

Sector comment

Korea / Steel

13 December 2012

NEUTRAL

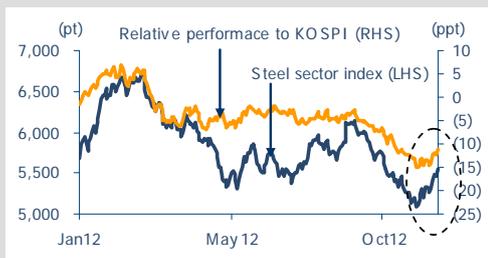


Stocks under coverage

Company	Rating	Price	Target price
현대하이스코 (010520 KS)	BUY	45,700	55,000
POSCO (047050 KS)	BUY	343,000	480,000
현대제철 (004020 KS)	HOLD	86,000	90,000
동국제강 (001230 KS)	HOLD	13,600	14,000

(주: 12 월 12 일 종가 기준)

철강업종 지수 및 상대수익률 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터, KOSA

철강 제품 (HRC) 및 철광석 가격 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터, Bloomberg, Steel daily

권해순, Analyst

3774 6022 hskwon@miraeasset.com

# 철강

## 철강업종에 대한 보수적 관점 유지

국내 철강업종 지수는 11월 21일 저점 이후 약 10% 상승하며 KOSPI 대비 약 6ppt 아웃퍼폼함. 최근 철강업종 강세는 1) 중국 철강 재고 축적 시기가 다가오면서 재고 re-stocking 과 이에 따른 제품 가격 상승이 기대되고, 2) 중국 신정부의 투자 확대와 이에 따른 철강제품 수요 확대 가능성이 부각되었으며, 3) 4분기를 저점으로 실적 회복이 예상되는 가운데, 밸류에이션 매력 부각되었던 것에 기인한다는 판단. 이에 대해 당사는 최근의 주가 강세가 지속될 가능성은 낮다고 판단하며, 철강업종에 대해 보수적으로 접근할 것을 권유함. 이는 1) 중국 리스타킹 효과가 크지 않을 것으로 예상됨에 따라 제품 가격 반등이 단기에는 쉽지 않을 것으로 보고, 2) 후판 및 봉형강류의 경우 부진한 전방산업경기가 2013년 상반기까지 지속될 것으로 예상됨에 따라 관련 업체들의 실적 회복 가능성도 단기적으로 낮을 전망이다.

### 업황 회복에 대한 기대 및 밸류에이션 매력 부각

최근 철강주들의 강세는 중국 경기 회복과 중국 신정부의 투자 확대에 대한 기대감이 반영된 것으로 보임. 특히 국내 철강업종은 금번 4분기를 저점으로 내년 상반기 실적 회복이 예상되는 가운데, 밸류에이션 매력이 부각된 것이 주가 상승을 견인함. 지난 11월 21일 주가 기준 POSCO 및 현대제철 주가는 2013년 예상실적 기준 P/B 0.6 배로 지난 5년간 저점 수준까지 하락한 상태였음. 그리고 주요 철강사들의 밸류에이션은 타 소재, 산업재 관련 기업들과 비교해서도 밸류에이션 매력이 높았음.

### 2013년 중국 철강산업 전망: Better Macro, Flat Micro

중국 현재 재고 수준은 저점으로, 재고 re-stocking 에 따른 제품 가격 반등 기대감이 일부 존재하는 것은 사실. 하지만 당사 홍콩 철강 애널리스트는 유통상들의 재고 보유 능력이 크게 축소된 현 시점에서 re-stocking 여력은 제한적일 것으로 전망함. 이에 따라 3% 내외로 예상되는 2013년 철강 수요증가를 하에서는, 현재의 생산 추세가 지속될 경우 철강산업의 공급과잉 문제가 2013년에도 해결되기 어려울 것으로 전망함(11월 8일 발간 자료 Better Macro, Flat Micro 참고). 따라서 2013년에도 각 철강사들의 수익성 개선은 어려울 것으로 전망하며, 중국 철강업종에 대한 기존의 Underweight 의견을 유지하고 있음. 참고로, 원료 가격이 급락한 2분기 이후 철강 생산량은 증가하였지만, 11월 들어 증가 폭이 다시 둔화되는 추세. 또한 China steel PMI는 10월 52.7에서 11월 49.2 하락한 것으로 파악됨.

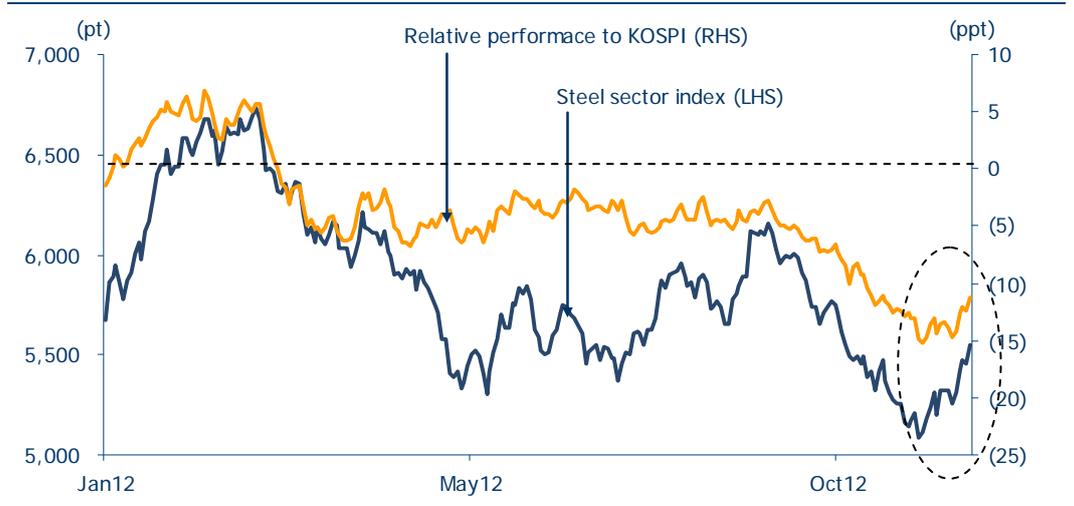
### 2013년 국내 철강산업 전망

2013년에는 현 수준에서 원료 및 철강 가격의 변동 폭이 2012년처럼 급변할 가능성은 낮아 보임. 하지만 분기별 원재료 가격 협상 시스템 이후 연간 기준으로 철강사들의 수익성 개선 폭은 제한적일 전망이다. 가운데, 2013년 상반기에도 주요 수요산업의 부진할 업황(조선업, 건설업)을 감안하면, 가격 강세 및 판매량 증가에 따른 이익 고성장 가능성은 낮을 전망. 만약 2013년 철강제품 가격이 현 수준 대비 한 자릿수 상승에 그치고, 판매량이 약 1~2% 감소한다면(기존 당사 전망치 연평균: 제품 가격 상승률 약 11%, 판매량 상승 약 1.5%), 고로사들의 2013E 평균 영업 이익률, ROE, 영업이익 성장률은 각각 8%, 8%, 10%YoY 이하로 당사의 현재 추정치를 하회할 것으로 예상됨(현재 평균 영업이익률 9%, ROE 9%, 영업이익 성장률 14.5%YoY 전망).

### Top pick: 현대하이스코

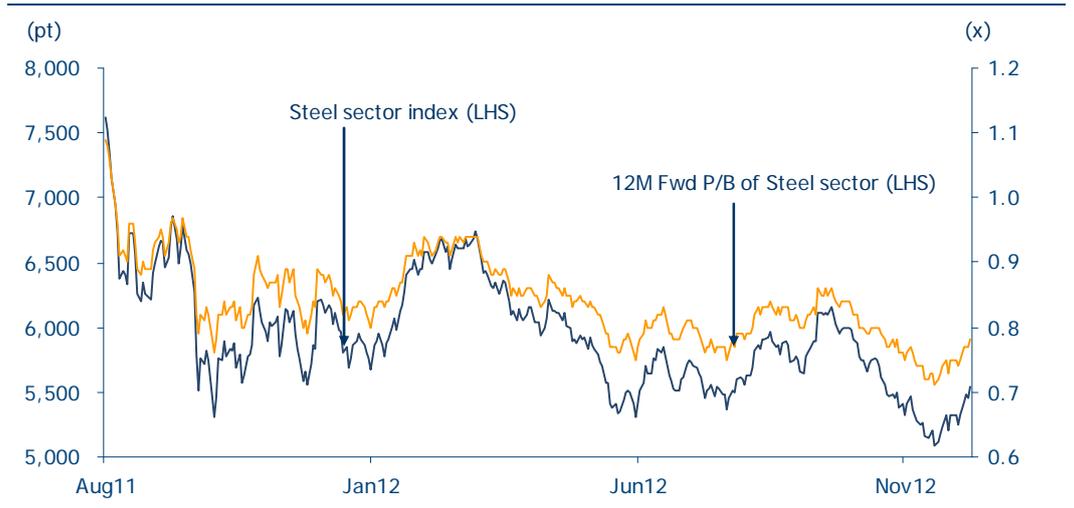
철강업종 내에서는 현대하이스코를 추천함. 이는 2013년 5월 당진 제2공장 가동으로 자동차 강판 생산 증대와 함께 판매량 증가도 수반될 수 있어, 이익 고성장(2013E 영업이익 +20.4%YoY)이 예상되기 때문. 현대하이스코는 2014년까지 실적 가시성이 높고, 20%에 가까운 ROE 달성이 지속 가능할 것으로 예상됨.

Figure 1 국내 철강업종 지수 및 상대수익률 추이 (2012년 초~ 현재)



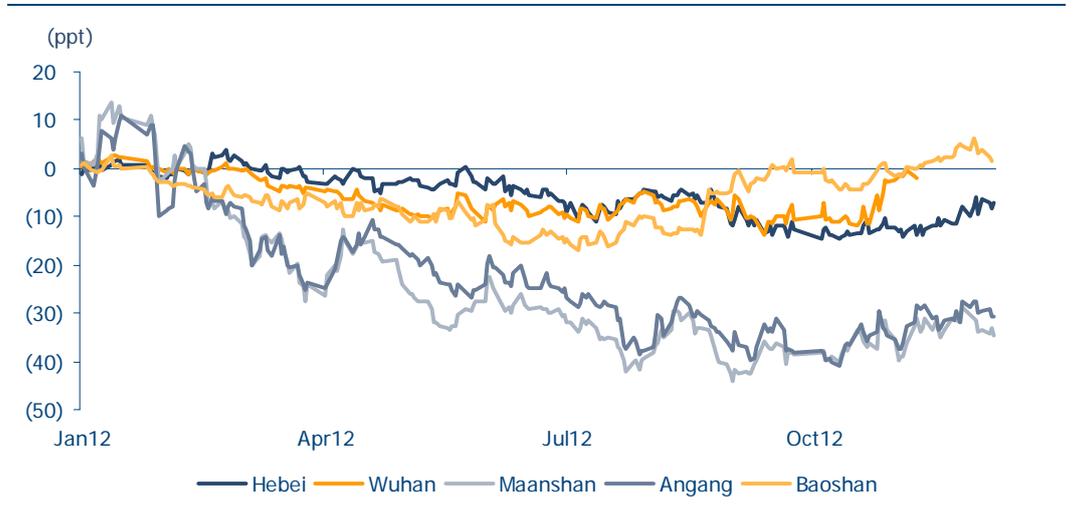
자료: 미래에셋증권 리서치센터, Quantiwise

Figure 2 국내 철강업종 12M Fwd P/B 추이: 11월 중순 이후 밸류에이션 매력 부각되며 주가 강세 시현



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 중국 철강업체별 상대수익률 추이 (2012년 초~ 현재)



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 철광석 시장 가격과 계약가격 추이



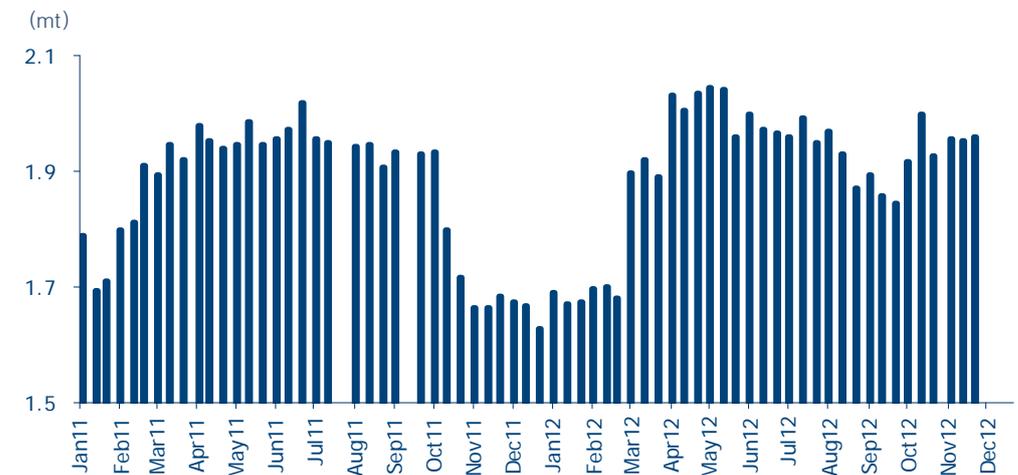
자료: 미래에셋증권 리서치센터, Bloomberg, POSCO

Figure 5 철광석 가격 및 철강 제품 (중국 및 국내) 가격 추이



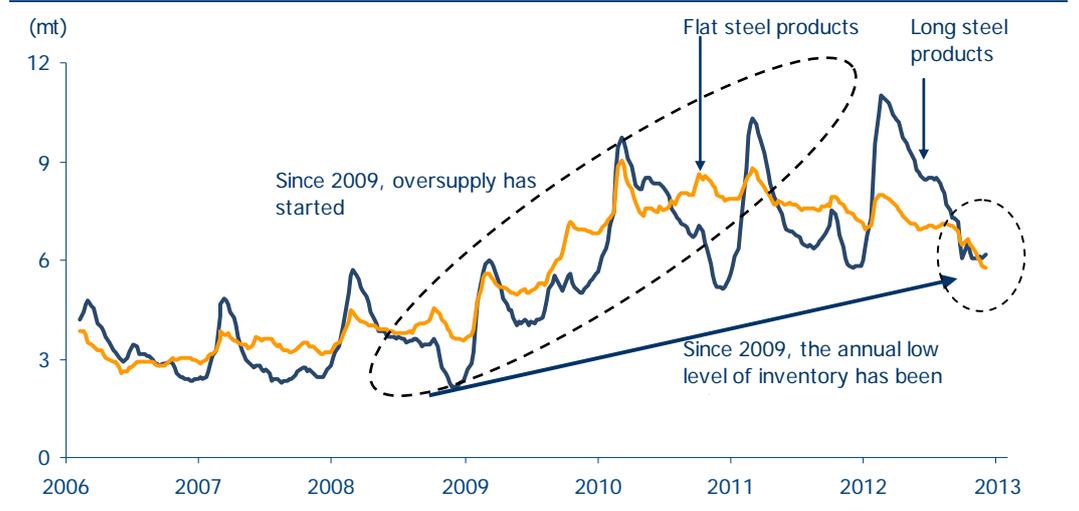
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 중국 일평균 철강생산량 추이



자료: CISA, Mysteel, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 중국 철강재고 - restocking 에 보수적



자료: CISA, Mysteel, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 8 열연 내수 및 수입 가격 비교



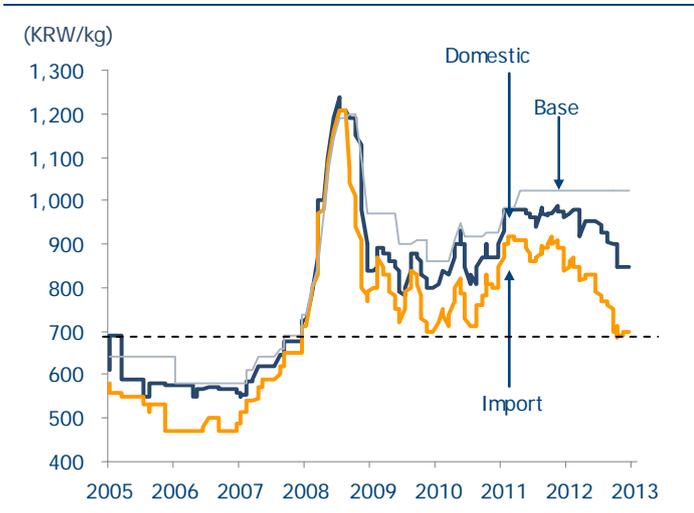
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 9 후판 내수 및 수입 가격 비교



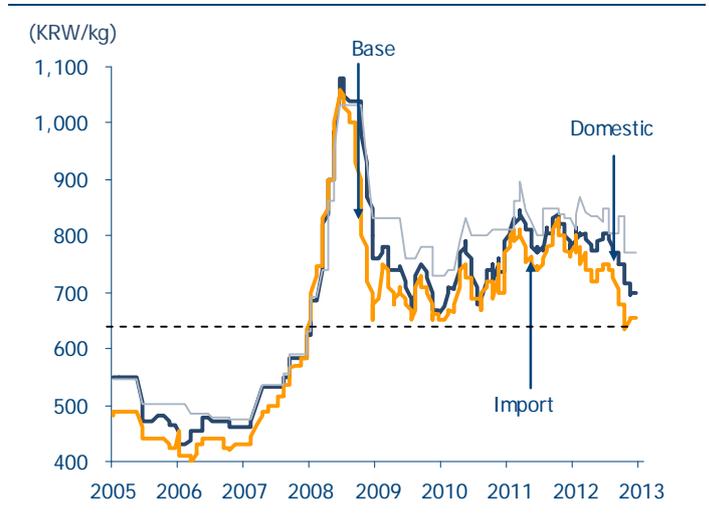
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 10 H-형강 내수 및 수입 가격 비교



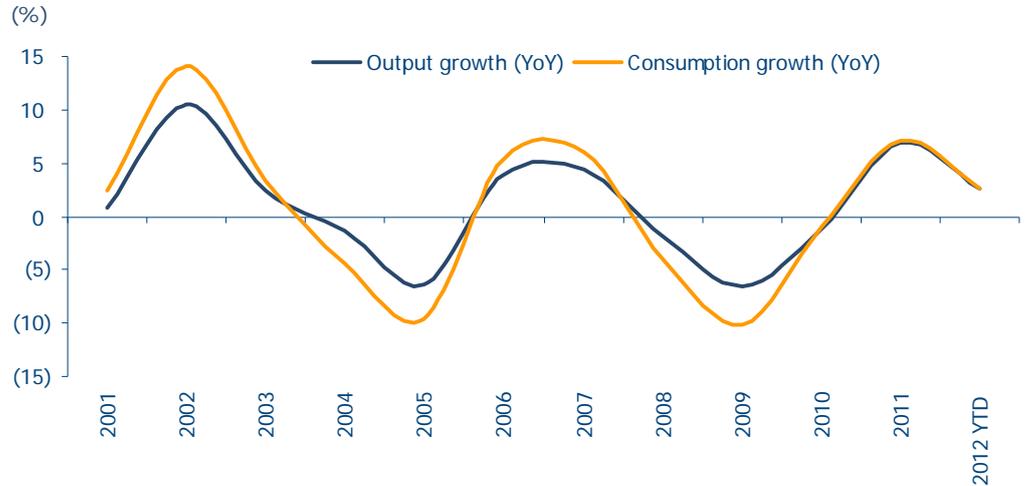
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 11 철근 내수 및 수입 가격 비교



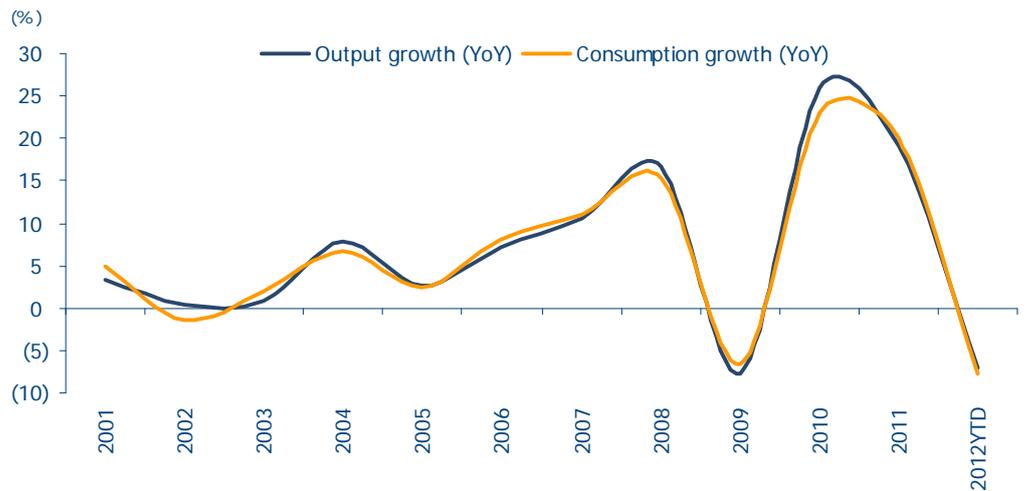
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 12 국내 봉형강류 연도별 생산 및 소비 증가율 추이



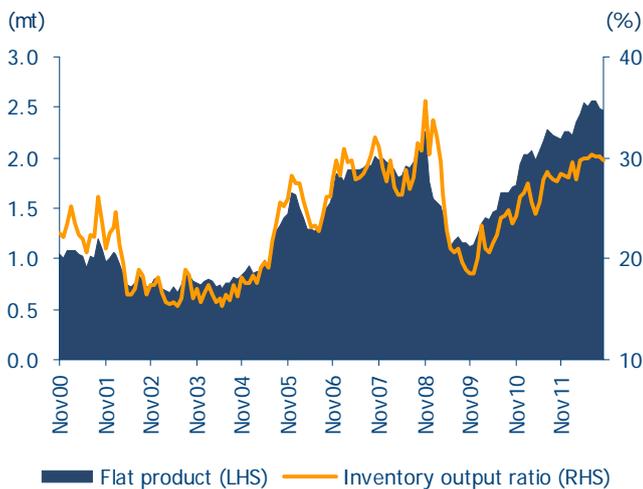
자료: KOSA, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 13 국내 판재류 연도별 생산 및 소비 증가율 추이



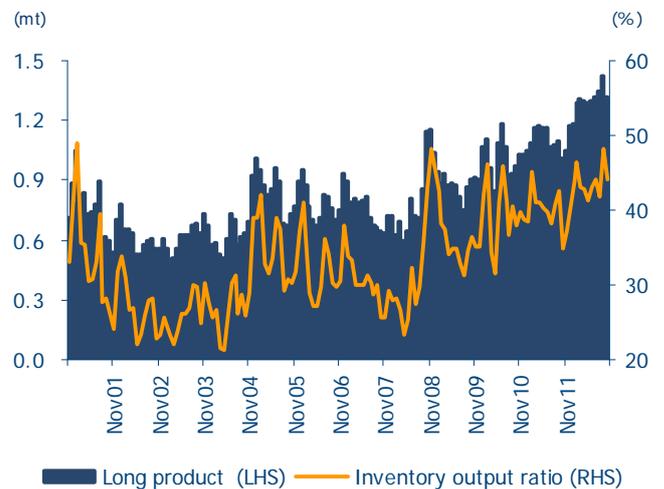
자료: KOSA, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 14 판재류 재고 추이



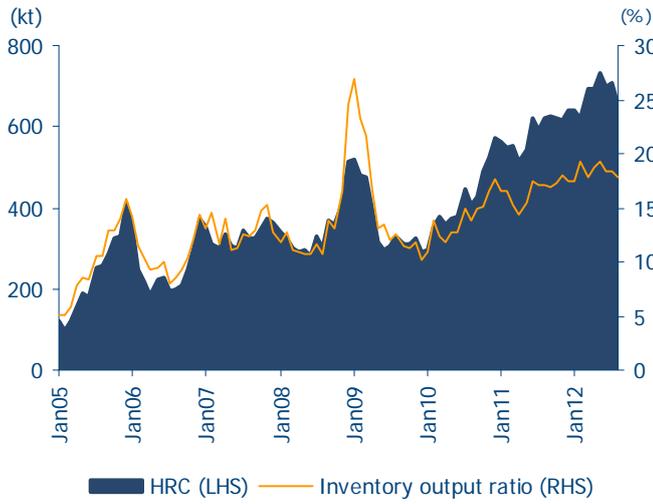
자료: KOSA, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 15 봉형강류 재고 추이



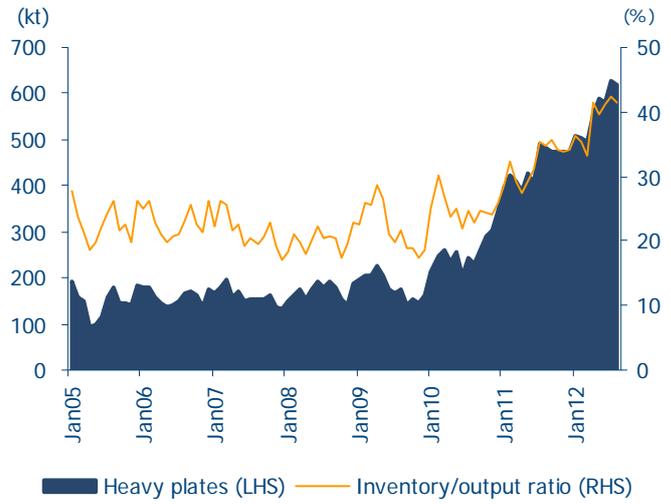
자료: KOSA, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 16 열연 재고 추이



자료: KOSA, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 17 후판 재고 추이



자료: KOSA, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 18 Peer valuation of domestic steel companies

Company		POSCO	Hyundai Steel	DK Steel	Hyundai Hysco	Seah Besteel
Code		047050 KS	001120 KS	011760 KS	001250 KS	001430 KS
<b>TP (KRW)</b>		<b>450,000</b>	<b>90,000</b>	<b>18,000</b>	<b>55,000</b>	<b>N/A</b>
<b>CP (12/12)</b>		<b>345,000</b>	<b>86,500</b>	<b>13,600</b>	<b>45,600</b>	<b>28,350</b>
Market cap (KRW bn)		30,079	7,380	841	3,657	1,017
<b>Revenue (KRW bn)</b>	2011	68,939	15,260	8,842	8,170	2,522
	2012E	67,250	14,434	8,112	8,476	2,347
	2013E	68,440	13,942	7,636	9,517	2,528
	2014E	74,561	16,578	8,029	10,646	2,777
<b>Operating profit (KRW bn)</b>	2011	5,408	1,304	267	435	307
	2012E	3,628	1,006	30	466	207
	2013E	4,225	1,126	182	561	217
	2014E	5,023	1,446	386	655	261
<b>OP margin (%)</b>	2011	7.8	8.5	3.0	5.3	12.2
	2012E	5.4	7.0	0.4	5.5	8.8
	2013E	6.2	8.1	2.4	5.9	8.6
	2014E	6.7	8.7	4.8	6.2	9.4
<b>Net profit (KRW bn)</b>	2011	3,648	747	7	297	236
	2012E	2,696	766	(101)	317	150
	2013E	3,850	990	45	419	159
	2014E	4,469	1,014	167	493	195
<b>NP margin (%)</b>	2011	5.3	4.9	0.1	3.6	9.3
	2012E	4.0	5.3	(1.2)	3.7	6.4
	2013E	5.6	7.1	0.6	4.4	6.3
	2014E	6.0	6.1	2.1	4.6	7.0
<b>EPS (KRW)</b>	2011	41,843	8,757	121	3,699	6,576
	2012E	30,919	8,984	(1,635)	3,958	4,170
	2013E	44,155	11,598	726	5,219	4,445
	2014E	51,263	11,889	2,695	6,147	5,431
<b>BPS (KRW)</b>	2011	439,933	106,885	45,259	20,300	34,972
	2012E	460,066	114,551	42,055	23,969	38,755
	2013E	496,251	125,655	42,085	28,955	42,242
	2014E	539,615	137,050	44,187	34,872	46,381
<b>PER (x)</b>	2011	9.1	10.9	169.3	9.5	4.3
	2012E	11.2	9.6	N/A	11.5	6.8
	2013E	7.8	7.5	18.7	8.7	6.4
	2014E	6.7	7.3	5.0	7.4	5.2
<b>PBR (x)</b>	2011	0.86	0.90	0.45	1.73	0.81
	2012E	0.75	0.76	0.32	1.90	0.73
	2013E	0.70	0.69	0.32	1.57	0.67
	2014E	0.64	0.63	0.31	1.31	0.61
<b>ROE (%)</b>	2011	9.5	8.2	0.3	18.2	20.9
	2012E	6.7	7.8	(3.9)	16.5	11.8
	2013E	8.9	9.2	1.7	18.0	11.7
	2014E	9.5	8.7	6.1	17.6	12.4

자료: 미래에셋증권 리서치센터, Bloomberg

Figure 19 Earnings forecast and valuation of global steel companies

Company		A-Mittal	Hebei	Baosteel	Wuhan	Maan shan	Angang	TATA	NUCOR	Nippon Steel	JFE
Code		MT NA	709	600019	600005	323	347	TATA	NUE	5401	5411
Trading currency		USD	CNY	CNY	CNY	HKD	HKD	INR	USD	JPY	JPY
<b>Share price (12/12)</b>		13	3	5	3	2	5	397	42	186	1,344
Market cap		20	27	83	27	19	33	385	13	1,768	826
<b>Revenue</b>	2011	93	133	223	97	81	90	1,267	20	4,057	3,189
(bn)	2012E	84	120	201	89	78	93	1,314	20	4,646	3,143
	2013E	87	120	205	90	80	94	1,391	20	5,234	3,361
	2014E	91	126	209	92	82	108	1,452	22	5,201	3,418
<b>Operating profit</b>	2011	6	N/A	11	3	1	(0)	91	1	71	45
(bn)	2012E	2	1	8	1	(2)	(3)	94	1	46	51
	2013E	3	1	10	1	1	2	121	2	208	143
	2014E	5	N/A	13	2	2	3	118	2	273	165
<b>OP margin</b>	2011	6.0	N/A	4.7	3.3	1.4	(0.4)	7.2	6.9	1.8	1.4
(%)	2012E	2.4	0.5	3.9	1.1	(2.4)	(2.9)	7.1	5.3	1.0	1.6
	2013E	3.8	0.6	5.0	1.4	1.4	1.6	8.7	8.2	4.0	4.2
	2014E	5.3	N/A	6.3	2.5	3.0	2.9	8.2	9.9	5.2	4.8
<b>Net profit</b>	2011	3	1	8	2	0	(1)	57	1	(1)	(40)
(bn)	2012E	0	0	12	0	(3)	(3)	29	1	(171)	32
	2013E	1	1	7	1	0	0	47	1	143	78
	2014E	3	1	9	1	1	1	54	1	186	93
<b>NP margin</b>	2011	3.5	0.9	3.4	2.3	0.4	(1.5)	4.5	3.7	(0.0)	(1.3)
(%)	2012E	0.4	0.3	6.0	0.5	(3.6)	(3.3)	2.2	2.6	(3.7)	1.0
	2013E	1.6	0.5	3.6	0.8	0.0	0.1	3.4	4.7	2.7	2.3
	2014E	3	1	4	1	1	1	4	5	4	3
<b>EPS</b>	2011	2.1	0.1	0.5	0.2	0.0	(0.2)	45.7	2.3	(0.1)	(74.3)
	2012E	0.2	0.0	0.6	0.1	(0.4)	(0.4)	27.8	1.7	(14.3)	57.5
	2013E	1.0	0.1	0.4	0.1	(0.0)	0.0	47.1	2.9	15.7	145.1
	2014E	1.8	0.1	0.5	0.1	0.1	0.2	56.3	3.9	20.2	173.5
<b>BVPS</b>	2011	41	4	6	4	4	7	401	23	279	2,580
	2012E	36	4	7	4	3	7	439	24	233	2,648
	2013E	37	4	7	4	3	7	473	25	244	2,773
	2014E	39	4	7	4	3	7	533	28	247	2,908
<b>PER</b>	2011	5.9	23.8	10.3	12.0	67.1	(29.4)	8.7	18.2	(1,879)	(18.1)
(x)	2012E	62.9	71.4	7.7	52.5	(6.1)	(12.8)	14.3	25.2	(13.0)	23.4
	2013E	13.0	43.1	11.4	42.5	(67.1)	176.5	8.4	14.3	11.9	9.3
	2014E	7.0	32.1	9.4	33.1	23.0	30.9	7.0	10.6	9.2	7.7
<b>PBR</b>	2011	0.3	0.6	0.8	0.7	0.6	0.8	1.0	1.8	0.7	0.5
(x)	2012E	0.3	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9	1.7	0.8	0.5
	2013E	0.3	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	1.6	0.8	0.5
	2014E	0.3	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8	0.7	1.5	0.8	0.5
<b>EV/EBITDA</b>	2011	5.3	6.4	5.4	5.7	5.2	8.2	6.8	8.2	10.2	7.6
(x)	2012E	7.2	8.7	5.4	8.0	14.3	14.5	6.8	9.8	13.6	9.6
	2013E	6.1	7.9	5.2	6.5	6.5	7.6	5.9	7.0	8.3	7.2
	2014E	4.9	7.6	4.7	5.6	5.2	6.2	5.6	5.5	7.3	6.4
<b>ROE (%)</b>	2011	5.3	3.8	7.2	5.3	1.1	(2.0)	11.0	10.0	2.8	(0.9)
	2012E	0.9	1.0	9.9	1.2	(10.1)	(4.8)	6.3	6.8	(6.0)	2.4
	2013E	2.7	1.3	6.6	1.4	(0.2)	1.0	10.2	12.1	6.0	4.3
	2014E	5.0	1.9	7.2	1.8	2.5	2.4	11.1	14.6	7.2	5.4

자료: Bloomberg, 미래에셋증권

주석: 현재주가, 시가총액 거래통화 기준, 매출액, 영업이익, 순이익, EPS, BVPS 회계 통화 기준

**Recommendations**

**종목별 투자의견 (2개월 기준)**

BUY : 현주가 대비 목표주가 +10% 초과

Hold : 현주가 대비 목표주가 ±10%이내

Reduce : 현주가 대비 목표주가 -10%초과

단, 업종 투자의견에 의한 ±10%내의 조정치 감안 가능

**업종별 투자의견**

Overweight : 현 업종지수대비 +10% 초과

Neutral : 현 업종지수대비 ±10% 이내

Underweight : 현 업종지수 대비 -10%초과

**Compliance Notice**

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관 투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.  
작성 자: 권해순

종목	담당자	종류	담당자 보유주식수			1%이상 보유여부	유가증권 종목	계열사 담당자	자사주 종류
			수량	취득가	취득일				
<b>REMARK:Korean analyst is only responsible for Korean securities and relevant sectors only.</b>									

**Target Price and Recommendation Chart**

Stock Price & Target Price Trend ■ Stock Price ■ Target Price

■ B - Buy ■ H - Hold ■ R - Reduce

**현대하이스코 (010520 KS)**

Date	Recommendation	12m target price
2012-10-22	BUY (Initiate)	55,000
2012-11-02	BUY	55,000
2012-12-13	BUY	55,000

Stock Price & Target Price Trend ■ Stock Price ■ Target Price

■ B - Buy ■ H - Hold ■ R - Reduce

**POSCO (005490 KS)**

Date	Recommendation	12m target price
2012-10-22	BUY (Initiate)	480,000
2012-10-24	BUY	480,000
2012-12-13	BUY	480,000

