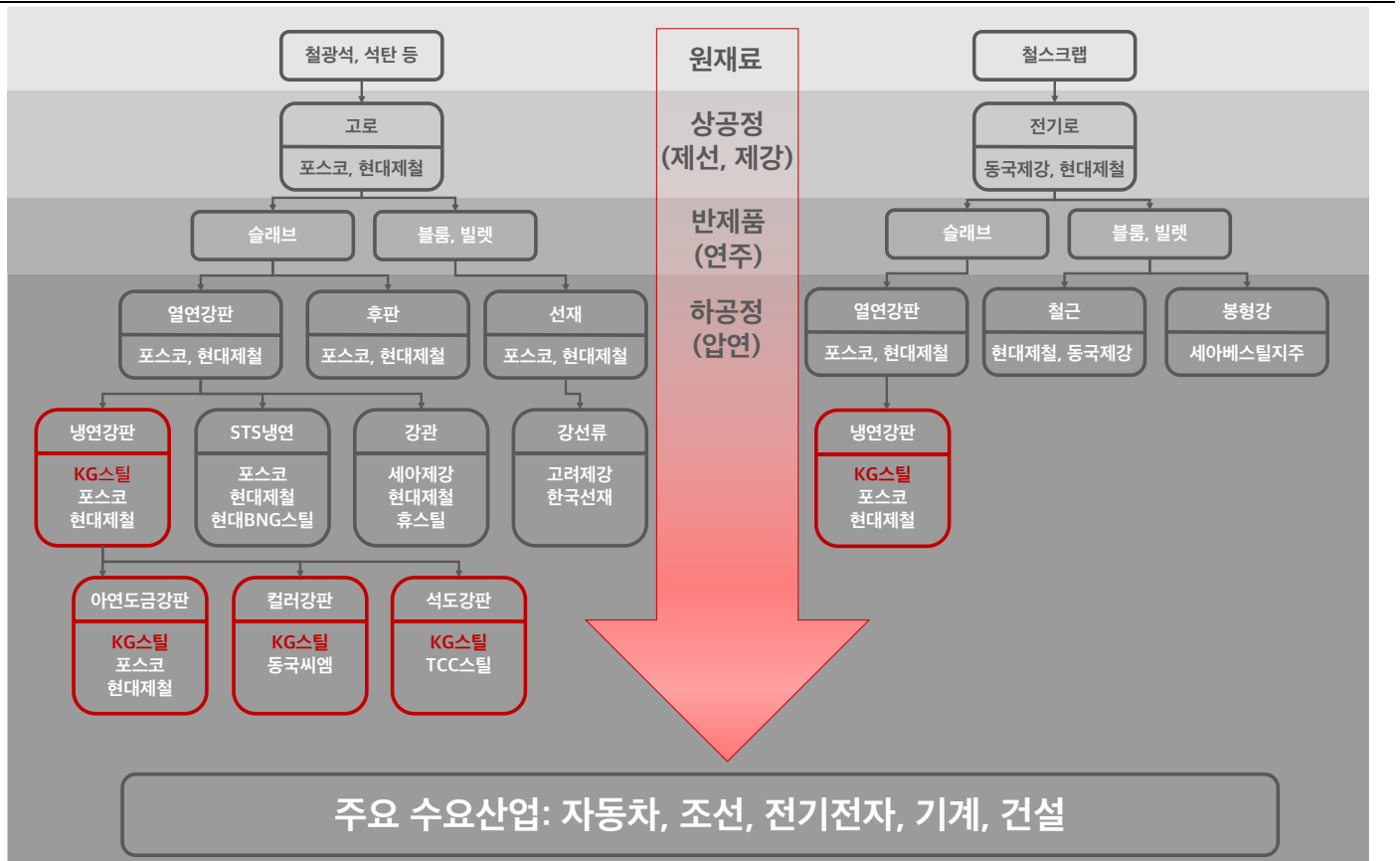
상(上)공정
- 제선, 제강, 연주

상공정은 어떠한 원재료를 활용하여 쇳물을 생산하는지에 따라 크게 **고로 방식과 전기로 방식**으로 구분된다. 고로 방식은 고가의 고로를 사용해야하기 때문에 주로 포스코 및 현대제철과 같은 대기업에서 전담하며, 중견기업은 철스크랩을 원재료로 활용하는 전기로 방식을 통해 쇳물을 형성한다. **고로 방식**은 철광석을 원재료로 사용하기 때문에 불순물이 적어 고부가가치의 판재에 주로 사용되며, **전기로 방식**은 거친 표면이어도 무관한 봉형강류를 만드는 데 주로 사용된다.

하(下)공정
- 압연

하공정은 상공정을 거쳐 생산된 반제품을 **압연공정을 통해 제품으로 만드는 과정**이다. 제선 공정, 제강 공정, 연주 공정을 거쳐 고로 방식은 주로 슬라브와 빌렛을, 전기로 방식은 주로 빌렛과 블룸을 생산해낸다. 이렇게 만들어진 반제품을 소성변형시키는 압연 과정을 거쳐 열연강판, 후판, 선재, 철근, 봉형강이 생산된다. 이들이 그대로 공급되는 경우도 있지만, 열연강판은 사용 용도에 맞춰 냉연강판 등으로 재가공되어, 궁극적으로 **아연도금강판, 컬러강판, 석도강판**이 된다.

그림 1-3. 철강 산업 밸류체인 개괄



출처: 언론보도종합, SMIC 2팀

2. 기업 분석 - KG Steel, Still Pioneer of Steel

2.1. 기업 및 사업 개요

국가 경제 성장과
함께해온 KG 스틸

동사는 국내 철강 산업의 선구자로, 오랜 기간 국가 경제의 성장을 이끌어온 숨은 공신이다. 지난 82년 동진제강으로 시작해 40여년이 넘는 긴 시간을 거치며, 동사는 포스코의 위탁 경영, DB그룹으로의 인수에 따른 사명 변경 등 다양한 이벤트들을 겪어왔다. 동사가 영위하는 철강업의 특성상 글로벌 경기에 의해 좌우되는 경향이 강하며, 이에 동사 또한 **업황의 등락에 따른 일시적인 부침은 존재했지만, 그럼에도 불구하고 길고 꾸준한 성장의 방향은 꺾이지 않았다.** 그러던 와중 동사의 존폐 여부를 위협하는 사건이 발생했는데, 바로 지난 15년 발생한 워크아웃이다.

워크아웃 종결 후
신속한 기업 정상화

동사는 신성장 동력 발굴을 위해 07년 전기로 제철 사업으로의 진출을 결정했고, 09년 충남 당진 전기로 공장의 준공이 완료됐다. 그러나 당시 약 1.3조 원에 달하는 금액이 전기로 투자에 집행되며 순차입금의 대폭 증가를 낳았다. 결론적으로 영업이익을 큰 폭으로 상회하는 연간 약 2,000억 원 수준의 금융비용이 발생했고, 매 분기 순손실이 지속됨에 따라 **15년 워크아웃에 돌입했다.** 이에 동사는 약 4년의 기간 동안 고난의 시간을 보낸 뒤, **19년 KG그룹 계열사로 편입되며 워크아웃 종결을 선언했다.** 이후 빠르게 정상화되는 모습을 보이며 현재의 동사가 탄생했다.

① 냉연강판

동사의 사업부문은 철강부문과 기타부문으로 구분되는데, **철강부문**은 철강 제품의 생산 및 판매를, **기타부문**은 항만/임대용역 등의 서비스업을 주축으로 한다. **23년 기준 약 96%에 달하는 매출이 철강부문에서 발생하며,** 주요 제품은 다음과 같다. ① **냉연강판**은 용광로, 전로, 열연 공정을 거쳐 생산된 제품에 압하를 가해 얇게 만든 강판으로, 자동차 차체 및 가전제품용으로 납품된다. 동사는 냉연강판 시장에서 포스코, 현대제철에 이어 약 10%의 점유율로 3위를 차지한다. ② **아연도금강판**은 냉연강판에 아연을 도금한 것으로, 부식에 강한 특성을 지니고 있어 주로 자동차 및 가전제품 내/외장재, 건축재향으로 납품된다. 동사는 점유율 기준 3위를 차지하고 있다.

② 아연도금강판

③ X-TONE 강판

③ **X-TONE 강판(이하 컬러강판)**은 냉연강판, 아연도금강판 등에 색깔 및 무늬를 입힌 강판으로, 주로 가전제품 및 건축재향으로 납품된다. 동사는 컬러강판 시장에서 약 26%의 점유율로 동국씨엠에 이어 2위를 차지하고 있다. 마지막으로 ④ **석도강판**은 냉연강판에 주석을 도금한 강판으로, 가공성이 뛰어나다는 특성으로 인해 주로 음료캔, 식품캔, 전자부품 등에 사용된다. 동 시장에서는 TCC스틸, SHD를 제치고 1위의 지위를 견고히 하고 있다. **본 보고서는 이 가운데 ③ 컬러강판 시장의 안정적인 성장세에 주목하며,** 자세한 내용은 투자포인트에서 후술하도록 하겠다.

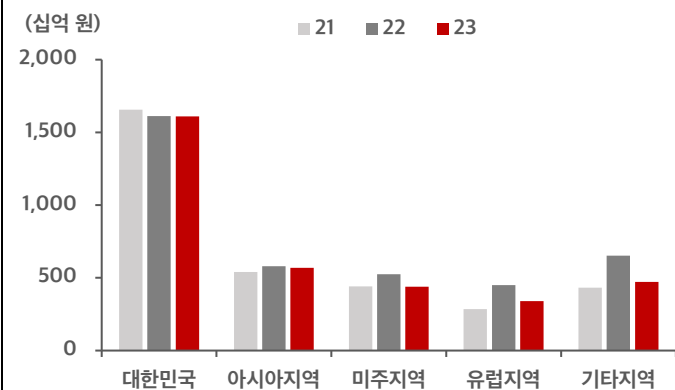
④ 석도강판

그림 2-1. 동사 연혁 개괄

KG스틸 연혁	
연도	내용
82년 10월	동진제강으로 설립
85년 1월	동부그룹으로 편입 후 동부제강으로 상호 변경
86년 2월	유가증권시장 상장
07년 5월	전기로 제철사업 진출
08년 3월	동부제철주식회사로 상호변경
20년 3월	동부인천스틸(주) 흡수합병
20년 4월	KG동부제철주식회사로 상호변경
22년 3월	KG스틸(주)로 상호변경

출처: 동사, SMIC 2팀

그림 2-2. 지역별 매출액 구성



출처: DART, SMIC 2팀

2.2. 실적 및 재무 분석

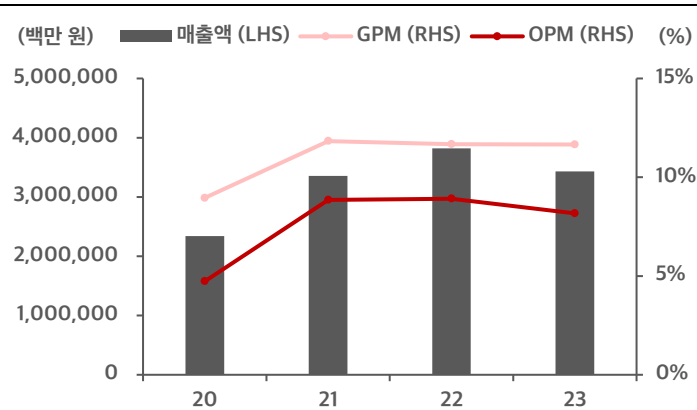
업황 부진에도 불구하고 매출액, OPM 개선

동사는 KG그룹 계열사 편입 후 그룹 차원의 전폭적인 지원 하에 **전방 업황의 부진에도 불구하고 안정적인 매출액 성장**을 기록 중이며, 비용 효율화 및 고수익 제품 위주로의 믹스 개선에 힘입어 **마진 또한 지속 개선**되는 모습을 보이고 있다. 실제로 KG그룹 편입 이전인 20년 대비 23년 매출액은 약 46%, 영업이익은 약 153% 가량 대폭 성장했다. 특히, **23년 기준 8.18%의 OPM은 국내 주요 철강 기업 중 2위에** 해당하는 수준이라는 점에서 매우 긍정적인 수치이다.

높은 영업이익률 유지

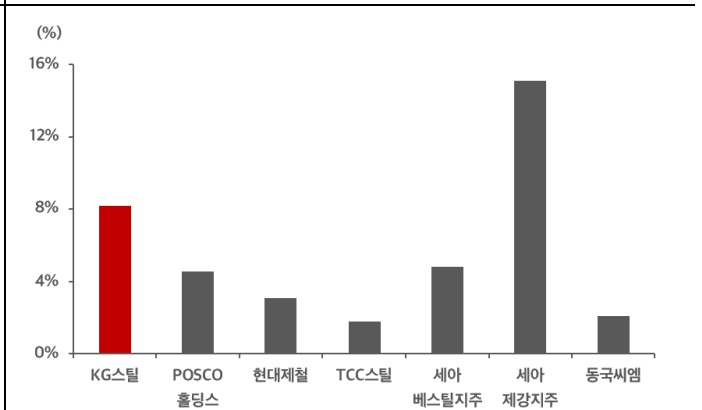
동사가 **높은 영업이익률을 유지할 수 있는 주요한 요인**은 ① **고수익 제품 위주 믹스 개선**, ② **원/달러 환율 상승**이다. ① 최근 동사의 매출액 중 컬러강판을 비롯한 고수익 제품 라인업의 비중이 지속적으로 상승하고 있다. 이는 고수익 제품의 수출 호조세가 이어지는 데서 기인하는데, 구체적인 내용은 투자포인트에서 살펴보고자 한다. 나아가 ② 원/달러 환율의 상승 효과가 지속되고 있다는 점 또한 수출 비중 증가 추이와 맞물려 추가적인 수익성 개선의 원천이 되고 있다.

그림 2-3. 동사 매출액, GPM, OPM 추이



출처: DART, SMIC 2팀

그림 2-4. 국내 주요 철강업체 23년 영업이익률 비교

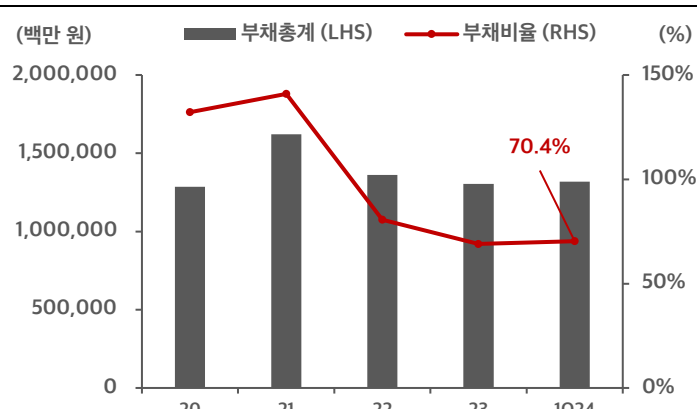


출처: SMIC 2팀

빠른 속도로 재무건전성 개선

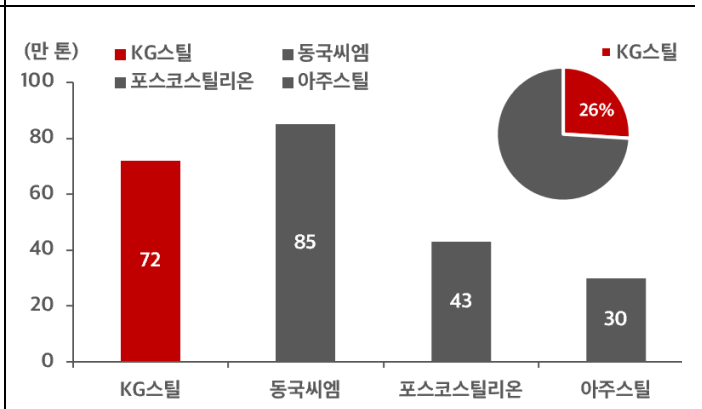
지난 19년 워크아웃 종결 및 KG그룹 계열사 편입 이후 빠른 속도로 재무건정성이 개선되고 있다는 점 또한 고무적이다. **20년 기준 132.1%에 달했던 부채비율은 1Q24 기준 70.4% 수준까지 지속적인 감소 추이**를 보이고 있다. 이는 KG그룹 인수 이후 유상증자를 통한 결손금 보전, 비용 효율화 및 이자비용 감축 노력 등이 동시다발적으로 이뤄진 결과물로, 향후 동사가 안정적으로 사업을 영위하고 지속적으로 현금흐름을 창출할 수 있도록 만들어줄 원천이 될 것이라 판단한다.

그림 2-5. 동사 재무 건전성 추이



출처: DART, SMIC 2팀

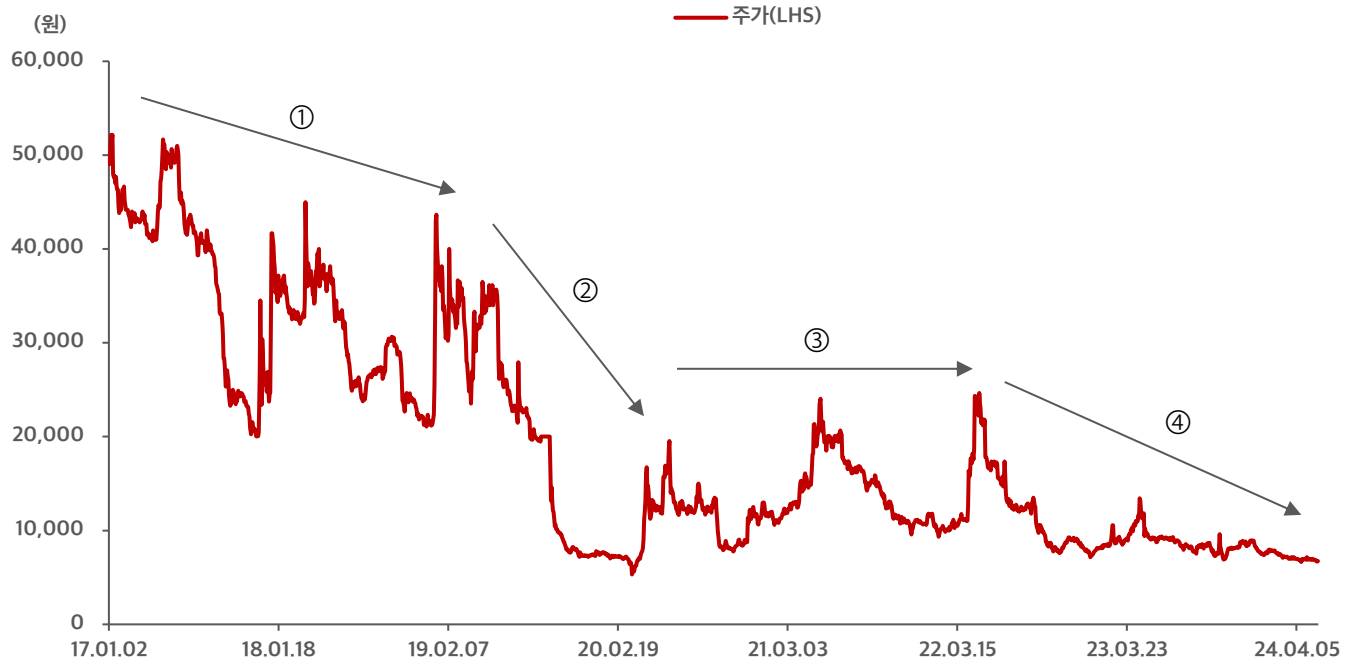
그림 2-6. 국내 주요 철강사 컬러강판 생산능력



출처: SMIC 2팀

2.3. 주가 분석

그림 2-7. 동사 주가 추이



출처: KRX, SMIC 2팀

① 워크아웃 ~
KG 그룹 편입 이전

① 15년 워크아웃 발생 이후 KG그룹 계열사 편입 이전까지의 시기이다. 16년의 호실적, 17년 말의 중국발 철강 수요 증가가 기대되며 동사의 주가는 일시적으로 상승하였으나, 17~18년도의 실적 개선으로까지 이어지지 못하며 결국 주가는 하락기에 접어들었다. 당시 동사가 실적 개선을 달성하지 못한 주된 이유는 철광석 가격의 상승에 따라 동사가 원가 부담을 짊어졌고, 이에 더해 원가 상승분을 가격에 온전히 반영하지 못하며 영업이익률이 마이너스를 기록했기 때문이다.

② 워크아웃 종결
→ 업황 개선 기대감

② 19년 KG그룹 편입을 기점으로 워크아웃은 종결되었다. 하지만, 여전히 높은 철광석 가격을 판가에 반영하지 못하며 흑자 전환에 실패해, 주가의 반등은 달성되지 못했다. 그리고 20년 초, 4대 철강 수요산업(자동차, 조선, 건설, 기계)의 동시적 업황 개선 기대감에 주가가 상승하였다.

③ 수급 불균형
→ 철강업계 호황

③ 이후 코로나19가 성행함에 따라, 팬데믹으로 인한 경기 침체 국면이 장기간 지속될 것이라 판단한 미국, 유럽의 철강사들은 고로 가동을 중단하며 철강 감산을 진행했다. 그러나 철강 수요는 중국을 중심으로 여전히 견조한 상황이었고, 고로를 재가동하는 데 긴 시간이 필요하다는 이유로 인해 단기적 공급 제한 국면이 시작되었다. 이에 동사를 비롯한 철강 업체들은 보기 드문 호황기를 구가했고, 매 실적발표 시즌마다 어닝 서프라이즈를 기록하며 주가 또한 큰 폭으로 상승했다. 특히, 21년에는 당기순이익이 전년대비 180% 이상 증가하며 주가의 상승을 이끌어냈다.

④ 수급 균형 회복,
중국 저가 수출
→ 주가 횡보 국면

④ 철강 산업 호황기는 20년부터 시작되었으나, 22년 중반을 기점으로 막바지 국면에 접어들었다는 전망이 우세해짐에 따라 동사 주가 또한 동반 하락 추이를 보였다. 이는 상술한 공급 제한 국면이 해소되는 동시에 신규 수요 또한 감소세로 이어지며 수급 균형이 회복된 데서 기인했다. 나아가 중국의 저가 수출 정책도 호황기의 종식에 일조하며, 이후 주가는 횡보 추이를 보였다.

3. 투자포인트 - 나 아직 철 안 지났어

외면 받은 동사 철강 산업에 썩워진 사양 산업이라는 오명 아래 **동사의 꾸준한 실적은 외면** 받아왔다. 실제 철강 업황은 21년 코로나19로 인한 경기 침체 직후, 경기 회복책 차원에서 전세계적으로 진행되었던 인프라 투자가 야기한 일시적 호황 이후로 끝없는 하락길을 걸었다. 21년 이후 반등의 기미가 보이지 않는 업황과 소재 산업의 단조로운 인상에 동사는 저평가를 면하지 못했다.

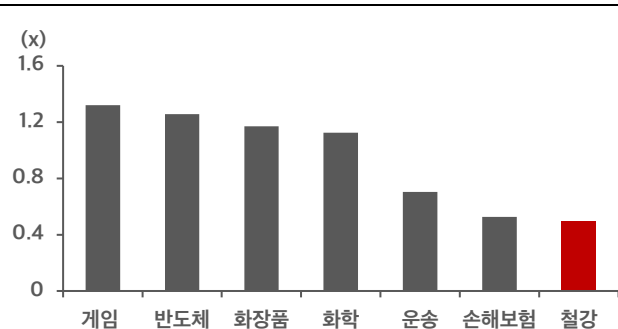
철강 산업에 대한 우려 투자자들의 우려가 과도하긴 하나 공감되지 않는 것은 아니다. 10년대까지 **철강 기업의 실적은 철저히 수요에 의존했다**. 중국의 과잉 공급 시기에 철강 업종의 가격협상력은 부족했고, 원가 상승과 업체들의 스프레드 개선 전략만으로는 단가 상승을 꾀할 수 없었다. **원가와 수익성 개선에 따른 가격 인상이 미비한** 상황에서 실적은 오로지 전방 수급의 원리만으로 움직였다. **10년대의 철강 산업에 대한 시각이 잔재한** 가운데, 고금리 시황에 국제적으로 전방 수요가 악화된 기조가 지속되는 상황 속에서 철강 산업의 순조로운 재평가를 바라긴 어려운 상황이다.

동사 실적은 오히려 반등 반면 동사의 수익성은 **철강 업황 부진의 장기화가 촉발된 21년 이후 개선되어** 안정적인 흐름을 보여왔다. 23년 매출액은 20년 대비 46% 증가했으며, 영업이익은 19년 1분기까지 6개 분기 연속 적자를 기록했지만 현시점 최근 4개 분기 기준 평균 8.1%의 영업이익률을 보이고 있다. 이는 21년 KG그룹 인수 이후 **대대적인 재무 구조 개선과 비용 효율화, 지속적인 단가 인상** 등이 동시적으로 진행된 데서 비롯된 것으로 보인다. 이처럼 업황에 대한 시장의 인식과 대치되는 동사의 실적을 들여다보면, 현재의 **저평가 국면을 재고할** 필요가 있음을 알 수 있다.

우려 해소 ① 단기 실적 보장 저평가 탈출의 시작은 동사가 영위하는 **사업 자체에 대한 우려를 해소**하는 데서부터 있다. 본 보고서는 철강 업체로서의 동사에 대한 투자자들의 과도한 우려와 저평가를 해소하기 위해, 동사가 장단기적으로 꾸준한 실적을 보장할 기반을 가지고 있음을 규명한다. 이에 먼저 부진한 업황에도 불구하고 동사가 **단기적으로 꾸준한 실적**을 낼 수 있음을 설명하고자, 동사가 영위하는 고수익 포트폴리오로서의 컬러강판 사업에 주목한다. 상세한 내용은 Point 1에서 후술한다.

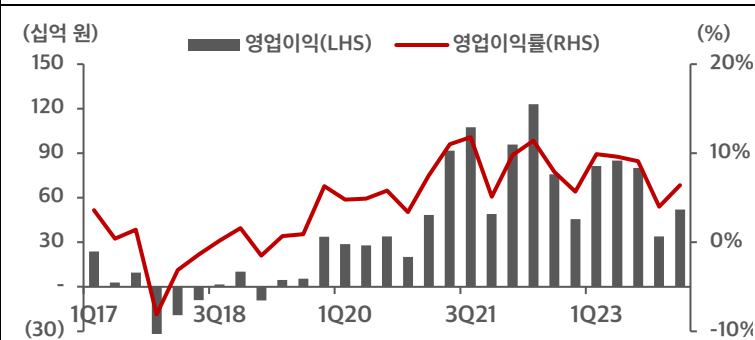
② 장기적인 업황 개선 당장의 컬러강판 호조와 단가 상승 여력만으로 동사가 꾸준한 이익 체력을 가진 기업임을 단정할 수는 없다. **철강 업황 하락세가 지속적이지 않을 것**이라는 확신이 요구되는 시점에서, 본서는 이를 제공하기 위해 보다 장기적인 관점에서 동사가 중국의 경기 회복에 따른 업황 개선을 맞이하며, 냉연강판을 비롯한 철강업 전체의 실적 상승에 탑승할 수 있을 것임을 규명한다. 그리고 현시점 **중국의 정책적 변화**에 따라 그 기조가 보이고 있다. 상세한 내용은 Point 2에서 후술한다.

그림 3-1. 업종별 PBR 현황



출처: QuantiWise, SMIC 2팀

그림 3-2. 동사 영업이익 추이



출처: 동사, SMIC 2팀

Point 1. 당장의 돈을 벌자

3.1 컬러강판, 조용하게 효도하기

컬러강판
너는 누구

전방산업의 부진이 장기화되는 업황 속에서 기업의 생존 활로는 **고부가가치 상품 판매**를 통한 **수익성 위주의 판매 포트폴리오 구축**에 있다. 23년 기준 동사 매출 비중의 32%, 1Q24 기준 43.5%를 차지하는 **컬러강판**이 바로 철강 업황 부진과 전방 산업 부진으로 인해 하락하는 냉연강판과 석도강판 매출을 상쇄하고 동사의 **실적을 견인하는 포트폴리오의 주역**이다. 컬러강판은 기존 냉연강판에 도료를 도포한 후 고온에서 경화시켜 제조하는 강판으로, 다양한 색상과 무늬를 띠는 특징을 갖는다. 건축 내외장재, 가전제품, 자동차, 가구 제작 등 다양한 용도로 투입되며, 주 매출처는 건축 내외장재와 가전제품이다.

컬러강판의 부상

컬러강판 사업은 **팬데믹 시기 인테리어 및 가전 수요가 급증**함에 따라, 21년 상반기 동기 대비 20.4%의 증가율을 기록하며 그 존재감을 드러냈다. 19년 24조 원이었던 시장은 24년 33조 원 규모로 팽창할 것으로 전망되었으며, 열연강판으로부터 1차 가공된 냉연강판을 도금한 후 상도와 하도 간에 잉크를 투입하고 코팅하거나 필름을 부착하여야 한다는 **복잡한 도장 과정**에 따라 높은 가격이 책정되어 고부가가치 제품으로 평가받았다.

브랜드 출시와
프리미엄화

컬러강판 호황기였던 21년 5월 당진 공장에 2개 생산라인을 신설해, 인천 공장 생산라인을 합하면 총 6기, **연간 90만 톤의 생산능력을 확보**했다. 20년 8월 컬러강판 통합 **브랜드 X-TONE**을 출시하여 컬러강판의 브랜드화를 추진한 이후, 본격적으로 생산라인을 확보하는 행보였다. NF 불연 컬러강판, 바이오코트 향균 강판, 프린테크 강판 등 기능과 디자인, 위생 등에 특화된 다양한 제품이 포함되어 가전제품용, 건축자재용의 판매 활로를 넓혔다. 나아가 23년 3월에는 컬러강판 샌드위치 패널 엑스가드를 출시하는 등 동사 **브랜드의 프리미엄화를 가속화**했다.

수익성 확보
전략

동사를 포함한 국내 컬러강판 주요 업체 3사는 컬러강판 생산에 있어 모두 수익성 위주의 전략을 차용한다. 단위당 고정비의 추가적 지출을 피하기 위해 생산량과 판매량을 크게 늘리지 않는 수준에서 **고수익, 고부가 위주 세일즈 믹스 구성을 통한 ASP 상승**으로 수익성을 확보하는 것이 그 내용이다. 고환율 지속 상황에서 수출 비중을 높이는 것도 전략적 행보다. 수출 중심의 판매 전략에서 해외 거점을 확대하고 있는 동사의 컬러강판 판매 전략과 전망을 상세히 알아보자.

그림 3-3. 컬러강판 도장 과정 및 단면 예시



출처: 동사, SMIC 2팀

3.2 컬러강판, 꾸준히 효과할 것

컬러강판의
밝은 미래

위축된 가전 소비 시장에 따라 비교적 성장이 둔화된 내수 시장과는 다르게, 세계 컬러강판 시장 전망은 밝다. 현시점 시장 규모는 약 240억 달러에서 28년 기준 355억 달러까지, **연평균 4.1%의 성장세를 지속할 수 있을 것으로** 전망된다. 아시아 태평양 지역의 인프라 개발 급속화와 선진국 위주의 프리미엄 가전 시장 확장이 성장세를 견인한다. 그 가운데 국내 수출 물량은 프리미엄 브랜드 전략에 걸맞게 **고부가가치 제품을 요구하는 선진국향 위주로 판매된다.**

찾았다
유럽이라는
먹거리

지난 4월 138,769톤에 이르는 수출 물량 기준 가장 큰 비중을 차지하는 **유럽은 5만 톤을 상회**하는 수출 실적을 보이며, 그 뒤는 미국(14,650톤), 아세안 10개국(12,750톤), 인도(10,752톤), 일본(2,705톤)이 잇는다. 인도를 제외하면 대부분 선진국 시장으로, 선진국 위주의 프리미엄 가전 및 건축 시장 수요에서 비롯된 수치이다. 이중 동사 컬러강판 매출의 가장 큰 비중을 차지하는 **유럽 프리미엄 가전 시장의 미래가 매우 밝다.**

찾았다
고기능, 고품질

가전의 프리미엄화로 인한 교체 수요가 촉발한 유럽 프리미엄 가전시장의 지속적인 성장 규모는 29년까지 연평균 4.18% 수준일 것으로 추정된다. 퀘를 함께 하는 인테리어 디자인 서비스 시장 규모는 연평균 성장률 5.13%로 전망된다. 빠른 속도로 확장하는 유럽 시장이 **고기능, 고품질 제품을 원한다는 점**에서 동사 제품은 강력한 수출 경쟁력을 지닌다.

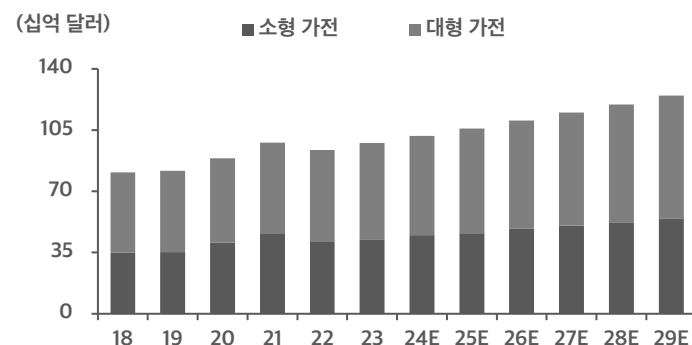
디자인과
다양성이 핵심

타 철강 제품의 판매 여력을 결정하는 핵심이 가격이라면, 컬러강판의 핵심은 제품이 제공하는 심미성이다. 해당 기준이 주관에 좌우되는 영역이기에, 동사는 국가별 선호를 파악한 **다품종 소량화 전략을 채택**하여 수출 활로 넓히기에 주력한다. 해당 전략에 맞춰 지속적인 R&D를 통해 다양한 디자인의 신제품을 개발하는 추세다. 예컨대 동유럽 일대 국가들이 매트 제품을 선호하는 경향에 맞추어 매트 컬러 강판을 출시하는 식이다. 이와 더불어 인체 무해성, 불연성, 향균성, 친환경성 등의 조건을 탑재한 개별 제품을 출시하는 것도 같은 맥락이다.

앞으로가
기대되는
내수시장

나아가 내수 시장에서도 **건축법 개정과 함께 동사 제품의 경쟁력 강화**가 기대된다. 건축법은 도금 이후 도장 전 단계에서 0.5mm 이상의 강판 두께, 2회 이상의 도장 횟수라는 기준을 통해 일정 수준 이상의 내구성과 내식성을 요구한다. 국내 건축법에 부합하는 모델 생산 유인이 크지 않은 해외 경쟁사 제품의 수입을 제한하며, 국내 컬러 강판 제조 업체에 손해가 돌아가게 될 것으로 보인다. 해당 영향으로 지난 4월 수입 물량은 전년 동기 대비 23.7% 감소한 추이를 보였다. 이처럼 내수 시장 업황 회복에 발맞추어 그 손해의 가시성이 더욱 두드러질 것으로 보인다.

그림 3-4. 유럽 가전 시장 규모 추이



출처: Modor Intelligence, SMIC 2팀

그림 3-5. 컬러강판 관련 R&D 현황

연도	구분	내용
2023	신제품	국내외 가전사 PCM, VCM 개발 가전용 PCM 품질 개선
	생산기술연구	가전용 고내식 2C2B PCM 개발 칼라라인 지능형 안전 CCTV 구축
2022	신제품	Upgrade Matt 칼라 6가 크롬 대체 도료 개발
	생산기술연구	초고내식 도금강판 기술개발
2021	신제품	Black Tinted Stonechip 강판 개발 세탁기 촉판용 Stainless Silver 개발
	생산기술연구	D-TV Rear Cover용 EGI H/L 칼라 개발 럭셔리실버 2C2B 기술 개발
2020	신제품	BP White Stain 개선 기술 개발 EOE tab용 EGI칼라강판 개발
	생산기술연구	Relief Icecrystal Matt 제품 개발

출처: 동사, SMIC 2팀

Point 2. 미래에도 돈을 벌자

3.3 철강 업황 부진, 어디서부터 왔을까

업황 회복의
동인을 찾자

컬러강판의 강세가 단기의 꾸준한 실적을 보장하는 가운데, 철강 전체 업황의 지속적인 부진은 동사가 영위하는 사업의 지속성에 대한 우려를 야기한다. 다만 본 보고서는 전방 개선에 따라 철강 업황 회복의 시기가 도래할 것임에 주목한다. 그리고 지금, **업황 회복의 기미**가 보이는 시점이다. 먼저 업황 부진의 원인과 회복 원리에 대한 이해를 통해 업황 회복의 동인을 찾아보자.

업황 부진
어디에서부터

중국은 디플레이션을 수출한다. 국제적 철강 업황 부진은 21년 이후 중국 부동산 경기 부진으로 부터 시작되었다. 대표적인 건자재로서의 철강 수요처인 중국의 부동산 경기 부진은 아파트, 인프라 개발 사업에 차질을 주어 **철강 수요를 감소**시켰다. 세계 최대 철강 수요국의 수요 감소는 국제 철강 유통에 치명적이었으며, 수요 감소에도 공급을 감산하지 않는 중국의 과잉 공급에 따라 보다 **강력한 가격 하락 압력이 동반**되었다. 그 상세한 내막을 알아보자.

1단계:
3대 레드라인
규제

중국은 부동산 위축 정책으로부터 도래한 디플레이션을 겪고 있다. 중국 정부는 20년 8월 부동산 개발 기업의 신규 차입을 부채 상황 기준으로 차등 규제하는 **3대 레드라인 규제**를 도입했다. 또한, 은행 총 대출 중 부동산 부문 대출 비중과 개인주택대출 비중에 대해 상한을 설정하는 **부동산 대출 집중 관리 제도**를 20년 12월에 도입하였다. 이처럼 공급과 수요에 대한 규제가 중첩되자, 부동산 시장의 투자 심리가 위축되며 **부동산 개발 기업의 자금 조달 여건이 악화**되었다.

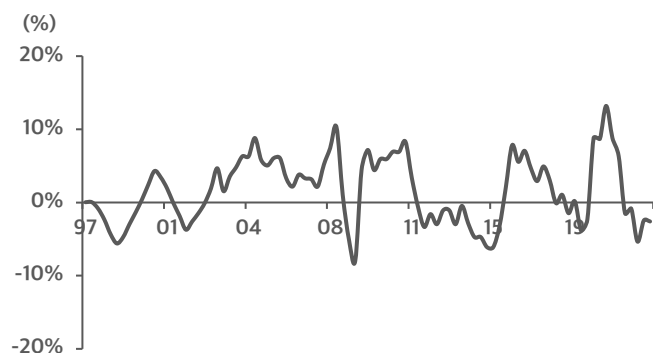
2단계:
채무불이행
위기

자금 조달 여건 악화는 **부동산 개발 기업들의 잇따른 채무불이행 위기**로 이어졌다. 21년 9월 중국의 대형 부동산 개발 기업인 헝다 그룹의 채무불이행 위기는 부동산 가격 하락과 거래 급감을 유발하였다. 이어 또다른 대형 부동산 개발 기업인 수낙 차이나와 컨트리가든이 채무불이행 위기에 빠지며, 투자 심리가 위축됨에 따른 자금 조달 부진으로 또다시 개발 기업의 자금난을 유발하는 악순환이 발생하였다.

3단계:
내수 부진,
과잉 공급

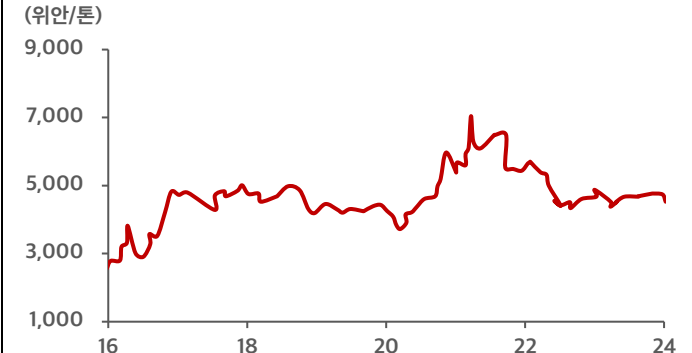
부동산 경기 침체가 장기화되며 중국 부동산 경기지수는 22년 1월 이후 28개월 연속 부동산 경기 둔화의 기준인 100을 하회하는 점수를 유지했으며, 부동산 개발 투자 규모는 22년 전년인 21년 대비 -10% 하락, 23년 전년 대비 -9.6% 하락세를 보였다. 중국의 부동산 투자 감소는 곧 주요 건자재인 철강의 수요 감소를 의미했고, 내수 시장 악화로 인해 중국 철강 업체들이 마땅한 수요처를 찾지 못하게 됨에 따른 과잉 공급을 유발하였다

그림 3-6. 중국 PPI 지수 추이



출처: CEIC, SMIC 2팀

그림 3-7. 중국 냉연 가격 추이



출처: BNEF, SMIC 2팀

결과: 내수 시장 악화는 밀어내기 수출을 유발했다. 내수로 공급 물량을 감당하지 못하는 한편, 인력 감축 기피 이유로 가동률을 일정하게 유지하는 기조가 정부 주도 하에 지속되었다. 가동률과 공급 물량 유지를 위한 중국 정부의 보조금에 힘입어 중국 철강 업체는 마진을 악화시키는 가격으로 저가 물량을 수출했다. 중국의 값싼 철강이 해외 시장에 막대한 크기로 침투하면서 가격 하락 압박이 심화되었고, 이는 국내 철강사들의 수출 여력과 가격 협상력을 제한하였다.

3.4 중국에서 보이는 회복의 조짐

(1) 23년 하반기부터

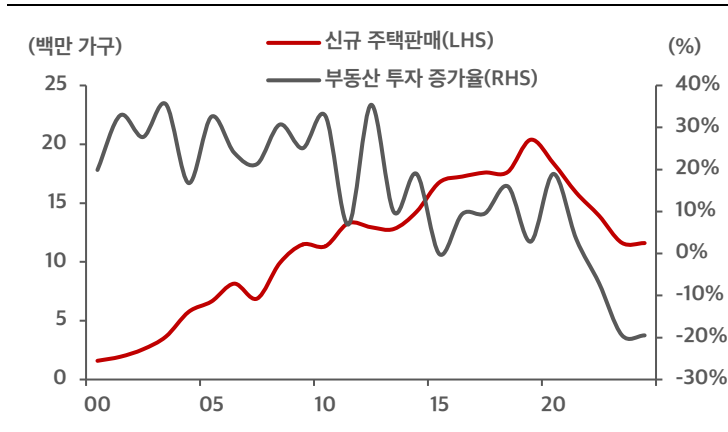
부동산 수요 회복 정책 결국 철강 업황의 회복은 중국 부동산 업황의 회복에서 시작된다. 중국 정부의 강력한 부동산 부양책은 23년 하반기부터 시작되었다. 23년 8월 31일, 과거 대출 이력과 상관없이 본인 명의 주택이 없으면 생애 첫 주택자로 간주하는 정책의 시행을 통한 강력한 주택 담보대출 규제 완화를 1선 도시인 광저우와 선전에 시행한 것이 그 시작이었다. 주택 수요를 촉진하는 방향의 해당 규제 완화는 주요 도시로 확산되었다.

구조적 개혁의 시작 23년 10월 중앙금융공작회의에서 발표한 1조 위안 규모의 부동산 산업 '3대 프로젝트'도 그 일환이다. 금융과 부동산의 선순환 촉진, 부동산 기업에 대한 감독 제도와 자본 감독을 개선, 부동산 금융의 거시건전성 관리를 목적으로 예산이 집행되며, 부동산 경기 회복에 대한 중국 정부의 적극성을 보여주는 부분이다. 해당 정책에 대한 실행책으로 11월 인민은행, 금융감독국, 중국증권감독관리위원회가 공동으로 부동산 우량기업 가운데 50개사를 추려 본격적인 자금 조달 지원에 나서기로 결정했다. 이로써 수요 측면 개선뿐 아니라 공급 측면의 부양을 통한 구조적 개혁 움직임이 시작되었다.

(2) 24년에 본격화

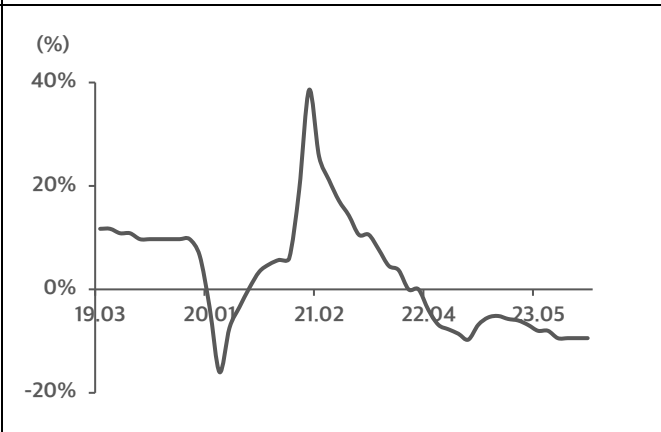
다소 실망스러웠던 성적 23년의 다소 공격적인 부양책에도 하락세를 단숨에 뒤집지는 못했다. 주택 가격은 하락세를 지속했으며, 중국 부동산 시장은 23년 10월 최대 규모 부동산 개발업체 중 하나인 컨트리가든이 당해 8월부터 발단했던 채무불이행 위기를 면치 못하면서 경기 회복에 대한 기대감 또한 위축된 채로 24년을 맞이해야 했다. 하지만 디폴트 위기와 지속적 하락세는 오히려 중국 정부의 대응을 본격화하며 부동산 경기 회복을 촉진시키는 촉매로 작용하였다.

그림 3-8. 부동산 투자 증가율 및 신규 주택 판매



출처: CEIC, SMIC 2팀

그림 3-9. 중국 부동산 개발투자 증감률



출처: 중국 국가통계국, SMIC 2팀

5월
부동산 정책

24년 5월 허리핑 국무원 부총리가 주재한 전국 주택인도보장 사업회의에서 **역사적인 수준의 부동산 부양책이 발표**되었다. 최초로 중국 전국에 산재한 미분양 주택을 지방 정부가 직접 매입해 임대 주택으로 공급하는 내용의 정책으로, 미분양 주택으로 자금난을 겪고 있는 **부동산 개발업체를 지원, 유동성을 주입함으로써 연쇄적 디폴트 위기를 방지**하고 부동산 개발 업황을 개선하는 내용이다. 17일 오전 공식적으로 지시된 해당 정책은 당일 오후 즉시 인민은행에 의해 구체화되어 재발표되면서 부동산 부양책의 골자가 드러났다.

공급 측면
재고 소진

인민은행은 **공급 측면의 구조적 개혁**과 **수요 측면의 부양책**을 동시에 시행한다. 먼저 고질적인 과잉 공급 문제 해소와 개발업체 자금난 해소를 위해 **대대적인 재고 소진**에 나섰다. 지방 정부의 미분양 주택 매입을 위해 **57조 원 규모의 자금을 지방 정부에 지원**하는 방향이다. 지방 정부가 선택한 국영 기업이 인민 은행이 기존에 대출한 국책 은행발 자금을 대출받는 것을 포함하여 총 95조 원의 자금 조달이 이뤄질 것이라고 기대하는 바이다. 국무원 또한 400억 위안 규모의 30년 만기 국채를 발행해 부동산 구조 개혁을 위한 자금 조달원으로 활용한다.

수요 측면
① 상업대출
금리

수요 측면의 개선도 동반되었다. 개인 차원의 주택 구매 활성화 대책의 일환으로 중국 정부는 생애 첫 주택, 두 번째 주택 구매자 대상 **주택담보대출 금리 하한선을 폐지**하고 지역별 자율 금리 제도를 도입하였다. 지역별 자율 금리 제도에 따라 각 지역 금융기관은 경영 상황과 고객 리스크 사태 등에 따라 건별 대출 금리의 구체적 수준을 합리적으로 확정할 수 있게 되었다.

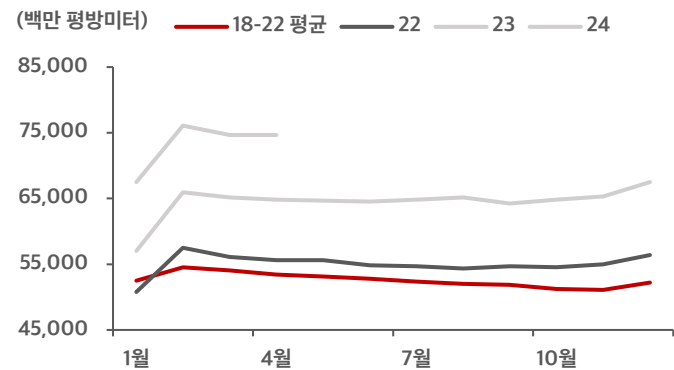
② 주택공적금
대출금리 인하

상술한 내용이 상업은행 대출 시 적용되는 상업 대출 금리라면, 사회보험의 일종인 **주택공적금 대출 금리 또한 인하**하는 움직임을 보였다. 정부는 이를 일괄적으로 0.25%p 인하해 첫 주택 구입자 기준 2.35~2.85%의 하한선, 두 번째 주택 구입자의 경우 2.775~3.325%의 하한선을 적용하였다. 또한 주택 계약 시 의무 계약금 비율을 첫 주택 20%에서 25%로, 두 번째 주택 기준 30%에서 25%로 인하함으로써 상업 대출과 공적 대출 측면 모두에서 대출 금리를 인하였다.

25년이
기대되는 지금

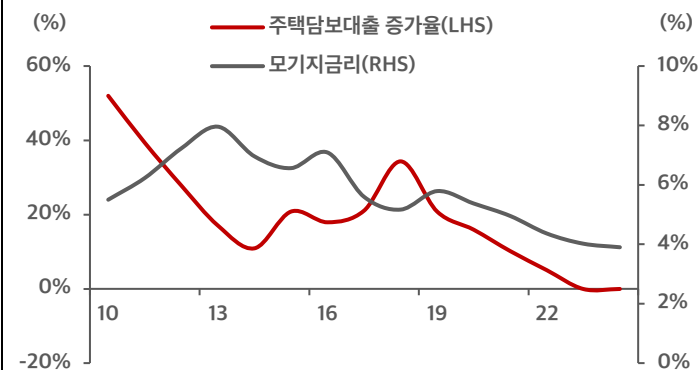
23년의 수요 진작 위주의 정책과는 다르게 **공급 측면의 구조적 문제의 개혁까지 본격화**하는 움직임이다. 이로써 정부 부양책이 실수요 회복으로 이어지는 기조가 미미했던 지금까지와는 다르게 실질적 부양 효과를 맞이할 수 있을 것이라는 기대가 쏠린 시점이다. 이미 시동을 건 수급 회복 정책은 실황 악화 기조가 소멸할 때까지 지속적으로 강화될 것으로 보인다. 다만 미분양주택 재고 소진 문제 해결은 장기적인 접근이 필요하므로, 주요 시장 기관의 컨센서스와 같이 9개월 후인 25년 하반기부터 중국 부동산 개발 회복세가 두드러질 것으로 전망한다.

그림 3-10. 중국 월별 주택 재고 추이



출처: 중국 국가통계국, SMIC 2팀

그림 3-11. 모기지 금리와 주택담보대출 증가율 추이



출처: CEIC, SMIC 2팀

3.5 동사에 다다르기까지

실적 개선으로
이어진다

중국 부동산 경기가 회복되면 중국 내수 철강 수요가 증가하며, 상술한 중국의 밀어내기 수출에서 비롯된 글로벌 시장의 **수출 물량 과잉이 제한될** 것으로 보인다. 가동률을 유지하기 위한 중국의 저가 수출이 유발한 글로벌 유통가격 하락 국면을 벗어남에 따라, 열연, 냉연, 철근, 후판 모두 추이 상으로 유사성을 보이는 가운데 동사가 판매하는 냉연 강판의 단가와 수출 및 내수 판매량이 동시에 개선되면서 **실적 개선 국면에 진입할** 것이다.

과잉 공급
규제

전방의 부동산 정책에서의 개선뿐 아니라, 중국 정부의 철강 과잉 공급 규제도 시작되었다. 꺾이지 않을 것만 같던 가동률은 올해 들어 **자발적 감산 조치**에 들어갔다. 3월 기준 중국 대표 247개의 철강업체 가운데 77%가 적자를 기록하는 초유의 상황이 벌어지면서 위기에 놓인 중국 철강사들은, 주요 생산업체 15개사를 중심으로 정부에 **가격 지지를 위한 생산 제한 조치**를 요구했다. 중국발개위(NDRC)는 **연간 조강 생산을 통제**할 것이라 밝히며 이에 즉각적으로 반응하였다.

업황 회복
언제부터

상술한 바와 같이 수요 증진과 과잉 공급 해소가 맞물려 부동산 부양책이 실질적 효과를 발휘할 것이라 기대되는 시기로, 본 보고서는 중국 부동산 정책의 정책 시차를 고려한 25년 하반기를 제시한다. 부동산 부양책의 본격화 이후 효과가 발휘되기까지의 임팩트 래그를 시장 추정치와 가장 보수적인 시각을 적용해 최소 9개월~1년 이상 소요가 필요할 것이라 추정하는 바이다. 이 시기를 기점으로 **철강 유통가의 하락 국면에서 벗어날** 것이라 기대되며, 컬러강판 매출이 안정적 상승세를 유지하는 상황에서 장기적인 업황 회복을 통한 실적 개선이 더해질 것으로 보인다.

Point 3. 남은 한 발, 신사업

3.6 배터리팩 사업에 진입하다

+α
신사업으로
매출처 확대

장기적인 업황 개선 국면으로 가기까지 **실적 보장 원천을 확대하기 위한 신사업 움직임도 주목**해야 한다. 비단 지금뿐 아니라 하락 국면을 버텨야 하는 사이클 산업 플레이어로서 동사는 다양한 먹거리 발굴에 돌입한다. 컬러강판 사업 주력 또한 그 일환이었다면, 이제는 KG 그룹 내 시너지를 활용해 KG 모빌리티향으로 수요처가 고정된 배터리팩 개발에 나선다.

포스코 모델
시너지 확장

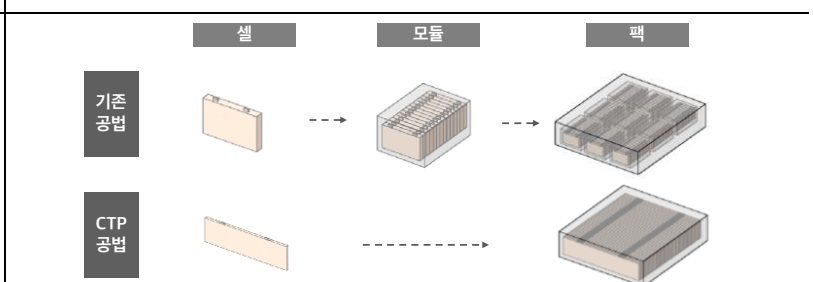
23년 10월 KG모빌리티에 공급하는 배터리팩 설비 라인 구축 계획이 발표되었으며, 24년 11월까지 **연간 5만대분의 배터리팩 생산 라인이 완공될** 계획이다. 철강에서 이차전지 신사업으로 사업을 확장하는 움직임은 철강기업 포스코홀딩스의 행보, 일명 ‘포스코 모델’을 따르는 행보다. 배터리 팩 소재가 알루미늄에서 철강재로 전환되는 구조에 따라 케이스 접합 기술과 원재료 가격 경쟁력 및 조달 면에서 시너지를 목표로 한 것으로 보인다.

그림 3-12. 배터리팩 사업 매출 비중

배터리팩 사업 매출 비중 추정 (단위: 백만 원)	
가능 매출	422,500
ASP/kwh	0.169
중형 ev 필요 kwh	50
CAPA	50,000
가동률	100%
23년 기준 총매출액	3,429,848
최대 매출 비중	12%

출처: SMIC 2팀

그림 3-13. CTP 공정



출처: 언론보도종합, SMIC 2팀

배터리 팩
너는 누구

배터리팩은 다수의 배터리 모듈을 패키징한 것으로, 배터리 셀의 수명과 안정성 확보, 고전압 절연 성능과 전기적 접촉 저항 최소화를 통한 전기적 안정성 확보 역할을 수행한다. 동사의 경우 **BYD발 배터리 셀을 배터리 팩으로 조립해 KG모빌리티에 납품**한다. 동사의 경우 배터리 셀>배터리 모듈>배터리 팩의 조립 과정 중 모듈 과정을 삭제하고 배터리 팩에 셀을 바로 탑재해, 단위 면적 당 에너지 밀도를 증대하는 **셀투팩(CTP, Cell-to-Pack) 공정**을 진행한다.

전방
① 토레스 EVX

동사가 출하하는 배터리 팩은 24년 11월 이후 우선적으로 KG모빌리티가 제작하는 토레스 EVX에 탑재된다. 토레스 EVX는 KG모빌리티가 출시한 중형 전기 SUV로, LFP 배터리 탑재에서 비롯된 가격 경쟁력으로 22년 5월 출시 당일 12,000대 판매량을 돌파했다. 이후 출시 1년만에 5만대 출하량을 기록하며, 꾸준한 내수 실적으로 **1분기 국내 전기차 시장 판매량 4위**를 기록했다. **KG모빌리티의 수출 신시장 개척 움직임**에 따라 앞으로의 견조한 판매 실적이 기대된다.

전방
② 앞으로의
포트폴리오

KG모빌리티의 **전기차 포트폴리오는 지속될** 것으로 보인다. 예컨대 24년 토레스 EVX 픽업트럭, 25년 KP10, 26년 대형 SUV급 F100 출시가 예정되어 있다. 25년 양산을 목표로 준공되는 24년 11월 기준 CAPA는 중형 EV 5만대로, 현 토레스 EVX 연간 출하량을 초과하지 않는 점에 착안하면 동사는 전기차 추가 출시에 따라 생산라인을 지속 확대할 가능성이 존재한다. 전방의 높은 수요에 따라 완공 직후 **25년 양산 기준 가동률은 100%**에 달할 것으로 보인다.

수익성 부진을
상쇄

수익성 측면도 주목할 만하다. 셀 메이킹 공정에 비해 변동비 영향을 덜 받는 밸류체인 특성상, 배터리팩 사업은 동일한 사업을 영위하는 타사와 비교하여 높은 수준인 **OPM 10%를 상회하는 경향**을 보인다. 철강 본업만의 OPM은 10%를 하회한다. 특히 가장 높은 수익성을 보였던 석도강판 사업의 전망이 부진하며 수익성 측면에서 지속적인 하락이 예상되는 가운데, 배터리팩 사업의 추가적 영위는 해당 리스크를 보완할 수 있을 것으로 보인다.

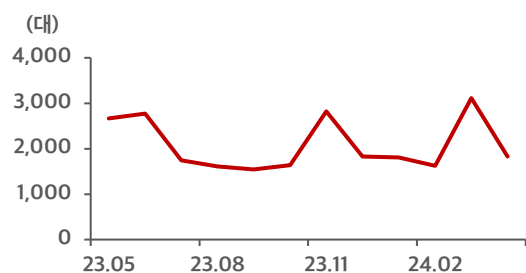
본업을 훼손하지
않는 선

마지막으로 신사업 집중으로 인한 본업 훼손에 대한 우려를 해소하자. 동사의 24년 완공되는 배터리팩 사업 FULL CAPA를 가정하더라도 매출액은 전체의 10%를 상회하는 수준으로, 타 생산라인과 동일한 80~90% 수준의 가동률을 기준으로 계산하면 최대 10%에 그친다. 컬러 강판 호조로 인한 매출 증가를 고려하면 비중은 더 낮아진다. **타 철강 기업 신사업 매출 비중 현황**과 비교해봤을 때, **괴리가 크지 않음**을 확인할 수 있다. [그림 3-13]

꺼진 철도
다시 보자

지나친 매출 비중 확대로 인한 본업 생산성 저하와 **사업 방향성의 상실**에 대한 우려가 해소되는 바, 동사는 신사업이 제공할 실적 업사이드와 업황 부진 리스크 해소의 이점만을 가져갈 것이라 기대한다. 컬러강판의 24~25년 실적 견인, 25년 이후 기대되는 업황 개선, 그룹 시너지를 활용한 신사업으로 인한 매출 업사이드가 맞물린 시점이다. 지지부진한 주가 지속이 극에 달한 지금, 부정적 투심에 편승하기 전에 동사 펀더멘털을 다시 볼 필요가 있음을, 재차 강조한다.

그림 3-14. 토레스 내수 출하량 추이



출처: CARISYOU, SMIC 2팀

그림 3-15. 철강업계 신사업 진행 현황

기업	철강 기존사업	비철강 신사업	비철강 비중
포스코홀딩스	강관 및 강판 등	이차전지 소재, 리튬, 니켈	36%
현대제철	강관 및 강판 등	해상풍력, 차세대 자동차, 에너지	9%
대한제강	강판 등	스마트팜	5%
세아제강지주	강관 등	해상풍력 구조물, 풍력터빈 부품	5%

출처: 언론종합, SMIC 2팀

4. 매출 추정

본 보고서에서는 판재 부문과 건재 및 상품으로 분류하여 매출 추정 진행하였다. 매년 판재부문이 동사 총 매출액의 90%를 웃돌기에, 판재 부문에 속하는 ① 냉연/아연도 강판, ② X-TONE 강판, ③ 석도강판을 중심으로 보다 엄밀한 추정을 위해 각각의 Q(판매량)와 ASP(평균판매단가)를 구분하여 추정하였다. 그러나 동사의 사업보고서에서는 판재부문의 매출액이 따로 구분되지 않아, 동사의 Peer인 동국씨엠의 주요 제품별 ASP와 23년 2분기 동사가 인터뷰에서 공개한 판매량을 통해 각각의 ASP를 산출하여 25년까지의 매출을 추정하였다.

4.1. 판재 부문 매출 추정

동사의 23년 2분기 주요 제품 판매량과 매출액에 기반해 개별 제품군의 ASP를 도출했다. 동사의 Peer인 동국씨엠의 개별 제품군의 내수와 수출 간 ASP 차이를 동일한 비율로 반영하여 동사의 ASP를 추정하였고, 이후 언론보도를 통해 공개된 판매량의 변화와 ASP의 변화를 모두 반영하여 주요 제품의 23년 분기별 매출을 산출하였다.

23년 2분기 판매량 / ASP (추정)				
단위(톤 / 백 만)		판매량	ASP (추정)	개별 매출
① 냉연/아연도 강판	내수	196,000	1.25	245,000
	수출	180,000	1.45	261,000
② 컬러강판	내수	69,000	1.65	113,850
	수출	78,000	1.95	152,100
③ 석도강판	내수	15,000	1.40	21,000
	수출	40,000	1.60	64,000
총판매량		578,000	총매출	856,950

① 냉연/아연도 강판

냉연/아연도강판은 전방의 자동차, 부동산 경기에 큰 영향을 받는다. 따라서 국내 냉연/아연도 판매량은 국내 자동차, 부동산 경기 위축에 따라 24년 두 산업의 평균 전망치인 -1.4%와 25년 -1.1%를 반영하였다. 해외부문은 중국 부동산 부양에 따른 건설업 호황과 지속되는 북미지역 인프라 투자에 의해 24년 1분기, 작년 동기 대비 매출이 18% 증가하였다. 추후 지속적인 매출 성장세가 기대되지만, 보수적 추정을 위해 해외부문의 Q는 24년 1분기 기준으로 Flat 처리하였다.

23년 상반기 동사의 주 원자재 공급사인 POSCO가 원자재 가격을 톤당 5만원씩 총 4회 올리며, 동사의 ASP 역시 상승하였다. 냉연/아연도 판매와 관련하여 동사는 원자재 가격이 상승해도 가격 교섭력을 보유하고 있어, 원자재 가격이 오르면 동사의 판가도 상승하는 구조다. 따라서 올해 역시 국내 냉연/아연도 ASP의 상승이 예상되지만, 전방수요와 보수적 추정의 기초를 종합적으로 고려하여 **절반의 상승분만 반영**하였다. 그러나 해외 냉연/아연도는 탄탄한 수요가 뒷받침되고 있기 때문에 해외 냉연/아연도는 24년, 25년 각각 톤당 10만원의 상승분을 반영해주었다.

냉연/아연도강판 매출 추정 Table

(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E
국내 부문 Q				176,008	196,000	196,000	160,000	728,008	125,000	197,605	197,605	197,605	717,816	709,920
국내 부문 ASP				1.15	1.25	1.25	1.25	1.23	1.35	1.35	1.35	1.35	1.35	1.35
국내 부문 총매출액				202,409	245,000	245,000	200,000	892,409	168,750	266,767	266,767	266,767	969,051	958,392
해외 부문 Q				182,209	180,000	183,000	170,000	715,209	214,500	214,500	214,500	214,500	858,000	858,000
해외 부문 ASP				1.35	1.45	1.45	1.45	1.42	1.55	1.55	1.55	1.55	1.55	1.65
해외 부문 총매출액				245,982	261,000	265,350	246,500	1,018,832	332,475	332,475	332,475	332,475	1,329,900	1,415,700

② X-TONE 강판

국내 X-TONE 강판은 가전향 비율이 높아, 동사의 국내 판매량은 국내 가전시장 성장세에 영향을 받는다. 때문에 동사의 가전 제품 고객사 중 높은 구매 비중을 차지하고 있는 LG전자 가전부

문의의 성장을 전망치를 매출 추정치에 반영하였다. 가전시장 부진에 따라 성장은 둔화되어 보이지만, 컬러강판 가격의 비가역성에 의해 ASP는 감소하지 않게 추정하였다. 해외 X-TONE 강판은 글로벌 컬러강판 시장전망치 4.1%를 반영했고, 분기별로는 직전 3개년도의 계절성을 적용했다.

(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E
국내 부문 Q				60,651	69,000	69,000	60,000	258,651	58,000	54,632	51,460	48,471	212,563	174,687
국내 부문 ASP				1.60	1.65	1.65	1.65	1.64	1.70	1.70	1.70	1.70	1.70	1.70
국내 부문 총매출액				97,042	113,850	113,850	99,000	423,742	98,600	92,874	87,481	82,401	361,357	296,969
해외 부문 Q				70,434	78,000	92,500	92,500	333,434	120,000	71,032	94,710	94,710	356,774	381,749
해외 부문 ASP				1.95	1.95	2.05	2.05	2.01	2.15	2.20	2.26	2.32	2.23	2.46
해외 부문 총매출액				137,346	152,100	189,625	189,625	668,696	258,000	156,537	213,935	219,283	847,755	937,260

③ 석도강판

석도강판은 수출부문에서 성장성이 뚜렷하다. 특히 동남아시아에서는 알루미늄 포장재보다 석도강판 사용 비중이 높으며, 동사 역시 석도강판 수출액의 절반이 동남아시아향으로 발생한다. 이에 따라 동남아시아 석도강판 시장 성장 전망치인 6.6%를 해당 비율에 반영하여 향후 매출을 추정하였다. 내수 시장의 경우 감소 추이를 반영하여 석도강판 매출을 추정하였다.

(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E
국내 부문 Q				19250	15000	15000	15000	64250	12000	11779	11563	11350	46691	43255
국내 부문 ASP				1.25	1.40	1.25	1.25	1.29	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25
국내 부문 총매출액				24,063	21,000	18,750	18,750	82,563	15,000	14,724	14,453	14,187	58,364	54,069
해외 부문 Q				35,750	40,000	48,000	40,000	163,750	45,000	37,246	49,662	37,246	169,154	174,736
해외 부문 ASP				1.50	1.60	1.52	1.52	1.54	1.55	1.56	1.56	1.56	1.56	1.59
해외 부문 총매출액				53,625	64,000	72,960	60,800	251,385	69,750	58,261	77,682	58,261	263,954	277,152

4.2. 건재 및 상품 매출 추정

PEB의 경우 수주 단일 공시가 나오지 않고, 분기별 기납품액을 고려하였을 때 동사의 상품은 수주 납기 기간이 1년이 안 되어, 현재 남아있는 수주잔고를 당해 년도 납품 가능할 것으로 예측하였다. 따라서 보수적으로 24년 1분기에 남아있는 수주잔고를 24년 2~4분기에 안분해주었다. 부산물 판매 및 용역 서비스 역시 매출 비중이 적어 연평균 증가율을 곱하여 안분하였다.

4.3. 배터리팩 매출 추정

가동 지연을 비롯한 여러가지 변수를 고려하여, 보수적으로 배터리팩 매출을 25년부터 인식하였다. 이미 계열사의 수요처와 필요물량이 확보되었기에, 필요 물량 5만대에 중형 EV의 ASP/kwh 169,000을 반영하여 25년 매출에 추가로 가산해주었다.

추가로, 동사는 자회사와 사업을 함께 영위하는 특성을 갖고 있어 내부거래매출을 제거해주어야 한다. 하지만 과거 추이를 볼 때 내부매출 거래의 비중이 일정하지 않고, 그에 따라 합리적인 추정이 불가능하여 과거 4개년, 총매출액 중 내부거래가 차지하는 비중을 Average하여 24년과 25년에 적용해주었다.

(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E
순매출액	2,342,443	3,354,789	3,819,689					3,429,848	818,568	955,715	1,023,236	1,004,809	3,802,328	4,582,260
YoY / QoQ (%)								-10.21%					10.86%	20.51%
(1) 판매부문	2,530,614	3,276,363	3,709,124	760,467	856,950	905,535	814,675	3,354,223	943,097	921,639	992,793	973,375	3,830,904	3,939,541
① 냉연/아연도강판				448,391	506,000	510,350	446,500		501,225	599,242	599,242	599,242	2,299,229	2,374,092
② X-TONE 강판				234,388	265,950	303,475	288,625		356,600	249,412	301,416	301,684	1,209,310	1,234,228
③ 석도강판				77,688	85,000	91,710	79,550		84,750	72,985	92,135	72,448	322,366	331,221
(2) 건재 및 상품	117,544	120,917	200,463					268,722	74,050	85,502	85,502	85,502	330,555	466,784
① PEB	53,362	39,339	63,751					68,022	7,776	9,765	9,765	9,765	37,071	37,623
② 부산물판매 및 용역 서	64,182	81,578	136,712					200,700	66,274	75,737	75,737	75,737	293,484	429,161
(3) 배터리팩														422,500
총 매출액	2,648,158	3,397,280	3,909,587					3,622,945	1,017,147	1,007,141	1,078,295	1,058,877	4,161,459	4,828,825
내부매출 제거	(305,715)	(42,491)	(89,898)					(193,097)	(198,579)	(51,426)	(55,059)	(54,067)	(359,131)	(246,565)

5. Valuation - PBR Method (with EV/EBITDA Method)

5.1. 비용 추정

(1) 매출원가 및 판매비와관리비 추정

매출원가 및 판매비와관리비 추정										
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E
매출액	2,342,444	3,354,789	3,819,689	3,429,848	818,568	955,715	1,023,236	1,004,809	3,802,328	4,582,260
YoY / QoQ (%)	-3.53%	43.22%	13.86%	-10.21%	-2.35%	16.75%	7.06%	-1.80%	10.86%	20.51%
매출원가	2,132,673	2,958,022	3,373,819	3,030,106	738,635	845,034	901,616	887,614	3,372,899	4,035,108
매출원가율 (%)	91.04%	88.17%	88.33%	88.35%	90.24%	88.42%	88.11%	88.34%	88.71%	88.06%
원재료비	1,717,034	2,498,172	2,828,829	2,488,953	587,466	686,236	735,085	722,209	2,730,996	3,295,157
% of sales	73.30%	74.47%	74.06%	72.57%	71.77%	71.80%	71.84%	71.88%	71.82%	71.91%
종업원급여	68,799	70,693	72,605	109,532	30,062	29,972	29,882	29,792	119,708	125,128
% of sales	2.94%	2.11%	1.90%	3.19%	3.67%	3.14%	2.92%	2.96%	3.15%	2.73%
유무형자산상각비	55,384	58,517	39,213	41,561	9,659	11,197	10,484	10,847	42,186	45,850
% of sales	2.36%	1.74%	1.03%	1.21%	1.18%	1.17%	1.02%	1.08%	1.11%	1.00%
운반하역비	44,029	68,390	115,032	63,688	17,982	20,183	20,739	20,241	79,144	92,304
% of sales	1.88%	2.04%	3.01%	1.86%	2.20%	2.11%	2.03%	2.01%	2.08%	2.01%
외주가공비	97,700	97,194	115,922	126,004	30,245	31,779	35,119	35,485	132,628	161,823
% of sales	4.17%	2.90%	3.03%	3.67%	3.69%	3.33%	3.43%	3.53%	3.49%	3.53%
전력수도비	114,549	122,481	153,463	181,195	48,122	53,337	57,105	56,077	214,641	255,729
% of sales	4.89%	3.65%	4.02%	5.28%	5.88%	5.58%	5.58%	5.58%	5.64%	5.58%
기타비용	35,177	42,575	48,755	19,171	15,099	12,330	13,201	12,963	53,594	59,118
% of sales	1.50%	1.27%	1.28%	0.56%	1.84%	1.29%	1.29%	1.29%	1.41%	1.29%
판매비와관리비	98,992	99,855	105,518	119,332	27,808	30,288	31,879	31,443	121,418	141,262
판매비율 (%)	4.23%	2.98%	2.76%	3.48%	3.40%	3.17%	3.12%	3.13%	3.19%	3.08%
종업원급여	18,056	22,042	21,211	22,123	5,186	5,170	5,155	5,139	20,651	21,586
% of sales	0.77%	0.66%	0.56%	0.65%	0.63%	0.54%	0.50%	0.51%	0.54%	0.47%
퇴직급여	2,527	1,771	1,458	1,240	387	417	422	423	1,648	1,995
% of sales	0.11%	0.05%	0.04%	0.04%	0.05%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%
유무형자산상각비	2,766	2,987	3,228	4,027	1,040	1,070	1,001	1,036	4,147	4,380
% of sales	0.12%	0.09%	0.08%	0.12%	0.13%	0.11%	0.10%	0.10%	0.11%	0.10%
경상개발비	1,865	2,039	2,112	1,996	466	552	591	581	2,191	2,649
% of sales	0.08%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%
증명감사수수료	5,414	5,315	7,128	9,313	2,223	2,139	2,291	2,249	8,902	10,257
% of sales	0.23%	0.16%	0.19%	0.27%	0.27%	0.22%	0.22%	0.22%	0.23%	0.22%
운반하역비	41,428	41,003	44,173	50,738	11,961	13,548	14,505	14,244	54,258	64,956
% of sales	1.77%	1.22%	1.16%	1.48%	1.46%	1.42%	1.42%	1.42%	1.43%	1.42%
기타판매비와관리비	26,936	24,698	26,209	29,894	6,545	7,391	7,913	7,771	29,621	35,438
% of sales	1.15%	0.74%	0.69%	0.87%	0.80%	0.77%	0.77%	0.77%	0.78%	0.77%

매출원가 및 판매비와관리비의 경우 ① 원재료비, ② 종업원급여, ③ 감가상각비를 중심으로 엄밀히 추정하였다. 외주가공비의 경우 대부분을 차지하는 비용이 제품 판매량과 비례하는 포장비이다. 따라서 변동비적 성격이 강할 것으로 판단되나, 22년 이후 꾸준히 소폭 증가하는 경향을 보인다. 이는 동사가 최근 추가 인력 채용을 진행하지 않고 있음에서 기인하는 것으로 판단되어, 증가 추이를 반영하기 위해 외주가공비의 매출액 대비 비중을 3개년 Moving AVG 처리해주었다.

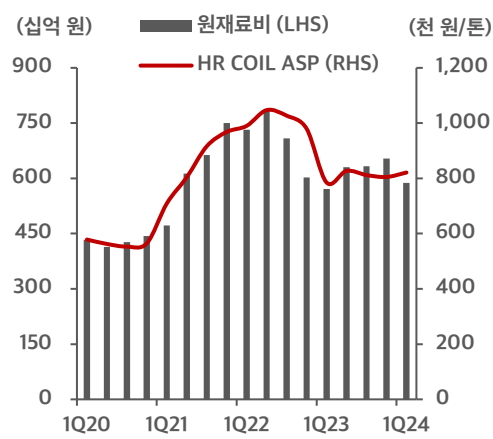
전력수도비는 본질적으로 생산 실적과 연동되는 변동비적 성격의 계정이나, 23년 이후 매출액 대비 비중이 증가한 것을 확인할 수 있다. 이는 23년 하반기에 산업용 전기료의 가격이 kWh당 10.6원 가량 인상된 효과가 반영된 것으로 추정된다. 향후 단기적으로는 산업용 전기료의 추가 인상 모멘텀이 부재하다는 점을 고려하여, 23년 이후 매출액 대비 전력수도비 비중을 AVG하여 FLAT해주었다. ③ 감가상각비의 경우 별도 추정 후 안분 비율을 산정하여 매출원가와 판매비와관리비로 안분해주었으며, 상세 추정 내역은 [Appx. 3]에 첨부해두었다. 그 외 기타 계정은 변동비와 고정비로 분류하여 매출 연동, AVG, Moving AVG 및 FLAT 처리하여 엄밀히 추정해주었다.

① 원재료비

원재료비는 동사 매출원가 중 가장 큰 비중을 차지하는 계정으로, 원재료비의 매출액 대비 비중은 매년 70~75% 범위 내에서 변동한다. 또한, 동사 **전체 원재료 중 80% 이상을 차지하는 주요 원재료는 HR COIL (열연 강판)**이다. 이에 열연 강판 ASP와 동사의 원재료비는 동행하는 추이를 보이며, 20년 이후 분기별 원재료비와 열연 강판 ASP 간 회귀분석 결과 R스퀘어는 0.89로 매우 높은 수준이다. 열연 강판의 원재료가 철광석이라는 점을 고려하면, **향후 동사의 원재료비를 추정하는 데 있어 중요하게 고려해야 할 지표는 철광석 가격 추이**라는 결론을 내릴 수 있다.

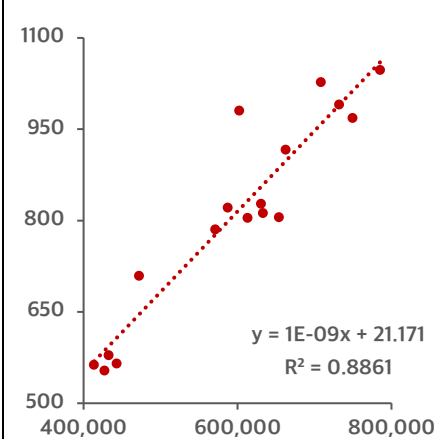
통상적으로 철광석 가격과 열연 강판 가격 사이에는 Lagging이 거의 존재하지 않아, **철광석 가격 상승은 곧바로 열연 강판 가격에 반영되는** 경향이 관찰된다. 중국 경기 회복에 대한 기대감이 가시화됨에 따라 24년 4월을 기점으로 철광석의 현물가와 선물가 모두 반등을 시작했으며, 시장 컨센서스상 향후에도 완만한 상승세가 전망된다. 이에 2Q24부터 철광석 가격의 반등이 곧장 원재료비 상승에 반영될 것으로 판단하여, 보수적 추정을 위해 **과거 4개년의 매출액 대비 원재료비 비중 밴드 내에서 점진적으로 원재료비 비중 증가** 처리하여 원재료비를 추정해주었다.

그림 5-1. 원재료비, 열연 강판 ASP 추이



출처: DART, SMIC 2팀

그림 5-2. 원재료비-열연 강판 P 회귀



출처: DART, SMIC 2팀

그림 5-3. 철광석 현물가 추이



출처: 한국자원정보서비스, SMIC 2팀

② 종업원급여

종업원급여의 경우 종업원 수와 인당 급여를 곱하여 추정하였다. 종업원 수는 최근 동사가 신규 인력 채용을 진행하지 않는 동시에 인력 절감을 진행 중인 추이가 관찰되며, 사측에서도 비용 효율화를 추진하고 있음을 고려하여 24년까지 감소 추이 반영하여 추정해주었다. 인당 급여는 24년의 경우 1Q24 기준으로 FLAT, 25년의 경우 과거 예외적으로 인당 급여의 변동폭이 확대된 시기를 제외하고 20~23년 분기평균 급여 증가율을 반영하여 추정 진행하였다. 이후 매출원가 및 판관비 비율을 산정하여 안분 진행하였으며, 상세 종업원급여 추정 내역은 다음과 같다.

종업원급여 추정										
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E
매출액	2,342,444	3,354,789	3,819,689	3,429,848	818,568	955,715	1,023,236	1,004,809	3,802,328	4,582,260
종업원급여 합계	86,855	92,735	93,816	131,655	35,248	35,142	35,037	34,932	140,359	146,713
매출원가	68,799	70,693	72,605	109,532	30,062	29,972	29,882	29,792	119,708	125,128
판매비와관리비	18,056	22,042	21,211	22,123	5,186	5,170	5,155	5,139	20,651	21,586
종업원 수	1,116	1,140	1,139	1,140	1,117	1,114	1,110	1,107	1,107	1,107
인당 급여	78	81	82	115	32	32	32	32	126	133
매출원가 비율 (%)	79.21%	76.23%	77.39%	83.20%	85.29%	85.29%	85.29%	85.29%	85.29%	85.29%
판관비 비율 (%)	20.79%	23.77%	22.61%	16.80%	14.71%	14.71%	14.71%	14.71%	14.71%	14.71%

(2) 영업외손익 추정

영업외손익 추정										
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E
영업외손익	(43,358)	(54,650)	46,524	31,067	(43,480)	(9,136)	(8,116)	(7,297)	(68,030)	(30,767)
기타손익	(2,455)	(2,420)	110,008	5,744	220	230	684	1,221	2,355	3,964
잡손익	(9,120)	1,618	2,813	2,251	492	598	528	539	2,157	2,210
유무형자산관련손익	6,923	(2,991)	107,404	(1,857)	(272)	(368)	157	681	198	1,755
기타손익	(257)	(1,047)	(208)	5,350	-	-	-	-	-	-
금융손익	(40,903)	(52,230)	(63,484)	25,323	(43,700)	(9,366)	(8,801)	(8,518)	(70,385)	(34,731)
이자손익	(41,005)	(37,849)	(38,546)	(38,050)	(7,976)	(7,976)	(7,976)	(7,976)	(31,905)	(31,711)
외환차손익	(3,378)	(8,286)	(20,898)	(6,112)	3,598	-	-	-	3,598	-
외화환산손익	3,739	(1,276)	7,195	2,897	(142)	-	-	-	(142)	-
당기손익-공정가치측정평가손익	-	-	897	70,913	(36,157)	-	-	-	(36,157)	-
기타금융손익	(259)	(4,819)	(12,132)	(4,325)	(3,023)	(1,390)	(824)	(542)	(5,778)	(3,020)

영업외손익의 경우 성격상 대응되는 계정은 상계하여 손익 개념으로 추정하였다. 이자손익의 경우 이자부자산, 이자부부채를 바탕으로 이자수익과 이자비용의 유효이자율을 산출한 후, 이를 반영하여 추정해주었다. 특히 이자수익의 경우, 19년 워크아웃 종결 직후 장부상 자산의 변동이 심했던 20~21년은 유효이자율 추정에서 배제하였다. 상세 추정 내역은 [Appx.2]에 첨부해두었다.

이자부자산 유효이자율										
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E
기말 이자부자산	6,404	30,392	247,406	377,944	283,885	283,885	283,885	283,885	283,885	283,885
이자수익	547	265	5,547	10,620	3,084	3,084	3,084	3,084	12,335	8,892
유효이자율 (%)	8.54%	0.87%	2.24%	2.81%	1.09%	1.09%	1.09%	1.09%	4.35%	3.13%

이자부부채 유효이자율										
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E
기말 이자부부채	904,060	1,141,371	1,023,868	929,129	908,329	908,329	908,329	908,329	908,329	908,329
이자비용	41,552	38,114	44,093	48,670	11,060	11,060	11,060	11,060	44,240	40,604
유효이자율 (%)	4.60%	3.34%	4.31%	5.24%	1.22%	1.22%	1.22%	1.22%	4.87%	4.47%

또한, 동사의 매출 구조상 수출이 차지하는 비중이 높은 만큼 외환차손익, 외화환산손익 등 외환 관련 손익이 꾸준히 발생하는 경향이 관찰되지만, 이는 합리적 추정이 어려운 계정이라는 점을 고려하여 0 FLAT하여 추정해주었다. 이외 기타손익 및 금융손익 계정의 경우, 합리적 추정이 불가하거나 금액적 중요성이 낮은 계정에 대해 0 FLAT 및 AVG 처리하여 추정 진행하였다.

(3) 법인세비용 추정

법인세비용은 23년 개정 과세표준 및 한계세율을 적용하여 추정하였다. 과세구간별 법인세율에 기반해 추정한 상세 내역은 다음과 같다. 추가적으로, 추정 자본변동표는 [Appx.6]에 첨부하였다.

법인세비용 추정							
(단위: 백만 원)		2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E	구간법인세율
과세구간	2억원 이하	200	200	200	200	200	9.00%
	2억원~200억원	19,800	19,800	19,800	19,800	19,800	19.00%
	200억원 초과	51,284	61,652	58,483	220,087	355,251	21.00%
과세구간별 법인세	2억원 이하	18	18	18	18	18	
	2억원~200억원	3,762	3,762	3,762	3,762	3,762	
	200억원 초과	10,770	12,947	12,281	46,218	74,603	
최종법인세	합계	14,550	16,727	16,061	49,998	78,383	
	지방세	1,455	1,673	1,606	5,000	7,838	
	법인세비용	16,005	18,400	17,668	54,998	86,221	

(4) 최종 손익계산서 Table

상기 매출 추정 및 비용 추정 과정을 통해 산출된 최종 손익계산서 Table은 다음과 같다.

추정 손익계산서										
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E
매출액	2,342,444	3,354,789	3,819,689	3,429,848	818,568	955,715	1,023,236	1,004,809	3,802,328	4,582,260
YoY / QoQ (%)	-3.53%	43.22%	13.86%	-10.21%	-2.35%	16.75%	7.06%	-1.80%	10.86%	20.51%
매출원가	2,132,673	2,958,022	3,373,819	3,030,106	738,635	845,034	901,616	887,614	3,372,899	4,035,108
매출총이익	209,771	396,767	445,870	399,743	79,933	110,681	121,620	117,195	429,429	547,152
GPM (%)	8.96%	11.83%	11.67%	11.65%	9.76%	11.58%	11.89%	11.66%	11.29%	11.94%
판매비와관리비	98,992	99,855	105,518	119,332	27,808	30,288	31,879	31,443	121,418	141,262
영업이익	110,779	296,912	340,352	280,411	52,125	80,394	89,740	85,752	308,011	405,891
OPM (%)	4.73%	8.85%	8.91%	8.18%	6.37%	8.41%	8.77%	8.53%	8.10%	8.86%
금융손익	(40,903)	(52,230)	(63,484)	25,323	(43,700)	(9,366)	(8,801)	(8,518)	(70,385)	(34,731)
기타손익	(2,455)	(2,420)	110,008	5,744	220	230	684	1,221	2,355	3,964
지분법손익	24	(4)	164	246	12	26	28	28	105	127
법인세비용차감전순이익	67,446	242,258	387,040	311,723	8,657	71,284	81,652	78,483	240,087	375,251
법인세비용	552	51,550	(147,724)	76,501	5,351	16,005	18,400	17,668	54,998	86,221
당기순이익	66,893	190,708	534,764	235,222	3,307	55,280	63,253	60,815	185,089	289,030
NPM (%)	2.86%	5.68%	14.00%	6.86%	0.40%	5.78%	6.18%	6.05%	4.87%	6.31%
지배기업소유주지분	66,811	190,951	536,001	234,352	4,009	55,280	63,253	60,815	185,732	289,030
비지배지분	82	(243)	(1,238)	870	(703)	18	21	20	(643)	96

I/S상 눈에 띄는 점은 비교적 NPM의 변동폭이 크다는 점이다. 이는 동사 매출 구조상 수출 비중이 높은 만큼 환율 변동에 민감하다는 특성에서 기인하는데, 환율 변동에 따른 ① 외환차손익 및 외화환산손익의 변동, ② 당기손익-공정가치측정금융자산평가손익의 변동의 규모가 커 순이익단에 유효한 영향을 미친다. 특히, 1Q24의 경우 비화폐성 금융자산/부채로부터 발생한 외환 차이가 공정가치 변동손익으로 인식됨에 따라 당기손익-공정가치측정금융자산평가손익 변동폭이 확대되어 당기순이익이 급감했는데, 최근 4개년간 동사가 큰 폭의 당기손익-공정가치측정금융자산평가손실을 인식한 것은 당분기가 처음이라는 점에서 일회성 손실에 해당한다고 판단된다.

또한, 1Q24를 제외하면, 비지배지분 당기순이익이 매년 (-)0.2~(+0.4% 범위 내 일정하게 유지됨을 확인할 수 있다. 이에 더해 동사가 주요 종속기업 중 90.35%의 지분을 보유한 KG Steel Thailand를 제외하면 모두 100%의 지분을 보유하고 있음을 종합적으로 고려하여, 20~23년 당기순이익 대비 비지배지분의 평균 비중인 0.03%를 토대로 비지배지분 순이익을 추정해주었다.

5.2. Valuation - Peer PBR Method

(1) Why PBR Method?

철강업은 공장, 전기로, 열연 등에 기반해 운영되는 자본집약적 산업이며, 동시에 글로벌 철강 수요, 원재료 가격, 환율 등의 매크로 변수에 의해 직접적으로 영향을 받는 사이클 산업이다. 앞서 투자포인트를 통해 규명한 바와 같이, 동사는 ① 단기적으로 컬러강판 수출 비중 증가, ② 장기적으로 중국 경기 회복에 따른 철강 업황의 반등에 힘입어 견조한 이익 성장을 지속할 수 있을 것이라 판단된다. 이러한 동사의 가치를 가장 잘 반영할 수 있는 Valuation Method는 PBR Method이다. PBR Method는 ROE, 즉 순자산 대비 이익 창출 능력을 합리적으로 반영할 수 있는 Valuation Method이며, 이에 더해 다수 시장 참여자들이 PBR Multiple의 관점에서 동사의 적정가치를 평가한다는 점 또한 Valuation Method 선정이 합리적이라는 데 당위성을 더한다.

(2) Why Not Historical PBR?

Target Multiple을 제시하기에 앞서 **PBR Multiple의 함의**를 짚고 넘어가도록 한다. 현 시점의 PBR Multiple은 해당 기업과 동일한 순자산을 갖추기 위한 투자금이 향후 얼마의 가치를 산출할 수 있을지에 대한 현재 시장의 기대를 의미한다. 더 나아가, 특정 시점의 목표주가를 산출할 때 반영되는 Target PBR Multiple에는 기업이 현재와 같은 수준의 ROE를 향후에도 유지할 수 있다는 가정하에, **기대 수익률 이상으로 창출할 것으로 예상되는 ROE에 대한 기대가 반영되어 있다.**

따라서 동사가 동일 업종 내 오랜 업력을 보유한 기업이라는 점에 집중한다면, 과거 사이클상 특정 시점의 PBR을 차용하는 것이 합리적으로 생각될 수 있다. 그러나 **워크아웃 및 KG그룹 편입을 기점으로 동사의 자본 구조와 이익체력은 현저히 달라졌기에**, 과거 사이클을 고려하여 특정 시기의 Multiple을 산출하는 것은 합리적 Valuation을 방해한다. 구체적 근거는 다음과 같다.

① 15~19년 워크아웃 이전 시기: KG그룹 계열사 편입 이후 **변화한 동사의 자본 구조를 합리적으로 반영하기 어렵다**는 점에서, 해당 시기의 Multiple을 차용하는 것은 그 의미가 퇴색된다. 동사는 09년 전기로 시설 투자를 기점으로 순차입금이 빠르게 증가했고, 이에 부채가 과도하게 증가하면서 워크아웃에 돌입했다. 당시는 BPS가 음수를 기록하여 PBR이 마이너스인 구간이 지속되었을 만큼 자본 구조가 열악했으나, 현재는 부채비율이 70.4% 수준까지 감소하며 재무 구조가 정상화되었음을 고려한다면, 해당 시기 Multiple 부여로는 동사의 미래를 온전히 평가할 수 없다.

② 19년 워크아웃 종결 이후 시기: 자본구조가 빠르게 정상화되는 과정에서 **장부 변동성이 컸기에, 해당 시기의 Multiple을 부여하는 것 또한 적절하지 않다.** 또한, Historical PBR 방식의 목적은 사이클을 온전히 반영하는 것인데, 해당 시기 내에서 목표주가 산출 시점인 25년과 유사한 상황으로 판단되는 기간이 부재하다는 점에서 Historical Multiple은 적절하지 않다고 판단했다.

(3) Target Multiple 선정

국내 철강 업체 5사 Peer Group (대한제강, 동국제강, 한국철강, 세아제강, 세아제강지주)의 PBR(TTM) 평균 0.41x를 Target PBR Multiple로 제시한다. 본 보고서의 초반부부터 줄곧 강조해 온 바와 같이 현재 시장 일각에서 동사에게 제기하는 실적과 수익성에 대한 우려는 다소 과도한 측면이 있다고 판단하며, 더 나아가 동사는 이익을 지속적으로 창출할 수 있는 역량을 갖추었다.

이에 **동사와 유사한 수준의 ROE를 보유하는 동일 업종 내 기업들의 평균 Multiple을 제시함으로써, 철강 산업의 높은 ROE에 대해 시장에서 부여하는 기대감을 동사의 내재가치를 평가하는 과정에 합리적으로 반영하고자 하였다.** 실제로 업황 부진에도 불구하고 동사가 고수익 제품 포트폴리오의 수출 비중 확대를 통해 중장기적으로 꾸준한 수익성 증진을 이뤄내고 있다는 점을 고려하면, **동사 Valuation 과정에서 업계 평균 수준 PBR을 부여하는 것은 합리적이라 판단한다.**

5.3. 목표주가 및 투자의견

상기 논의를 종합하여 2025E BPS 23,647원에 Target PBR 0.41x를 적용한
목표주가 9,600원, 상승여력 41%로 투자의견 Buy를 제시한다.

			Valuation - PBR Method (2025E)	
	PBR(TTM)	ROE(TTM)	지배지분 기말자본 (백만 원)	2,366,035
			유통가능주식수 (주)	100,055,019
			2025E BPS (원)	23,647
			Target PBR Multiple	0.41x
			ROE (%)	13.0%
			목표주가 (원)	9,600
			현재주가 (원)	6,790
			상승여력	41%
대한제강	0.30x	9.88%		
동국제강	0.35x	8.68%		
한국철강	0.49x	8.26%		
세아제강	0.39x	12.47%		
세아제강지주	0.54x	17.18%		

5.4. 보조 Valuation - EV/EBITDA Method

자본집약적 산업인 동시에 사이클 산업인 철강 기업에 대하여 PBR Method를 사용하는 것이 일반적이지만, 동사의 경우 워크아웃 종결 이후 장부 변동이 컸다는 점을 고려하여, 앞선 PBR Valuation을 통해 도출된 동사 가치에 대한 확신을 더하기 위해 EV/EBITDA Method를 보조 Valuation으로 제시한다. EV/EBITDA 방식을 통한 기업 가치 평가는 재무 구조에 의한 가치 평가 왜곡을 최소화할 수 있다는 점에서, 해당 방식을 활용하여 동사 가치를 재차 검증하는 것은 상기 목표주가에 타당성을 더할 수 있다고 판단한다. 추정 EBITDA Table은 다음과 같다.

추정 EBITDA Table										
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E
매출액	2,342,444	3,354,789	3,819,689	3,429,848	818,568	955,715	1,023,236	1,004,809	3,802,328	4,582,260
YoY/ QoQ (%)	-3.53%	43.22%	13.86%	-10.21%	-2.35%	16.75%	7.06%	-1.80%	10.86%	20.51%
매출원가	2,132,673	2,958,022	3,373,819	3,030,106	738,635	845,034	901,616	887,614	3,372,899	4,035,108
매출총이익	209,771	396,767	445,870	399,743	79,933	110,681	121,620	117,195	429,429	547,152
GPM (%)	8.96%	11.83%	11.67%	11.65%	9.76%	11.58%	11.89%	11.66%	11.29%	11.94%
판매비와관리비	98,992	99,855	105,518	119,332	27,808	30,288	31,879	31,443	121,418	141,262
영업이익	110,779	296,912	340,352	280,411	52,125	80,394	89,740	85,752	308,011	405,891
OPM (%)	4.73%	8.85%	8.91%	8.18%	6.37%	8.41%	8.77%	8.53%	8.10%	8.86%
EBITDA	168,929	358,416	382,792	325,999	62,824	92,660	101,226	97,635	354,345	456,121
유무형자산상각비	58,150	61,504	42,441	45,588	10,699	12,266	11,485	11,883	46,334	50,230

Valuation - EV/EBITDA Method (2025E)	
2025E EBITDA (백만 원)	456,121
Target EV/EBITDA	3.68x
Target EV	1,676,244
총차입금	908,329
현금성자산	175,878
순차입금	732,451
목표시가총액	943,793
발행주식총수 (주)	100,062,282
목표주가 (원)	9,432
현재주가 (원)	6,790
상승여력	39%

Target EV/EBITDA Multiple로는 앞서 언급한 Peer들의 24m fwd. EV/EBITDA 평균값 3.68x를 제시한다. 동사의 2025E EBITDA 456,121백만 원에 Target EV/EBITDA 3.68x를 곱해 산출된 목표주가는 9,432원으로, PBR Valuation의 결과값과 약 1.7%의 괴리율을 지닌다. 이에, 앞서 제시한 주가가 개별 기업의 재무 구조의 영향을 배제하고도 합리적인 범위 내에서 설명됨을 수치적으로 확인한 바, PBR Valuation으로 산출한 9,600원을 동사의 최종 목표 주가로 제시한다.

본 보고서에서 줄곧 강조해온 바와 같이 동사는 시장에서 제기하는 철강 업황의 부진에 대한 우려에도 불구하고, 펀더멘털의 측면에서 **중장기적으로 견조한 실적을 창출할 수 있는 이익 체력**을 보유했다. 성장 가시성이 밝은 **컬러강판 부문에서 강력한 경쟁력에 기반하여 수익성의 증진**을 이끌어내고 있음은 물론, 중장기적 관점에서 **글로벌 철강 업황 사이클이 회복될 수 있는** 운곽도 드러나고 있다. 이에 더해, KG그룹 내 시너지 창출을 목표로 동사가 추진 중인 **배터리팩 사업이 가져다줄 증익까지** 고려한다면, 현재 동사가 내재가치 대비 저평가 받고 있음은 자명하다.

6. Appendix

Appx 1. 재무상태표 및 현금흐름표

연결재무상태표					
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24
자산	2,257,721	2,771,098	3,051,507	3,195,514	3,192,245
유동자산	649,202	1,123,225	1,016,802	1,193,244	1,239,831
현금및현금성자산	20,240	67,870	73,835	110,314	175,878
매출채권	261,254	366,735	331,030	318,065	336,933
계약자산	3,380	3,134	8,388	3,067	4,273
기타수취채권	6,615	1,238	2,938	47,677	22,710
선급비용	3,867	4,401	5,480	4,576	7,048
기타유동자산	31,958	16,039	27,693	13,589	28,081
당기법인세자산	589	810	26,748	899	939
재고자산	315,312	661,775	461,558	487,009	492,785
당기손익-공정가치측정금융자산	-	-	62,969	143,572	95,609
상각후원가측정금융자산	-	961	-	-	40,000
기타금융자산	4,298	254	263	63,859	35,574
파생상품자산	1,052	8	993	616	-
매각예정비유동자산	638	-	14,908	-	-
비유동자산	1,608,519	1,647,873	2,034,705	2,002,271	1,952,414
당기손익-공정가치측정금융자산	2,080	29,131	124,565	170,496	112,653
관계기업투자주식	5,822	5,805	5,709	5,868	2,606
투자부동산	129,107	128,921	147,606	147,606	148,934
유형자산	1,425,336	1,430,774	1,450,949	1,464,688	1,468,363
무형자산	3,769	5,316	6,158	9,590	9,643
사용권자산	16,858	13,171	10,475	15,949	15,260
장기매출채권	7,654	7,625	8,076	8,233	8,556
기타수취채권	2,383	2,312	119,997	144,566	146,211
기타금융자산	27	45	59,610	18	48
확정급여자산	-	-	18,952	12,547	11,317
이연법인세자산	15,484	24,773	82,608	22,709	28,821
부채	1,285,017	1,620,935	1,361,342	1,304,938	1,318,377
유동부채	475,989	815,570	648,410	626,542	628,963
매입채무	223,051	262,439	242,204	277,765	287,430
단기차입금	191,357	429,562	312,904	213,145	215,946
유동성장기차입금	775	-	600	43,482	16,424
선수금	5,171	4,238	5,353	2,685	3,316
계약부채	5,833	5,257	11,325	4,454	6,337
미지급금	14,888	26,917	30,710	38,178	33,582
미지급비용	18,246	24,741	32,718	31,139	22,751
당기법인세부채	5,295	51,256	1,228	4,596	8,106
기타유동부채	4,785	4,670	4,904	5,296	28,020
파생상품부채	-	-	759	-	1,295
리스부채	6,587	6,491	5,705	5,802	5,756
비유동부채	809,028	805,364	712,933	678,395	689,414
장기차입금	576,351	578,550	579,434	536,629	540,651
사채	110,235	112,888	115,666	118,232	118,979
확정급여부채	12,967	9,161	381	1,048	1,589
이연법인세부채	82,986	82,666	-	-	6,705
기타비유동부채	7,734	8,219	7,539	10,648	10,916
리스부채	18,755	13,880	9,558	11,838	10,573
장기선수금	-	-	355	-	-
자본	972,704	1,150,164	1,690,165	1,890,576	1,873,868
지배기업소유주지분	972,105	1,150,418	1,690,749	1,890,339	1,874,507
자본금	555,311	555,311	555,311	555,311	555,311
자본잉여금	343,378	343,378	343,378	331,785	331,785
기타포괄손익누계액	1,451	2,206	4,069	4,138	4,311
기타자본항목	41	41	41	41	41
이익잉여금	71,924	249,483	787,950	999,064	983,059
비자배지분	599	(255)	(585)	238	(639)
자본및부채총계	2,257,721	2,771,098	3,051,507	3,195,514	3,192,245

연결현금흐름표					
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24
영업활동으로인한현금흐름	130,046	(47,201)	478,703	373,773	34,441
영업활동에서 창출(사용)된 현금흐름	130,387	(34,126)	545,737	348,860	33,598
당기손익	66,893	190,708	534,764	235,222	3,307
조정	103,675	185,273	(152,261)	94,419	65,054
영업활동으로인한 자산부채의 변동	(40,182)	(410,107)	163,234	19,219	(34,763)
이자수취	723	571	5,101	9,338	1,362
배당금의 수취	7	5	67	128	2
법인세의 환급(납부)	(1,071)	(13,651)	(72,201)	15,447	(521)
투자활동으로인한현금흐름	28,383	(92,502)	(317,490)	(166,070)	68,966
기타유동금융자산의 증가	(1,354)	-	-	(6,346)	(4,442)
기타유동금융자산의 감소	25,079	4,160	-	2,103	32,992
매각예정자산의 처분	70,000	630	-	18,294	-
당기손익-공정가치측정금융자산 취득	(126)	(27,045)	(157,103)	(476,573)	(69,974)
당기손익-공정가치측정금융자산 처분	1,823	-	-	419,815	139,623
상각후원가측정금융자산(유동) 취득	-	(961)	-	-	(40,000)
상각후원가측정금융자산(비유동) 취득	-	(2,005)	961	-	-
상각후원가측정금융자산(비유동) 취득	-	(2,000)	-	-	-
유형자산의 취득	(65,078)	(68,933)	(31,722)	(44,630)	(18,283)
유형자산의 처분	56	3	42,895	7,053	26,869
무형자산의 취득	(434)	(257)	(5,057)	(2,531)	(277)
무형자산의 처분	395	-	-	-	-
기타유동수취채권의 증가	-	(66)	(3,220)	(62,816)	-
기타유동수취채권의 감소	-	-	1,248	12,843	366
기타비유동수취채권의 증가	-	(41)	(152,178)	(25,570)	(2)
기타비유동수취채권의 감소	(459)	22	79,469	1,848	-
기타비유동금융자산의 증가	(80)	(19)	(60,781)	-	(31)
기타비유동금융자산의 감소	360	-	1	-	-
기타유동부채의 증가(감소)	-	-	2,033	-	-
관계기업투자주식의 취득	(500)	-	-	-	-
사업양수대금의 지급	(1,300)	-	-	-	-
투자부동산의 취득	-	-	(34,945)	(122)	-
연결범위의 변동	-	-	910	(9,439)	2,125
재무활동으로인한현금흐름	(201,359)	186,500	(157,212)	(171,678)	(38,191)
단기차입금의 순증감	(154,468)	236,075	(100,149)	(97,800)	(662)
유동성장기차입금의 상환	(3,070)	(764)	(556)	(817)	(28,743)
장기차입금의 차입	-	-	22,868	-	-
장기차입금의 상환	(2,973)	(12,906)	(37,381)	(19,932)	-
사채의 상환	-	-	-	(362)	-
유동성사채의 상환	(10,000)	-	-	-	-
리스부채의 상환	(5,017)	(5,064)	(5,454)	(6,382)	(1,516)
이자지급	(25,832)	(20,832)	(26,531)	(31,366)	(7,066)
배당금의 지급	-	(10,008)	(10,008)	(15,011)	(62)
출자금의 배분	-	-	-	(9)	(140)
현금및현금성자산의 순증감	(42,931)	46,797	4,001	36,024	65,217
기초 현금및현금성자산	63,386	20,240	67,870	73,843	110,314
외화표시 현금및현금성자산 환율변동 효과	(216)	833	1,964	447	347
기말 현금및현금성자산	20,240	67,870	73,835	110,314	175,878

Appx 2. 이자손익 추정

이자부자산 유효이자율										
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E
기말 이자부자산	6,404	30,392	247,406	377,944	283,885	283,885	283,885	283,885	283,885	283,885
이자수익	547	265	5,547	10,620	3,084	3,084	3,084	3,084	12,335	8,892
유효이자율 (%)	8.54%	0.87%	2.24%	2.81%	1.09%	1.09%	1.09%	1.09%	4.35%	3.13%

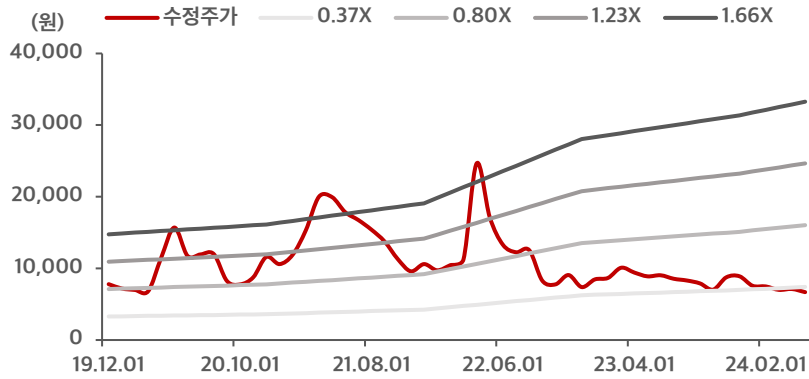
이자부부채 유효이자율										
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E
기말 이자부부채	904,060	1,141,371	1,023,868	929,129	908,329	908,329	908,329	908,329	908,329	908,329
이자비용	41,552	38,114	44,093	48,670	11,060	11,060	11,060	11,060	44,240	40,604
유효이자율 (%)	4.60%	3.34%	4.31%	5.24%	1.22%	1.22%	1.22%	1.22%	4.87%	4.47%

Appx 3. 유형자산감가상각비 추정

유형자산감가상각비 추정										
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E
기초장부가액	1,543,154	1,425,335	1,430,774	1,450,949	1,464,688	1,468,363	1,470,880	1,474,138	1,477,020	1,485,677
토지	1,113,918	989,164	989,096	989,192	993,636	993,574	993,534	993,483	993,432	993,290
건물	103,112	92,656	106,806	117,250	116,539	114,214	114,820	113,961	113,834	113,455
구축물	49,550	44,702	55,946	53,518	50,783	49,866	50,813	50,828	51,309	52,752
기계장치	266,848	231,685	261,314	259,599	260,781	256,997	258,809	257,823	258,235	259,474
차량운반구	35	14	637	877	994	1,039	1,140	1,213	1,300	1,560
공구와기구	838	262	704	566	491	454	490	489	507	561
비품	808	917	880	817	2,296	2,143	2,062	2,108	2,090	2,037
건설중인자산	8,045	65,935	15,391	29,130	39,168	50,075	49,211	54,233	56,312	62,549
취득/처분/대체	(117,819)	5,439	20,175	13,739	3,675	2,517	3,258	2,882	8,657	2,720
토지	(124,754)	(68)	96	4,444	(62)	(40)	(51)	(51)	(142)	-
건물	(10,456)	14,150	10,444	(711)	(2,325)	606	(859)	(127)	(380)	3,118
구축물	(4,848)	11,244	(2,428)	(2,735)	(917)	947	15	481	1,443	(1,240)
기계장치	(35,163)	29,629	(1,715)	1,183	(3,784)	1,812	(986)	413	1,238	235
차량운반구	(21)	623	240	117	45	100	73	87	260	206
공구와기구	(576)	442	(138)	(75)	(38)	36	(1)	18	54	(53)
비품	109	(37)	(63)	1,478	(152)	(81)	45	(18)	(53)	454
건설중인자산	57,890	(50,544)	13,739	10,038	10,908	(864)	5,022	2,079	6,237	-
기말장부가액	1,425,335	1,430,774	1,450,949	1,464,688	1,468,363	1,470,880	1,474,138	1,477,020	1,485,677	1,488,396
토지	989,164	989,096	989,192	993,636	993,574	993,534	993,483	993,432	993,290	993,290
건물	92,656	106,806	117,250	116,539	114,214	114,820	113,961	113,834	113,455	116,572
구축물	44,702	55,946	53,518	50,783	49,866	50,813	50,828	51,309	52,752	51,512
기계장치	231,685	261,314	259,599	260,781	256,997	258,809	257,823	258,235	259,474	259,709
차량운반구	14	637	877	994	1,039	1,140	1,213	1,300	1,560	1,765
공구와기구	262	704	566	491	454	490	489	507	561	508
비품	917	880	817	2,296	2,143	2,062	2,108	2,090	2,037	2,491
건설중인자산	65,935	15,391	29,130	39,168	50,075	49,211	54,233	56,312	62,549	62,549
감가상각비	53,659	56,623	37,481	39,839	9,299	10,907	10,105	10,513	40,824	45,112
건물	7,413	7,802	8,017	9,114	2,307	2,203	2,244	2,212	8,965	8,817
구축물	2,911	3,416	3,577	3,650	918	869	902	894	3,582	3,546
기계장치	42,953	44,932	25,246	26,130	5,776	7,558	6,666	7,110	27,110	31,434
차량운반구	21	118	169	276	79	81	89	95	344	466
공구와기구	134	121	199	191	48	39	45	44	176	168
비품	227	234	273	479	172	158	159	159	646	681
상각률	3.62%	3.97%	2.60%	2.73%	0.63%	0.74%	0.69%	0.71%	2.76%	3.03%
건물	7.57%	7.82%	7.16%	7.80%	2.00%	1.92%	1.96%	1.94%	7.89%	7.67%
구축물	6.18%	6.79%	6.53%	7.00%	1.82%	1.73%	1.77%	1.75%	6.88%	6.80%
기계장치	17.23%	18.23%	9.69%	10.04%	2.23%	2.93%	2.58%	2.76%	10.47%	12.11%
차량운반구	85.71%	36.25%	22.31%	29.51%	7.76%	7.44%	7.60%	7.52%	24.07%	28.03%
공구와기구	24.36%	25.05%	31.28%	36.12%	10.18%	8.32%	9.25%	8.79%	33.03%	31.37%
비품	26.32%	26.04%	32.22%	30.77%	7.73%	7.50%	7.61%	7.55%	31.33%	30.09%

유무형자산상각비 안분										
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E
유무형자산상각비 총액	58,150	61,504	42,441	45,588	10,699	12,266	11,485	11,883	46,334	50,230
유형자산상각비	53,659	56,623	37,481	39,839	9,299	10,907	10,105	10,513	40,824	45,112
무형자산상각비	4,491	4,881	4,960	5,749	1,401	1,359	1,380	1,370	5,510	5,118
상각비 - 매출원가	55,384	58,517	39,213	41,561	9,659	11,197	10,484	10,847	42,186	45,850
매출원가 비중 (%)	95.24%	95.14%	92.40%	91.17%	90.28%	91.28%	91.28%	91.28%	91.05%	91.28%
상각비 - 판매비와관리비	2,766	2,987	3,228	4,027	1,040	1,070	1,001	1,036	4,147	4,380
판매비 비중 (%)	4.76%	4.86%	7.60%	8.83%	9.72%	8.72%	8.72%	8.72%	8.95%	8.72%

Appx 4. 동사 PBR(TTM) Band



Appx 5. 국내 주요 철강 Peer PBR(TTM) 추이



Appx 6. 추정 자본변동표

추정 지배지분 자본변동표						
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
기초자본	889,461	972,704	1,150,164	1,690,165	1,890,576	2,079,652
(+) 당기순이익	66,893	190,708	534,764	235,222	185,089	289,030
(-) 배당금	-	10,008	10,008	15,011	11,812	18,445
배당성향	0%	5.2%	1.9%	6.4%	6.4%	6.4%
(+) 그 외 자본변동	16,350	(3,240)	15,246	(19,800)	15,798	15,798
기말자본	972,704	1,150,164	1,690,165	1,890,576	2,079,652	2,366,035
가중평균자본	931,082	1,061,434	1,420,164	1,790,371	1,985,114	2,222,843
ROE (%)	7.18%	17.99%	37.74%	13.09%	9.36%	13.00%

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 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 그리고 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.