

철강

고로·전기로·하공정·특수강&STS

박춘성 기업평가2실장
02.6966.2467 / cspark1113@scri.co.kr

[Peers' Credit Profile]



- **성장성(→):** 내수 위축에도 글로벌 수요 호조로 물량규모 유지, 단 글로벌 판매가격 안정으로 단순 매출액 성장 정체
- **변동성(↑):** 전방산업, 특히 건설투자 위축으로 내수 둔화 심화, 미국 등의 무역규제 강화 시 규제대상 지역과 강종별로 수출 변동성 확대
- **경쟁강도(↑):** 현대제철의 시장진입으로 특수강 시장의 경쟁강도 심화
- **수익성(→):** 내수 위축을 글로벌 수요 호조로 완충하는 수급균형과 원자재가격 안정으로 마진 스프레드(판매가격-원자재가격) 유지 가능
- **레버리지(→) 및 커버리지(↓):** 생산능력 확대를 위한 대규모 CAPEX 부담이 없어 영업에서의 잉여현금을 바탕으로 재무부담 완화 지속

Monitoring Factor

업계 전반의 수익창출력이 유지되는 가운데 영업에서의 자체 현금흐름으로 재무구조를 꾸준히 개선시킬 것으로 전망한다. 이에 **업계 신용등급은 하방 경직성을 확보한 것으로 판단한다.** 반면에 **사업 및 영업 포트폴리오 조정을 통한 이익변동성 축소, 자체 및 계열의 재무부담 경감이 구조적으로 확인된 업체의 경우, 신용등급 상향가능성은 유효하다.** 주요 모니터링 요인은 다음과 같다.

- 1) 중국의 공급조절 기조 및 글로벌 수요진작 지속 여부
- 2) 건설, 조선, 자동차 등 전방산업 부진에 따른 내수 위축 정도와 업체 대응력
- 3) 글로벌 시장에서의 무역규제 확대와 국내 특수강 시장의 경쟁 강도 심화 가능성

[Peer to Peer]

- **대내외 수급여건 차별화, 전반적인 경쟁구도 유지 속 특수강 시장 경쟁 심화**
 - 대외 양호: 글로벌 경기회복 추세와 중국의 공급물량 조절 지속
 - 내수 위축: 조선, 자동차 수요회복이 더딘 가운데, 수주물량 감소로 건설수요 위축 본격화
 - 2018년 상반기 현대제철의 물량공급 본격화로 특수강 시장의 경쟁구도 변화 불가피
- **선진국의 무역규제 강화, 현재까지의 영향은 제한적이나 규제 확대 시 부정적 영향 불가피**
 - 미국 중심에서 타 국가로 확대되거나, 규제 강도가 확대될 경우 에너지용 강관 등 일부 품목 영향
- **강종 및 판매지역 포트폴리오에 따라 수익성 차별화, 재무부담 경감 추세는 지속**
 - 대내외 수급여건과 연계된 강종 또는 판매지역 포트폴리오에 따라 수익성 차별화
: 고로는 수익성 유지, 전기로 및 하공정은 전방산업 수요 둔화와 수출지역 여건, 특수강은 경쟁양상에 따라 차별화
 - 생산능력 확대를 위한 대규모 설비투자가 없어 자체 잉여 현금흐름으로 재무부담 경감 지속

[Peer to Peer – 고로·전기로·하공정·특수강&STS]

■ 글로벌 수급여건 호조 지속 vs. 내수 둔화 가중

- 내수 또는 건설 수요 비중이 높은 전기로 및 하공정 업체 변동성 확대

2017년 철강산업은 글로벌 수급여건이 우호적으로 형성되면서 당초 예상수준 보다 양호한 실적을 시현하였다. 미국을 중심으로 글로벌 철강수요가 회복세에 접어 들었고, 중국의 수급여건도 개선된 점이 주된 요인이다. 반면 국내 수요는 여전히 부진한 양상을 보였다. 그나마 건설 경기 호조로 철근 등 봉형강류 수요가 호조를 보이는데 그쳤다.

- 2016년부터 중국 정부가 추진하고 있는 설비 구조조정이 현재까지 2억톤을 상회(유도로 설비 포함)하는 가시적인 성과를 보인 것으로 파악된다. 수요측면에서도 부동산 및 인프라 투자에 힘입어 예상 외의 호조를 보였다. 이러한 수급 호전으로 중국산 제품이 상당 부분 자국 내 수요로 충당되었으며, 이는 중국산 수입물량이 감소하면서 결과적으로 국내 업체의 생산량 증가로 연결되었다.

2018년에도 대외 수급여건은 여전히 우호적일 것으로 전망한다. 세계경기 회복으로 미국은 물론 신흥국으로의 글로벌 수요진작이 확산되고, 중국의 공급조절 기조도 유지될 것으로 보인다. 반면에 내수 둔화는 가중될 것으로 판단한다. 조선, 자동차의 수요회복이 여전히 더딘 가운데 수주 감소로 건설수요 마저 본격적으로 위축될 것으로 전망된다. 특히 건설 제품으로 내수중심의 영업활동을 전개하고 있는 업체의 실적 변동성을 확대시키는 요인으로 작용할 것이다.

■ 현대제철 생산 본격화로 특수강 경쟁 심화

- 세아베스틸 등 자동차용 특수강 업체 실적 변동 가능성

국내 특수강 시장은 상공정에서 포스코와 세아베스틸이 각각 선재와 봉강에서 독보적인 위상을 점하고 있다. 그러나 현대제철이 2015년 현대종합특수강을 인수한데 이어 2016년 연산 100만톤(선재 40만톤, 봉강 60만톤) 규모의 특수강 공장을 준공하였다. 당초 2017년에 제품을 생산할 계획이었으나, 품질인증이 늦어져 2018년 상반기 중에 양상할 예정이다. 현대제철이 현대차그룹 물량을 중심으로 영향력을 확대할 것으로 보여 국내 특수강 시장의 경쟁구도 변화가 불가피하다. 경쟁양상과 대응전략에 따른 실적변화는 중요한 모니터링 대상이다.

■ 미국 등의 무역규제 강화 시 부정적 영향 확산 가능성

- 세아제강 등 대미 수출의존도가 높거나 수출지역 다변화 추진 업체 모니터링

자국 철강산업을 보호하기 위해 미국을 중심으로 선진국들의 무역규제가 강화되고 있다. 미국의 수입규제가 집중되고 있는 강종은 판재류와 강관류이다. 현재까지는 대미 수출비중이 낮거나 규제강도가 미미하여 국내 업체에 미치는 영향은 제한적이다. 그러나 캐나다, EU 등 미국 외의 국가에서도 규제를 강화하려는 움직임이 있어 규제지역이 확대되거나 규제강도가 심화될 경우에는 부정적인 영향이 확산될 수 있다. 특히 대미 수출의존도가 높은 강관류의 경우에는 규제 강화로 인한 영향이 클 수 밖에 없다.

■ 국내외 수급여건과 연계된 강종 구성 및 판매지역 다변화에 따라 수익성 차별화

- 고로 및 수출 다변화 하공정 업체 수익성 견조, 내수 및 건설수요 집중 전기로 등 저하

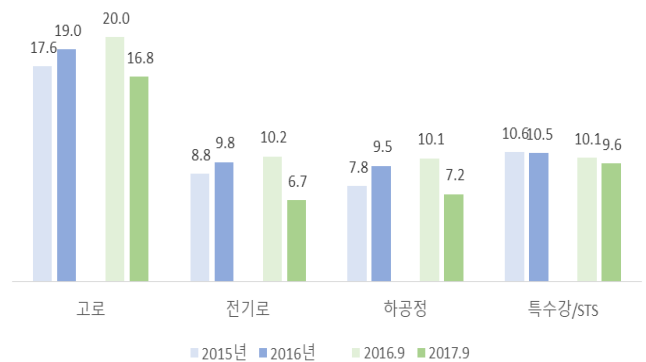
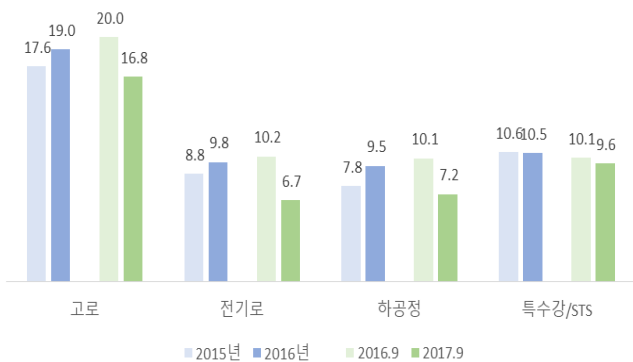
2017년 국내 철강사의 영업실적은 양호한 수준을 유지하였다. 평가인상에 따른 외형 확대로 단순 수익성지표는 하락하였으나, 마진 스프레드가 안정적으로 유지됨에 따라 본원적인 수익창출력에는 변동요인이 없었다. 글로벌 경기회복과 중국의 수급 호전으로 글로벌 철강가격이 상승기조를 유지한데 힘입어, 국내 업체들 또한 철광석과 연료탄 등 주요 원재료가격 상승을 제품 평가에 적절하게 반영함으로써 전년 수준의 마진 스프레드를 유지할 수 있었다.

[EBITDA/매출액 추이]

(단위: %)

[순차입금/EBITDA 추이]

(단위: 배)



자료: 각사 감사보고서(별도기준)

자료: 각사 감사보고서

2018년에도 우호적인 글로벌 수급여건에 힘입어 업계 수익창출력은 안정적인 수준을 유지할 것으로 전망한다. 다만, 판매가격 안정으로 외형 성장률 자체는 둔화되는 가운데, 대내외 수급여건 편차로 인해 강종 구성 및 판매지역 집중도에 따라 수익성은 차별화될 것으로 판단한다.

첫째, 일관제철사인 포스코와 현대제철은 다양한 강종과 다변화된 판매지역을 확보하고 있어 견실한 실적을 이어갈 것으로 전망한다. 현대제철의 경우, 현대차그룹의 자동차 수요와 밀접한 관련을 맺고 있긴 하지만, 단기적인 변동요인은 크지 않은 것으로 분석한다.

둘째, 전기로와 하공정 업체의 경우, 국내외 수급여건과 연계된 강종 구성이나 판매지역의 규제 여건에 따라 실적 차별화가 이루어질 것으로 전망한다. 글로벌 네트워크를 활용하여 거래지역 또는 강종 다변화가 이루어진 업체의 실적 호조세는 유효하다. 반면, 건설 등 수급여건이 불리한 내수 제품에 집중되어 있는 업체의 실적 변동성은 확대될 것이다. 강관 등 무역규제에 따른 변동성이 큰 업체도 모니터링 대상이다.

셋째, 특수강 업체의 경우, 현대제철의 물량공급이 본격화됨에 따라 변동성이 가장 크게 나타날 수 있다. 포스코는 다양한 제품 포트폴리오를 보유하고 있어 특수강 시장의 경쟁양상 변화에 대한 영향이 거의 없다. 반면에 국내 특수강 봉강시장의 1위를 차지하고 있는 세아베스틸의 경우, 경쟁구도 변화에 직접적인 영향을 받을 것으로 보인다. 특수강 시장의 경쟁양상과 강도, 수출지역 다변화 등의 대응능력을 점검할 필요가 있다.

■ 영업에서의 잉여 현금흐름 창출로 재무구조 개선은 지속

- 내수 및 건설수요 집중과 특수강 업체 재무구조 개선 폭 둔화

2017년 업계 전반의 재무구조는 개선추세를 이어갔다. 판매가격 인상으로 인한 외형 확대로 운전자금 소요가 늘어나긴 하였으나, 글로벌 수급여건에 힘입어 영업에서의 현금흐름 창출규모가 전년수준으로 유지되었다. 설비투자 등 영업의 자금소요 또한 크지 않아 잉여자금으로 재무부담을 꾸준히 경감시킬 수 있었다.

2018년에도 업계 수익성은 차별화될지라도 전반적인 재무구조는 개선추세를 이어갈 것으로 전망한다. 이는 일부 업체의 수익성 저하요인이 업계 구조적 요인으로까지 과급되지는 않으며, 생산능력 확대를 위한 대규모 설비투자도 없어 영업에서의 잉여자금 창출로 재무부담을 경감시킬 수 있는 선순환의 현금흐름 구조가 지속될 것이기 때문이다.

그러나, 재무구조 개선 폭은 제한적일 수 밖에 없을 것으로 판단한다. 수요산업 부진, 특히 건설수요 둔화가 가중되는 불리한 내수여건이 주된 이유이다. 중국의 수급여건 변동, 선진국의 무역규제 강화 가능성 등 대외 불확실성 또한 부담요인이다. 건설수요에 영향을 받는 봉형강, 무역규제 대상으로 대미 수출의존도가 높은 강관류, 경쟁이 심화되는 자동차용 특수강 등을 주력 제품으로 하는 업체의 경우, 수익변동성과 캐를 같이 하여 재무구조 개선 폭도 더딜 것으로 예상된다.

이러한 점을 종합할 때, 철강 업계의 신용등급은 재무구조 개선에 바탕을 둔 하방 경직성을 확보하는 수준에서 특별한 변동요인은 없을 것으로 전망한다. 다만, i) 자체 또는 계열의 재무부담이 기존 등급 대비 큰 폭으로 개선된 상황 하에서, ii) 사업 및 영업 포트폴리오 조정이 가시적인 성과를 거두어 수익변동성이 구조적으로 완화된 업체의 경우 신용등급 상향 모멘텀을 확보할 수 있을 것이다.