



2025.03.13

키움증권 리서치센터 | 미국기업분석

철강/유틸리티 Analyst 이종형 leejh@kiwoom.com

RA 손예빈 yebin.son@kiwoom.com

# 아르셀로미탈 (ADR) (MT.US)

우크라이나 재건시 수혜 기대

- 글로벌 2위, 유럽 최대의 철강 업체
- 유럽 철강 시장 악화로 실적 부진 지속되었으나, 올해 들어 주가 30% 이상 상승
- 우크라이나에 철강 공장 소유, 러-우 전쟁 종료 시 재건으로 인한 직접적 수혜 기대

## 철강 시장 둔화와 대규모 일회성 비용으로 4분기 순손실 기록

24년 4분기 실적은 영업이익 5.3억 달러(흑자전환 YoY, -20% QoQ)을 기록했다. 그러나 대규모 감가상각 비용 발생 및 유휴 설비 폐쇄 등 사업 재편 비용 약 2.2억 달러를 반영하면서 순손실 -3.9억 달러를 기록했다. 또한, 중국발 저가 물량 유입으로 유럽 열연 판매가격이 11% 감소하고, 원자재 가격은 상승하여 가격-원가가 축소되는 negative price cost 효과가 나타났다. 동사의 영업이익률은 3분기 연속 감소하여 영업이익률 3.6% (-0.8%pt QoQ)를 기록했다.

## 우크라이나 재건 수요로 중장기 수혜 기대

우크라이나는 전쟁으로 인해 철강 생산량이 약 1/3 감소하며 24년 기준 760만 톤을 생산했다. 동사는 우크라이나 크리비 리에서 21년 연간 490만 톤의 조강을 생산했으나, 전쟁 이후인 22년-23년 가동률이 25~40%까지 축소되었다. 24년에는 흑해 항로 일부 재개 및 내수 수요 회복으로 생산이 다소 늘어나 연간 165만 톤(+70% YoY)을 생산했지만, 이는 전쟁 이전 대비 1/3에 불과하다. 전쟁이 지속되며 잦은 정전과 높은 전기요금, 낮은 강제 가격의 영향을 받아 손익분기점을 넘지 못하고 있지만, 동사는 전쟁 종료 후 재건시 생산 증대를 위해 설비와 직원을 유지 관리하고 있다. 반면 우크라이나에서 동사의 경쟁사였던 메틴베스트사는 아조브스탈, 일리치 제철소가 파괴되면서, 전체 생산능력이 40% 이상 감소한 것으로 파악된다.

동사의 크리비 리 제철소 CEO는 전쟁 종식 후 첫째 우크라이나 내 철강재 수요가 동사 평시 생산의 60% 수준까지 증가할 것으로 전망하며, 이후 매년 20~30%씩 내수 소비가 성장할 것으로 예측했다. 따라서 종전 후 재건 사업이 본격화 될 경우 경쟁사에 비해 생산능력이 파괴되지 않은 동사가 직접적인 수혜를 받을 것으로 기대된다. 실제로 러-우 전쟁 종전 기대감이 반영되면서 동사의 주가는 연초대비 약 32% 상승하였으며, 재건 사업이 본격화 될 시 주가의 추가 상승이 기대된다.

## ▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('25.03.12): \$30.52

목표주가 컨센서스: \$31.56

## ▶ 투자 의견 컨센서스



## Stock Data

산업분류	금속 & 채광
S&P 500 (3/12)	5599.30
현재주가/목표주가	30.52 / 31.56
52주 최고/최저 (\$)	34.9 / 20.52
시가총액 (백만\$)	26,291
유통주식 수 (백만)	769
일평균거래량 (3M)	2,339,472

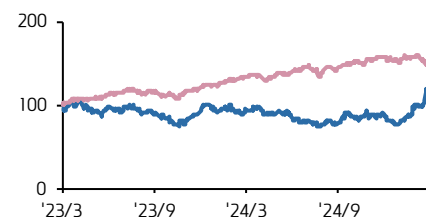
## Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	68,275	62,441	61,877	64,449
영업이익	1,260	2,915	4,036	5,203
OPM(%)	1.8	4.7	6.5	8.1
순이익	919	1,339	3,112	4,022
EPS	5.8	3.0	3.9	5.2
증가율(%)	-50.2	-49.0	32.5	32.4
PER(배)	5.0	10.9	8.2	6.2
PBR(배)	0.4	0.4	0.5	0.4
ROE(%)	8.7	4.5	5.3	7.7
배당수익률(%)	1.3	1.8	1.7	1.8

## Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	31.9	5.2	36.4	12.8
S&P Index	-4.8	-7.5	0.1	8.2

('23.3.13=100) — 아르셀로미탈 — S&P500



자료: 데이터 스트림 컨센서스, 키움증권 리서치

### 유럽 최대이자 글로벌 2위 철강사, 아르셀로미탈의 생존 전략

아르셀로미탈은 2006년 세계 철강 1,2위 기업이었던 유럽 아르셀로와 인도 미탈이 합병하여 탄생한 기업이다. 전세계 60 개국 이상에서 사업을 영위하고 있으며, 18 개국에 생산기지를 갖고있다. 광범위한 글로벌 생산 네트워크를 통해 자동차, 건설, 에너지 등 다양한 산업의 고부가가치 철강 제품을 공급하며 지역별 수요에 대응하고 있다.

글로벌 공급 과잉과 유럽 내 수요 위축으로 철강 시황이 악화됨에 따라, 동사 역시도 21년 당시 영업이익 대비 23년 영업이익이 1/7 수준으로 급감했다. 이에 따라 공격적 투자를 이어가기보다 비용 절감과 사업 구조조정을 통한 생존전략을 도모하고 있다. 동사는 기존의 탈탄소화 정책에서 생존을 최우선으로 한 경영 전략을 펼치고 있다. 이에 따라 21년 발표했던 수소환원제철소 건설과 전기로(EAF) 확대, 탄소포집기술(CCUS) 등 약 10억 달러 규모 투자 계획을 최근 전면 중단하겠다고 선언했다. 또한 유럽 지역의 일부 비즈니스 지원 기능을 인도로 이전해 고정비를 줄이는 등 수익성 개선책을 강구하고 있다.

### 러-우 전쟁과 우크라이나 철강 산업

지난 3월 11일 미국과 우크라이나가 즉각적인 30일간 임시 휴전 추진에 합의했으며, 미국이 러시아 측에 동참을 촉구할 예정이다. 실질적인 휴전 성사여부는 불투명하지만, 일시적인 휴전 논의가 진행되었다는 점에서 중요한 진전으로 보인다.

러-우 전쟁의 중요한 격전지였던 마리우폴 지역은 우크라이나 철강 산업의 중심지 중 하나로, 아조프스탈 제철소와 일리치 제철소와 같은 대형 철강 시설이 위치해있었다. 두 공장의 전쟁 전 자산 가치만 약 100억 달러에 달했으며, 이들 시설은 전쟁 이전 우크라이나 철강 생산의 약 41%를 차지할 정도로 생산능력이 컸다. 하지만 전쟁 후 사실상 가동 불능에 빠지면서 우크라이나 철강 산업은 핵심 생산능력을 상실했다. 전쟁 발발 직후 우크라이나 내 철강 공장의 90%가 가동 중단되었고, 항만 파괴와 해상 봉쇄로 수출길도 막혀 생산과 공급망이 심각히 위축되었다.

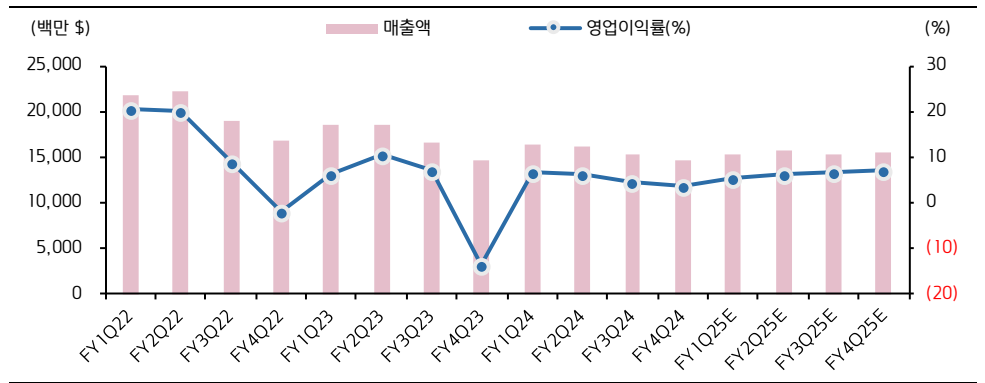
한편 동사의 우크라이나 크리비리 제철소는 우크라이나 철강 생산의 25%, 동사 전사 생산의 7%에 달하는 양을 담당하고 있었다. 하지만 전쟁이후인 22년말 동사는 우크라이나 공장 가치 하락과 운영 축소에 따른 10억달러의 손상자산 처리를 단행했으며, 현재 우크라이나 공장은 동사 전체 생산량의 3% 미만을 차지하고 있다. 러-우 전쟁 종료 후 우크라이나 재건 수요가 증가하면서, 동사의 크리비리 제철소는 전쟁 이전 수준의 생산량을 회복할 수 있을 것으로 전망한다.

아르셀로미탈 향후 실적 컨센서스 표

구분	분기 컨센서스				연간 컨센서스				
	(백만 USD)	FY25Q1	YoY 성장률	FY25Q2	YoY 성장률	FY25	YoY 성장률	FY26	YoY 성장률
매출액		15,271	-6.2%	15,793	-2.8%	61,431	-1.6%	63,909	4.0%
영업이익		798	-25.6%	967	-7.6%	4,159	25.7%	4,986	19.9%
영업이익률(%)		5.2	-1.4	6.1	-0.3	6.8	1.5	7.8	1.0
순이익		731	-22.1%	835	65.7%	3,160	136.0%	3,746	18.6%
EPS(USD)		0.85	-26.6%	0.96	52.9%	4.02	136.6%	4.89	21.6%

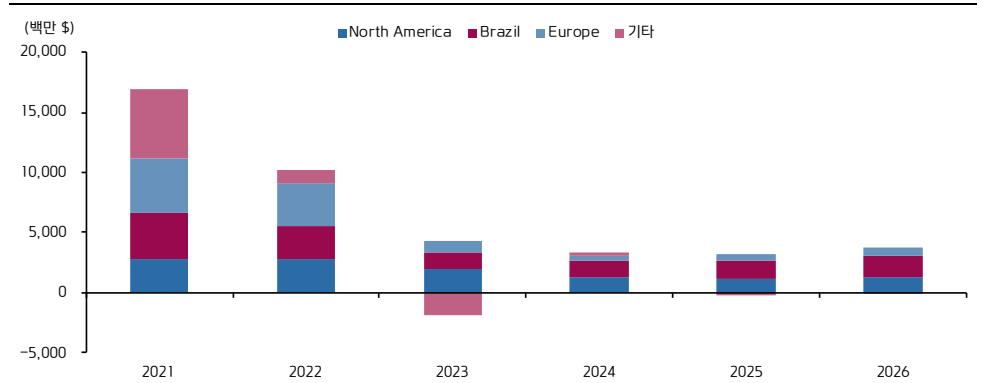
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2025-03-13 블룸버그 기준

아르셀로미탈 분기 실적 추이 및 전망



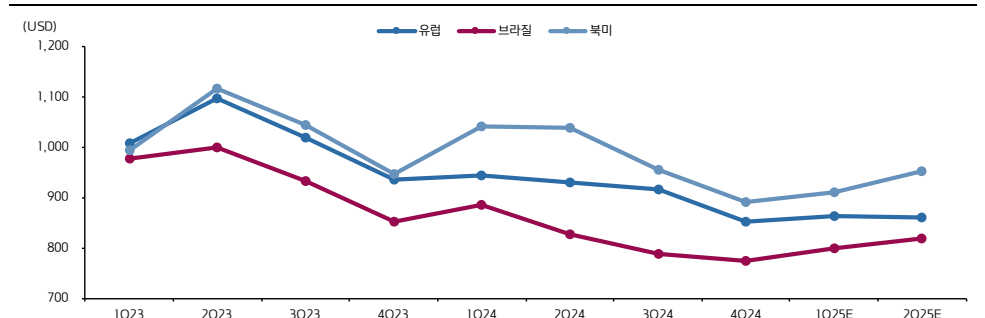
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2025-03-13 블룸버그 기준

아르셀로미탈 지역별 영업이익 추이 및 전망



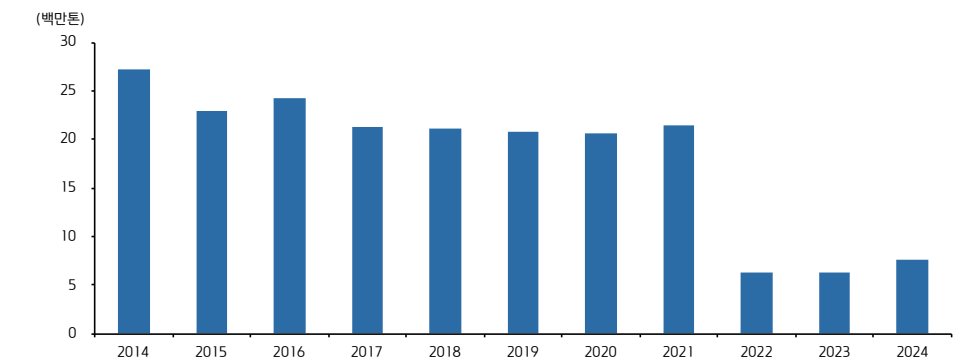
자료: 아르셀로미탈, Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2025-03-13 블룸버그 기준

아르셀로미탈 지역별 판매 가격 추이 및 전망



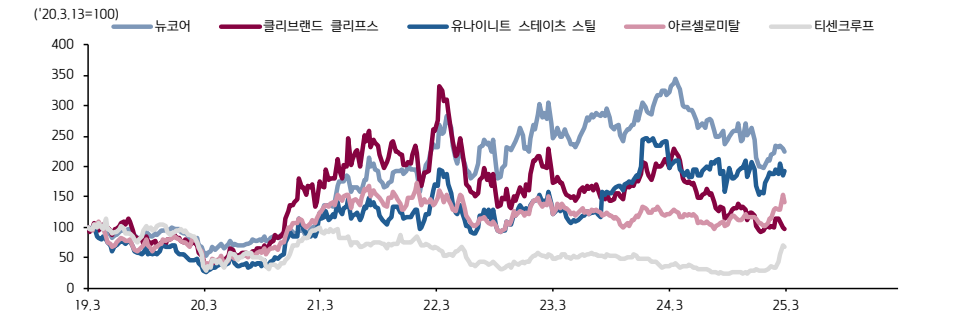
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

우크라이나 연도별 철강 생산량



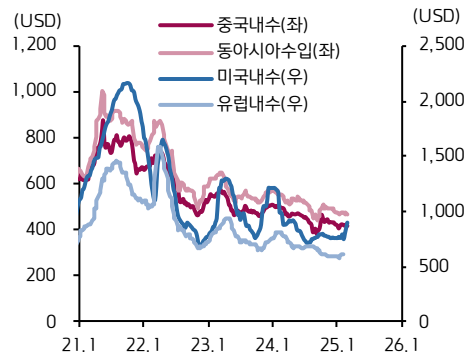
자료: World Steel Association, 키움증권 리서치

피어그룹 주가 차트 추이



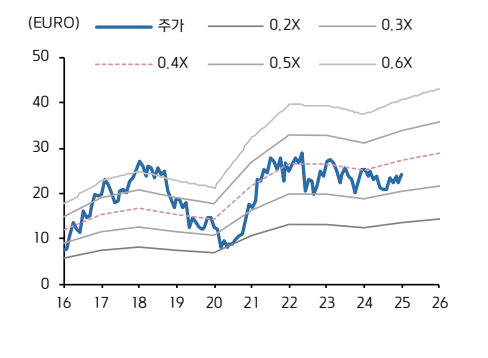
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2025-03-13 블룸버그 기준

세계 열연 가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

아르셀로미탈 PBR 밴드 차트



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

#### Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- "아르셀로미탈 ADR" 종목은 3월 10일 해외관심종목에 언급된 바 있습니다.

#### 고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.