

2017.5.16

철강/비철금속 노현주
02-739-5941
hr2320@heungkuksec.co.kr

Arcelormittal 호실적에도 불구하고 당일 추가 급락

지난 5월 12일 Arcelormittal(이하 아르셀로미탈)의 1분기 실적이 발표됐다. 1분기 매출액 \$16,086 mn (+20.1% YoY, +13.9% QoQ), 영업이익 \$1,576mn(+473.1% YoY, +63.3% QoQ, OPM 9.8%)을 기록했다. 이와 같은 호실적은 1) 북미, 유럽 및 신흥국향 판매가 증가한 가운데 ASP도 전분기 대비 10.4% 상승하며 외형성장이 이뤄지며 2) 톤당 영업이익이 전분기 40불에서 75불로 큰 폭으로 개선된 가운데 3) 주요 원재료(철광석 및 석탄) 가격 상승에 따라 광산 부문 실적 개선이 동반된 점에 따른다. 이번 컨퍼런스콜에서 아르셀로미탈은 전년 대비 명목 소비량이 0.5%~1.0% 증가할 것이라는 기존 전망을 변경하지 않았으며, CEO Lakshmi Mittal은 중국산 불공정 수입 철강재에 대한 규제 강화 의지를 표명했다. 호실적에도 불구하고 주가는 지난 6월 이후 최대 낙폭(€6.7, -8.0%)을 기록했는데, 이는 2분기 성수기 이후 시장 업황에 대한 우려가 반영된 결과로 해석된다.

시장의 우려: (1) 주요 원재료 가격 하락 (2) 월간 기준 최대치 기록한 4월 조강 생산량

아르셀로미탈의 추가 급락에서 볼 수 있듯이 시장은 향후 철강 업황에 대해 우려를 표시하고 있다. 최근 업황 내 이슈는 1) 주요 원재료 가격 하락으로 인한 가격전가 불확실성 (2) 올해 중국 조강 수요는 전년 대비 둔화될 것으로 예상되는 가운데 생산량 증가와 맞물리며 가격 모멘텀 부재로 이어질 수 있다는 우려이다.

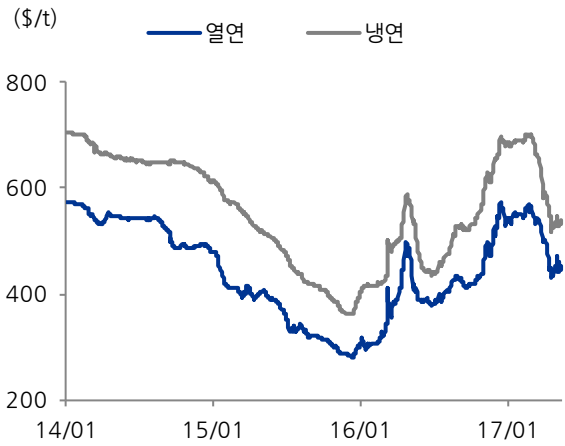
철강재 가격은 원재료 가격에 후행하는 성격을 지니고 있다. 주요 원재료 가격 하락은 시차를 두고 ASP 하락으로 이어질 수 있다는 측면에서 부정적일 수밖에 없다. 작년 4분기말부터 Cost Push에 따른 가격전가가 본격적으로 이뤄지며 중국 내 조강업체들은 생산량을 늘렸으며, 이는 철광석 가격 및 재고 증가로 이어졌다. 하지만 철광석 재고는 사상 최고치를 기록하며 수요 둔화 우려와 함께 가격 하방 압력을 가하며 현재 가격은 연초 대비 22.9% 하락한 \$60.8/t에서 거래되고 있다. 또한 중국의 주요 철강업체인 바오산강철이 2개월 연속 주요 판매류 제품 내수 가격을 인하했을 뿐 아니라, 하반기로 갈수록 철광석 공급물량이 증가할 것으로 전망됨에 따라 Cost Push는 이어지기 어렵다고 보여진다.

지난 5월 10일 리커창 총리는 연초 이후 총 3,170만톤 생산설비를 폐쇄했다고 밝혔다. 이는 올해 목표치인 5,000만톤의 63%에 달하는 수치로 올해도 작년과 마찬가지로 생산능력 감축 목표량을 큰 폭으로 상회할 것으로 전망된다. 하지만 4월 중국 조강 생산량은 전년 대비 4.8%, 전월 대비 1.1% 증가한 7,278만톤을 기록했다. 이는 월간 기준 최대치로 생산능력 감축이 생산량 감소로 이어지지 않는 점을 의미하며 실질적인 감산 효과에 대한 의문이 제기될 것으로 보인다. 구조조정 효과가 본격화 되기 위해서는 가동 중인 설비 폐쇄가 의미 있는 수준으로 이뤄져야 하는데, 이는 시간이 걸릴 전망이다.

밸류에이션 관점에서 접근 유효

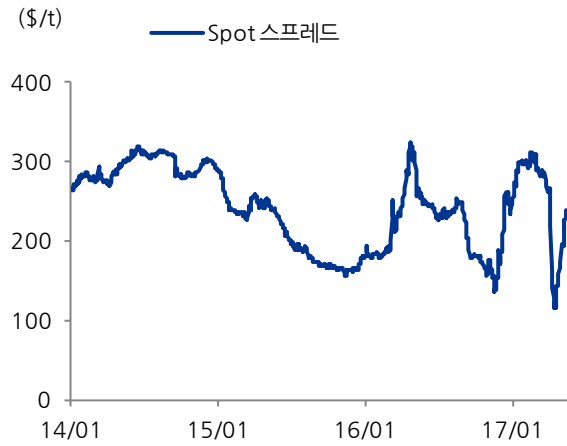
중국 내 최대 철강 수요처인 부동산 및 건설의 경우 2분기를 기점으로 수요가 둔화될 것으로 전망되는 가운데, 생산량 증가와 맞물리며 가격은 상고하저의 흐름으로 갈 가능성이 높다. 단, 하반기로 갈수록 중국 구조조정 효과가 가시화 될 것이라는 기대감에 가격의 하방경직성은 확보할 것으로 보인다. 하지만 여전히 수요 모멘텀은 부족하기에 Top-Down 보다는 Bottom-Up 관점에서 철강 종목에 접근하는 전략을 추천한다. 국내 고로사들은 글로벌 피어 대비 저평가 받고 있어 구조조정 효과가 가시화 될 것으로 보이는 하반기로 갈수록 밸류에이션 매력이 부각될 것으로 보인다.

[그림 1] 주요 판재류 가격 추이



자료: Bloomberg, 홍콩증권 리서치센터

[그림 2] 스팟 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 홍콩증권 리서치센터

[그림 3] 중국 열연 재고 및 가격



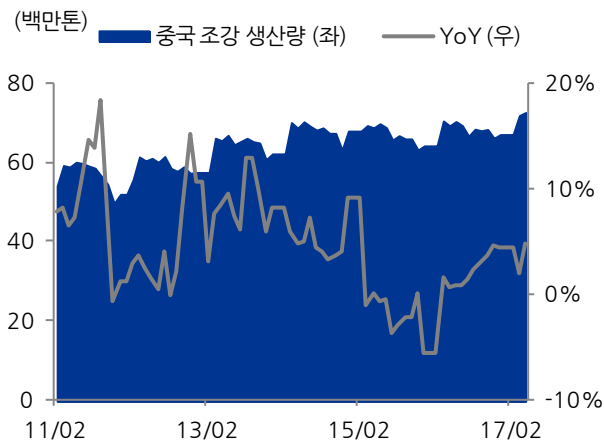
자료: Bloomberg, 홍콩증권 리서치센터

[그림 4] 중국 냉연 재고 및 가격



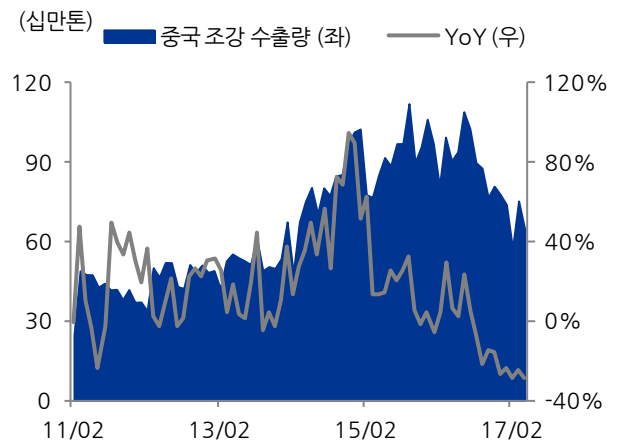
자료: Bloomberg, 홍콩증권 리서치센터

[그림 5] 중국 조강 생산량 추이



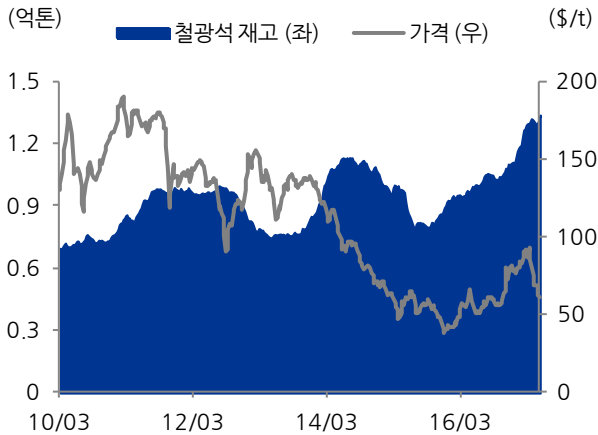
자료: Bloomberg, 홍콩증권 리서치센터

[그림 6] 중국 조강 수출 추이



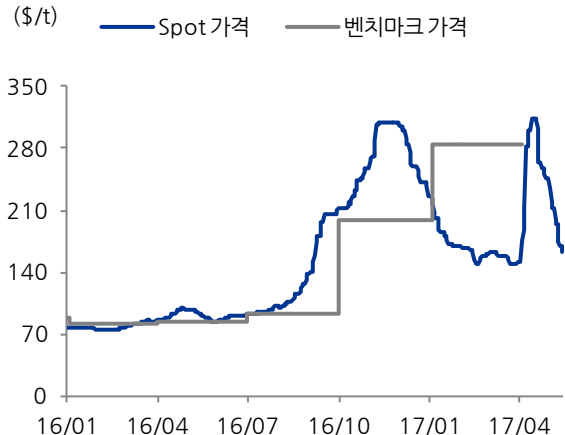
자료: Bloomberg, 홍콩증권 리서치센터

[그림 7] 중국 철광석 가격 및 재고



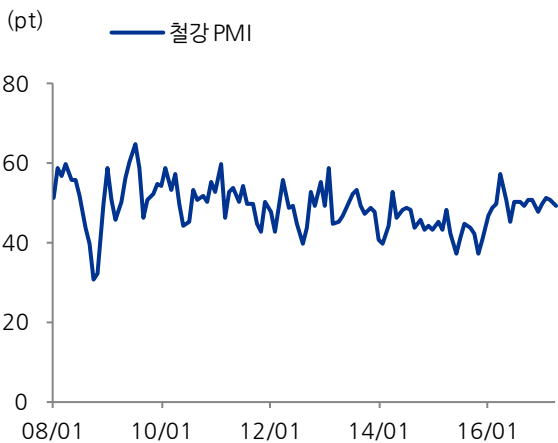
자료: Bloomberg, 홍콩증권 리서치센터

[그림 8] 강점탄 스팟 vs 계약가격



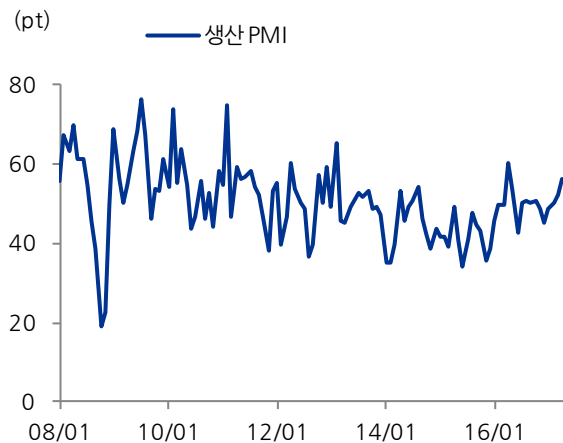
자료: Bloomberg, 홍콩증권 리서치센터

[그림 9] 중국 철강 PMI



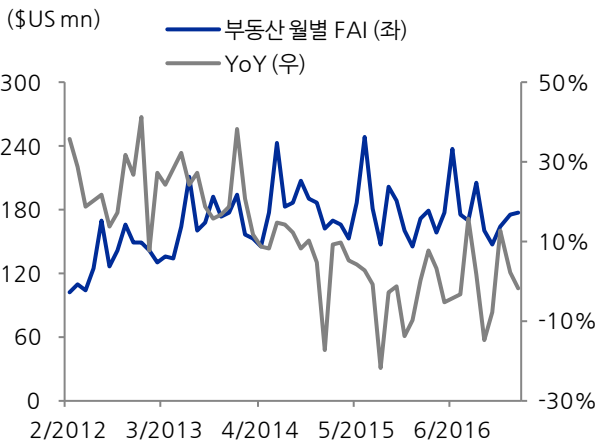
자료: Bloomberg, 홍콩증권 리서치센터

[그림 10] 중국 철강 생산 PMI



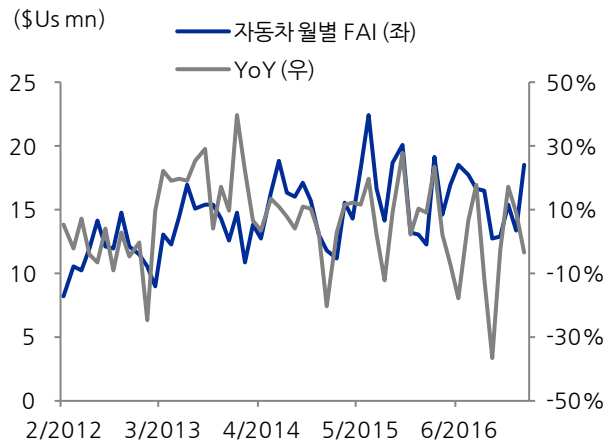
자료: Bloomberg, 홍콩증권 리서치센터

[그림 11] 중국 부동산 고정자산투자 추이



자료: Bloomberg, 홍콩증권 리서치센터

[그림 12] 중국 자동차 고정자산투자 추이



자료: Bloomberg, 홍콩증권 리서치센터

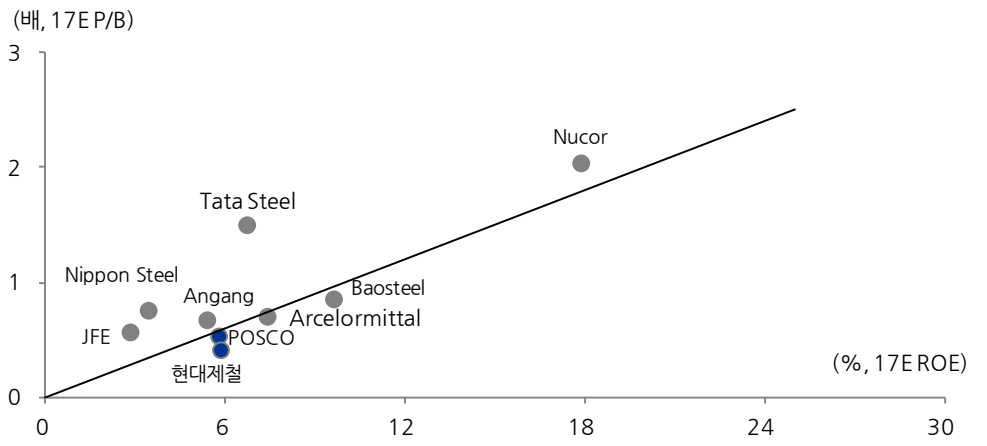
[표 1] Global Peer Table

(단위: \$US mn,%)

	매출		영업이익		P/E		P/B		ROE		EV/EBITDA	
	16A	17E	16A	17E	16A	17E	16A	17E	16A	17E	16A	17E
한국												
포스코	45,775	51,555	2,464	3,636	16	9	0.5	0.5	3.2	5.8	6	6
현대제철	14,394	16,390	1,246	1,348	7	8	0.5	0.4	6.3	5.9	6	6
글로벌												
Arcelormittal	56,791	64,117	4,161	4,840	7	9	0.7	0.7	11.2	7.4	5	4
Baosteel	27,887	45,238	1,868	2,618	9	10	0.8	0.9	8.4	9.6	N/A	6
Angang	8,676	9,970	369	696	20	12	0.7	0.7	3.7	5.4	9	6
Nippon Steel	42,856	41,916	1,056	876	16	24	0.7	0.8	4.6	3.4	11	11
JFE	30,610	30,640	895	762	15	20	0.6	0.6	3.7	2.8	9	9
Tata Steel	17,729	17,941	383	1,314	N/A	22	1.6	1.5	-10.2	6.7	14	9
Nucor	16,208	19,811	1,429	2,541	18	13	2.2	2.0	13.1	17.8	9	6

자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

[그림 13] 철강 글로벌 피어 PBR-ROE 차트



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포될 수 없습니다.