

유럽 발 훈풍이 철강주도 띄울까?

- 유럽은 철강산업에 큰 영향 없다는 이야기는 옛날 이야기, 2013년에는 철강 시장에 유럽 중요도 매우 커
- 공급 과잉에도 불구하고 이제 철강 주식은 경기가 회복될 경우 시장 수익률 상회 가능한 국면에 진입
- 고로 업체들에 대한 긍정적 견해 유지, Top picks는 POSCO, 현대제철

■ 철강이 중국 관련주식이라는 고정 관념이 위험한 2013년, 유럽 이슈는 철강 업종에도 영향력 커

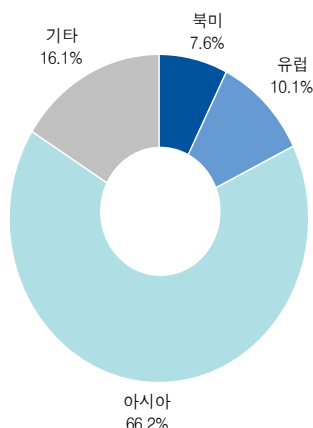
독일 유럽경제 센터(ZEW)에서 발표된 독일과 유럽 경기 기대지수가 개선되었다<그림 5,6>. ZEW 경기기대지수가 IFO 기대지수와 유럽 제조업 PMI 지수에 1분기~2분기 선행한다는 점에서 긍정적이다.

철강 주식은 흔히 중국 관련주식이라는 고정관념이 있으나 2013년에는 유럽의 영향이 매우 클 것으로 예상된다. **유럽이 철강 산업에 미치는 영향은 1) 직접적 수요 개선과, 2) 중국 철강 수요에 미치는 간접적 효과로** 나누어진다. 우선 직접적 효과 측면을 보자. 2012년 철강재 명목 소비량의 지역별 비중은 아시아가 66.2%인 반면 유럽은 10.1%로 아시아가 매우 중요한 지역인 것처럼 보인다. 특히 중국의 비중은 52.0%에 달한다. 그러나 성장률 기여도 측면에서 보면 이야기는 전혀 달라진다.

2012년 세계 철강재 소비 증가율은 3.6%였다. 과거에 중국의 연평균 철강 소비 증가율이 20%를 상회하는 국면에서는 중국의 성장 기여도가 매우 높았으나 2012년에는 중국 소비 증가율은 6.6%에 불과했다. 한편 유럽의 2012년 철강재 명목 소비 증가율은 -10.2%로 2009년 글로벌 위기 이래 최악이다. 이에 따라 **유럽의 세계 철강 소비 증감에 대한 기여도는 급증했다.**

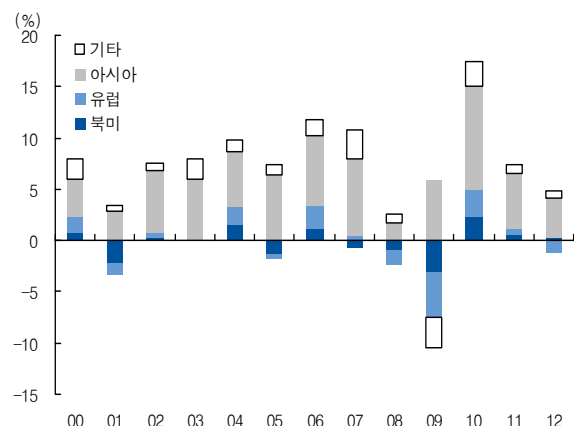
유럽의 2012년 철강 소비 증가 기여도는 -1.2%p에 달했다<그림 2>. 즉, 세계 철강재 소비 증가율이 3.6%였음을 감안하면 그 기여도가 과거에 비해 급증한 것이다. 만약 유럽의 역 성장이 없었다면 세계 철강 소비 증가율은 4.8%로 실제 수치보다 33% 높았을 것이다. 이것이 유럽을 지켜 보아야 하는 이유이다. 유럽은 **역성장의 둔화 만으로도 글로벌 철강 수요에 매우 긍정적 영향을** 미칠 수 있다. 뿐만 아니라 간접적 효과로 **중국의 유럽향 제조업체들의 수출 증가가 중국 내 철강재 수요 개선에 기여할 수 있다**<그림 8>. 즉 중국 내 철강 업체들의 제조업체 향 철강제품 판매가 증가할 수 있다는 의미다.

그림 1. 2012년 세계 철강재 명목 수요의 지역별 비중



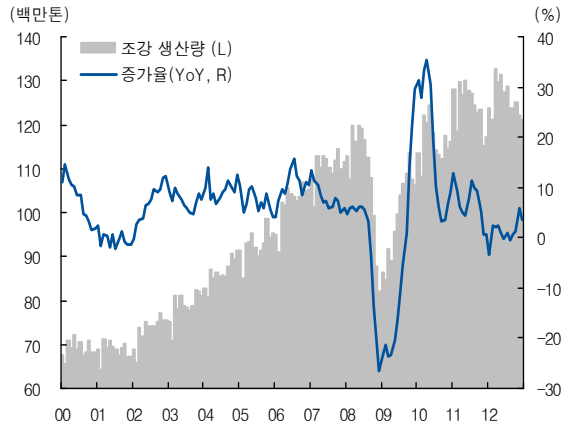
자료: CRU, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 철강재 명목 수요 증가율에 지역별 기여도 추이



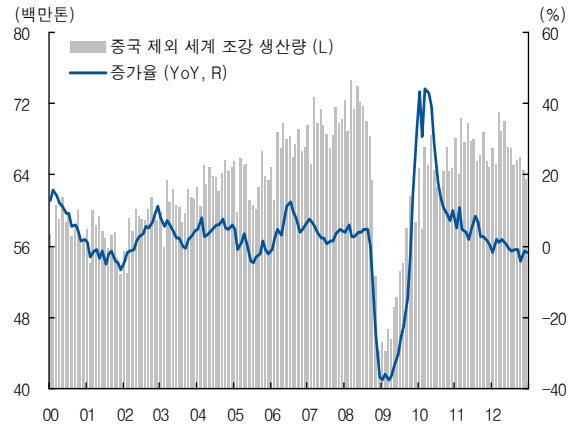
자료: CRU, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 중국의 조강 생산량 및 증가율 추이



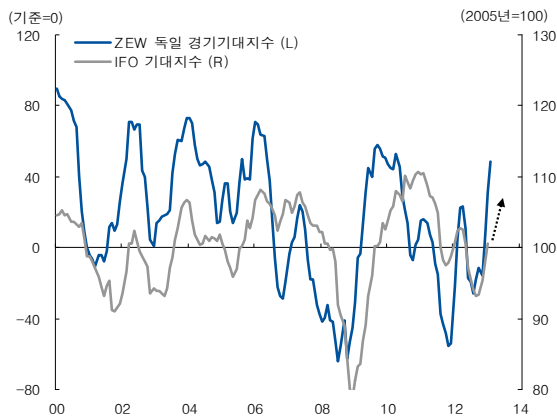
자료: WSA, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 중국 제외 지역 조강 생산량 및 증가율 추이



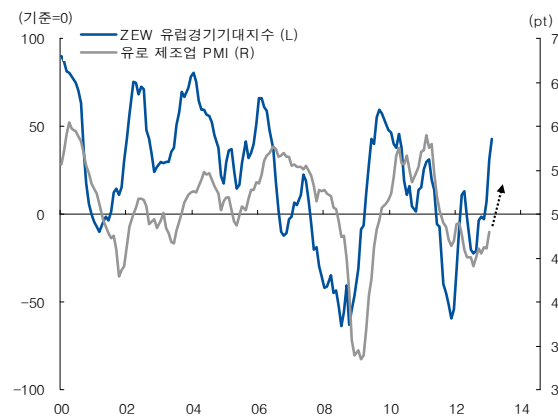
자료: WSA, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 독일 경기기대지수와 IFO 기대 지수 추이



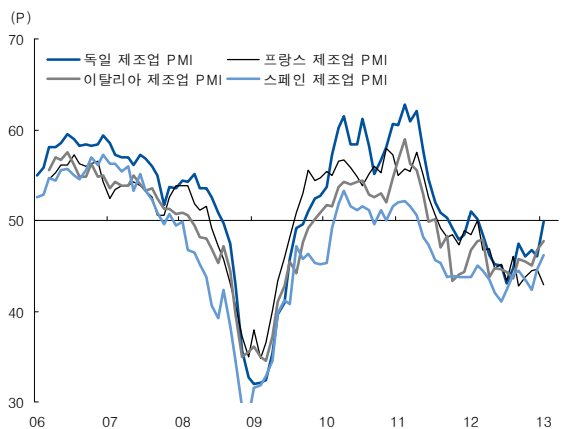
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 유럽 경기기대지수와 유로 제조업 PMI지수 추이



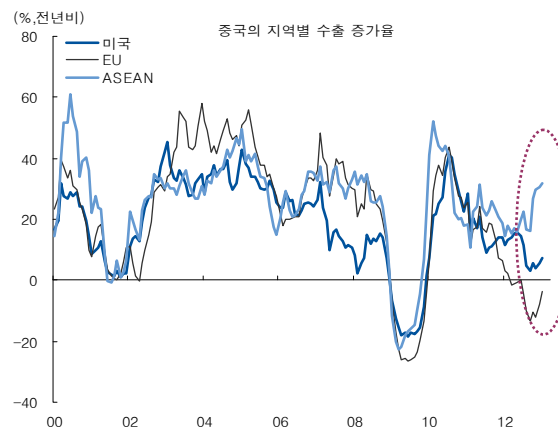
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 유럽 각국 제조업 PMI지수 추이



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 중국의 지역별 수출 증가율



자료: KDB대우증권 리서치센터

■ 경기가 좋아져도 철강 주식은 안 된다? No

철강 주식은 공급 과잉 여부와 무관하게 경기가 회복되는 시기에는 시장 수익률을 상회하는 경향이 있다. 그러나 2010년 이래 국내 및 글로벌 철강 주식은 경기 방향성과 무관하게 시장 수익률을 하회했다<그림 9,10>. 당사는 이러한 상황을 초래한 두 가지 이슈가 해소되기 시작하는 국면에 진입했다고 판단한다. 이제 철강 주식은 경기가 좋아질 것으로 예상되면 비중 있게 투자해야 할 주식으로 바뀌었다. 그 이유는 다음과 같다.

첫째, 2013년은 2010년 이래 처음으로 글로벌 철강 산업 가동률 상승 반전이 가능할 것으로 예상된다. 이는 철강 업체들의 생산능력 증가속도가 급감했기 때문이다. 2004~2011년 글로벌 조강 생산능력은 연평균 6% 증가했다. 그러나 2009년부터 글로벌 철강 업체들이 투자를 축소해 2013년 글로벌 조강 생산능력 증가율은 1.4%로 급감할 전망이다<그림 11>. 이제 조강 수요가 2%만 증가해도 가동률이 상승할 수 있다. 이것이 중요한 이유는 가동률이 상승할 수 있는 국면에서 철강 업체들의 이익은 증가하고 철강 주식들은 시장 수익률을 상회했기 때문이다.

둘째, 현재의 철강 가격 상승은 Cost push rally가 아니라는 판단이다. 일반적으로 철강 주식은 철강 가격이 상승할 때 시장 수익률을 상회한다. 그러나 원재료 가격이 철강 가격보다 더 빠르게 상승하는 국면에서는 예외다. 2010~2011년이 그 예다. 대표적으로 Cost push rally가 발생했던 2011년 초에는 철강 가격이 급등하는 동안 철강 가격과 원재료인 철광석, 석탄의 합산 가격간 Spread는 급락했다. 그러나 최근에는 철강 가격이 Spread와 동반 상승하고 있다<그림 12>.

그림 9. 한국 철강업종 상대주가와 철강 가격



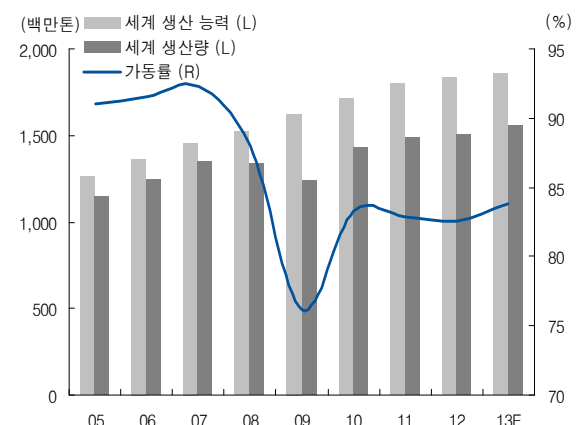
자료: Mysteel, KDB대우증권 리서치센터

그림 10. POSCO의 상대주가와 철강 가격



자료: Mysteel, KDB대우증권 리서치센터

그림 11. 세계 조강 생산능력 및 가동률 추이



자료: KDB대우증권 리서치센터 추정

그림 12. 중국 열연 Spot 가격과 Spread 추이



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

■ 장기적으로 철강 가격 상승 여력 및 Valuation 수준에 대한 마음의 문을 열어야 하는 이유?

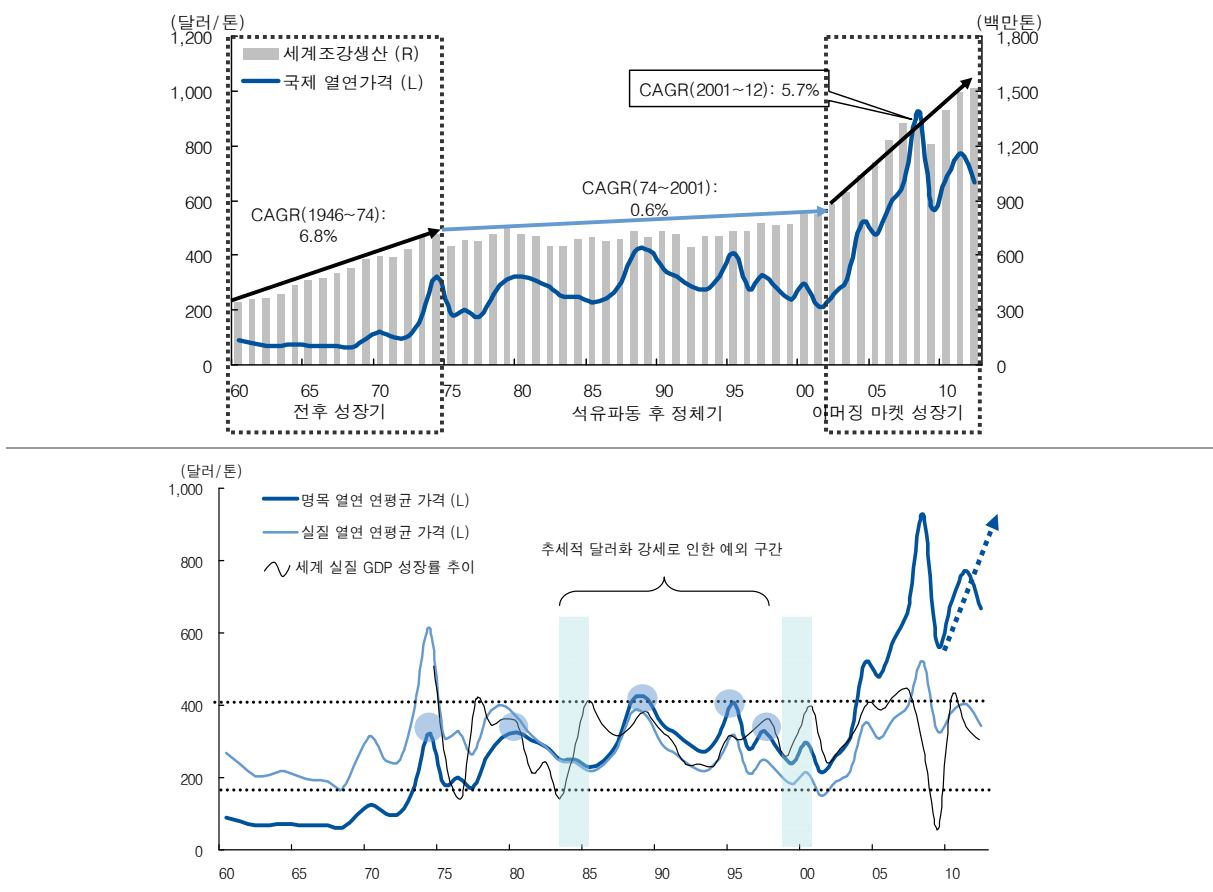
투자자들의 고민은 Valuation 수준이다. 1분기부터 철강 업체들의 이익 개선이 시작될 것으로 기대는 되나 개선 속도가 빠르지 않고 철강 가격 상승 여력이 높지 않다고 가정하기 때문이다. 그러나 철강 산업 역사는 조금 다른 이야기를 하고 있다.

세계 철강산업은 2차 세계 대전 후 28년 동안 연평균 6.8% 성장했고 그 결과 1973년 Peak를 기록했다. 그 후 세계 철강산업의 연평균 성장률은 0.6%로 급락했고 극심한 공급과잉이 30년간 이어졌다. 이에 따라 철강 가격은 1973년의 Peak 수준에 다시 도달하는 것은 불가능하다고 생각했다.

그러나 1973년 후 글로벌 경기가 호황을 보였던 시기에 매년 연평균 철강 가격이 1973년 수준을 회복 또는 상회했다. 유일한 예외 시기는 달러화가 40~60% 초강세를 보였던 1980년대 중반과 1990년대 후반뿐이다. 철강 가격은 1973년 고점과 1차 오일 쇼크 후 저점 사이에서 30년간 Box권 흐름을 보였다. 향후에도 철강 가격은 2008년 고점과 곧 이어진 글로벌 위기의 저점 사이에서 움직일 가능성이 높다. 인플레이션 효과 때문이다<그림 13-1>.

따라서 글로벌 경기가 본격적으로 회복할 경우 열연 강판 가격이 현재의 660달러에서 다시 2008년에 기록했던 1천 달러를 기록할 가능성을 배제할 수 없다. 실질 가치 기준으로 2008년 고점은 1973년보다도 낮다<그림 13-2>. 즉 Super cycle 없이도 열연 가격 1천 달러 기록이 가능하다. 유일한 리스크는 달러화 가치 급등 가능성이다. 따라서 경기가 회복된다면 철강산업의 구조적 저성장 및 공급과잉의 지속 가능성을 감안하더라도 철강 가격 및 Valuation 수준을 너무 보수적으로 추정해서는 안 된다. 역사적으로 수요가 증가함에도 불구하고 공급 과잉 이슈로 상품 가격이 하락한 적은 없다는 점도 고려할 필요가 있다. 공급 이슈는 상품 가격 상승 속도를 제한하는 요소일 뿐이다.

그림 13. 세계 조강생산량, 열연 연평균 가격 및 GDP 성장률 추이



자료: WSA, IMF, KDB대우증권 리서치센터 추정

■ Top picks는 고로 업체인 POSCO와 현대제철

글로벌 고로 업체들의 업황이 변곡점을 통과해 개선되기 시작했다. 따라서 고로 업체들이 Top picks다. 고로 업황 개선 가능성 외에 POSCO(005490/TP 460,000원)와 현대제철(004020/TP 110,000원)의 투자포인트는 다음과 같다.

POSCO는 1) 수출 비중이 40%를 상회하고 고객들이 다변화 되어 있어 한국 제조업체들로부터 오는 리스크가 상대적으로 작다. 2) 자회사들로부터 발생하는 비철강 사업의 이익 기여도 확대가 이익 안정성을 높일 수 있다. 2012년 기준 철강 부분 영업이익은 2.7조원, 비철강 부분 영업이익은 1조원이다. 3) 국내 건설 업종에 대한 노출도가 작다는 점도 주가 하락 리스크를 제한하는 요인이다.

현대제철은 1) 국내 열연 수급이 타이트해질 것으로 예상한다. 현대제철은 매출액의 42%가 열연강관으로 대표적인 수혜 업체다. 2) 글로벌 철강 시장 개선이 지속될 경우 4분기부터 가동을 시작하는 고로 3기가 다시 성장 동력으로 부각될 수 있다. 3) 현재 극심한 침체를 보이고 있는 부분이 건설업종과 관련된 봉형강 부분이다. 향후 건설 경기 부양을 위한 정책이 지속될 경우 이익 및 주가 회복 속도가 빨라질 수 있다.

표 1. POSCO의 수익예상과 투자지표

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	32,582	4,785	14.7	3,784	43,405	7,504	-1,210	11.3	11.2	1.1	6.5
12/11	39,172	4,196	10.7	3,189	36,575	6,104	-357	8.7	10.4	0.8	7.0
12/12P	35,665	2,678	7.5	2,500	28,668	4,678	3,104	6.5	12.2	0.7	8.2
12/13F	33,322	3,784	11.4	3,146	36,088	5,821	2,170	7.8	10.1	0.7	6.6
12/14F	35,051	4,139	11.8	3,328	38,175	6,374	1,988	7.8	9.5	0.7	5.9

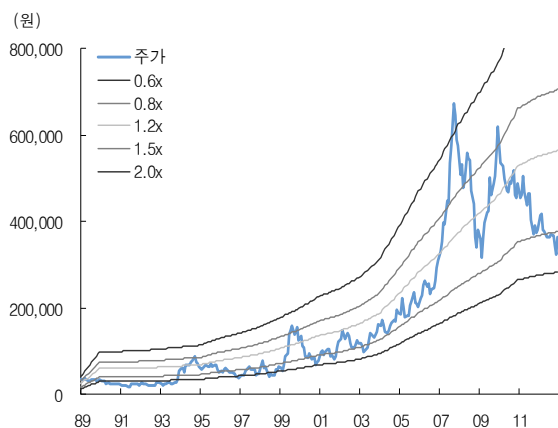
자료: POSCO, KDB대우증권 리서치센터(IFRS 별도 기준)

표 2. 현대제철SCO의 수익예상과 투자지표

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
12/12P	14,146	886	6.3	796	9,335	1,593	-529	8.4	9.4	0.8	10.7
12/13F	13,680	1,241	9.1	945	11,071	1,987	305	9.1	7.8	0.7	8.5
12/14F	16,708	1,548	9.3	1,039	12,177	2,409	1,071	9.2	7.1	0.6	6.7

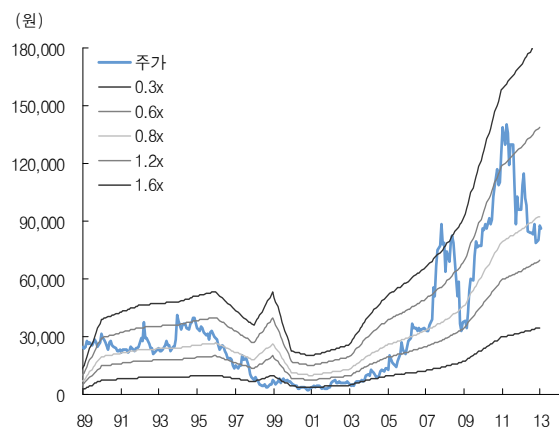
자료: 현대제철, KDB대우증권 리서치센터(IFRS 연결 기준)

그림 14. POSCO의 P/B 추이



자료: POSCO, KDB대우증권 리서치센터

그림 15. 현대제철의 P/B 추이



자료: 현대제철, KDB대우증권 리서치센터

▶ Compliance Notice

- POSCO: 자사주 금전신탁 위탁 법인. 현대제철, POSCO: 회사가 LP업무를 수행하는 ELW의 기초자산 발행법인. POSCO: 회사가 LP업무를 수행하는 주식을 발행한 법인. 현대제철, POSCO: 회사가 발행한 ELW의 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.
- 투자 의견 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)

