

미국 NDR 후기: 시각 변화의 가능성을 보다

- 투자자들은 동사의 Captive market향 출하 증가 지속과 현금흐름 개선 가능성에 상당히 긍정적 관심 표명
- 철강 수요 증가 기대감은 낮았으나 원재료 공급 증가 등 질적 변화에 대해서는 긍정적 평가
- 투자자의견 매수, 목표주가 125,000원

■ 동사 사업구조에서 주목해야 할 부분들과 투자자들의 관심

당사는 현대제철과 2012년 9월 17일부터 21일까지 5일 동안 미국 투자자들과 미팅을 가졌다. 세계 철강 업종 주가가 지난 2년 반 이상 De-rating 되어 주가 수준이 매우 낮은 상태였고 중국 정부가 경기 부양정책을 발표한 직후라 투자자들은 현대제철 뿐만 아니라 철강업 시장 전반에 대한 궁금증들이 많았다. 동사 사업구조 변화에서 주목해야 할 부분들은 다음과 같다.

1) 수요산업 층이 다변화되고 있다. 2009년에는 건설이 전체 판매량의 62%를 차지했으나 2012년에는 건설 37%, 자동차와 조선이 35%, 기타 28%로 다변화될 것으로 전망된다.

2) 현대자동차 그룹의 성장으로 판재류 판매량 중 자동차용 강판 판매량 비중이 증가하고 있다. 2010년 동사의 판재류 판매량 중 자동차용 강판 판매량 비중은 29%였으나 2012년에는 37%로 상승할 것으로 전망된다. 또한 현대자동차 그룹의 자동차용 강판 필요량 중 동사 제품의 비중이 2009년 19%에서 2012년에는 46%로 상승할 것으로 예상된다.

3) 동사 판매량 중 Captive market(그룹사)향 판매량 비중이 증가하고 있다. 2009년 그룹사향 판매량 비중은 9.8%였으나 2012년에는 28.6%에 달할 것으로 예상된다. 현대중공업 그룹을 광의의 그룹사로 포함시킨다면 이 비중은 30%를 상회할 것으로 추정된다.

4) 원재료(철광석, 석탄) 업체들의 가격 교섭력 약화로 현대제철을 포함한 철강업체들의 이익률이 개선될 가능성이 높다. 특히 당사는 전분기가 아닌 당분기 평균 가격을 구매 가격으로 적용하는 Spot 성격의 원재료 구매 비중을 증가시키고 있어 최근 원재료 가격 급락의 수혜가 예상된다. 이는 경쟁 업체대비 이익률이 높을 수 있음을 시사하는 부분이다.

특히 투자자들은 동사의 Captive market향 출하량이 증가하고 있고 추가 증가 여력이 높다는데 관심이 많았으며 경쟁 업체대비 이익 변동성이 낮다는 점에도 상당히 긍정적인 반응을 보였다. 국내 신용평가사의 분석에 따르면 동사의 2001~2011년 EBITDA 마진 변동성은 12.5%로 분석 대상 업체였던 10개 글로벌 철강 업체들 중 가장 낮았다.

또한 현금흐름을 중요시하는 투자자들이 많아 2014년부터 동사가 현금흐름이 개선되고 부채가 본격적으로 감소하기 시작한다는 점에 관심이 많았다.

▶ Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	10,236	1,059	10.4	922	10,812	1,459	-3,014	12.3	11.5	1.3	12.4
12/11	15,260	1,304	8.6	747	8,758	1,977	-835	8.5	10.9	0.9	8.6
12/12F	14,619	1,077	7.4	769	9,012	1,783	-20	8.1	10.2	0.8	9.5
12/13F	15,745	1,375	8.7	911	10,680	2,070	88	8.9	8.6	0.7	8.3
12/14F	17,171	1,710	10.0	1,097	12,856	2,548	1,139	9.8	7.1	0.7	6.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익

자료: 현대제철, KDB대우증권 리서치센터

■ 투자자들의 철강 산업 상황에 대한 반응: 수요 개선에 대한 기대는 낮았으나 질적 변화에는 긍정적 관심 증가

투자자들의 세계 철강 산업 수요 개선 가능성에 대한 기대감은 낮았다. 중국의 대규모 인프라투자 사이클이 끝났고 미국, 중국, 한국 등에서 행해지고 있는 경기 부양정책의 효과에 대해서도 큰 기대감은 없었다. 특히 중국이 설비 축소 등 양적 구조조정에 성공할 가능성은 매우 낮게 보고 있었다.

그러나 과거대비 철광석, 석탄 등 원재료 공급이 증가해 철강 업체들의 원가 부담이 낮아져 이익률이 한 단계 상승 할 것이라는 기대감은 커졌다. 이는 당사가 2주전 아시아 투자자들과의 만남에서도 느낄 수 있는 부분이었다. 투자자들은 전반적으로 철광석, 석탄 가격의 급락이 단순히 철강 산업 침체에 따른 수요 약세 현상이라기 보다는 구조적으로 광산 생산능력 증가에 기반한 이슈라고 보는 시각들이 많았다. 따라서 최근 2~3년간은 원가 부담으로 철강 가격 움직임과 관계 없이 철강 업체들의 이익이 축소되는 현상이 발생했으나 향후에는 경기 회복으로 철강 가격이 상승 한다면 철강 업체들의 이익이 증가할 수 있는 가능성이 높다 겠다는 평가다.

또한 중국 철강 산업에 대해서도 철강 업체들이 유통 업체 인수를 통해 시장 지배력을 높이는 과정 등 질적 변화에 대해서는 높은 점수를 주고 있었다. 양적 구조조정(설비 폐쇄 등)은 기대하기 어렵더라도 질적 구조조정은 철강 산업의 이익률 확대에 기여할 수 있다는 기대감이 있었다. 실제로 중국의 철강 유통 업체들이 큰 비중을 차지 하지 않았던 1990년대에는 현재 보다 세계 철강 공급 과잉 비율이 높고 세계 철강 산업 성장률은 낮았음에도 불구하고 주요 철강업체들의 평균 영업이익률은 높았다. 이것이 바로 시장이 대부분 양적 구조조정에만 주목하고 있으나 질적 구조조정도 주목해야 하는 이유다.

특히 투자자들은 현대제철이 2013년에 고로 3기(열연 2백만톤, 후판 2백만톤)를 가동할 경우 이것이 한국 및 아시아 철강가격에 하락 압력으로 작용하지 않을까 하는 우려들을 가지고 있었다. 그러나 당사는 열연 2백만톤의 경우 현대하이스코가 냉연 단압 설비 150만톤을 증설하고 있어 열연에 대한 신규 수요가 증가해 시장에 미치는 영향은 미미하다고 판단한다. 즉, 공급 증가에 대한 부담은 열연 업체가 아닌 냉연 업체가 느낄 부분인 것이다. 다만 후판의 경우 가격 압박을 받을 수 있다. 그러나 동사의 경우 후판 수출 비중이 10%에 불과해 수출 증가 여력도 있고 현대중공업 그룹향 출하 증가 가능성도 있어 경쟁 업체 대비 여전히 유리한 입장에 있다는 점을 주목해야 한다.

■ 기타 관심 질문들과 당사의 견해

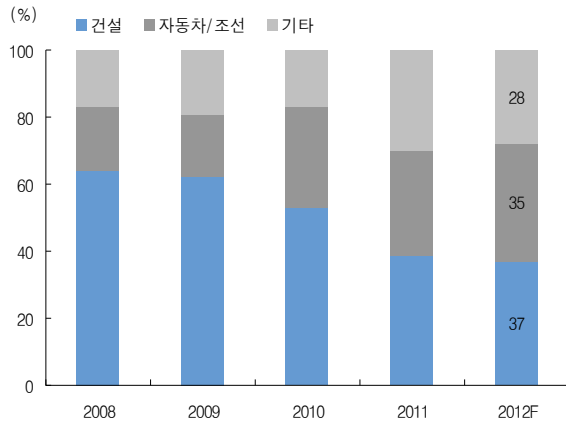
이 밖에도 고로 3기 투자 이후 CAPEX 계획 등을 포함한 추가 성장 전략, 철광석, 석탄 등 광산 인수 계획, 현대하이스코와의 M&A 계획 등에 대한 질문들이 많았다. 특히 세계 철강 수요가 약하고 공급 과잉이 극심한 상황에서 국제 철강 가격 급락에도 불구하고 한국 철강 가격이 높은 수준을 유지할 수 있는 이유에 대해서도 관심이 많았다.

전반적으로 현대제철의 재무구조 개선 가능성과 철광석, 석탄 등 광산을 인수하지 않았던 전략적 판단 등에 높은 점수를 주는 분위기였으며 한국 철강 업체들의 한국 철강 시장 지배력에도 긍정적 판단을 내리고 있었다.

특히 장기 투자자들의 경우 그 동안 동사의 강한 성장 스토리에도 불구하고 높은 부채 수준이나 현금흐름 문제로 투자를 주저했던 투자자들이 많았다는 측면에서 동사의 재무구조 개선 전망에 따라 장기적으로 동사에 대한 투자자들의 관심이 증가할 수 있다는 것을 느낄 수 있었다. 사실상 글로벌 장기 투자자들의 경우 그 동안 현대제철을 철강 업체들 중 투자 대상으로 선정하지 않았던 투자자들이 많았으나 향후에는 동사에 대한 인식이 긍정적 방향으로 변화할 가능성이 높아졌음을 시사하는 것이다.

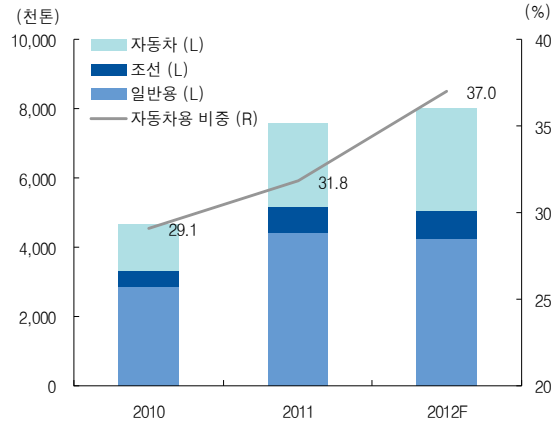
■ Key charts

그림 1. 현대제철의 주요 산업 비중 추이



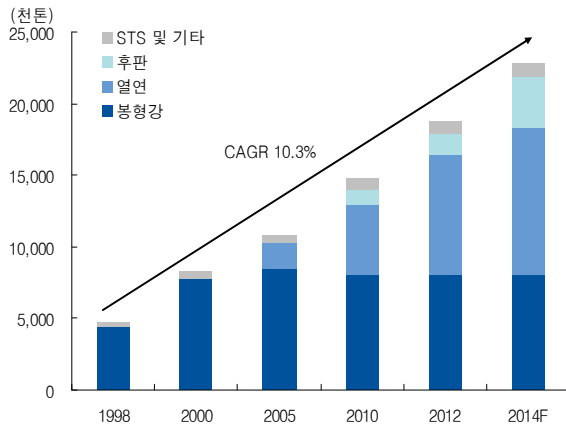
자료: 현대제철, KDB대우증권 리서치센터 추정

그림 2. 현대제철의 판매처 중 자동차용 강판 비중 추이



자료: 현대제철, KDB대우증권 리서치센터 추정

그림 3. 현대제철의 생산능력 추이 및 전망



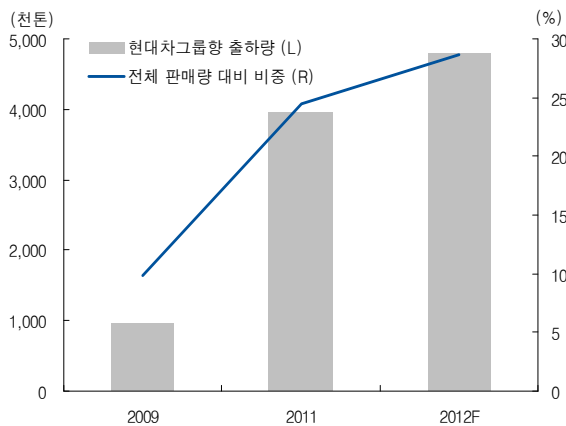
자료: 현대제철, KDB대우증권 리서치센터 추정

그림 4. 글로벌 철강업체들의 이익변동성

Company	EBITDA Margin Volatility (2001~2011)
Hyundai Steel	12.5%
Nucor	45.4%
Gerdau Ameristeel Corp.	52.0%
Tokyo Steel	75.9%
Steel Dynamics	40.1%
Commercial Metals Co.	47.9%
POSCO ⁽¹⁾	21.4%
Baoshan Iron & Steel Co. ⁽¹⁾	48.7%
Nippon Steel ⁽¹⁾	27.2%
Wuhan Iron & Steel Co. ⁽¹⁾	33.7%

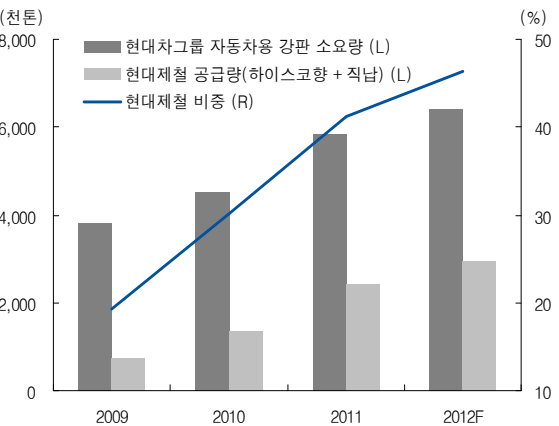
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터 ((1)은 고로 업체)

그림 5. 현대제철의 Captive market향 출하 비중 추이



자료: 현대제철, KDB대우증권 리서치센터 추정

그림 6. 현대차그룹의 자동차용 강판 필요량과 동사 제품 비중



자료: 현대제철, KDB대우증권 리서치센터 추정

▶ Compliance Notice

- 현대제철: 회사가 LP업무를 수행하는 EIW의 기초자산 발행법인. 현대제철: 회사가 LP업무를 수행하는 주식을 발행한 법인. 현대제철: 회사가 발행한 EIW의 기초자산 발행 법인. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(==), Not covered(☐))
- ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되거나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 저작권재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

