

철강

중국 당대회 영향은 제한적

2017. 10. 23

Analyst
김홍균
02 369 3102
usckim10@dongbuhappy.com

□ Investment Points

중국발 가격 상승기조가 약화되고 연말까지 특별한 이슈가 없어 가격은 약보합세 전망: 단기적인 실적 방향성이 철강회사의 주가에 영향을 미친다. 실적에 대한 선행지표 성격에 따르는 것이 철강재 가격 흐름이다. 12년 1월부터 17년 9월 말까지 포스코 주가와 중국 열연가격과의 상관관계를 구했을 시 93.4%로 높게 나타났다. 중국 밀들의 동절기 감산이 본격적으로 시작되었으나 원료가격 하락, 수요산업 부진 등이 이를 상쇄하며 가격을 끌어올리지 못하고 있다. 중국 열연 수출가격은 특별한 이슈가 없는 한 연말까지 박스권내 혼조세를 보일 가능성이 높다. 중국 공산당 제19차 전국대표대회는 공산당의 집권과 이념 등을 재정립하는 회의다. 철강산업에 영향을 줄 환경보호 및 감산 관련 정책은 제시되지 않아, 당대회 결과를 두고 철강 산업에 대한 방향을 가늠하기엔 무리가 있다. 12년부터 17년까지 중국 주요 대회 개최 후 주가 움직임을 보면 매년 3월에 개최되는 양회가 더 영향을 미쳤다. 가시적으로 국정을 운영하는 정책이 양회에서 수립되기 때문이다.

3Q17실적 Preview - POSCO > 현대제철: 철강산업 내 대표 기업인 포스코와 현대제철의 3Q17실적을 추정하였다. 포스코의 3Q17실적은 매출액과 영업이익 모두 컨센서스를 소폭 상회하는 것으로 추정된다. 원가 하락 폭이 크지 않았으나 생산량 증대와 함께 제품가격이 유지되면서 스프레드가 확대되었다. 연결 자회사들의 실적도 약간씩 개선이 있어 연결기준 실적에 긍정적인 영향을 미친 것으로 판단된다. KB금융지주, 현대로보틱스, 현대건설기계 등 보유지분 매각 차익도 인식되었다. 현대제철은 스프레드 개선이 판재류에서는 나타났으나 봉형강류가 부진하면서 컨센서스를 하회하는 실적으로 추정한다. 건설이 수요 산업의 30%를 차지하고 있어 통상 2분기와 4분기가 성수기이고 3분기는 상대적으로 비수기이다.

□ Action

상대적인 실적 개선 정도는 POSCO, 주가 업사이드는 현대제철이 우위: 단기적으로 중국발 제품가격 상승기조는 약해질 전망이다. 국내 철강기업의 주가도 개별 이슈에 보다 민감할 것으로 판단된다. 포스코는 3Q17에 이어 4Q17에도 견조한 실적 개선흐름이 나타날 전망이다. 현대제철은 주가 낙폭을 키웠던 악재들이 대부분 드러났고, 점진적인 안정화 기초 아래 저평가 매력이 주목받을 전망이다. 글로벌 차원에서 견고한 철강산업의 상승 국면이 내년까지 이어지는 그림을 고려하면서 비중확대전략을 유지한다.

철강 2사 투자 포인트

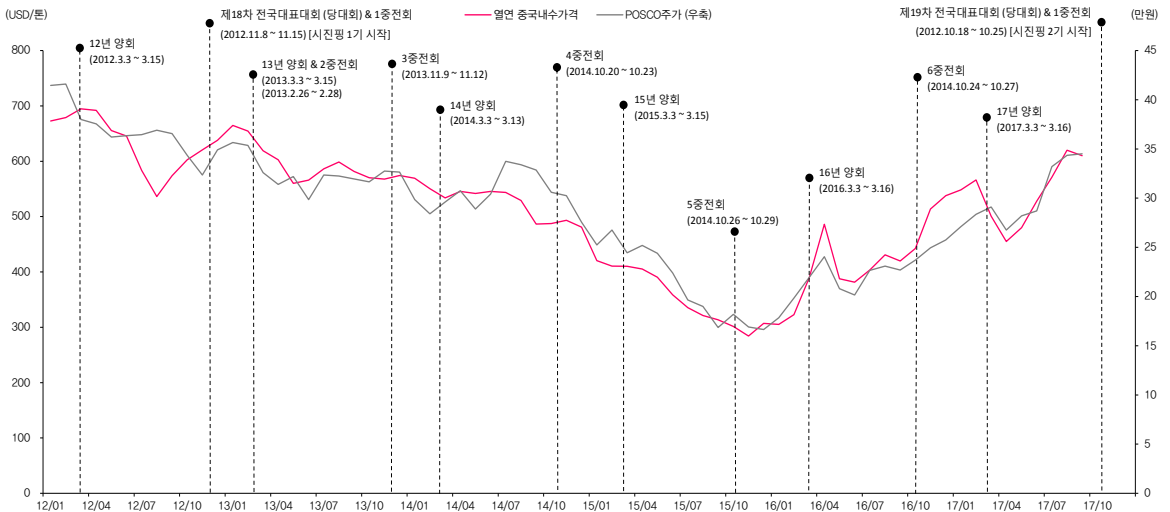
종목	투자의견	목표주가(원)	현재가(원)	투자 포인트	실적발표
현대제철	BUY(유지)	77,000(유지)	55,400	계열사발 우려감 해소	7/27(금)
POSCO	BUY(유지)	390,000(유지)	337,000	철강재 가격 상승	7/26(목)

중국 제19차 당대회에서 철강산업관련 정책은 제시되지 않음

중국 열연가격은 포스코 주가와 93.4%의 높은 상관관계를 보이나, 주요 대회와는 주가 민감도 낮음

단기적인 실적 방향성이 철강회사의 주가에 영향을 미친다. 실적에 대한 선행지표 성격을 띠는 것이 철강재 가격 흐름이다. 12년 1월부터 17년 9월 말까지 포스코 주가와 중국 열연가격과의 상관관계를 구했을 시 93.4%로 높게 나타났다. 중국 밀들의 동절기 감산이 본격적으로 시작되었으나 원료가격 하락, 수요산업 부진 등이 이를 상쇄하며 가격을 끌어올리지 못하고 있다. 중국 열연 수출가격은 특별한 이슈가 없는 한 연말까지 박스권내 혼조세를 보일 가능성이 높다. 중국 공산당 제19차 전국대표대회는 공산당의 집권과 이념 등을 재정립하는 회의다. 철강산업에 영향을 줄 환경보호 및 감산 관련 정책은 제시되지 않아, 당대회 결과를 두고 철강 산업에 대한 방향을 가늠하기엔 무리가 있다. 가시적으로 국정을 운영하는 정책이 양회에서 수립되기 때문이다. 아래 표에서도 확인되는 것처럼, 12년부터 17년까지 중국 양회와 중전회 개최 한달 이후 포스코와 현대제철의 주가를 보면 양회 이후 주가 변동성이 더 뚜렷하다.

도표 1. 2012년 1월부터 2017년 9월말까지 포스코 주가와 중국 열연가격 및 주요 대회 요약



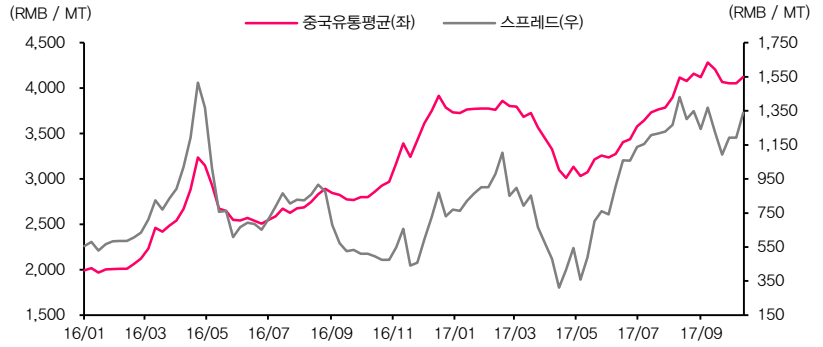
자료: Bloomberg, 국내외언론, 동부 리서치

도표 2. 2012년부터 양회 및 중전회 1달 이후 포스코, 현대제철 주가 (단위: %)

기업체	구분	12년	13년	14년	15년	16년	17년
포스코	양회 1달후	-4.5	-1.5	11.5	-4.4	19.6	-9.9
	중전회 1달후	7.4	0.0	-0.9	-10.4	6.2	
현대제철	양회 1달후	3.3	-10.6	8.6	11.7	13.5	-16.6
	중전회 1달후	13.0	-3.8	0.0	-5.2	-0.2	

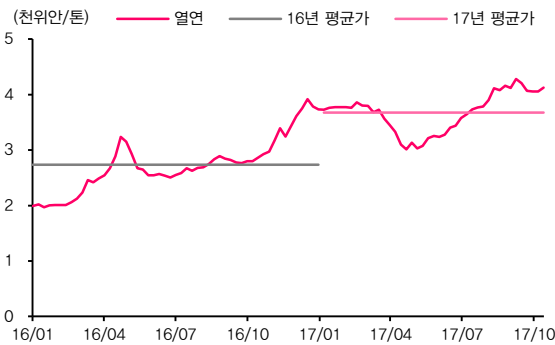
자료: Bloomberg, 동부 리서치

도표 3. 중국 열연 유통가격평균과 열연원가간의 스프레드 추정



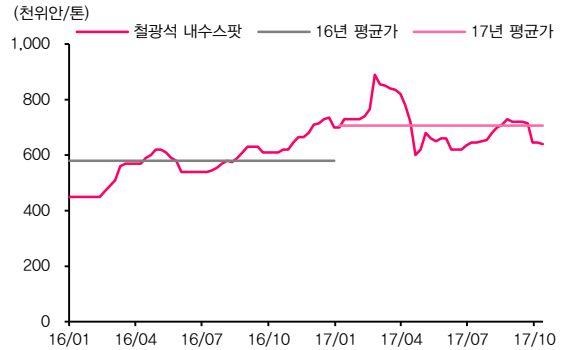
자료: Bloomberg, 동부 리서치

도표 4. 중국 열연 유통가격 및 16년과 17년 평균가



자료: Bloomberg, 동부 리서치

도표 5. 중국 철광석 내수스팍가격 및 16년과 17년 평균가



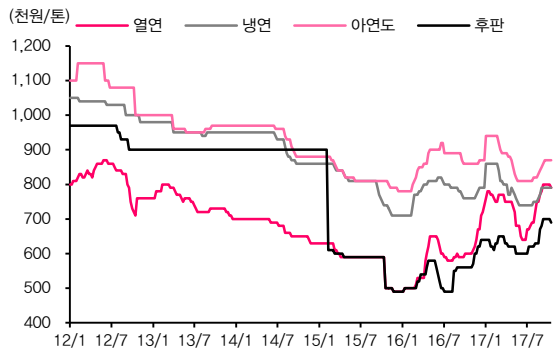
자료: Bloomberg, 동부 리서치

도표 6. 중국의 철강재 주간 유통가격(상승 후 조정국면)



자료: Bloomberg, 동부 리서치

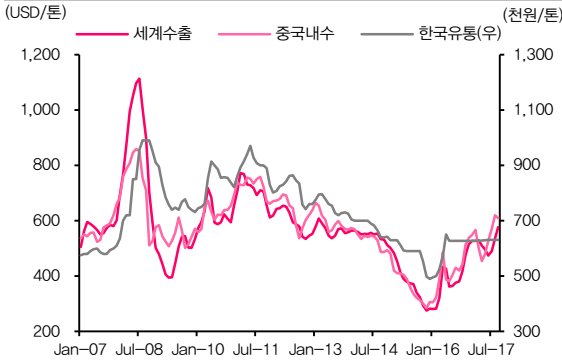
도표 7. 한국의 철강재 주간 유통가격(조정국면을 보임)



자료: 스틸데일리, 동부 리서치

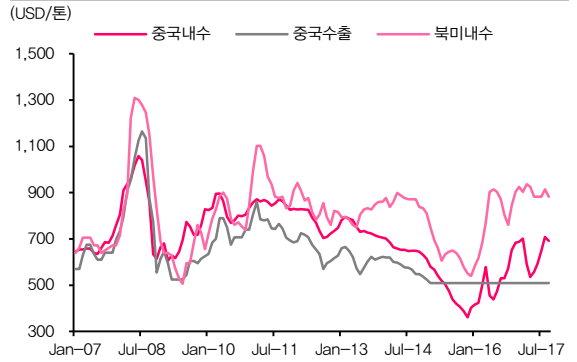
주요 철강재관련 가격 지표들 전반적으로 강보합

도표 8. 월별 열연가격은 세계 수출과 중국 내수 상승추세



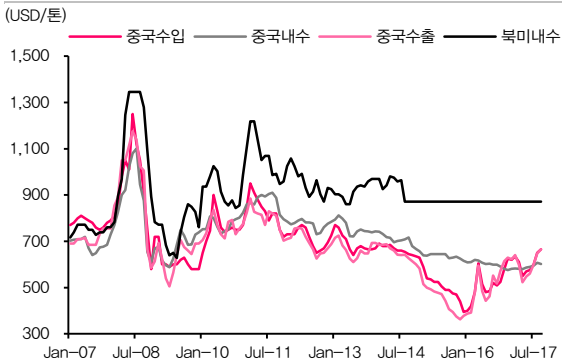
자료: Bloomberg, 동부 리서치

도표 9. 월별 냉연가격은 중국과 북미 내수가 견조



자료: Bloomberg, 동부 리서치

도표 10. 월별 아연도가격은 중국 수출과 수입에서 상승



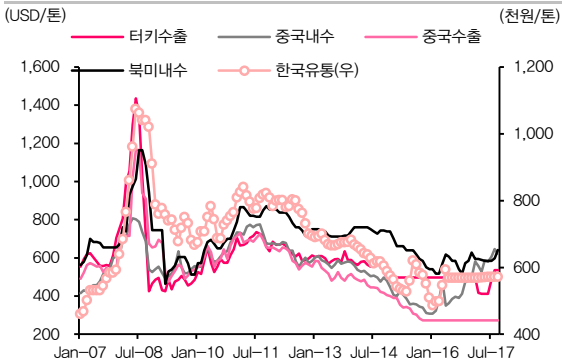
자료: Bloomberg, 동부 리서치

도표 11. 월별 후판가격은 중국 수출가격의 상승이 이어짐



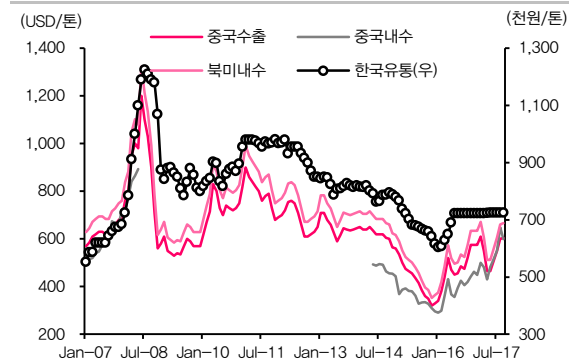
자료: Bloomberg, 동부 리서치

도표 12. 월별 봉형강가격 중국 및 북미 내수 견조



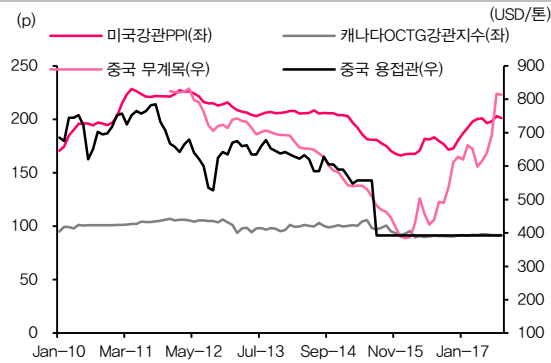
자료: Bloomberg, 동부 리서치

도표 13. 월별 H형강가격 중국과 북미 내수 상승기조



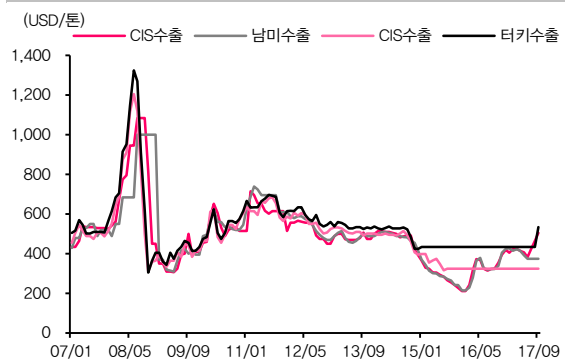
자료: Bloomberg, 동부 리서치

도표 14. 월별 중국 무계목 가격은 상승



자료: Bloomberg, 동부 리서치

도표 15. 슬라브 및 빌렛 가격은 지역별로 상승과 보합



자료: Bloomberg, 동부 리서치

도표 16. 월별 철광석가격은 조정국면 진입



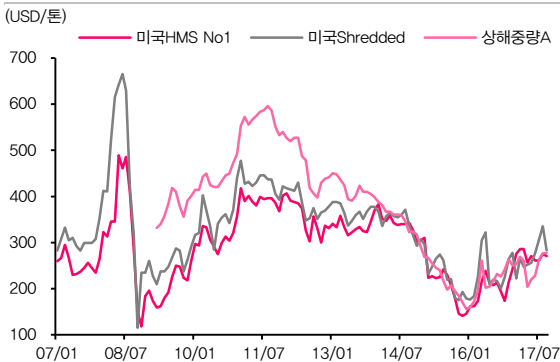
자료: Bloomberg, 동부 리서치

도표 17. 월별 강점탄가격 가파른 상승 후 보합과 상승 혼전



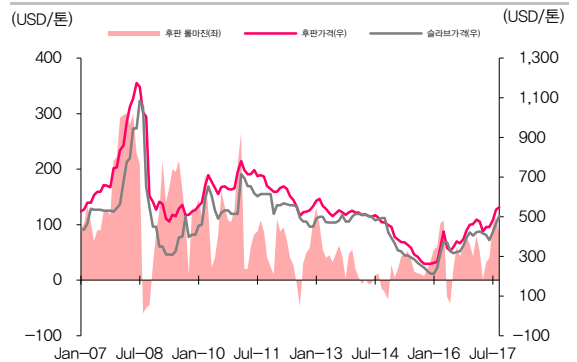
자료: Bloomberg, 동부 리서치

도표 18. 월별 철스크랩가격 상승추세



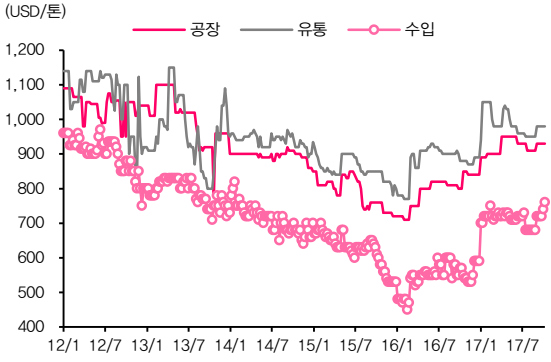
자료: Bloomberg, 동부 리서치

도표 19. 월별 후판 롤미진 확대



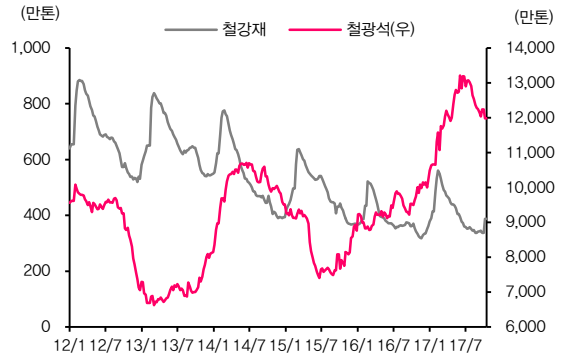
자료: Bloomberg, 동부 리서치

도표 20. 한국 주간 특수강봉강 가격



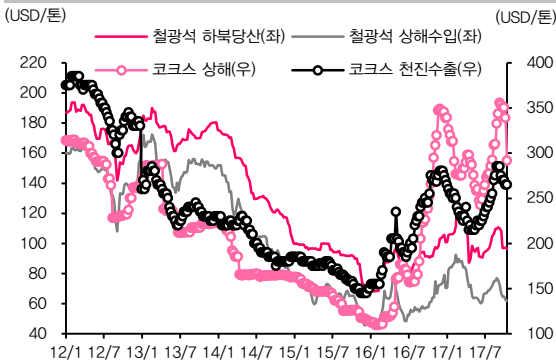
자료: 동부 리서치

도표 21. 중국 철광석 및 철강재 주간 재고



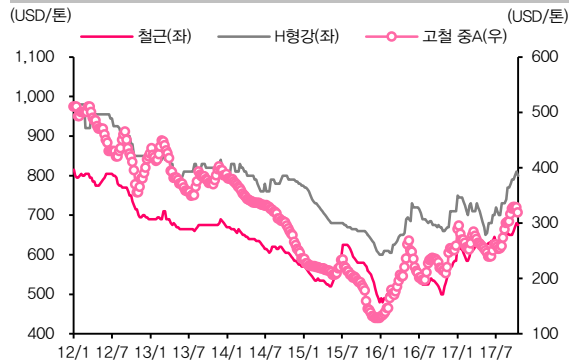
자료: Bloomberg, 동부 리서치

도표 22. 중국 주간 철강재 원료가격 추이



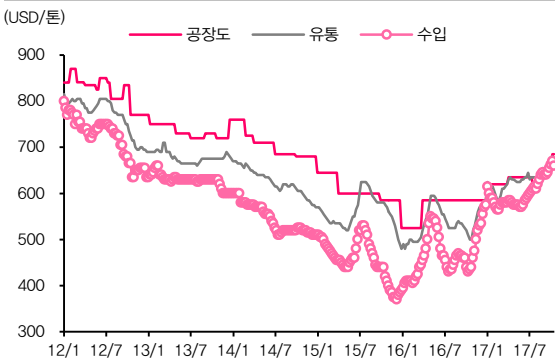
자료: Bloomberg, 동부 리서치

도표 23. 한국 주간 철강 및 원료 가격



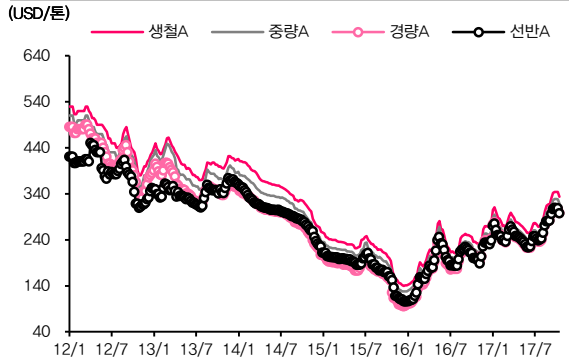
자료: Bloomberg, 동부 리서치

도표 24. 한국 주간 철근 가격



자료: 스틸데일리, 동부 리서치

도표 25. 한국 주간 고철 가격



자료: 스틸데일리, 동부 리서치

포스코 - 자회사까지 실적 개선이 이어지는 스토리를 주목

3Q17에 이어 4Q17에도 연결기준
실적이 추세적으로 양호할 전망

포스코의 3Q17실적은 매출액과 영업이익 모두 컨센서스를 소폭 상회하는 것으로 추정된다. 철강부문에서 원가 하락폭이 크지 않았으나 생산량 증대와 함께 제품가격이 유지되면서 스프레드가 확대되었다. 연결 자회사들의 실적도 약간씩 개선이 있어 연결기준 실적에 긍정적인 영향을 미친 것으로 판단된다. KB금융지주, 현대로보틱스, 현대건설기계 등 보유 지분 매각 차익도 인식되었다.

도표 26. POSCO 모회사 매출 및 판매 그리고 연결기준 실적 전망

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
모회사 제품매출(십억원)	5,378	5,639	5,724	6,008	6,603	6,694	7,090	7,069	22,748	27,456	24,975
열연	955	1,103	1,049	1,180	1,286	1,165	1,337	1,578	4,287	5,367	4,379
후판	693	674	638	787	718	815	707	713	2,792	2,952	2,641
선재	431	456	458	470	524	554	586	574	1,815	2,239	2,126
냉연	2,097	2,131	2,283	2,258	2,630	2,683	2,963	2,831	8,769	11,108	9,900
전기강판	283	242	223	236	212	235	205	193	984	845	971
STS	816	907	916	933	1,078	1,088	1,074	994	3,573	4,235	4,336
기타	103	126	158	143	155	153	217	187	529	711	621
모회사 판매(천톤)	8,740	9,005	8,945	9,185	8,722	8,463	8,908	8,963	35,875	35,055	35,149
열연	2,259	2,435	2,167	2,416	2,159	1,861	2,186	2,438	9,277	8,645	8,904
후판	1,391	1,416	1,295	1,496	1,262	1,316	1,179	1,286	5,598	5,043	4,438
선재	700	712	701	696	693	709	710	704	2,809	2,816	2,945
냉연	3,417	3,406	3,695	3,559	3,621	3,564	3,739	3,523	14,077	14,447	14,592
전기강판	229	194	187	190	179	189	185	175	800	727	720
STS	463	513	505	483	483	509	510	488	1,964	1,990	2,149
기타	280	328	395	346	325	315	399	349	1,350	1,388	1,402
ASP(천원/톤)	615	626	640	654	757	791	796	789	678	834	759
연결 매출(십억원)	12,461	12,857	12,748	15,017	15,077	14,944	15,285	18,131	53,084	63,437	66,699
철강	10,052	10,609	10,727	11,518	12,260	11,598	12,412	12,867	42,906	49,136	50,877
Trading	6,148	6,111	6,364	7,798	8,279	9,586	7,972	9,229	26,420	35,066	36,517
E&C	1,791	1,784	1,903	2,004	1,737	1,809	1,659	1,781	7,482	6,986	8,018
에너지	456	326	378	591	463	356	360	601	1,751	1,779	1,795
ICT	209	218	193	261	231	218	192	267	882	907	943
소재 등	586	608	600	650	628	639	635	634	2,444	2,535	2,603
영업이익(십억원)	660	679	1,034	472	1,365	979	1,150	1,307	2,845	4,801	5,375
철강	551	734	1,006	636	1,023	715	882	953	2,927	3,574	4,235
Trading	109	86	87	79	127	103	138	157	361	525	758
E&C	7	-171	-103	-360	135	65	60	64	-626	323	277
에너지	43	-9	4	59	75	31	32	49	98	188	93
ICT	10	11	12	20	16	11	11	15	53	53	55
소재 등	11	39	35	43	41	43	43	43	128	169	89
OPM(%)	5.3	5.3	8.1	3.1	9.1	6.6	7.5	7.2	5.4	7.6	8.1

자료: 동부 리서치

도표 27. POSCO 3Q17실적 Preview

(단위: 십억원 %, %pt)

	3Q17E	2Q17	%QoQ	3Q16	%YoY	컨센서스	%차이
매출액	15,285	14,944	2.3	12,748	19.9	15,033	1.7
영업이익	1,150	979	17.5	1,034	11.2	1,124	2.4
당기순이익	757	530	42.8	476	59.2	660	14.7
영업이익률	7.5	6.6	1.0	8.1	-0.6	7.5	0.0
당기순이익률	5.0	3.5	1.4	3.7	1.2	4.4	0.6

자료: 동부 리서치

현대제철 - 추가 악재보다는 안정화에 무게가 실린다

실적은 3Q17이 비수기고 4Q17에
성수기 도래

현대제철은 스프레드 개선이 판재류에서는 나타났으나 봉형강류가 부진하면서 컨센서스를
하회하는 실적으로 추정한다. 건설이 수요 산업의 30%를 차지하고 있어 통상 2분기와 4
분기가 성수기이고 3분기는 상대적으로 비수기이다.

도표 28. 현대제철 3Q17실적 Preview

(단위: 십억원 %, %pt)

	3Q17E	2Q17	%QoQ	3Q16	%YoY	컨센서스	%차이
매출액	4,517	4,692	-3.7	4,063	11.2	4,556	-0.9
영업이익	334	351	-4.8	356	-6.2	359	-7.1
당기순이익	188	138	36.0	301	-37.4	212	-11.3
영업이익률	7.4	7.5	-0.1	8.8	-1.4	7.9	-0.5
당기순이익률	4.2	2.9	1.2	7.4	-3.2	4.7	-0.5

자료: 동부 리서치

도표 29. 현대제철 모회사 매출 및 판매 그리고 연결기준 실적 전망

(단위: 십억원 천톤, 천원/톤, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
모회사 매출	3,204	3,615	3,507	4,051	3,956	4,274	4,125	4,401	14,377	16,757	16,417
봉형강류	787	1,073	914	1,016	999	1,150	1,070	1,107	3,790	4,326	4,211
판재류	1,895	1,980	2,075	2,366	2,315	2,409	2,333	2,397	8,316	9,455	8,661
기타(특수강 포함)	523	562	518	669	642	715	722	897	2,271	2,976	3,545
모회사 판매	4,800	5,269	4,972	5,559	5,186	5,502	5,250	5,625	20,600	21,563	21,049
봉형강류	1,440	1,787	1,536	1,706	1,553	1,782	1,650	1,721	6,469	6,706	6,606
판재류	2,898	2,984	3,029	3,298	3,103	3,132	3,024	3,190	12,209	12,449	11,605
기타(특수강 포함)	462	498	407	555	530	588	426	565	1,922	2,109	2,138
ASP	668	686	705	729	763	777	786	782	698	777	780
연결 매출	3,744	4,226	4,063	4,659	4,574	4,692	4,517	4,772	16,692	18,556	17,948
연결 영업이익	269	432	356	387	350	351	334	353	1,445	1,388	1,400
영업이익률	7.2	10.2	8.8	8.3	7.6	7.5	7.4	7.4	8.7	7.5	7.8
연결 지배주주 순이익	160	244	300	115	334	139	186	195	819	855	814

자료: 동부 리서치

대차대조표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	6,667	6,795	6,979	7,039	7,131
현금및현금성자산	820	737	472	606	670
매출채권및기타채권	2,257	2,376	2,510	2,552	2,526
재고자산	3,287	3,408	3,711	3,590	3,647
비유동자산	25,270	25,594	25,944	26,530	27,033
유형자산	21,411	21,645	22,193	22,863	23,449
무형자산	1,853	1,793	1,688	1,594	1,511
투자자산	1,735	1,882	1,790	1,799	1,799
자산총계	31,936	32,389	32,923	33,569	34,163
유동부채	6,657	6,813	6,667	6,638	6,638
매입채무및기타채무	2,554	2,945	2,899	2,963	3,090
단기차입금및단기차채	1,893	1,106	1,056	1,006	936
유동성장기부채	2,054	2,610	2,560	2,560	2,460
비유동부채	9,759	9,213	9,128	9,028	8,923
사채및장기차입금	8,989	8,356	8,276	8,176	8,076
부채총계	16,416	16,026	15,794	15,708	15,561
자본금	667	667	667	667	667
자본잉여금	3,922	3,914	3,914	3,914	3,914
이익잉여금	9,795	10,548	11,305	12,020	12,745
비지배주주지분	278	293	302	318	335
자본총계	15,520	16,364	17,129	17,861	18,603

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,076	2,917	2,060	2,821	2,826
당기순이익	739	834	864	830	840
현금유출이없는비용및수익	2,104	2,131	1,994	2,127	2,184
유형및무형자산상각비	1,274	1,388	1,456	1,526	1,576
영업관련자산부채변동	912	490	-494	141	94
매출채권및기타채권의감소	882	-144	-134	-42	25
재고자산의감소	508	-119	-303	122	-57
매입채무및기타채무의증가	-331	922	-46	64	127
투자활동현금흐름	-2,205	-1,976	-1,740	-2,107	-2,062
CAPEX	-2,217	-1,976	-1,898	-2,103	-2,079
투자자산의순증	-55	-138	92	-9	0
재무활동현금흐름	-746	-1,017	-586	-581	-700
사채및차입금의 증가	690	-824	-185	-150	-275
자본금및자본잉여금의증가	1,137	-8	0	0	0
배당금지급	-88	-98	-98	-98	-98
기타현금흐름	0	-7	0	0	0
현금의증가	125	-83	-265	134	64
기초현금	695	820	737	472	606
기말현금	820	737	472	606	670

자료: 현대철강, 동부 리서치 | 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이거나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자자의 비율 (2017-09-30 기준) - 매수(66.0%) 중립(34.0%) 매도(0.0%)

■ 기업 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

현대제철 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자자의견 및 목표주가 변경

일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
16/08/31	Buy	71,000	-26.0	-15.6					
17/01/12	Buy	76,000	-21.1	-15.1					
17/04/25	Buy	70,000	-17.2	-9.4					
17/07/05	Buy	77,000	-	-					