Analyst 김미송 • 02)6923-7336 • misongkim@ligstock.com

철강금속 (비중확대)

제품가격 인상 의지 고려할 때, 스프레드 축소 우려는 단기 이슈

철강 업황을 업데이트 했습니다. 최근 관심은 두 가지인데, 1)장기적인 그림으로 중국 구조조정이 잘 진행되고 있는지와 2)원료탄 가격 상승 부담을 제품가격에 성공적으로 전가할 수 있을지에 대한 우려입니다. 확인한 결과 중국의 설비 폐쇄는 순조롭게 이뤄지고 있어 철강 업황은 정상 사이클에 진입할 것으로 예상됩니다. 원료탄 가격 상승에 따른 스프레드 축소는 기업들의 제품가격 인상 의지를 고려할 때, 단기적인 우려라고 판단합니다. 철강 업종에 대해 투자의견 Overweight을 유지합니다. 국내뿐만 아니라 해외에서도 실적 개선폭이 클 포스코에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 32만원을 유지하고 Top pick으로 지속 추천합니다.

중국 구조조정 계획대로 순조롭게 진행 중

- 상위 우량기업 중심으로 생산능력 퇴출 순조롭게 진행 중: 8월까지 올해 목표 4,500만톤의 77% 달성
- 중국 정부 환경기준 위반한 기업을 엄격히 단속 중으로 노후설비 폐쇄 가속화될 전망

기업들의 제품가격 인상 의지를 고려할 때, 원료탄 가격 상승에 따른 부담은 단기적인 이슈일 것

- 예상보다 높은 강점탄 계약가격 체결: 강점탄 200달러로 전분기 대비 107.5달러 상승
- 4분기 석탄 가격을 고려할 때 원가는 3-4만원 수준 증가할 전망으로 스프레드 축소는 일시적으로 판단
- 원료탄 가격은 조정 후 완만한 상승 예상: 4분기 스프레드 전분기와 유사한 기존 관점 유지하고 내년 1분기에는 확대될 전망

업종 투자의견 Overweight 유지하고, 포스코를 Top pick으로 지속 추천함

- 중국 구조조정 효과로 업황이 회복되면서 그 동안 피해였던 우리나라 철강사 실적 개선될 전망으로 밸류에이션 정상화 필요. 2016년 기준 P/B 0.6배 도달하는데 무리가 없다고 판단
- 국내 뿐만 아니라 해외에서도 실적이 개선되면서 이익이 레벨업 될 포스코를 Top pick으로 지속 추천
- 포스코에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 32만원을 유지함

주요 기업 투자의견

(단위: 원, %, 배, 십억원)

기업명	투자의견	목표주가	현재주가	상승여력	2016E				
					EPS	PER	PBR	ROE	순차입금
POSCO	BUY	320,000	232,000	37.9	17,221	13.5	0.5	3.2	14,889
현대제철	BUY	70,000	49,400	41.7	6,274	7.9	0.4	5.3	10,981
고려아연	BUY	600,000	451,500	32.9	31,811	14.2	1.5	11.2	-1,477
영풍	BUY	1,300,000	990,000	31.3	88,679	11.2	0.7	5.3	-239
풍산	BUY	42,000	33,600	37.9	5,160	6.5	0.8	12.5	935

자료: LIG투자증권

LIG 투자증권

중국 구조조정 계획대로 순조롭게 진행 중

상위 우량기업 중심으로 생산능력 퇴출 순조롭게 진행 중

철강 업황을 업데이트 했다. 최근 관심은 두 가지이다. 1)장기적인 측면에서 중국의 구조조정이 순조롭게 잘 진행되면서 업황이 정상 사이클에 진입할 수 있을지와 2)단기적인 측면에서 원료탄 가격 상승에 따른 원가 부담을 가격에 성공적으로 전가할 수 있을지에 대한 것이다.

우리는 중국 구조조정이 원활하게 진행되고 있고 중국 정부의 의지도 높다는 것을 확인할 수 있었다. 중국은 8월까지 2016년 목표인 4,500만 톤 중 77%의 생산능력을 퇴출했다. 중국강철공업협회(CISA)는 향후 연간 목표 이상의 감산을 달성하는데 문제가 없다고 밝혔고, 가격의 안정화가 지속되면서 이익을 내는 상황을 만들어야 향후에도 구조조정을 할 수 있다고 언급하였다.

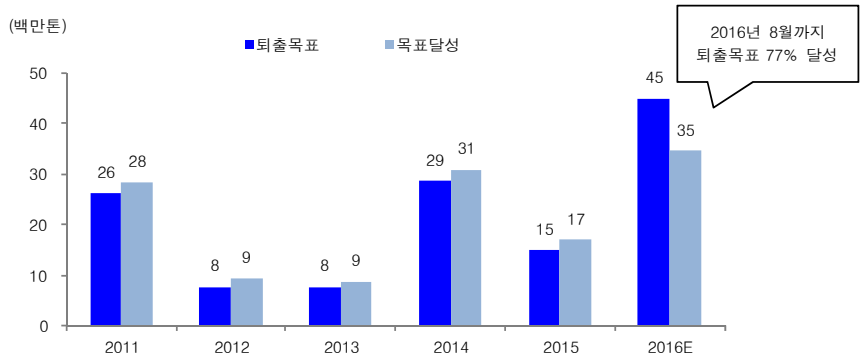
이와 같은 중국 정부의 구조조정은 우량 기업을 중심으로 이뤄지고 있다. 생산량 감축을 통해 수익성을 향상시킨 기업들을 언급하였는데, 귀에 익숙한 상위업체들의 이름이다. (ex. Baosteel, Hebei Iron & Steel, Shougang, Wuhan Steel, Shagang, Benxi Steel, Taiyuan Iron & Steel, Ma'anshan Steel, Jiuquan Iron & Steel, Shaanxi Steel, Lingyuan Steel and Chongqing Steel)

원료탄 가격 상승으로 원가 부담이 커져 철강사에게 힘든 상황이 되었지만, 중국 정부는 산업 규정을 따르고, 수익성을 향상시켜야 중앙정부의 생산능력 감축 목표를 달성할 수 있을 것이라고 하면서 다시 한번 정부의 공급과잉 해소 의지를 보여주었다.

또한 내년에는 올해 목표인 4,500만톤에 준하는 고강도 구조조정이 계속될 것이고 바오산강철과 우한강철 같은 합병 사례가 늘어날 것으로 전망했다.

기업별로는 바오우강철이 합병 이후 향후 3년동안 1,600만톤의 생산능력 퇴출 목표를 다시 한번 밝혔다.

그림1. 중국 생산능력 퇴출 목표: 2016년 8월까지 올해 목표의 77% 달성함



자료: CISA, LIG투자증권

ipkim01/기업분석팀/20161017225127

환경기준 위반 기업 엄격히 단속 중

중국의 환경규제로 설비폐쇄가 가속화될 전망이다.

허베이성은 중국의 1등 철강 생산지역인데, 최근 7개의 철강사들이 지난 검열 이후 위험에 노출되어 있고 안전하지 못한 점을 숨기고 있었다고 밝혔다. 향후 노후설비를 제거하라고 지속적으로 요구할 계획이다. 산동성에서도 대기의 질을 높이기 위해 기준에 맞지 않은 철강 설비를 폐쇄할 계획이다.

허베이성과 산동성은 생산능력 퇴출 목표를 첫 번째, 세 번째로 가장 많이 제시한 성으로 구조조정의 핵심 지역이라는 점에서 의미가 크다.

중국 정부는 환경기준을 어기는 기업들을 묵인하는 공직자를 좌천하거나 해고하는 등 강력하게 단속을 하고 있다. 2015년부터 개정된 환경보호법에 따르면 과징금의 상한선이 없어졌고, 반복해서 위반하는 기업에게는 벌금을 누적해서 부과하며 이를 넘어서는 기업에게는 영업을 정지시키는 등의 감시를 강화했다. 2020년까지 모든 환경보호기관은 새로운 가이드라인을 지키면서 환경보호를 강화할 수 있다. 따라서 향후 불법적으로 설비를 가동시킬 가능성은 제한적이라고 판단한다.

표1. 중국 지방정부의 생산능력 퇴출 목표 (단위: 백만톤)

지역	지방	기간	발표 날짜	퇴출목표
				131.7
화북	Hebei	향후 3-5년간	2016-03-07	50.0
화동	Jiangsu	향후 3-5년간	2016-08-08	17.5
화동	Shandong	향후 5년간	2016-05-20	15.0
서북	Xinjiang	n.a.	2016-04-09	7.0
화동	Anhui	2016년	2016-08-23	5.1
동북	Heilongjiang	2016-2020	2016-08-15	11.1
서남	Yunnan	향후 3년간	2016-05-27	5.0
화동	Fujian	2016년	2016-08-05	4.5
서남	Sichuan	2017년까지	2016-07-20	4.2
서남	Chongqing	향후 3-5년간	2016-02-29	4.0
중남	Hubei	향후 3년간	2016-06-06	3.0
서북	Gansu	향후 3-5년간	2016-03-10	3.0
중남	Henan	2016년	2016-08-04	2.4

자료: 각종 언론, LIG투자증권 리서치본부

ipkim01/기업분석팀/20161017225127

원료탄 가격 상승에 따른 부담은 단기적인 이슈일 것

예상보다 높은 강점탄 계약 가격 체결

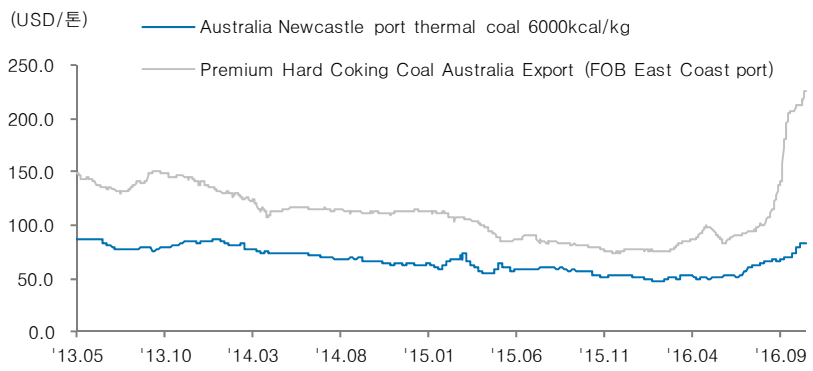
두 번째 관심은 원료탄 가격 상승분을 가격에 성공적으로 전가할 수 있느냐이다. 우리는 향후 제품가격은 성공적으로 인상이 가능할 것으로 전망한다. 그 이유는 석탄 가격이 일시적으로 조정을 보인 후 완만하게 상승할 전망이고 원가 상승 부담을 가격에 전가하려는 기업들의 의지가 크기 때문이다.

4분기 강점탄 계약가격이 200달러로 체결되었다. 우리는 강점탄 가격이 조정을 보인 후 완만하게 상승할 것으로 전망했는데, 그 조정의 시기가 늦어지고 있다. 이에 따라 향후 스프레드 축소 우려가 커졌다. 10월 17일 기준 강점탄은 톤당 226달러, 발전용 석탄은 84달러로 거래되며 강세를 보이고 있다. 강점탄 가격 강세로 해외 철강사들은 상대적으로 가격 부담이 낮은 반무연탄 비중을 늘리면서 원가절감에 힘쓰고 있다.

4분기 원가 부담을 산정해 보았다. 강점탄 계약가격은 200달러로 전분기 92.5달러 대비 107.5달러 높다. 반무연탄이 전분기 대비 60달러가 오른 133달러에 계약되었다는 점을 감안할 때 높은 수치라고 할 수 있다. 포스코 기준 석탄 투입 비중을 감안하면 72달러가 상승한다. 철강재 톤당 0.7톤의 원료탄이 필요하다고 가정하면 철강재 톤당 50달러의 원가 부담이 발생한다. 포스코의 재고일수를 한달 반이라고 가정하면 4분기 3만원의 원가가 상승하게 된다.

참고로 포스코는 연간 2,000만톤의 석탄을 구매하는데, 강점탄 600만톤, 미점결탄 1,200만톤, 반무연탄 600만톤이다. 이 중 계약 물량은 90% 이상이고, 캡티브로부터 30%정도 소싱한다. 현대제철은 연간 석탄을 1,000만톤 구매하는데, 35%가 강점탄, 무연탄류가 30%이고 나머지가 미점결탄이다. 현대제철은 스팟 비중이 80% 수준이다.

그림2. 원료탄과 발전용 석탄 가격 추이



자료: Bloomberg, LIG투자증권

스프레드 축소 우려는 일시적이라고 판단

스프레드 축소 우려는 단기적인 이슈라고 판단하고, 기업들의 원가 부담을 제품 가격에 전가할 의지가 높다는 점을 고려할 때 내년 1분기에는 스프레드가 확대될 것으로 전망한다. 우리는 포스코의 4분기 스프레드는 3분기와 유사할 것으로 전망하는 기존 관점을 유지한다.

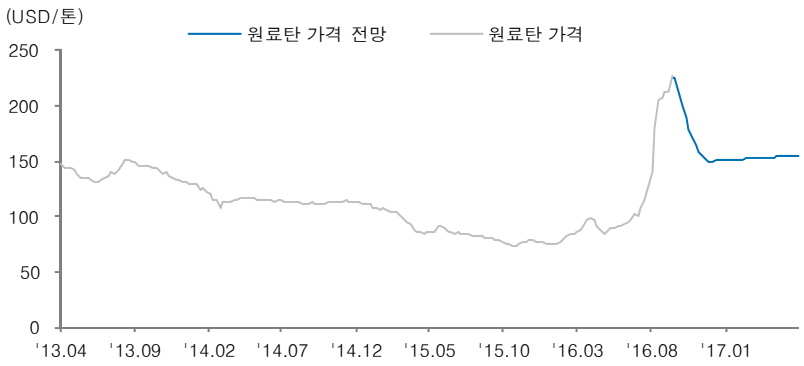
중국 바오산강철은 11월에도 제품 판매가격을 인상했다. 제품별로 차이가 있지만

ipkim01/기업분석팀/20161017225127

50~150위안 수준이다. 중국 현지에서는 원료탄 가격 상승에 따른 제조원가 부담을 가격에 전가하고 있는 것으로 파악된다.

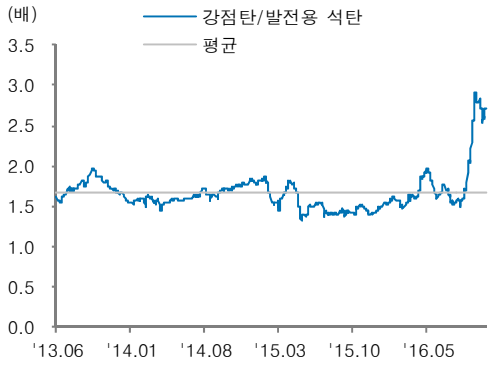
국내 기업들도 유통가격 인상을 지속하면서 고객사와의 협상가 인상 의지를 보여주고 있다. 연초 이후 국내 열연 유통가격은 18만원 정도 상승했는데, 이 중 절반 수준만 고객사와의 협상가에 전가했기 때문에, 향후 인상할 룸은 충분하다고 판단된다.

그림3. 원료탄 가격 전망: 조정을 보인 후 완만한 상승 예상



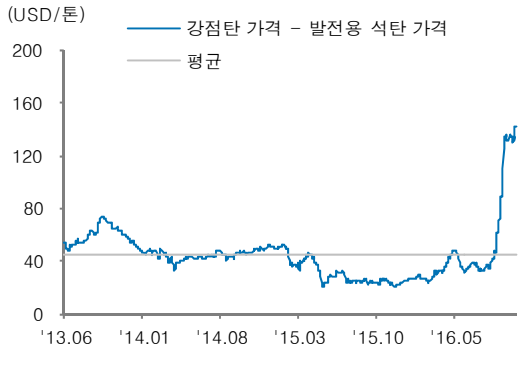
자료: Bloomberg, LIG투자증권

그림4. 원료탄과 발전용 석탄과의 가격 차이(배)



자료: Bloomberg, LIG투자증권

그림5. 원료탄과 발전용 석탄과의 가격 차이(미국달러/톤)



자료: Bloomberg, LIG투자증권

ipkim01/기업분석팀/20161017225127

업종 투자의견 Overweight 유지, 포스코 지속 추천

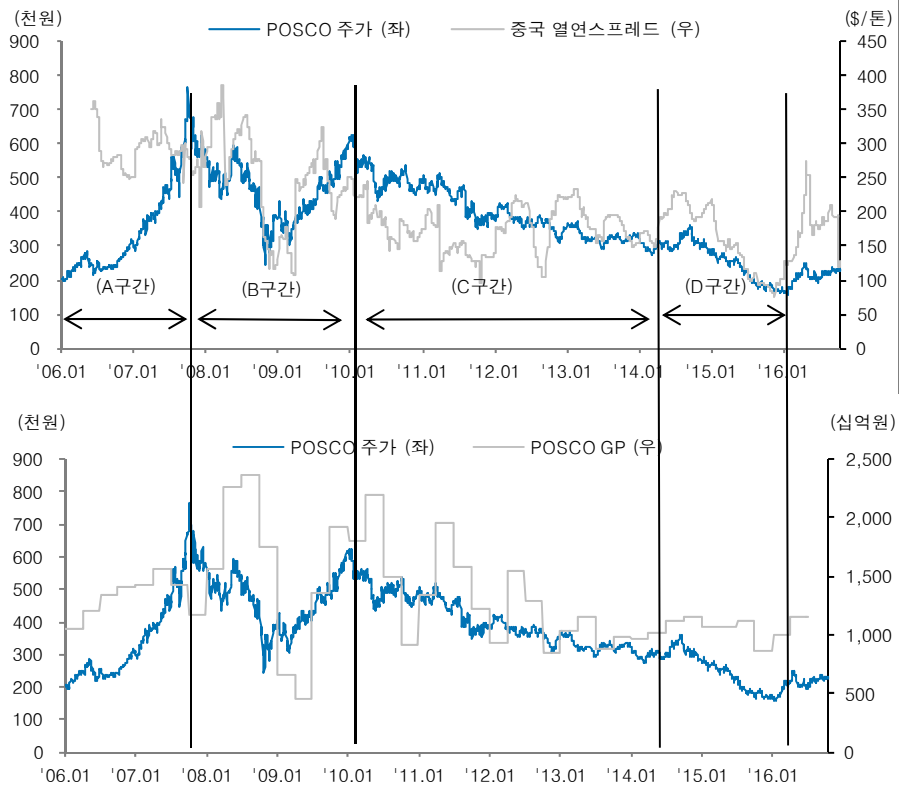
업종 투자의견 Overweight을 유지한다. 중국 구조조정 효과로 업황이 회복되면서 그 동안 피해였던 우리나라 철강사들의 실적이 개선될 전망이기 때문이다. 우리나라 철강사들의 밸류에이션 정상화가 필요하다. 철강 사이클은 정상 궤적에 진입할 전망이다.

국내뿐만 아니라 해외에서도 실적 개선폭이 클 포스코를 업종 Top pick으로 지속 추천한다. 연결 자회사의 실적도 개선되면서 이익이 레벨업될 전망이다.

투자의견 BUY와 목표주가 32만원을 유지한다. 목표 밸류에이션은 2016년 P/B 0.6배에 해당된다.

향후 주가는 스프레드 확대에 따른 이익의 방향성을 반영해야 한다. 역사적으로 살펴봤을때, 2014년부터 2015년까지(D구간) 철강 업황이 비이성적이었던 구간을 제외한 기간 동안에(A, B, C구간) 주가는 이익의 방향성을 반영했다.

그림6. 향후 주가는 이익의 방향성을 반영해야 함



자료: Quantiwise, LIG투자증권

ipkim01/기업분석팀/20161017225127

별첨1. 철강 동종업체 비교

구분		ARCELORMITTAL	UNITED STATES STEEL CORP	NIPPON STEEL & SUMITOMO META	BAOSHAN IRON & STEEL CO-A	NUCOR CORP	JFE HOLDINGS INC	ANGANG STEEL CO LTD-A	BARRICK GOLD CORP	평균
현재주가(현지통화)		5.7	16.4	2,045.5	5.5	46.9	1,449.0	4.5	20.6	
시가총액(억원, M$)		19,134	2,720	18,670	13,417	14,918	8,551	4,657	18,246	
주가수익율(%)	1D	-0.1	-0.2	1.5	-0.5	0.7	1.5	0.9	-2.6	0.2
	1M	15.5	3.2	3.2	12.0	2.4	-1.3	3.7	-10.0	3.6
	3M	10.8	-24.3	-5.6	12.0	-17.3	-4.4	7.9	-25.6	-5.8
	6M	16.6	-14.7	-14.1	-5.7	-5.4	-16.7	1.6	2.4	-4.5
	12M	30.0	31.6	-16.4	-9.0	11.1	-21.3	-11.7	104.0	14.8
P/E(배)	2015A	N/A	N/A	32.7	75.7	22.5	182.3	N/A	278.1	118.3
	2016E	15.1	N/A	12.6	13.6	17.8	24.7	45.6	23.5	21.8
	2017E	13.3	14.2	19.6	12.8	15.1	19.5	39.2	15.9	18.7
	2018E	11.1	14.0	11.3	10.2	14.0	10.4	23.1	17.0	13.9
P/B(배)	2015A	0.6	1.3	0.7	0.8	2.0	0.5	0.7	2.5	1.1
	2016E	0.6	1.0	0.6	0.8	1.9	0.4	0.7	2.3	1.1
	2017E	0.6	1.0	0.7	0.7	1.7	0.5	0.7	2.0	1.0
	2018E	0.6	0.9	0.6	0.7	1.6	0.4	0.7	1.8	0.9
EV/EBITDA(배)	2015A	6.5	21.6	6.1	7.8	10.2	5.6	21.9	8.7	11.0
	2016E	5.7	7.5	8.4	6.0	7.7	7.9	9.5	7.0	7.5
	2017E	5.3	5.3	9.0	5.6	7.0	8.3	9.6	6.1	7.0
	2018E	5.0	4.6	7.3	4.8	6.5	6.7	8.7	6.5	6.3
매출액성장률(%)	2015A	-19.8	-33.9	-12.5	-12.6	-22.1	-10.9	-28.8	-11.8	-19.1
	2016E	-8.4	-9.8	-20.2	-3.0	1.4	-18.7	-3.6	-5.8	-8.5
	2017E	3.2	5.4	8.1	13.3	4.5	9.8	-0.2	5.5	6.2
	2018E	1.6	7.1	5.5	-0.5	4.0	3.3	-0.4	-5.8	1.8
영업이익성장률(%)	2015A	N/A	N/A	-52.0	-58.6	-35.5	-59.3	N/A	-22.6	-45.6
	2016E	185.8	113.1	-56.2	212.4	69.8	-62.9	170.0	199.9	104.0
	2017E	-7.5	204.2	-18.3	6.5	18.1	6.0	-2.1	27.1	29.3
	2018E	21.9	10.6	82.7	22.3	7.4	70.4	31.6	-8.1	29.9
영업이익률(%)	2015A	-6.5	-10.4	3.4	2.0	5.3	2.6	-5.6	-25.4	-4.3
	2016E	6.1	1.5	3.2	6.3	8.9	2.6	4.0	26.9	7.4
	2017E	5.5	4.3	2.6	5.9	10.1	2.6	4.0	32.4	8.4
	2018E	6.6	4.5	4.5	7.3	10.4	4.2	5.2	31.6	9.3
순이익률(%)	2015A	-12.5	-14.2	3.0	0.6	2.2	1.0	-8.7	-31.4	-7.5
	2016E	1.9	-1.2	2.1	4.1	4.9	1.3	1.6	9.0	3.0
	2017E	2.4	1.6	3.4	4.0	5.6	2.4	1.8	12.9	4.3
	2018E	3.3	2.4	3.9	4.8	6.0	2.8	3.0	13.2	4.9
ROE(%)	2015A	-9.8	-18.3	2.3	1.6	8.8	0.3	-9.7	0.5	-3.1
	2016E	3.1	-4.5	4.8	5.7	10.7	1.5	1.6	9.4	4.0
	2017E	3.2	4.7	3.6	5.9	12.6	2.3	1.1	12.5	5.7
	2018E	5.0	8.7	6.0	7.0	13.2	4.4	2.0	10.0	7.1
순부채비율(%)	2015A	54.9	98.7	63.8	44.8	30.5	73.1	50.9	79.5	62.0
	2016E	57.1	96.4	64.8	38.1	27.0	73.0	50.0	77.2	60.5
	2017E	41.0	72.9	63.3	40.7	22.8	74.3	42.5	64.9	52.8
	2018E	39.1	67.2	70.1	38.1	8.9	75.4	39.0	51.4	48.7

자료: Bloomberg, LIG투자증권 리서치본부

ipkim01/기업분석팀/20161017225127

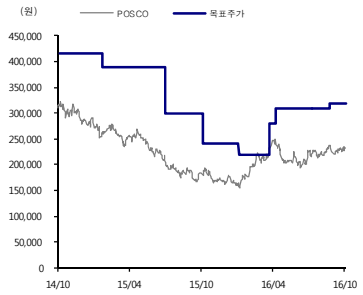
철강금속 | 제품가격 인상 의지 고려할 때, 스프레드 축소 우려는 단기 이슈

Compliance Notice ▮ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내역

▶POSCO(005490)

제시일자	2014.10.20	2014.10.24	2014.11.24	2014.11.25	2015.02.06	2015.03.17
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	415,000원	415,000원	415,000원	415,000원	390,000원	390,000원
제시일자	2015.06.01	2015.07.16	2015.10.21	2015.11.17	2016.01.19	2016.01.29
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	390,000원	300,000원	240,000원	240,000원	220,000원	220,000원
제시일자	2016.04.07	2016.04.22	2016.05.30	2016.09.06	2016.09.06	2016.09.20
투자의견	BUY	BUY	BUY	담당자변경	BUY	BUY
목표주가	280,000원	310,000원	310,000원		320,000원	320,000원
제시일자	2016.10.04	2016.10.18				
투자의견	BUY	BUY				
목표주가	320,000원	320,000원				

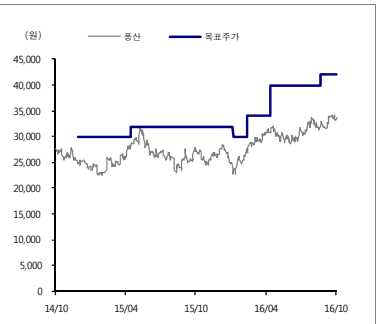
▶주가 및 목표주가 추이



▶풍산(103140)

제시일자	2014.12.12	2014.12.12	2015.01.30	2015.04.28	2015.07.29	2015.10.12
투자의견	담당자변경	BUY	BUY	HOLD	BUY	BUY
목표주가		30,000원	30,000원	32,000원	32,000원	32,000원
제시일자	2015.10.29	2015.11.17	2016.01.21	2016.02.01	2016.02.26	2016.04.28
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	32,000원	32,000원	30,000원	30,000원	34,000원	40,000원
제시일자	2016.05.30	2016.09.06	2016.09.06	2016.09.20	2016.10.18	
투자의견	BUY	담당자변경	BUY	BUY	BUY	
목표주가	40,000원		42,000원	42,000원	42,000원	

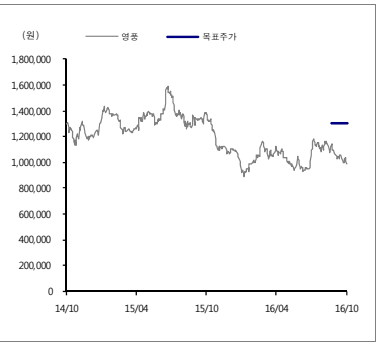
▶주가 및 목표주가 추이



▶영풍(000670)

제시일자	2016.09.06	2016.09.20	2016.10.18			
투자의견	BUY	BUY	BUY			
목표주가	1,300,000원	1,300,000원	1,300,000원			
제시일자						
투자의견						
목표주가						
제시일자						
투자의견						
목표주가						

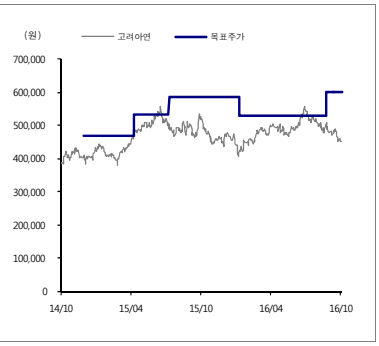
▶주가 및 목표주가 추이



▶고려아연(010130)

제시일자	2014.12.12	2015.04.23	2015.07.24	2015.10.23	2015.11.17	2016.01.25
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	470,000원	535,000원	585,000원	585,000원	585,000원	530,000원
제시일자	2016.01.29	2016.04.26	2016.09.06	2016.09.06	2016.09.20	2016.10.18
투자의견	BUY	HOLD	담당자변경	BUY	BUY	BUY
목표주가	530,000원	530,000원		600,000원	600,000원	600,000원
제시일자						
투자의견						
목표주가						

▶주가 및 목표주가 추이



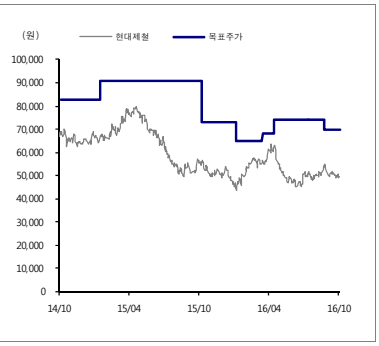
ipkim01/기업분석팀/20161017225127

철강금속 | 제품가격 인상 의지 고려할 때, 스프레드 축소 우려는 단기 이슈

▶현대제철(004020)

제시일자	2014.10.20	2014.11.06	2014.11.25	2015.01.30	2015.03.17	2015.04.09
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	83,000원	83,000원	83,000원	91,000원	91,000원	91,000원
제시일자	2015.04.27	2015.06.01	2015.10.23	2015.11.17	2016.01.20	2016.01.28
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	91,000원	91,000원	73,000원	73,000원	65,000원	65,000원
제시일자	2016.03.30	2016.04.28	2016.09.06	2016.09.06	2016.09.20	2016.10.18
투자의견	BUY	BUY	담당자변경	BUY	BUY	BUY
목표주가	68,000원	74,000원		70,000원	70,000원	70,000원

▶주가 및 목표주가 추이



▶Ratings System

구분	대상기간	투자의견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) • HOLD(0%~15%) • REDUCE(0% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음.
[산업분석]	12개월	Overweight • Neutral • Underweight	
[투자비율]	12개월	매수(89.33%) • 매도(0%) • 중립(10.67%)	* 기준일 2016.09.30까지

▶Compliance

- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 공표일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 아닙니다.
- 조사분석 담당자는 공표일 기준 동 자료에 언급된 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

ipkim01/기업분석팀/20161017225127