철강금속업

2014년 전망: 반환점은 통과, 그러나 아직도 九萬里

이종형
769.3069
jhlee76@daishin.com

투자의견

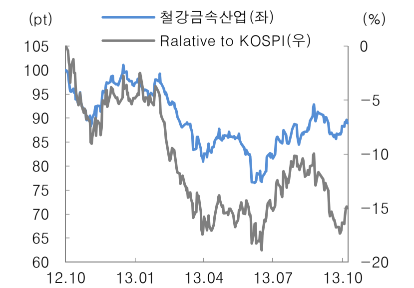
Neutral

중립, 신규

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
POSCO	Buy	390,000원
현대제철	Buy	100,000원
고려아연	Buy	410,000원
현대하이스코	Marketperform	43,000원
세아베스틸	Buy	38,000원
풍산	Buy	35,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.2	3.4	5.1	-7.0
상대수익률	-1.9	-3.0	0.8	-12.0



결론 및 투자포인트

■ **[결론] 업종의견 Neutral, Top pick 고려아연**
- 2014년 철강/비철/귀금속 가격 상승모멘텀은 제한적 전망, POSCO, 현대제철 등 업종대표주의 PER valuation매력 크지 않아 KOSPI대비 상대수익률 관점에서 업종 매력도는 낮음
- 2013년 하반기 이후 Non-US (중국 및 유럽) 경기회복 관점에서 업종내 상대매력도는 비철>철강, 품목별 매력도는 연>아연>구리=귀금속 전망
- 단, POSCO/현대제철/고려아연 등 업종 대표기업의 실적은 지난 2~3년간의 감익에서 벗어나 2014년부터 중장기 이익개선 시작. 절대주가 측면에서 하방경직성 확보 및 완만한 주가상승 예상되며 중장기 관점에서는 철강업종에 대한 매수접근이 가능할 것으로 판단
- 2014년 투자유망종목 선정은 1) 업종내 업황 상대매력도, 2) 중장기 성장 가시성, 3) 상대적 PER 매력 관점에서 고려아연 제시

■ **[철강] 공급우위지속과 철광석가격 약세로 철강가격 상승모멘텀은 제한적**
- 2014년 경기회복을 감안해도 중국의 철강 수요공급은 여전히 공급이 절대적 우위, 2013년 이후 POSCO, 현대제철 증설로 2014년까지 국내 판재류 수급상황도 개선되기 어려울 전망
- 또한 글로벌 공급증가로 인한 철광석가격 약세도 철강가격 상승을 어렵게 만드는 요인
- 단, 중장기 관점에서 증설둔화와 수요증가로 중국의 철강 공급과잉규모는 2013년을 정점으로 2014년부터 완만한 축소 시작. 또한 철광석가격의 하향안정으로 2014년 국내 고로사는 원가하락에 의한 마진개선으로 지난 2~3년간의 감익에서는 벗어날 전망

■ **[비철/귀금속] 공급과잉이나 Non-US 경기회복시 업종내 상대매력은 존재**
- 2014년 연 메탈시장은 공급부족 전환, 아연은 공급과잉 축소. 반면 구리는 공급과잉 심화전망. 수급관점에서 비철 품목별 가격모멘텀은 연>아연>구리
- 귀금속가격은 미국의 QE3 축소시행 이후 중장기 불확실성 상존하나 금 원가 및 유가와의 가격비교, 유럽경기회복시 유로화 강세 가능성 측면에서 추가하락은 제한적으로 판단
- 2014년 Non-US 경기회복 관점에서 업종내 상대 매력도는 비철>철강 전망. 글로벌 수요에서 중국이 차지하는 비중은 유사하나 유럽이 차지하는 비중은 비철(구리 19%, 아연 17%)>철강(12%)이고, 유로강세/달러약세로 투기적 매수 유입될 가능성 존재

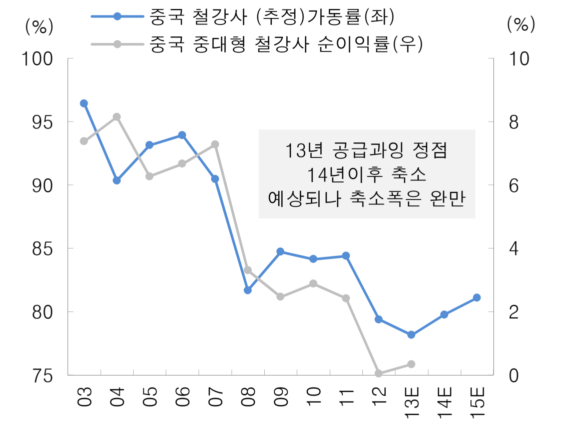
■ **[이슈] 현대제철, 현대하이스코 분할합병**
- 합병 후 현대제철은 현금창출능력 확대 및 재무구조 개선 가속화 예상되나 valuation 매력은 크지 않음. 현대하이스코는 현대제철대비 상대 valuation매력은 높으나 매수청구권 가격수준에서 매도물량 부담이 존재, 분할 이후 해외판매법인에 대한 재평가 예상
- 따라서 분할합병마무리 전까지는 현대제철, 이후는 현대하이스코에 주목
- 단, 현대하이스코 매수청구권 한도금액에 여유가 크지 않아 분할합병 반대의사 통지 접수기간이 종료되는 11월 28일 전후해 분할합병 성사여부에 대해 불확실성이 부각될 수 있음

■ **[Top Pick] 고려아연(BUY, 410,000원)**
- 2014년 아연/연가격 상승 및 귀금속가격 안정기대
- 2014년 조업정상화(2013년 연공장 보수, 정광조달 차질)와 판매량증가로 수익성 회복 2013년 3월 연생산능력 확대(+10%), 2014년 10월 아연전해공장 증설(+55%), 2015년말 연공장 증설(+61%)로 2014부터 중장기 턴어라운드 시작 및 2017년까지 성장가시성 확보

Contents

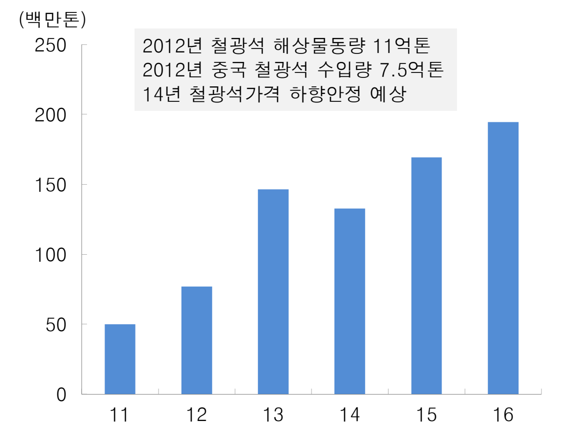
Ⅰ. Key charts

그림 1. 중국 철강사 가동률과 이익률 추이



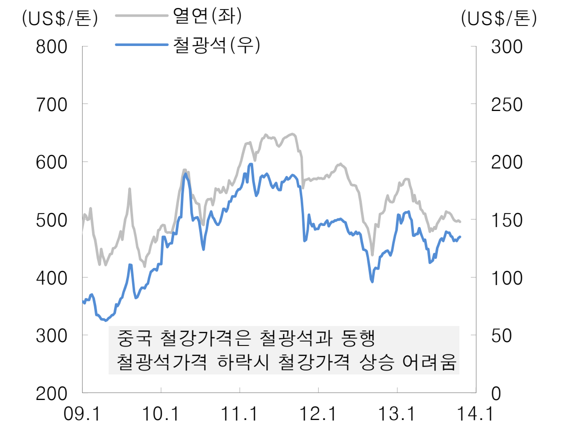
설명: 14년 중국 철강공급과잉 13년보다 개선되나 여전히 공급이 '절대적 우위'
자료: CISA, 대신증권 리서치센터

그림 2. 호주/브라질의 철광석 증설 추이



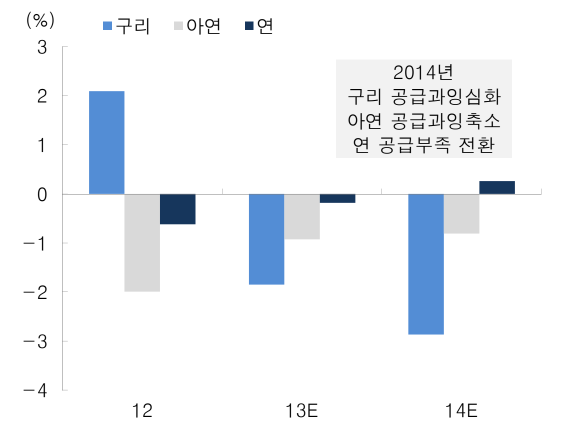
설명: 호주/브라질 철광석원가는 톤당 $60미만, 2014년 철광석가격 하향안정전망
자료: BREE, Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 3. 2014년 중국 철강가격 상승폭은 제한적 전망



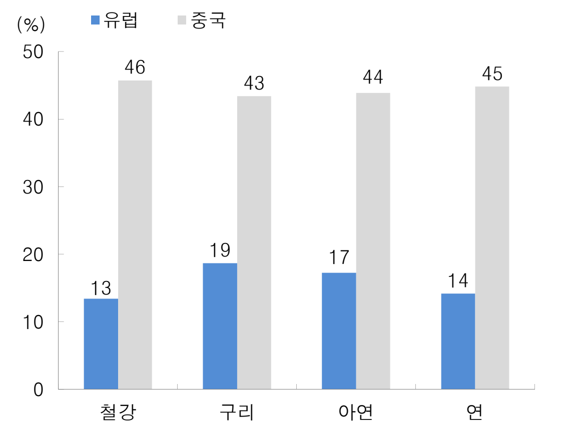
설명: 철광석가격 하락한다면 철강가격도 상승어려움
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 4. 2014년 비철금속 글로벌 수요대비 과부족



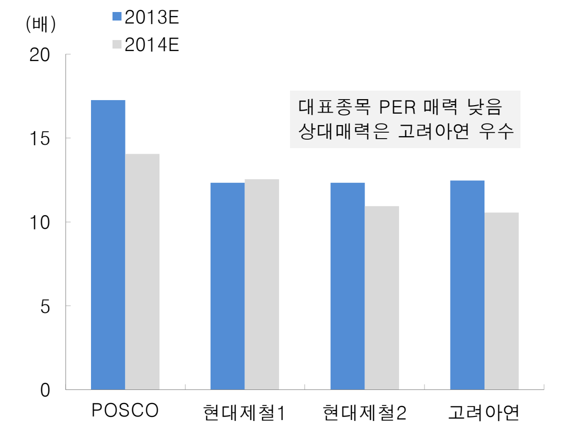
설명: 과부족은 (수요-생산)/수요를 위미
자료: ICGS(2013.10), ILZSG(2013.10), 대신증권 리서치센터

그림 5. 철강/비철 유럽 및 중국 수요 비중(2012년)



설명: 유럽경기회복시 업종내 상대 수혜는 비철>철강
자료: WMBS, 대신증권 리서치센터

그림 6. 2014년 종목별 PER valuation 비교



설명: 현대제철1은 분할합병 전, 현대제철2는 분할합병 후, 10/25 종가 기준
자료: 각사, 대신증권 리서치센터

II. 투자의견 및 Valuation 요약

2014년 철강금속 전망: 반환점은 통과, 그러나 아직 갈 길이 멀다!

업종의견 Neutral, 이유는 14년에도 '공급과잉'

철강금속업종에 대해 Neutral의견을 제시한다. 업종의견을 Neutral로 제시하는 이유는 1) 2014년 철강/비철/귀금속 가격 상승에 의한 업황모멘텀은 제한적일 것으로 전망하며, 2) POSCO, 현대제철 등 업종대표주의 PER valuation 매력 크지 않아 KOSPI대비 상대수익률 관점에서 업종 매력도는 낮다고 판단하기 때문이다.

2014년 철강가격 상승을 기대하기 어려운 3가지 이유

2014년 철강가격은 국내외 공급과잉과 철광석가격 약세 지속으로 제한적 상승이 예상되는 가운데 철강사들의 업황모멘텀은 여전히 부진할 전망이다. 1) 2014년 경기회복을 감안해도 금융위기 이후 대규모 증설물량으로 인해 중국의 철강 수요공급은 여전히 공급이 절대적인 우위에 있는 상황이며, 2) 2013년 이후 POSCO, 현대제철 증설로 2014년까지 국내 판재류 수급상황도 개선되기 어렵기 때문이다. 또한 3) 글로벌 공급증가로 인한 철광석가격 약세도 철강가격 상승을 어렵게 만드는 요인이 될 것으로 전망한다.

2014년 비철금속 가격 모멘텀 연 〉아연 〉구리

2014년 비철가격은 메탈시장 수급관점에서 접근시 연(Lead)은 상승, 아연(Zinc)은 강보합, 구리(Copper)는 하락이 전망된다. 2014년 연 메탈시장은 공급부족 전환, 아연 메탈시장은 공급과잉 축소가 예상되지만 구리 메탈시장은 2014년 공급과잉이 심화될 전망이기 때문이다. 그러나 구리가격의 경우 이미 2013년부터 공급과잉을 반영해 $7,000대 내외로 하락했고(분기 평균 고점은 1Q11 $9,651, 1Q13 평균 $7,928), 2013년 하반기 이후 Non-US(특히 중국과 유럽) 경기회복이 지속된다면 투기적 매수 유입에 의한 상승압력이 강화될 수 있어 $7,000 수준에서 급락할 가능성은 제한적일 것으로 예상한다.

2014년 귀금속 가격 은 급락보다 하향안정 전망

미국 경기회복과 QE3 축소이슈가 시작되면서 2013년 들어 급락한 귀금속가격은 2013년 말에서 2014년초로 예상되는 미국의 QE3 축소시행 이후 방향성을 예측하기 어렵지만 하락하더라도 금가격은 $1,200~1,300/oz, 은가격은 $20/oz 수준에서 추가하락가능성은 제한적으로 전망한다. 매년 상승하고 있는 금의 생산원가는 2013년 $1,100 이상으로 상승했고, 상품시장의 대표품목인 유가와의 가격비교측면에서도 상대적 매력이 높아졌기 때문이다.

Non-US 경기회복시 업종내 상대 매력도는 비철 〉철강

2014년 Non-US(특히 중국과 유럽) 경기회복 관점에서 접근시 업종내 상대 매력도는 비철이 철강보다 우위에 있다고 판단하는데, 1) 글로벌 수요에서 중국이 차지하는 비중은 유사하나 유럽이 차지하는 비중은 비철(구리 19%, 아연 17%)이 철강(12%)보다 크기 때문이고, 2) 실수요 외에도 유럽경기회복시 유로강세/달러약세로 상품시장의 투기적 매수가 유입될 수 있기 때문이다(철강제품은 비철/귀금속에 비해 거래소 선물거래가 아직 활성화 되지 못해 투기적 거래가 가격에 미치는 영향이 상대적으로 약함).

업황모멘텀 부진해도 2014년 업종 대표 기업의 실적은 턴어라운드 전망

2014년 업황모멘텀은 제한적이지만 POSCO/현대제철/고려아연 등 업종 대표기업의 실적은 지난 2~3년간의 감익에서 벗어나 2014년부터는 중장기 이익개선이 시작될 전망이다. 따라서 업종 대표기업의 절대주가는 하방경직성 확보 및 완만한 주가 상승 예상되며 중장기 관점에서는 철강업종에 대한 매수접근이 가능할 것으로 판단한다. 1) 고로사들의 경우 중국의 철강 공급과잉규모는 2013년을 정점으로 2014년부터 완만한 축소가 예상되고, 철광석가격 하향안정으로 원가하락에 의한 마진개선이 시작될 수 있기 때문이다.

또한, 2) 고려아연은 2013년 예정에 없던 연공장 보수와 페루 정광조달문제로 인한 조업 차질로 생산량과 수익성이 모두 부진했으나 2014년부터는 정상조업이 이뤄지면서 수익성을 회복할 수 있을것으로 판단한다.

2014년 Top Pick은 고려아연

2014년 Top Pick 선정은 업종내 상대적 업황매력도/중장기 성장 가시성/상대적 PER 매력 관점에서 고려아연(Buy, 410,000원)을 제시한다. 1) 2014년 아연/연가격은 상승이 예상되고 귀금속가격은 하락이 제한되어 4Q12 이후 부진했던 가격변수의 영향에서 벗어날 것으로 예상되고, 2) 2014년부터는 정상조업 및 수익성 회복이 가능할 전망이며, 3) 2013년 3월 연생산능력 확대(+10%), 2014년 10월 아연전해공장 증설(+55%), 2015년말 연공장 증설(+61%)로 이어지는 생산능력 확대로 2014부터 중장기 턴어라운드 시작 및 2017년까지 성장가시성이 확보되어있기 때문이다.

표 1. **커버리지 기업 목표주가, 투자의견 및 Valuation**

기업명	POSCO		현대제철		고려아연		현대하이스코		세아베스틸		동국제강		풍산	
코드	(005490)		(004020)		(010130)		(010520)		(001430)		(001230)		(103140)	
투자의견	매수(Buy)		매수(Buy)		매수(Buy)		Marketperform (시장수익률)		매수(Buy)		Marketperform (시장수익률)		매수(Buy)	
목표주가(원)	390,000		100,000		410,000		43,000		38,000		15,000		35,000	
현재주가(10/25)	320,000		86,500		325,000		42,000		27,600		15,350		27,600	
상승여력(%)	21.9		15.6		26.2		2.4		37.7		−2.3		26.8	
시가총액(십억원)	27,900		7,380		6,133		3,368		990		949		773	
예상실적														
(단위:십억원, 원)	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E
매출액	63,024	65,557	13,598	16,035	4,888	5,021	8,383	9,438	2,138	2,295	7,181	7,309	2,968	2,960
%YoY	−0.9%	4.0%	−3.9%	17.9%	−11.1%	2.7%	−0.3%	12.6%	−2.6%	7.4%	−8.8%	1.8%	2.4%	−0.3%
영업이익	3,165	3,827	780	1,085	630	730	500	612	159	177	105	116	139	161
%YoY	−13.3%	20.9%	−10.5%	39.0%	−16.8%	15.9%	14.9%	22.4%	−7.2%	10.9%	흑전	10.2%	9.1%	15.2%
영업이익률(%)	5.0%	5.8%	5.7%	6.8%	12.9%	14.5%	6.0%	6.5%	7.5%	7.7%	1.5%	1.6%	4.7%	5.4%
세전이익	2,218	2,723	736	745	638	754	448	573	148	169	−118	−139	115	136
%YoY	−34.2%	22.8%	−21.0%	1.3%	−15.1%	18.1%	32.5%	27.8%	−3.3%	14.4%	적지	적지	31.9%	18.5%
순이익	1,619	1,988	629	618	498	588	345	441	118	135	−96	−113	81	96
%YoY	−32.1%	22.8%	−21.0%	−1.8%	−12.4%	18.1%	32.5%	27.8%	−1.0%	14.4%	적지	적지	31.9%	18.5%
지배주주순이익	1,617	1,985	599	588	492	581	345	441	118	135	−101	−119	81	96
%YoY	−32.1%	22.8%	−24.8%	−1.8%	−12.2%	18.1%	32.5%	27.8%	−1.0%	14.4%	적지	적지	31.8%	18.5%
지배주주 EPS	18,550	22,771	7,020	6,897	26,057	30,785	4,303	5,500	3,291	3,764	−1,628	−1,920	2,897	3,433
지배주주 BPS	473,252	488,707	121,553	127,754	226,034	252,278	27,146	32,398	40,034	42,905	38,297	35,887	36,883	39,866
지배주주 ROE(%)	4.0	4.7	5.9	5.5	12.1	12.9	17.1	18.5	8.5	9.1	−4.1	−5.2	8.1	8.9
Valuation														
PER(배)	17.3	14.1	12.3	12.5	12.5	10.6	9.8	7.6	8.4	7.3	NA	NA	9.5	8.0
PBR(배)	0.7	0.7	0.7	0.7	1.4	1.3	1.5	1.3	0.7	0.6	0.4	0.4	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	8.8	8.0	11.0	8.5	6.1	4.6	6.6	5.3	5.6	4.9	12.3	12.6	9.5	8.1

주: 현대제철, 현대하이스코는 분할합병 감안하지 않은 실적 기준, 10/25 종가기준
자료: 대신증권 리서치센터

III. [철강] 2014년 철강가격 상승? Demand pull, Cost push 둘 다 기대하기 어렵다!

1. Demand에 의한 철강가격 상승 기대하기엔 여전히 공급이 "너무" 많다!

2014년 철강가격 상승은 제한적일 것으로 전망한다. Demand pull과 Cost push 두 가지 측면에서 철강가격 상승을 이끌만한 요인이 크지 않기 때문이다.

중국, 강도높은 구조조정 없다면 2014년에도 공급이 절대적우위

먼저 Demand pull 관점에서 접근해 보면 동아시아 철강시황에 절대적 영향을 미치는 중국은 2014년 경기회복을 감안해도 금융위기 이후 대규모 증설물량으로 인해 여전히 공급이 절대적인 우위에 있을 전망이다. 따라서 2014년에도 중국 철강시황은 여전히 공급부담에 따른 short cycle이 지속될 것으로 전망한다. 다만 2013년 시진핑 정부 이후 철강산업에 대한 구조조정의 의지가 과거보다 강화되고 있다는 점과, 2012년 이후 시황부진으로 중국 철강사들의 수익성이 BEP 수준까지 하락하면서 증설규모는 2012년을 peak로 둔화되고 있다는 점을 고려하면 중장기 관점에서 중국 철강공급과잉은 2013년이 정점, 이후 축소가 예상된다. 그러나 과거와 구별되는 강도높은 구조조정이 수반되지 않는다면 공급과잉 축소는 매우 완만한 속도로 진행될 가능성이 높다.

2013년 증설로 2014년 국내 철강 수급상황도 개선 기대 난망

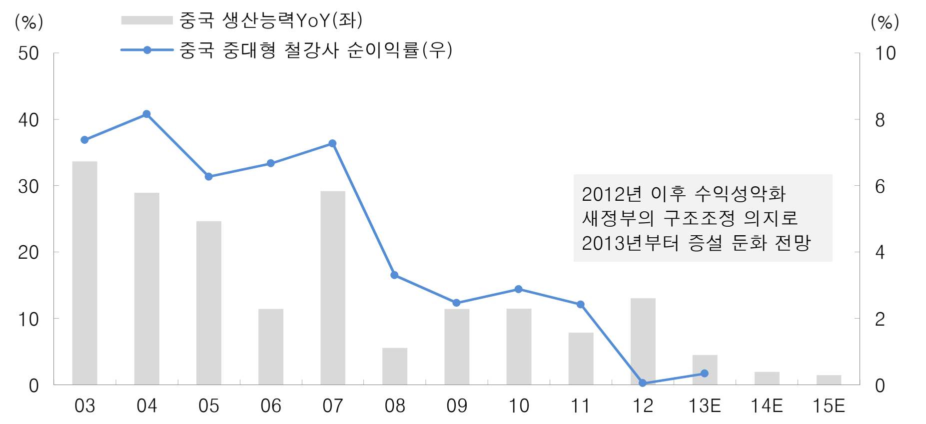
2014년 국내 철강 수급상황도 낙관적이지 못한데, 2013년 POSCO와 현대제철의 증설물량이 2014년 본격적으로 가동되기 때문이다. 2013년 POSCO는 6월말 광양 1고로 개수(+230만톤), 연말 FINEX 2호기 신설(+200만톤)로 약 430만톤의 생산능력이 확대된다. 내년 초 FINEX demo plant(−60만톤)을 폐쇄하더라도 2014년은 2013년 상반기 대비 370만톤의 생산능력이 증가한다(조강생산능력 약 4,400만톤). 현대제철은 2013년 9월 당진 3고로(+400만톤)를 가동하면서 조강생산능력이 약 2,400만톤으로 확대되었다. 2013년 이후 두 회사의 생산능력 증분만 약 770만톤으로 이는 2012년 한국 조강생산량 6,900만톤대비 10% 이상에 달한다. 2012년 국내 판재류 소비/생산량이 각각 2,800만톤/4,300만톤, 수입/수출량이 각각 700만톤/2,200만톤 수준으로 증설물량 가동시 공급부담이 가중될 가능성이 높고, 현대제철 2고로 가동이후 국내 판재류시장이 공급과잉으로 전환되면서 철강사들이 제품가격 인상에 매우 고전하고 있음을 감안하면 2014년에도 국내 철강제품 가격 인상에 대한 기대가 쉽지 않을 전망이다.

표 2. **2014 년 중국 조강수급 전망** (단위: 백만톤, %)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
경제성장률	14.2	9.6	9.2	10.4	9.2	7.8	7.6	7.5
조강소비	436	465	574	612	661	687	730	767
%YoY	10.8	6.8	23.4	6.6	8.0	3.9	6.3	5.0
조강순수출	54	47	3	27	41	43	50	55
%YoY	94.8	-13.0	-94.3	906.9	54.4	5.4	15.1	10.0
조강생산	490	512	577	639	702	730	780	822
%YoY	16.3	4.6	12.6	10.7	9.9	4.0	6.8	5.3
조강생산능력(연말)	610	644	718	800	863	976	1,020	1,040
%YoY	29.2	5.6	11.4	11.5	7.9	13.1	4.5	2.0
조강생산능력 증가	138	34	74	82	63	113	44	20
유효가동률(%)	**90.5**	**81.7**	**84.7**	**84.1**	**84.4**	**79.4**	**78.2**	**79.8**

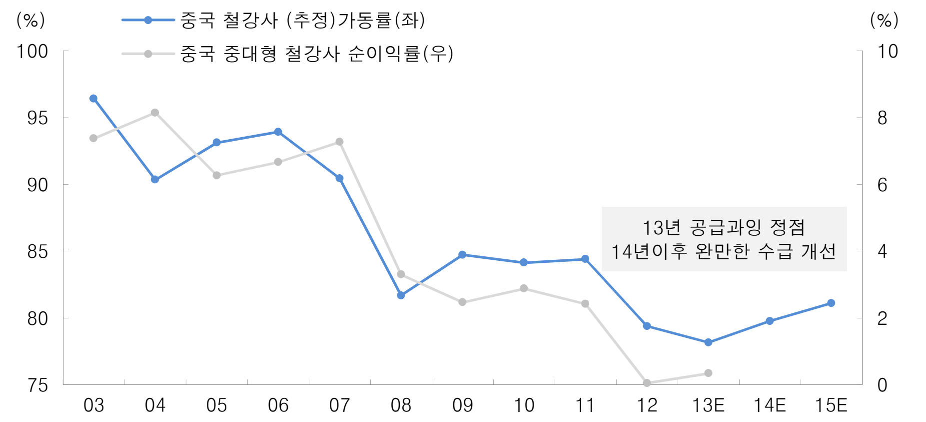
자료: CISA, Mysteel, 대신증권 리서치센터

그림 7. **중국 철강 신규증설은 2013 년부터 둔화될 전망**



주: 13년 이후 생산능력YoY는 추정치, 2013년 중국철강사 순이익률은 8월누계
자료: CISA, Mysteel, 대신증권 리서치센터

그림 8. **중국 철강 공급과잉은 2013 년 정점 및 이후 개선되나 개선폭은 완만히 진행 전망**



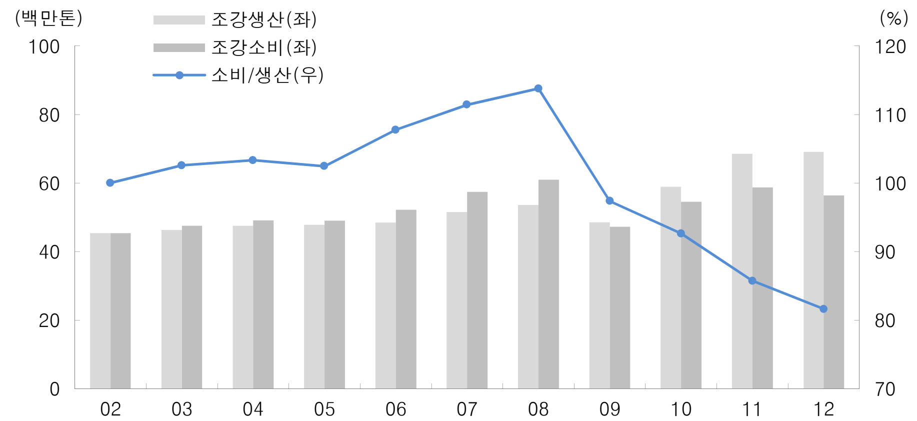
주: 2013년 중국철강사 순이익률은 8월누계
자료: CEIC, CISA, 대신증권 리서치센터

표 3. 2013 년 이후 국내 철강생산능력 변화

상공정	설비명	생산능력	가동/폐쇄시기	완료 후 생산능력
POSCO	광양 1 고로	+230 만톤	13 년 6 월	조강 4,230 만톤
	FINEX 2	+200 만톤	13 년말	조강 4,430 만톤
	FINEX Demo	-60 만톤	14 년초	조강 4,370 만톤
현대제철	3 고로	+400 만톤	13 년 9 월	조강 2,400 만톤
하공정	**설비명**	**생산능력**	**가동/폐쇄시기**	**완료 후 생산능력**
POSCO	4 선재	+70 만톤	13 년 5 월	선재 280 만톤
	광양 4 열연	+330 만톤	14 년 10 월	열연 3,030 만톤
현대제철	C 열연	+200 만톤	13 년 3 월	열연 1,060 만톤
	2 후판	+200 만톤	13 년 8 월	후판 350 만톤
현대하이스코	당진 2 냉연	+150 만톤	13 년 4 월	냉연 600 만톤
세아베스틸	창녕 2 공장	+54 만톤	13 년 10 월	특수강 265 만톤

자료: 한국철강협회, 각사 대신증권 리서치센터

그림 9. 2013 년 증설량 감안시 2014 년 국내 철강수급상황은 공급과잉 심화전망



자료: CEIC, CISA, 대신증권 리서치센터

표 4. 2014 년 열연강판/중후판 수급전망

(단위: 천톤, %)

열연강판					중후판				
	2011	2012	2013E	2014E		2011	2012	2013E	2014E
생산능력	27,010	27,010	27,010	30,310	생산능력	7,790	7,790	7,790	7,790
POSCO	8,300	8,300	10,600	10,600	POSCO	1,500	1,500	3,500	3,500
현대제철	3,500	3,500	3,500	3,500	현대제철	4,300	3,300	3,300	3,300
동부제철	38,810	38,810	41,110	44,410	동국제강	13,590	12,590	14,590	14,590
생산	35,472	36,323	35,500	38,062	생산	10,790	9,620	9,000	10,500
수입	5,527	5,274	5,174	4,674	수입	4,680	4,053	2,750	2,000
수출	6,569	6,438	5,438	6,000	수출	2,895	2,985	2,600	2,850
(순수출)	1,042	1,163	263	1,326	(순수출)	-1,786	-1,067	-150	850
명목소비	34,431	35,160	35,237	36,737	명목소비	12,576	10,687	9,150	9,650
%YoY	3%	2%	0%	4%	%YoY	14%	-15%	-14%	5%
가동률(%)	91%	94%	90%	91%	가동률(%)	79%	73%	69%	72%

주: 생산능력은 연말 및 철강협회에서 발표한 공칭능력 기준
자료: 한국철강협회, 대신증권 리서치센터

2. Cost(철광석) push 에 의한 철강가격 상승도 기대하기 어렵다!

2014년 철광석가격은 하향안정될 전망으로 Cost push에 의한 철강가격 상승가능성도 제한적이다.

호주/브라질 생산 증가로 2014년 철광석가격 하향안정 예상, Cost push 철강 가격 상승도 기대 어려움

철광석가격의 하향안정을 전망하는 가장 큰 이유는 공급증가 때문이다. 2011년 이후 연평균 10% 내외(약 0.7억톤)로 증가하고 있는 중국의 철광석 수입량은 2014년에도 견조한 성장이 지속될 것으로 예상된다. 그러나 2013년부터 호주와 브라질을 중심으로 연간 1억톤이상의 대규모 증설물량이 가동되면서 공급증가 속도가 수요를 초과할 전망이다. 특히 호주나 브라질의 신규 철광석 광산의 생산원가는 $60 미만으로 중국 철광석 광산의 생산원가인 $100~120 대비해 월등한 원가경쟁력을 확보하고 있어 2014년 이후 철광석가격의 하락압력은 가중될 것으로 예상한다. 2013년 연평균 철광석가격은 $135(CFR) 수준인데, 2014년 이후 중장기 철광석가격은 중국 철광석 원가 수준인 $100~120 수준으로 수렴할 전망이다. 금융위기 이후 중국 철강가격은 철광석가격과 동행하고 있어 2014년 철광석가격 하락은 철강가격 상승을 제한시킬 것으로 판단한다.

기상변수만 없다면 원료탄 가격도 안정

2011년 초 호주 대홍수로 인한 생산차질로 톤당 $380까지 급등했던 원료탄가격은 이후 생산정상화와 호주의 신규 프로젝트 가동으로 2013년 상반기까지 하락이 지속되었고 이후 $150 수준에서 안정을 보이고 있다. 원료탄가격 역시 호주의 신규광산 가동에 의한 공급 부담이 존재해 기상이변만 없다면 2014년 가격은 $150~160 수준에서 유지될 것으로 예상한다.

표 5. 국가별 철광석 수출입 전망 (단위: 백만톤, %)

		2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
수입									
China		630	619	687	745	831	872	908	936
	%YoY		-1.7	11.0	8.4	11.5	4.9	4.1	3.1
EU 27		95	133	133	128	129	130	132	134
Japan		105	134	128	131	133	133	134	135
South Korea		42	56	65	65	63	65	67	68
수출									
Australia		363	402	438	492	570	669	729	775
	%YoY		10.7	9.0	12.3	15.9	17.4	9.0	6.3
Brazil		266	311	331	327	336	371	391	406
	%YoY		16.9	6.4	-1.2	2.8	10.4	5.4	3.8
Canada		31	33	31	35	35	35	30	29
South Africa		45	48	42	47	49	49	50	50
World trade		948	1,055	1,085	1,126	1,216	1,307	1,359	1,404
	%YoY		11.3	2.8	3.8	8.0	7.5	4.0	3.3

자료: BREE(13.10), 대신증권 리서치센터

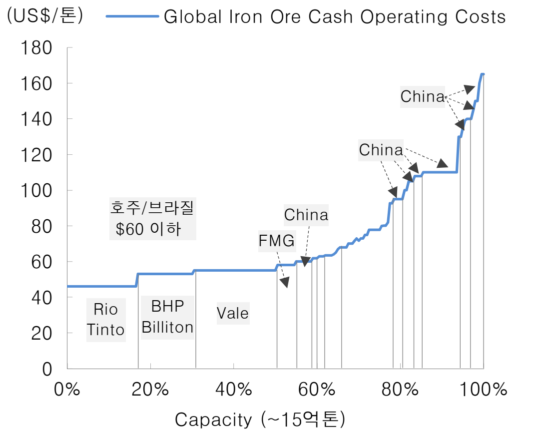
표 6. 호주, 브라질의 철광석 증설 현황

(단위: 백만톤)

Country	Mine Asset	Company	Estimated Start Up	Phase	Capacity
Australia	RGP5	BHP Billiton	2011	Completed	50.0
	Karara	Gindalbie Metals/Ansteel	2012	Completed	10.0
	Western Turner Syncline II	Rio Tinto	2012	Completed	9.0
	Chichester Hub(55-95Mtpa)	FMG	2012	Completed	40.0
	Hamersley Iron Brockman 4	Rio Tinto	2012	Completed	18.0
	Hope Downs 4	Rio Tinto	2013	Completed	15.0
	Solomon Hub (stage I)	FMG	2013	Committed	60.0
	Sino Iron	CITIC Pacific	2013	Committed	24.0
	Horizon 1	Atlas Iron	2013	Committed	4.5
	Roper Bar	Western Desert Resources	2013	Committed	3.0
	Nammuldi expansion	Rio Tinto	2014	Committed	26.0
	Jimblebar mine & rail (WAIO)	BHP Billiton	2014	Committed	35.0
	Yandicoogina	Rio Tinto	2014	Committed	4.0
	Irvine Island	Pluton Resources	2014	Feasibility Stage	17.0
	Mount Mason	Jupiter Mines	2014	Feasibility Stage	2.0
	Mt Webber	Atlas Iron, Altura Mining	2014	Feasibility Stage	6.0
	Roper River Iron Ore project	Sherwin Iron	2014	Feasibility Stage	6.0
	Ularring Hematite	Macarthur Minerals	2014	Feasibility Stage	2.0
	Buckland Project	Iron Ore Holdings	2015	Publicly Announced	8.0
	Extension Hill magnetite project	Asia Iron Holdings	2015	Feasibility Stage	10.0
	Fusion	Centrex / WISCO	2015	Publicly Announced	5.0
	Jack Hills project (stage 2)	Crosslands Resources	2015	Feasibility Stage	23.4
	Jinidi	BHP Billiton	2015	Publicly Announced	60.0
	Karara Project expansion	Gindalbie Metals / AnSteel	2015	Feasibility Stage	8.0
	Roy Hill	Hancock Prospecting	2015	Feasibility Stage	55.0
	Hardey	Aquila Resources	2016	Publicly Announced	10.0
	Hawks Nest Magnetite Project	Arrium	2016	Feasibility Stage	6.0
	Koodaideri Project	Rio Tinto	2016	Feasibility Stage	70.0
	Marillana	Brockman Resources	2016	Feasibility Stage	18.5
Brazil	Carajas II	Vale	2H13	Completed	40.0
	Samarco	BHP/Vale	1H14	Completed	8.3
	Minas Rio	Anglo American	2H14	Committed	26.5
	Carajas Serra Sul S11D	Vale	2H16	Committed	90.0
Total				2011	50.0
				2012	77.0
				2013	146.5
				2014	132.8
				2015	169.4
				2016	194.5

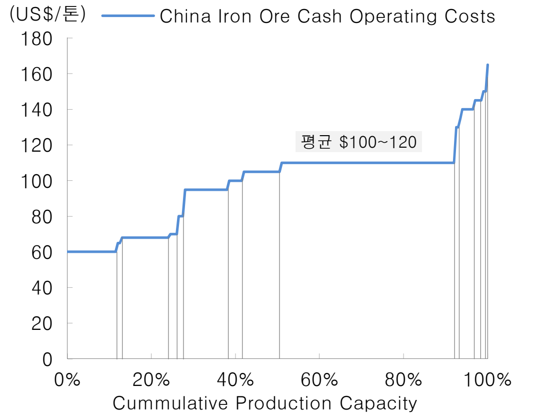
자료: BREE, Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 10. 글로벌 철광석 Cash Cost



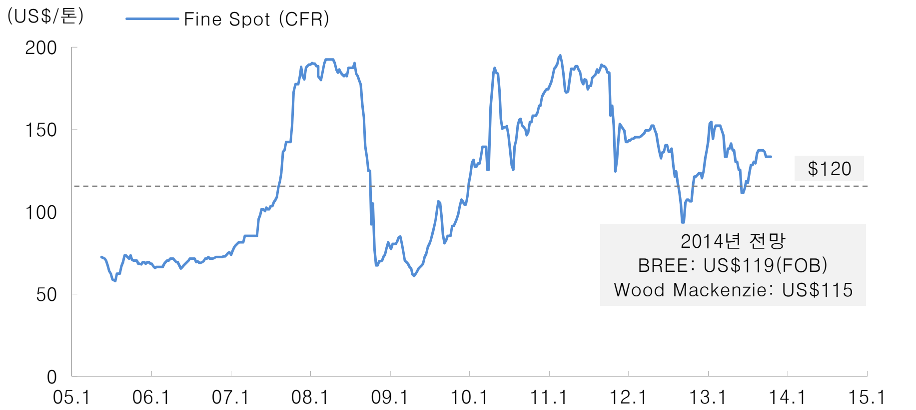
주: Fe 62%, CFR 기준
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 11. 중국 철광석 Cash Cost



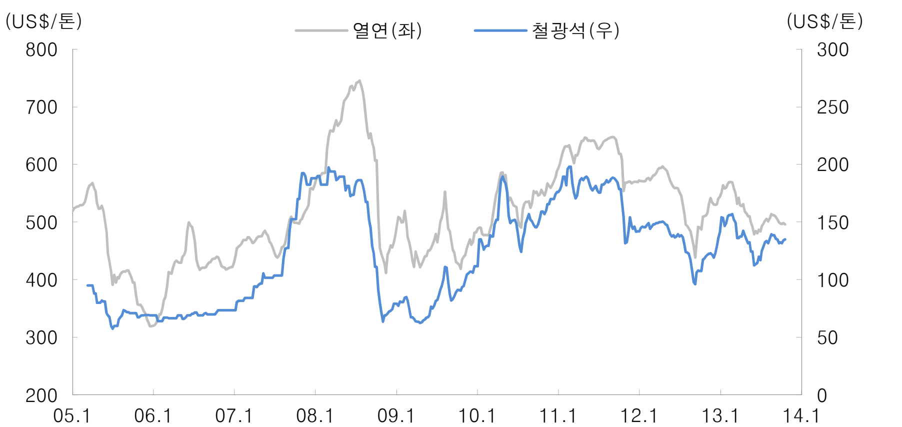
주: Fe 62%, CFR 기준
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 12. 2014년 철광석 가격은 $120 이하로 하향 안정 전망



주: Spot 철광석 가격은 인도산 Fe 63.5% 분광기준, 2014년 전망치는 Fe 62% 기준,
자료: Mysteel, 대신증권 리서치센터

그림 13. 중국 열연가격은 철광석가격과 동행해 철광석가격 하락시 철강가격 상승 어려움



주: 철광석가격은 분광기준
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

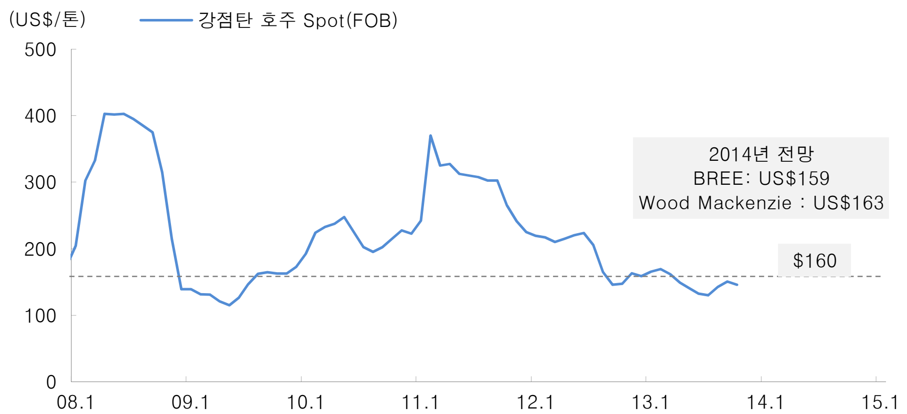
표 7. 국가별 원료탄 수출입 전망

(단위: 백만톤, %)

	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
수입								
China	34	48	45	71	87	93	98	104
%YoY		41.2	-6.3	57.8	22.5	6.9	5.4	6.1
Japan	53	58	54	52	52	52	52	53
EU 27	36	45	46	44	41	45	45	49
India	25	30	34	37	40	41	40	42
South Korea	21	28	32	31	32	32	33	33
수출								
Australia	135	159	133	145	157	168	178	185
%YoY		17.8	-16.4	9.0	8.3	7.0	6.0	3.9
Canada	22	28	28	31	31	32	32	33
US	34	51	63	63	60	57	56	55
Russia	13	14	14	18	14	15	14	13
World trade	220	273	274	290	304	316	326	338
%YoY		24.1	0.4	5.8	4.8	3.9	3.2	3.7

자료: BREE, 대신증권 리서치센터

그림 14. 2014년 기상이변만 없다면 원료탄가격도 안정 예상



자료: SBB, 대신증권 리서치센터

Ⅳ. [비철/귀금속] 상승모멘텀은 제한적 전망. 제한된 범위에서 품목별 가격 차별화, 연/아연 상향 안정. 구리/귀금속 하향 안정

1. 비철금속은 연/아연은 상향안정. 구리는 하향안정 전망

비철도 공급과잉이 가격상승의 걸림돌

2014년에도 비철금속가격의 상승모멘텀은 제한적일 것으로 전망한다. 고려아연과 풍산이 생산하는 아연과 구리 메탈시장은 2014년에도 공급과잉이 예상되기 때문이다. 단, 품목별 수급상황에 따라 제한적 범위내에서 가격 차별화가 예상되는데, 연(Lead)은 상승, 아연(Zinc)은 강보합, 구리(Copper)는 하락이 전망된다.

2014년 구리 메탈 시장 공급과잉 심화. 구리가격은 하락압력 가중 전망

ICSG(International Copper Study Group)에 따르면 2014년 정광생산량 증가로 인한 제련소 가동률 상승으로 구리메탈 생산속도가 수요를 초과하면서 메탈시장의 공급과잉은 63.2만톤으로 2013년 38.7만톤보다 확대될 것으로 예상된다. 따라서 2014년 구리가격은 초과생산에 의한 하락압력이 지속될 것으로 예상한다. 그러나 정광 품위저하와 광산 파업등의 문제로 최근 2~3년간 구리 메탈생산량은 예상보다 부진했고, 구리가격은 이미 2013년부터 공급과잉을 반영해 $7,000대 내외로 하락했음을 감안하면 2014년 구리가격이 $7,000 수준에서 급락보다는 하향안정될 가능성이 높은것으로 판단한다(분기 평균 고점은 1Q11 $9,651, 1Q13 평균 $7,928, 2013년 평균가격 약 $7,300).

2014년 연은 공급 부족전환, 아연은 공급과잉축소로 가격은 우상향

ILZSG(International Lead and Zinc Study Group)에 따르면 2014년 연 메탈시장은 중국의 자동차 및 핸드폰 생산증가로 인한 배터리 수요증가가 공급을 초과하면서 5년만에 공급부족으로 전환될 전망이다. 2012년 이후 연 메탈시장의 공급과잉이 개선되면서 연평균 연가격은 2012년 $2,061을 바닥으로 2013년에는 $2,150 수준으로 상승했는데, 수급개선에 따라 2014년 연가격은 $2,200~2,300 수준으로 상승할 것으로 예상된다. 아연 메탈시장은 2012년 이후 가격하락에 따른 제련사들의 수익성 악화로 공급증가가 둔화되면서 2014년 공급과잉 축소가 예상된다. 따라서 2014년 아연가격은 $2,000 수준에서 안정될 것으로 전망한다(2013년 평균가격 약 $1,910).

중국과 유럽의 경기 회복은 비철금속 가격 상승강화요인

투기적 관점에서 접근시 2014년 Non-US(특히 중국과 유럽) 경기회복은 비철가격의 상승압력을 강화시킬 것으로 예상한다. 중국과 유럽의 경기회복은 실수요개선과 더불어 유로강세/달러약세로 상품시장의 투기적 매수도 강화될 수 있기 때문이다.

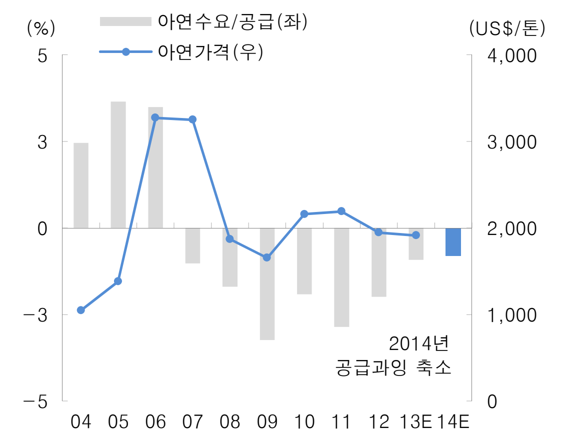
표 8. 2014 년 구리/아연/연 수급전망

(단위: 천톤, %)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
구리(Copper)											
Mine Production	14,594	14,922	14,990	15,483	15,569	15,943	16,053	16,076	16,697	17,775	18,579
%YoY		2.2	0.5	3.3	0.6	2.4	0.7	0.1	3.9	6.5	4.5
Metal Production	15,918	16,572	17,291	17,934	18,214	18,248	18,981	19,596	20,129	20,912	22,061
%YoY		4.1	4.3	3.7	1.6	0.2	4.0	3.2	2.7	3.9	5.5
Metal Usage	16,838	16,674	17,034	18,197	18,053	18,070	19,346	19,830	20,550	20,525	21,429
%YoY		-1.0	2.2	6.8	-0.8	0.1	7.1	2.5	3.6	-0.1	4.4
Surplus	-920	-102	257	-263	161	178	-365	-234	-421	387	632
아연(Zinc)											
Mine Production	9,709	10,128	10,430	11,201	11,875	11,620	12,527	12,661	13,534	13,730	14,010
%YoY		4.3	3.0	7.4	6.0	-2.1	7.8	1.1	6.9	1.4	2.0
Metal Production	10,395	10,218	10,629	11,345	11,774	11,298	12,896	13,080	12,593	13,010	13,650
%YoY		-1.7	4.0	6.7	3.8	-4.0	14.1	1.4	-3.7	3.3	4.9
Metal Usage	10,650	10,591	11,000	11,229	11,574	10,932	12,649	12,706	12,342	12,890	13,540
%YoY		-0.6	3.9	2.1	3.1	-5.5	15.7	0.5	-2.9	4.4	5.0
Surplus	-255	-373	-371	116	200	366	247	374	251	120	110
연(Lead)											
Mine Production	3,130	3,422	3,546	3,657	3,812	3,810	4,291	4,683	5,238	5,550	5,780
%YoY		9.3	3.6	3.1	4.2	-0.1	12.6	9.1	11.9	5.7	4.1
Metal Production	7,005	7,624	8,103	8,413	9,198	9,197	9,804	10,545	10,521	11,020	11,480
%YoY		8.8	6.3	3.8	9.3	0.0	6.6	7.6	-0.2	4.7	4.2
Metal Usage	7,297	7,786	8,228	8,421	9,190	9,206	9,776	10,396	10,456	11,000	11,510
%YoY		6.7	5.7	2.3	9.1	0.2	6.2	6.3	0.6	5.2	4.6
Surplus	-292	-162	-125	-8	8	-9	28	149	65	20	-30

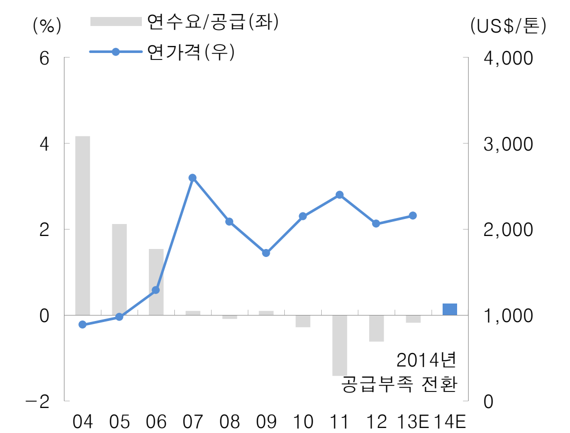
자료: ICSG(2013.10), ILZSG(2013.10), 대신증권 리서치센터

그림 15. 아연(Zinc)메탈수급과 아연가격



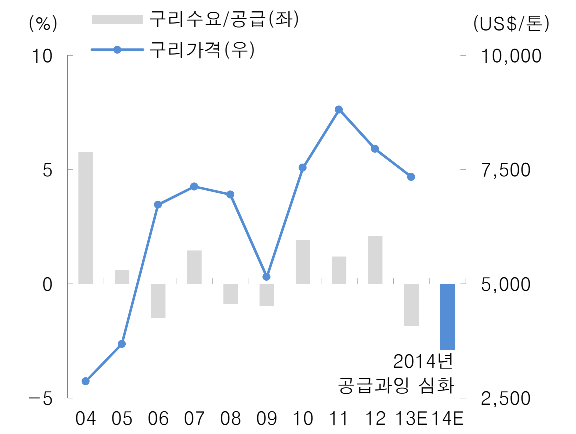
주: 막대그래프는 (수요-생산)/수요
자료: ILZSG(10.3), 대신증권 리서치센터

그림 16. 연(Lead)메탈수급과 연가격



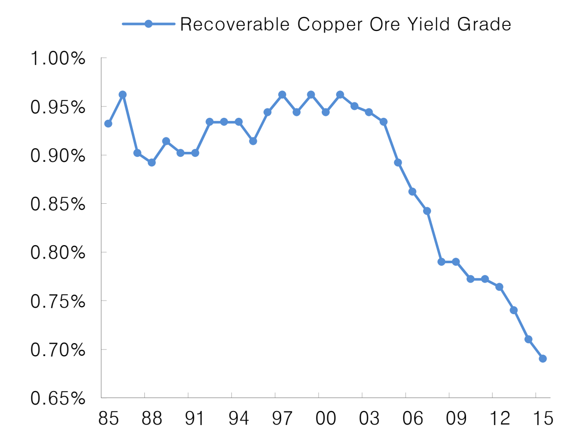
주: 막대그래프는 (수요-생산)/수요
자료: ILZSG(10.3), 대신증권 리서치센터

그림 17. 구리(Copper)수급과 구리가격



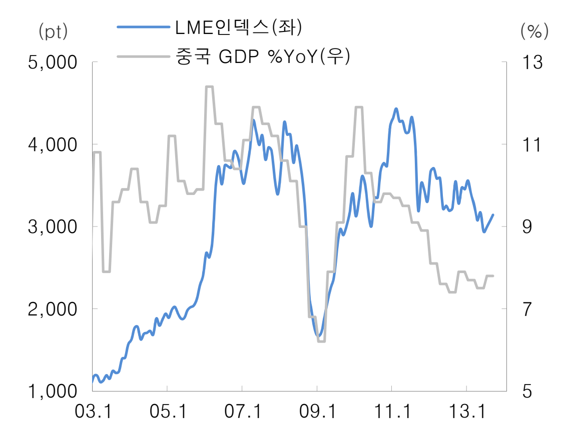
주: 막대그래프는 (수요-생산)/수요
자료: ICSG(10.3), 대신증권 리서치센터

그림 18. 글로벌 구리광산의 원광등급 추이



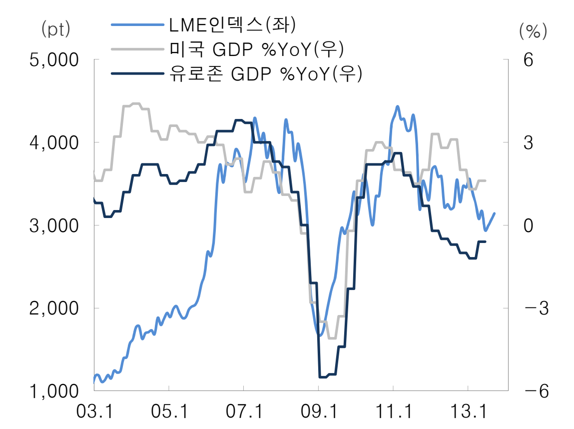
자료: BrookHunt, Codelco, 대신증권 리서치센터

그림 19. LME 인덱스와 중국 경제성장률



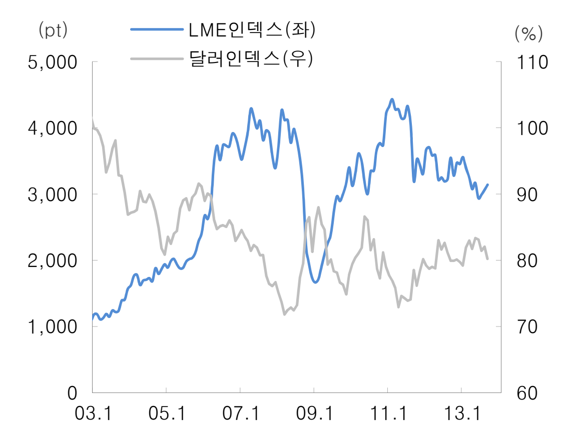
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 20. LME 인덱스와 미국/유로존 경제성장률



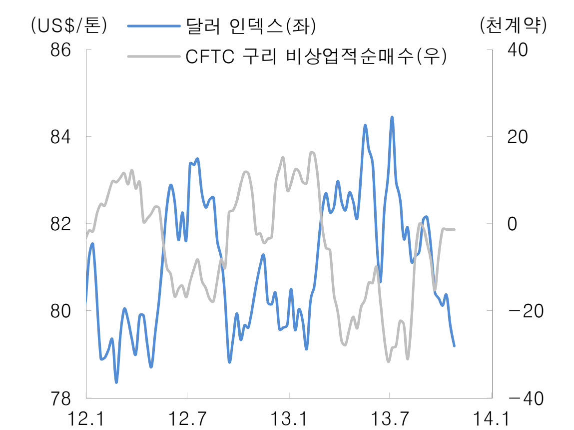
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 21. LME 인덱스와 달러인덱스(역방향)



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 22. 달러인덱스와 구리 비상업적순매수(역방향)



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

2014년 귀금속은 급락보다는 하향 안정 전망

귀금속가격 10년간의 상승랠리 마감

2013년들어 미국의 경기회복 및 양적완화 축소 논의가 본격적으로 시작되면서 금가격은 2000년부터 시작된 장기 상승 랠리를 마감하고 있다. 금은 대표적인 안전자산이면서도 달러의 대체제, 인플레이션 헷지 수단 등 다양한 성격을 보유하고 있는데, 2000년 이후 2011년까지 중국/유로존 성장과 달러약세, 금융위기 이후 경기침체와 이를 타계하기 위한 각국의 공격적 양적완화 및 인플레이션 우려 등은 금의 가치를 높이는 최적의 환경을 제공했다. 그러나 2011년 하반기이후 유로존 경기부진과 미국의 경기회복으로 인한 유로화 약세/달러 강세로 달러 대체제로서의 매력이 약해졌고, 2013년 들어서는 미국 주식시장 강세로 안전자산의 선호현상도 약해졌으며, 미국과 중국 등 주요국 물가 안정과 미국의 양적완화 축소를 앞두고 인플레이션 헷지 수단으로의 매력까지 약해지고 있는 상황이다.

2013년 QE3 축소 이슈부각으로 금가격 $1,300대 수준에서 등락

이를 반영해 금가격은 2011년 하반기 $1,900을 고점으로 추세적으로 하락하였고, 2013년 6월에는 $1,200 수준까지 하락한 이후 현재 $1,300 수준에서 등락을 반복하고 있다. 2014년 금가격의 상승을 기대하기는 쉽지 않은데 미국의 경기회복 및 주식시장 강세로 여전히 안전자산으로서의 금이 부각되기 어려운 상황이고, 미국의 양적완화 축소와 낮은 인플레이션으로 인플레이션 헷지 수단으로서의 매력도 크게 부각되기 어려운 상황이기 때문이다.

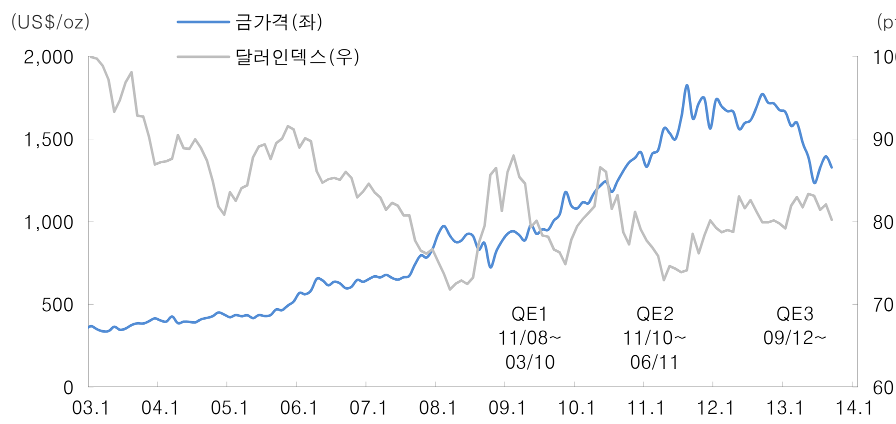
2013년 귀금속가격은 상승기대 어렵지만 추가하락여지도 제한적

그러나 2014년 금가격은 현재가격 수준인 $1,300 수준에서 재차 급락하기 보다는 $1,200~1,300 범위에서 안정될 가능성이 높은 것으로 판단한다. 1) 2013년 하반기 이후 유로존 경기회복지속으로 달러강세기조가 약해질 것으로 예상되고, 2) 매년 상승하고 있는 금의 생산원가는 Top tier 기준으로도 2013년 이미 $1,100을 상회해 추가하락시 금 생산량 감소가 예상되기 때문이다(생산량 유지 위한 CAPEX를 포함한 All-In-Sustaining Cost 기준). 또한 3) 상품시장의 대표품목인 유가와의 상대가격 비교시 현재 금가격은 금융위기 이후 최저수준에 위치하고 있어 추가하락시 상대매력도가 높아질 수 있다. 특히 미국의 양적완화 축소를 앞두고 2013년 상품시장에서 금의 비상업적 순매수는 10년래 최저수준까지 하락했는데, 양적완화 축소가 실제로 발표되면 숏커버와 함께 금가격의 반등 가능성도 전혀 배제할 수 없다(QE3 발표 앞두고 기대감에 상승했던 금가격은 QE3가 발표되자 오히려 하락).

금가격은 $1,200~1,300, 은가격은 $20 수준에서 안정 전망

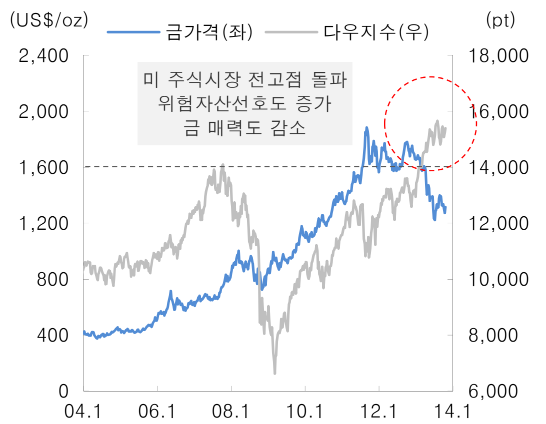
금가격이 $1,200~1,300 수준에서 안정된다면 은가격도 $20 수준에서 안정될 것으로 예상한다. 역사적으로 은가격은 금가격과 동행해왔고, 현재 금대비 은의 상대가격도 10년래 평균수준으로 은가격은 적정한 수준으로 판단하기 때문이다.

그림 23. 금가격과 달러인덱스(역방향)



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 24. 금가격과 다우존스 지수

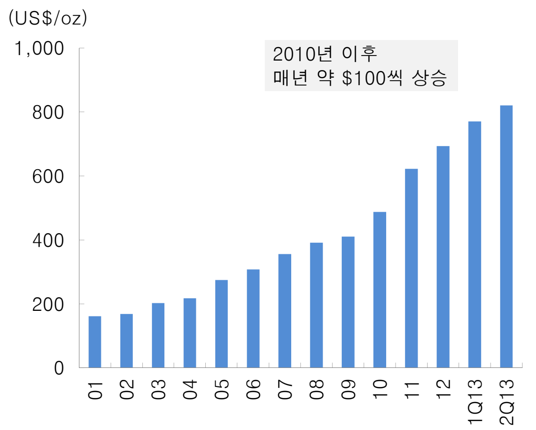


자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 25. 금가격과 CPI

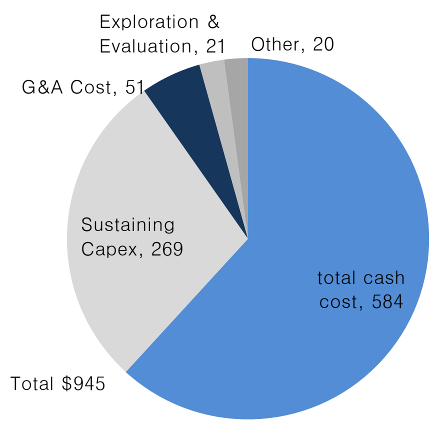
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 26. Top-tier 광산업체의 금 Cash Cost 추이



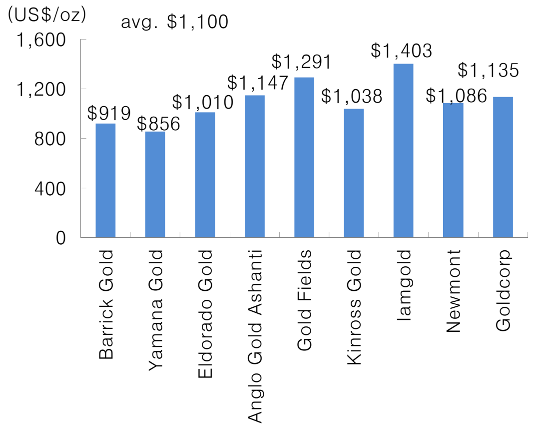
주: Top-tier는 생산량 상위 12개 업체(생산점유율 약 40%)
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 27. 2012 년 Barrick Gold 의 금 AISC 추이



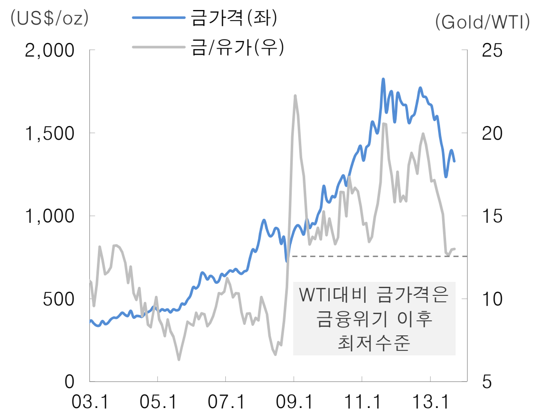
주: All-In-Sustaining-Cost는 Cash cost외에 Capex 등 생산유지를 위한 비용 포함
자료: Barrick Gold, 대신증권 리서치센터

그림 28. Top-tier 광산업체의 금 AISC(1Q13 기준)



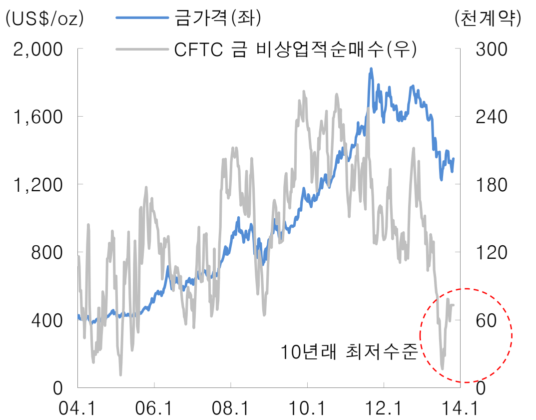
자료: 각사, 대신증권 리서치센터

그림 29. 금가격과 금/유가 상대가격



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 30. 금가격과 CFTC 비상업적 순매수 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 31. 금가격과 금 ETF 보유량 추이

자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 32. 금가격과 은가격의 동행성

자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 33. 금대비 은가격은 10년래 평균 수준

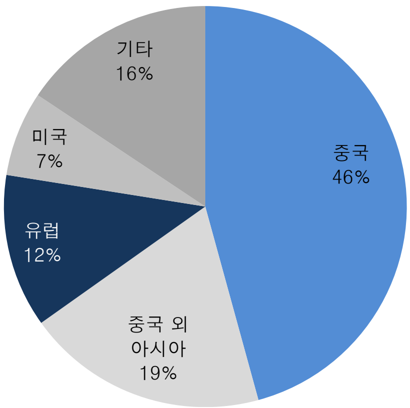
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

Non-US 경기회복관점에서 업종내 상대매력은 비철>철강

수요비중과 투기적 수요 감안시 유럽 경기회복시 수혜는 비철>철강

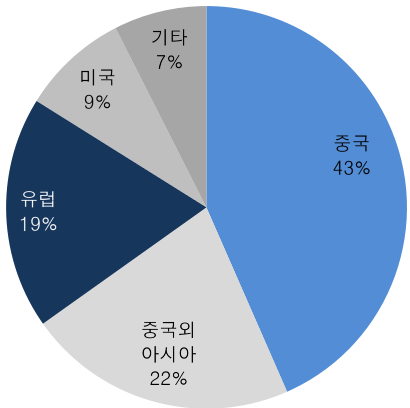
2013년 하반기 이후 Non-US(특히 중국과 유럽) 경기회복 관점에서 접근시 2014년 업종내 상대 매력도는 비철이 철강보다 우위에 있다고 판단한다. 1) 글로벌 수요에서 중국이 차지하는 비중은 45% 수준으로 철강과 비철 모두 유사하나 유럽이 차지하는 비중은 비철(구리 19%, 아연 17%)이 철강(12%)보다 상대적으로 크고, 2) 실수요 외에도 유럽 경기회복시 유로강세/달러약세로 상품시장의 투기적 매수가 유입될 수 있기 때문이다. 철강제품은 비철/귀금속에 비해 거래소 선물거래가 아직 활성화 되지 못해 투기적 거래가 가격에 미치는 영향이 상대적으로 제한적이다.

그림 34. **세계 철강재 수요비중(2012)**



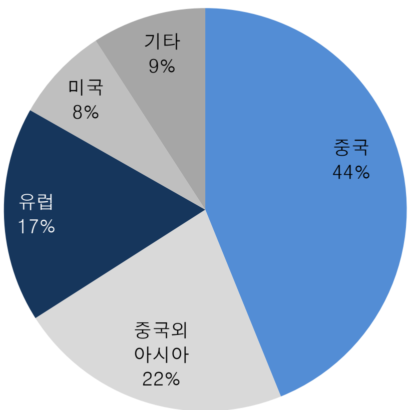
자료: WSA, 대신증권 리서치센터

그림 35. **세계 구리메탈 수요비중(2012)**



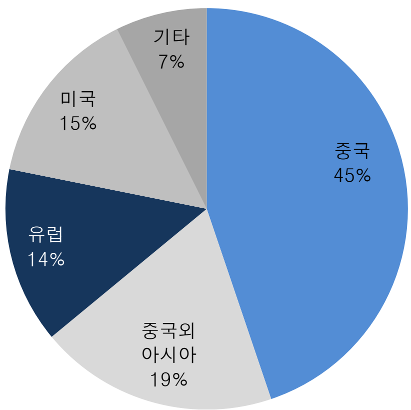
자료: WMBS, 대신증권 리서치센터

그림 36. **세계 아연메탈 수요비중(2012)**



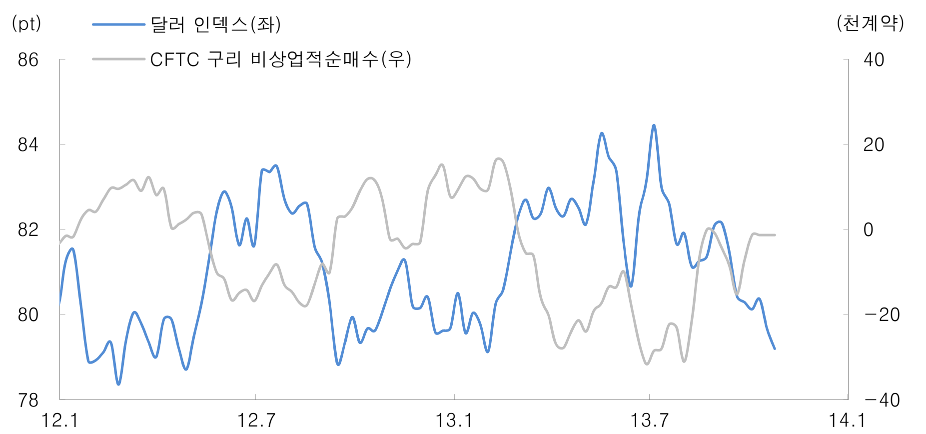
자료: WMBS, 대신증권 리서치센터

그림 37. **세계 연메탈 수요비중(2012)**



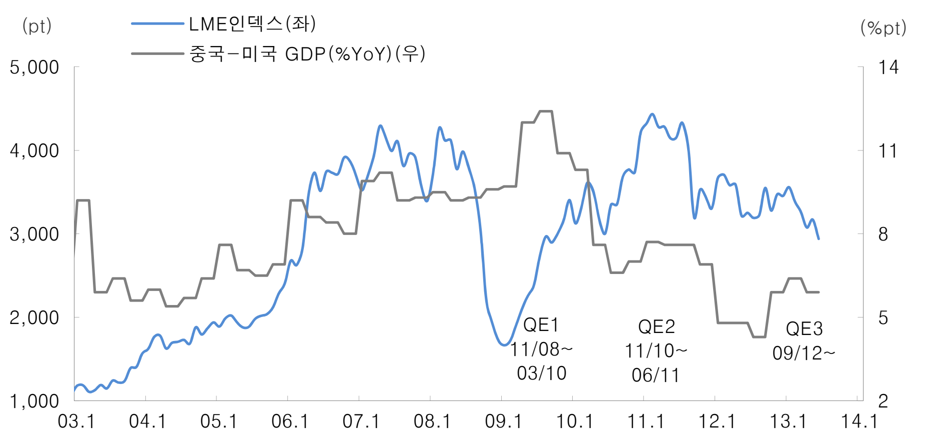
자료: WMBS, 대신증권 리서치센터

그림 38. 달러인덱스와 구리 투기적매수 추이(달러약세시 투기적매수 유입)



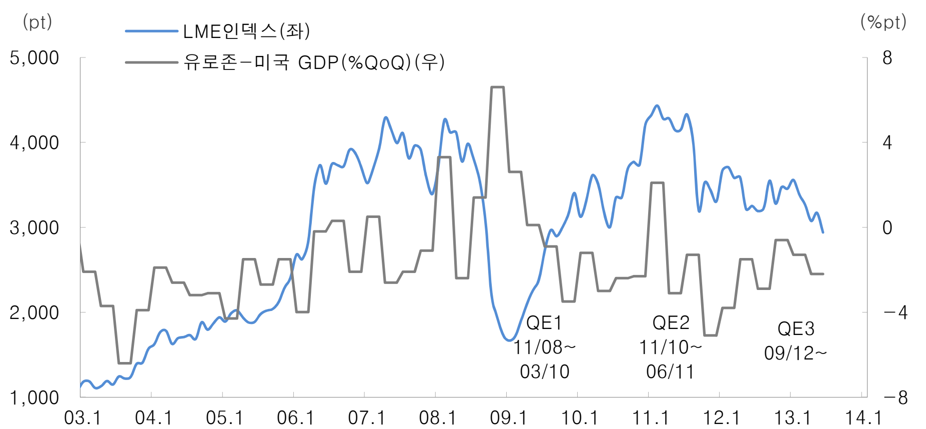
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 39. LME 인덱스와 (중국–미국) YoY 성장률



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 40. LME 인덱스와 (유로존–미국) QoQ 성장률



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

V. 중장기 관점에서의 매수접근은 가능

업황은 부진해도 2014 년 대표종목의 실적 턴어라운드는 가능

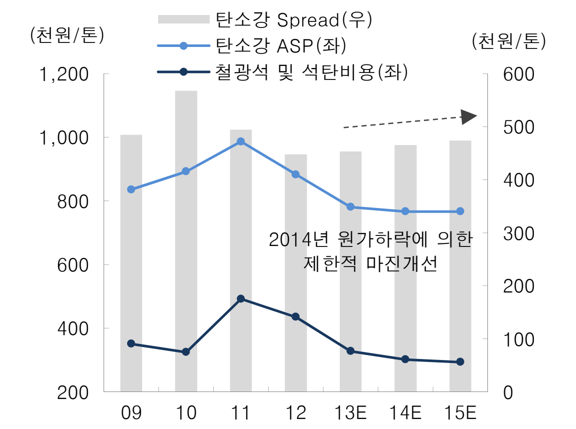
업종대표기업 2014년 턴어라운드 전망

KOSPI대비 상대수익률 관점에서는 업종 매력도는 낮지만 POSCO/현대제철/고려아연 등 업종 대표기업의 실적은 지난 2~3년간의 감익에서 벗어나 2014년부터는 중장기 이익개선이 시작될 전망이다. 따라서 업종 대표기업의 절대주가는 2014년 하방경직성 확보 및 완만한 주가 상승 예상되며 중장기 관점에서는 철강업종에 대한 매수접근이 가능할 것으로 판단한다.

고로사들은 원가 하락에 의한 제한적 마진개선, 고려아연은 정상조업 복귀 전망

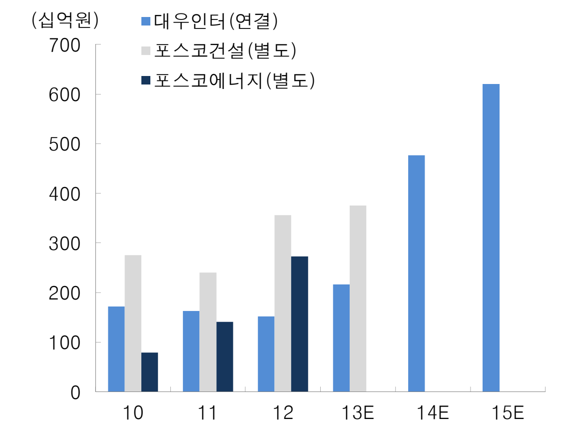
1) 고로사들의 경우 2014년 원가하락에 의한 제한적 마진개선은 가능할 전망인데, 중국의 철강 공급과잉규모는 2013년을 정점으로 2014년부터 완만한 축소가 예상되고, 철광석가격과 원달러환율의 하향안정으로 원가하락이 제품가격하락을 초과할 것으로 예상되기 때문이다. 개별 기업측면에서 2) POSCO는 2013년 상반기 보수로 인한 생산량 차질에서 해소되면서 2014년 5% 이상 판매량이 늘어날 전망이고, 대우인터 등 자회사들의 성장이 본격화되면서 중장기 완만한 턴어라운드가 가능할 전망이다. 3) 현대제철은 2013년 9월 3고로가 가동에 들어가면서 2013년 대비 20% 이상의 판매량이 증가로 외형확대가 예상되고, 현대하이스코 흡수합병을 통해 냉연부분이 추가될 경우 2013년 대비 실적개선 폭이 예상보다 커질 수 있다. 4) 고려아연은 2013년 예정에 없던 연공장 보수와 급작스런 페루 정광조달문제로 인한 조업차질로 생산량과 수익성이 모두 계획보다 부진했으나 2014년부터는 정상조업이 이뤄지면서 원래의 수익성을 회복할 수 있을것으로 판단한다. 또한 2014년말 아연전해공정 증설, 2015년말 연공장증설로 2014년을 기점으로 중장기 턴어라운드가 시작될 전망이다.

그림 41. POSCO 탄소강 spread 전망



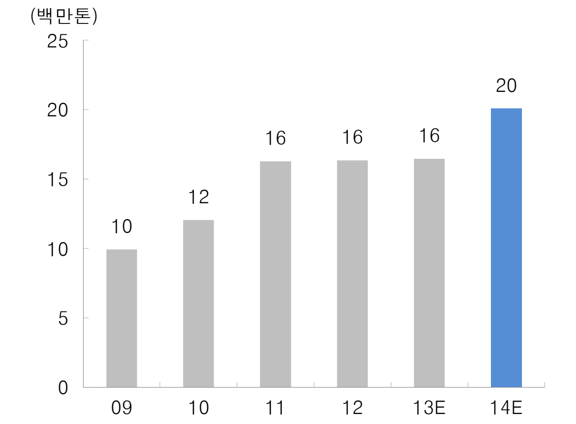
자료: POSCO, 대신증권 리서치센터

그림 42. POSCO 주요 자회사 영업이익 추이 및 전망



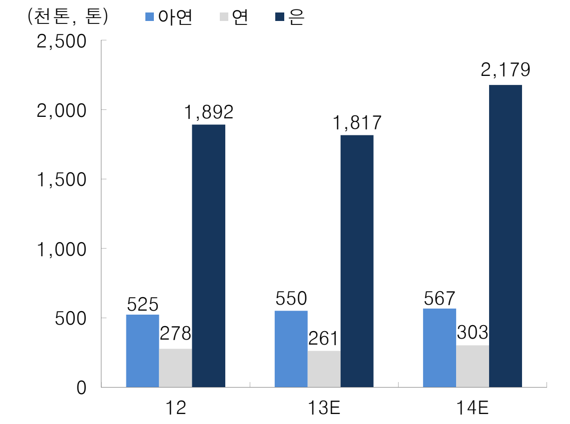
주: 대우인터 전망치는 컨센서스, 포스코건설 13년 전망치는 회사가이던스
자료: Fnguide, 각사, 대신증권 리서치센터

그림 43. 현대제철 제품 판매량 전망



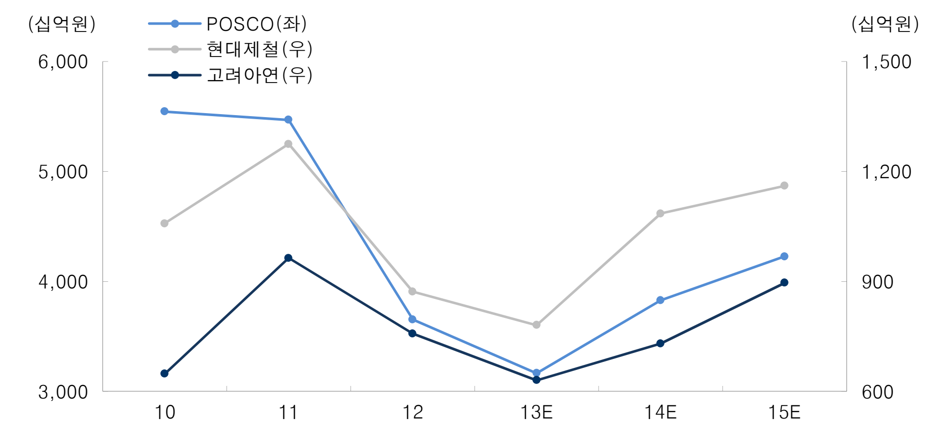
주: 분할합병 고려하지 않음
자료: 현대제철, 대신증권 리서치센터

그림 44. 고려아연 판매량 전망



주: 아연/연은 천톤, 은은 톤
자료: 고려아연, 대신증권 리서치센터

그림 45. 업종대표종목의 영업이익은 2013 년을 바닥으로 2014 년부터 개선 전망



주: 연결기준 영업이익
자료: 각사, 대신증권 리서치센터

표 9. 글로벌 peer valuation

(단위: mil, US$, %, 배)

업종	회사명	시총 (10/25)	시장 PER FY1	PER FY1	PER FY2	PBR FY1	PBR FY2	ROE FY1	ROE FY2	EV/EBITDA FY1	EV/EBITDA FY2	영업이익률 FY1	영업이익률 FY2
철강	NSSMC	32,484	14.6	13.2	11.4	1.2	1.2	9.1	9.7	9.3	8.3	5.6	7.0
	ArcelorMittal	26,837	14.0	N/A	18.0	0.5	0.5	-1.6	2.6	7.0	5.8	2.4	4.0
	POSCO	26,270	N/A	14.4	10.3	0.7	0.6	4.7	6.3	8.7	7.8	5.2	5.8
	Nucor	16,355	15.9	36.5	16.7	2.1	2.0	5.9	12.4	12.6	8.0	4.9	8.6
	JFE	14,822	14.6	10.5	8.3	0.8	0.8	8.0	8.9	7.7	6.8	5.6	6.9
	Baoshan	10,939	9.3	9.6	8.5	0.6	0.6	6.1	7.1	6.5	5.9	4.9	5.7
	US Steel	3,398	15.9	N/A	32.6	0.9	0.9	-5.5	3.5	9.0	5.9	0.3	2.0
철광석	BHP Billiton	181,830	15.7	14.5	13.6	2.6	2.4	17.9	18.6	7.5	6.8	31.2	34.4
	Rio Tinto	100,239	13.5	10.3	9.3	1.8	1.6	17.7	19.3	6.8	6.1	27.9	29.3
	VALE	83,310	N/A	6.8	6.8	1.0	0.9	14.6	13.6	5.1	5.1	35.6	31.8
비철	Alcoa	9,883	26.6	26.6	22.2	0.8	0.8	2.0	3.0	8.0	7.8	4.8	5.3
	Nyrstar	723	14.0	N/A	N/A	0.5	0.5	-11.0	-4.4	7.3	5.1	-2.0	1.2

자료: Bloomberg 컨센서스(10/25), 대신증권 리서치센터

Ⅵ. [이슈] 현대제철, 현대하이스코 분할합병

분할합병의 최대관건은 현대하이스코 주식매수청구권 행사 규모

2013년 10월 현대제철이 현대하이스코의 냉연사업부 분할합병을 발표하면서 2005년 이후 지속적으로 제기되던 양사간의 합병설은 결국 마침표를 찍었다

현대제철은 냉연설비 추가로 재무구조개선 속도 가속화 전망

2004년 한보철강 인수, 2005년 고로투자발표, 2013년 3고로 완공을 거치면서 현대제철은 기존 봉형강전문업체에서 봉형강과 판재류를 아우르는 종합제철소로 성장하였고, 현대하이스코의 냉연사업부 인수가 완료되면 철근에서 자동차강판까지 국내에서 가장 다양한 product-mix를 보유한 글로벌 철강회사로 재탄생함과 동시에 현대제철▶현대기아자동차로 이어지는 자동차강판의 수직계열화가 완성된다. 또한 수익성이 우수한 자동차강판 판매를 통해 Cash flow 확대 및 차입금 상환 여력 증가로 고로투자에 의해 악화되었던 재무건전성 개선이 보다 빨라질 것으로 예상된다.

현대하이스코는 강관과 해외판매 법인에 집중

현대하이스코는 기존 주력사업인 냉연사업부를 현대제철에 넘기면서 회사규모는 축소되지만 현대기아차의 해외공장의 성장과 궤도를 같이하는 해외판매법인(코일센터)을 통해 안정적이면서도 꾸준한 성장을 지속할 수 있을 것으로 예상되고, 냉연사업부 투자 집중으로 인해 상대적으로 투자가 부진했던 기존 강관부분/연료전지/자원개발 사업에 보다 집중할 수 있을 전망이다.

주식매수청구권 가격은 현대제철 82,712원, 현대하이스코 42,878원

두 회사의 분할합병과 관련해 반대하는 주주는 주식매수청구권을 행사할 수 있는데, 2013년 10월 18일까지 주식을 매수한 주주에 한해 주식매수청구권이 부여되며, 11월 14일부터 11월 28일까지 분할합병 반대의사를 각사에 서면으로 통지하고, 11월 30일부터 12월 19일까지 주식매수청구권을 행사해야 현대제철은 82,712원, 현대하이스코는 42,878원에 주식매수청구가 가능하다.

최대관건은 현대하이스코 매수청구권 행사규모 (한도금액 2,000억원)

분할합병과 관련해 최대 관건은 주식매수청구권 행사규모인데, 지급해야하는 매수대금이 현대제철은 5,000억원, 현대하이스코는 2,000억원을 초과할 경우 분할합병은 무산될 수 있다. 한도금액에 해당하는 지분율은 현대제철 7.1%, 현대하이스코 5.8%로 최대주주 지분율(현대제철 33.8%, 현대하이스코 55.2%)을 감안시 한도가 여유있다고 볼수 없는데, 분할합병 발표를 전후해 현대하이스코 주가가 급락해 현대하이스코 주주의 매수청구가 한도금액 2,000억원을 초과할 가능성도 충분히 존재한다. 따라서 분할합병 반대의사 통지 접수기간이 종료되는 11월 28일을 전후해 분할합병 성사여부에 대해 불확실성이 부각될 수 있음을 주지할 필요가 있다.

현대하이스코주주는 종속법인 주식 0.284주와 현대제철 주식 0.389주를 받음

분할합병이 결의 된다면 매수청구권을 행사하지 않은 현대하이스코 주주는 기존의 현대하이스코 주식 1주를 반납하고 분할합병비율에 따라 종속법인인 현대하이스코 주식 0.2843884주와 현대제철 주식 0.3889584주를 2014년 1월 23일 신규로 교부받게되며 다음날 신주 및 변경상장된다. 매수청구권을 행사하지 않은 현대제철 주주는 아무 변화도 없다.

표 10. 현대제철/현대하이스코 분할합병 개요

구분	현대하이스코(기존)	현대하이스코(냉연)	현대제철	비고
현대하이스코 분할비율	0.2843884	0.7156116		8월말 순자산장부가액 기준
냉연사업부 합병 비율		0.5435329	1	
분할합병비율		0.3889584	1	합병기준가 현대제철 84,304원, 냉연사업부 62,484원
주식매수청구권 가격	42,878원		82,712원	청구한도 현대하이스코 2,000억원, 현대제철 5,000억원
분할합병 전 주식수	80,200,000	80,200,000	85,314,475	
분할합병 후 주식수	22,807,950		116,508,939	현대제철 36,308,939주 신규상장

자료: 각사, 대신증권 리서치센터

표 11. 현대제철/현대하이스코 분할합병 후 주주구성

주요주주	현대하이스코(분할합병 전)	현대하이스코(분할합병 후)	현대제철(분할합병 전)	현대제철(분할합병 후)
현대차	29.37%	29.37%		7.86%
기아차	15.65%	15.65%	21.29%	19.78%
정몽구	10.00%	10.00%	12.52%	11.85%
합계	55.02%	55.02%	33.81%	39.49%

자료: 각사, 대신증권 리서치센터

표 12. 현대제철, 현대하이스코 분할합병 일정

구분		현대제철	현대하이스코
이사회 결의일		2013년 10월 17일	2013년 10월 17일
분할합병 계약일		2013년 10월 17일	2013년 10월 17일
주주확정일 및 주주명부 폐쇄 공고		2013년 10월 18일	2013년 10월 18일
분할합병계약 승인 주주총회를 위한 주주확정기준일		2013년 11월 02일	2013년 11월 02일
주주명부 폐쇄기간	시작일	2013년 11월 03일	2013년 11월 03일
	종료일	2013년 11월 12일	2013년 11월 12일
주주총회 소집 통지 및 공고일		2013년 11월 14일	2013년 11월 14일
분할합병반대의사 통지 접수기간	**시작일**	**2013년 11월 14일**	**2013년 11월 14일**
	종료일	**2013년 11월 28일**	**2013년 11월 28일**
분할합병계약 승인을 위한 주주총회일		2013년 11월 29일	2013년 11월 29일
주식매수청구권 행사 기간	**시작일**	**2013년 11월 30일**	**2013년 11월 30일**
	종료일	**2013년 12월 19일**	**2013년 12월 19일**
채권자 이의제출기간	시작일	2013년 11월 30일	2013년 11월 30일
	종료일	2013년 12월 30일	2013년 12월 30일
구주권 제출기간	시작일	–	2013년 11월 30일
	종료일	–	2013년 12월 30일
분할합병기일		2013년 12월 31일	2013년 12월 31일
분할합병종료보고총회일(이사회 결의일)		2014년 01월 02일	2014년 01월 02일
분할합병종료보고 공고일		2014년 01월 03일	2014년 01월 03일
분할합병등기 예정일		2014년 01월 06일	2014년 01월 06일
주권교부 예정일		2014년 01월 23일	2014년 01월 23일
신주상장 및 변경상장 예정일		**2014년 01월 24일**	**2014년 01월 24일**

자료: 현대제철, 현대하이스코, 대신증권 리서치센터

분할합병전에는 현대제철, 분할합병 후에는 현대하이스코에 주목

현대제철 분할후 실적 감안시 Valuation 매력은 크지 않으나 추가 상승여력은 존재

분할합병 이후 현대제철은 2014년 매출액 18조원, 영업이익 1.6조원, 지배주주 순이익은 0.9조원 수준의 실적이 예상된다. 지배주주기준 EPS, BPS, ROE는 각각 7,911원, 109,524원, 7.5% 수준으로 전망되어 현재주가 86,500원에서는 14E PER 11X, PBR 0.8X로 valuation 매력은 크지 않다. 이는 분할합병 발표전에 냉연사업부 흡수에 대한 기대감으로 주가가 이미 상승했기 때문이다. 그러나 14E PBR 0.9X 수준인 10만원까지 상승여력은 존재한다고 판단하는데, 냉연사업부 흡수를 통해 향후 현금창출 능력 상승 및 재무구조개선 속도가 빨라질 수 있고, 매수청구권 행사를 최소화하기 위해 회사차원의 주가부양 의지가 강화될 수 있기 때문이다.

현대하이스코는 분할합병마무리되기 전까지는 매수청구권 가격 수준에서 등락 전망

분할합병이후 현대하이스코 종속법인은 2014년 매출액 5조원, 영업이익 1,400억원, 순이익 1,100억원 수준의 실적이 예상된다. 지배주주기준 EPS, BPS, ROE는 각각 4,712원, 32,430원, 15.8% 수준으로 전망되어 현재주가 42,000원 수준에서는 14E PER 9X, PBR 1.3X로 현대제철 대비해 상대 valuation 매력은 크다. 분할합병 후 현대하이스코 주주는 현대하이스코 1주에 대해 현대제철 0.3889584주를 신주로 받기 때문에 합병이 마무리되기 전까지 현대하이스코 주가는 현대제철과 방향을 같이할 것으로 예상된다. 그러나 현대하이스코 주가가 매수청구권 가격 42,878원 이상으로 상승할 경우 매수청구권을 신청하는 것보다 차익을 실현하려는 주주의 매도물량부담이 존재해 합병전까지 현대제철 대비 상승탄력은 제한적일 것으로 판단한다.

합병 마무리후 주목해야할 기업은 현대하이스코

분할합병이 완료되고 난 이후에 종속법인의 주력사업은 이제 현대기아차에 강판을 공급하는 해외판매법인인데, 향후 이에대한 재평가가 이루어질 전망이다. 현대하이스코 해외판매법인은 2010년 이후 현대기아차 해외공장 판매량 확대로 급격한 매출성장을 기록해 왔으며 2013년 상반기 매출액은 전년동기대비 18.4% 성장한 US$15.4억으로 성장세가 여전히 지속되고 있다. 해외판매법인은 정상가동률에 진입할 경우 3~4% 수준의 안정적인 영업이익률을 확보할 수 있다. 올해 터키법인과 중국 소주법인이 신규로 가동에 들어갔으며 내년 기아차 중국 3공장이 가동되면 현대하이스코 염성법인의 증축으로 대응할 전망으로 내년에도 해외법인의 매출성장세는 지속될 전망이다. 또한 멕시코, 중국 등 최근 거론되고 있는 현대기아차 공장증설이 실행될 경우 현대하이스코도 동반 진출이 유력해 향후 자동차계열사의 성장과 함께 안정적이면서도 꾸준한 성장이 지속될 가능성이 높다. 따라서 분할합병 이후 실적가시성만 확보된다면 valuation 에 대한 우려가 해소되면서 종속법인에 대한 재평가가 이루어질 것으로 판단한다.

표 13. 분할합병 전 현대하이스코 사업부별 실적(별도기준) (단위: 십억원, %)

		2012	2013E	2014E
냉연사업부	매출액	5,466	5,508	6,442
	영업이익	311	366	468
	영업이익률(%)	5.7	6.7	7.3
냉연 외	매출액	1,609	1,318	1,282
	영업이익	32	11	10
	영업이익률(%)	2.0	0.8	0.8
합계	매출액	7,075	6,826	7,725
	영업이익	343	377	477
	영업이익률(%)	4.8	5.5	6.2

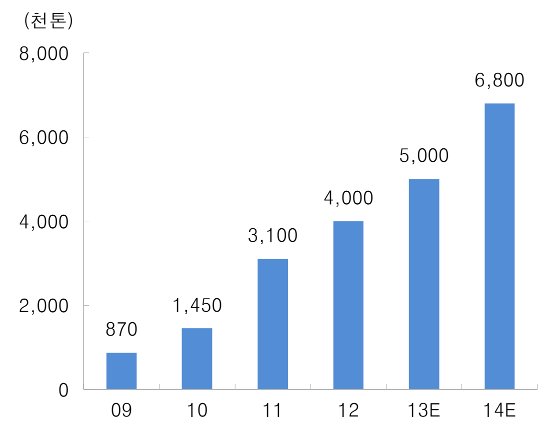
자료: 각사, 대신증권 리서치센터

표 14. 분할합병 전후 양사 실적 추정치(연결기준) (단위: 십억원, 원, %)

	분할합병 전				분할합병 후			
	현대하이스코		현대제철		현대하이스코		현대제철	
	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E
매출액	8,383	9,438	13,598	16,035	4,728	4,992	15,606	17,717
영업이익	500	612	780	1,085	133	144	1,147	1,553
영업이익률(%)	6.0	6.5	5.7	6.8	2.8%	2.9	7.3%	8.8
세전이익	448	573	736	745	123	134	1,060	1,184
순이익	345	441	629	618	99	107	875	952
지배주주순이익	345	441	599	588	99	107	845	922
자산총계	6,063	7,625	24,746	25,384	1,724	2,169	29,084	30,841
부채총계	3,883	5,024	14,375	14,485	1,104	1,429	17,154	18,080
자본총계	2,179	2,601	10,370	10,899	620	740	11,930	12,761
EPS(지배주주)	4,303	5,500	7,020	6,897	4,330	4,712	7,253	7,911
BPS(지배주주)	27,146	32,398	121,553	127,754		32,430		109,524
ROE(지배주주)	17.1	18.5	5.9	5.5		15.8		7.5

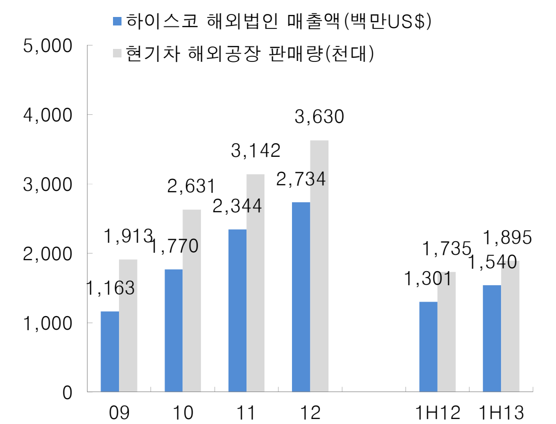
주: 자산/부채는 분할비율대로 단순배분, 실제치와 차이가 존재할 수 있음, 현대제철-현대하이스코 열연내부거래는 2013년 500만톤, 2014년 680만톤, ASP는 70만원 가정
자료: 각사, 대신증권 리서치센터

그림 46. 현대제철-현대하이스코 열연거래량



자료: 현대제철, 대신증권 리서치센터

그림 47. 현대하이스코 해외법인 매출액 추이



자료: 현대하이스코, 현대기아차, 대신증권 리서치센터

표 15. 현대하이스코 해외판매법인 현황

위치	공급대상	지분율	공급능력(차량대수)	가동시기
중국 북경	현대차	100%	70 만대	2003 년
미국 앨라바마	현대차, 기아차	100%	66 만대	2004 년
슬로바키아	기아차	100%	30 만대	2006 년
중국 염성	기아차	90%	43 만대	2007 년
인도	현대차	100%	60 만대	2007 년
체코	현대차	100%	30 만대	2008 년
러시아	현대차	100%	20 만대	2010 년 9 월
브라질	현대차	100%	15 만대	2012 년 5 월
중국 천진	현대차	100%	30 만대	2012 년 8 월
중국 소주	현대차, 기아차	80%	15 만톤	2013 년 5 월
터키	현대차	100%	20 만대	2013 년 6 월

자료: 각사, 대신증권 리서치센터
주: 염성법인은 현재 증설 중(+30만대)

기업분석

POSCO (005490)

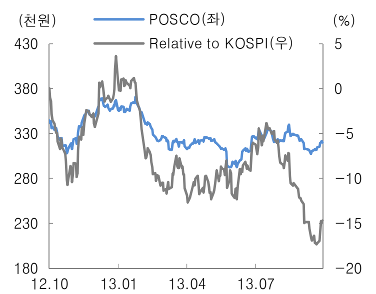
단기모멘텀 부진하나 14년 중장기 회복시작

이종형
769.3069
jhlee76@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
목표주가	390,000 유지, 담당자변경
현재주가 (13.10.25)	320,000
	철강금속업종

KOSPI	2034.39
시가총액	27,900십억원
시가총액비중	2.34%
자본금(보통주)	482십억원
52주 최고/최저	371,000원 / 292,500원
120일 평균거래대금	651억원
외국인지분율	54.19%
주요주주	국민연금공단 6.14%

주가수익률(%)	1W	2W	3W	4W
절대수익률	-0.6	-2.1	-0.8	-6.4
상대수익률	-2.4	-8.1	-4.8	-11.5



투자의견 BUY, 목표주가 390,000원 제시하며 커버리지 개시

- 목표주가 390,000원은 12mf PBR 0.8X를 적용
- Target PBR 0.8X는 동사의 ROE가 한자리수대로 하락한 2012년 이후 historical PBR 밴드 중단에 위치함

2014년은 중장기 실적 회복기 진입의 원년, 철강업황 부진으로 단기모멘텀은 부진하나 중장기관점에서 완만한 주가 상승 예상

- 철강업황 침체로 동사의 영업이익은 2010년을 Peak로 2013년까지 감소
- 2014년 원가하락에 의한 완만한 마진개선과 대우인터 등 자회사 성장으로 2014년부터 중장기 실적회복국면에 진입전망
- 중장기 실적회복과 12mf PBR 0.7X 미만의 valuation 매력 감안시 downside risk는 제한적
- 단, 철강업황 부진 및 실적회복속도가 완만하고 PER valuation 매력이 높지 않아 단기 주가상승 모멘텀은 부족

2014년 연결 매출액 65.6조원, 영업이익 3.8조원, 순이익 2.0조원 전망

- 별도 매출액 31.8조원(+3.9%YoY), 영업이익 2.7조원(+13.5%YoY), 본사 제품 판매량은 3,620만톤(+6.9%YoY), 탄소강마진(탄소강ASP – 철광석/석탄비용)은 2013년 대비 약 만원개선 전망
- 연결 매출액 65.6조원(+4.0%YoY), 영업이익 3.8조원(+20.9%YoY), 순이익 2.0조원(+22.8%YoY) 전망. 대우인터, 포스코에너지 등 자회사의 성장으로 2014년 본사제외 영업이익은 1.1조원(+43.2%) 전망
- 현 주가는 14E PER 14.1X, PBR 0.7X (ROE 4.7%)

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	68,939	63,604	63,024	65,557	68,536
영업이익	5,468	3,653	3,165	3,827	4,227
세전순이익	4,782	3,368	2,218	2,723	3,112
총당기순이익	3,714	2,386	1,619	1,988	2,272
지배지분순이익	3,648	2,462	1,617	1,985	2,269
EPS	41,843	28,239	18,550	22,771	26,027
PER	9.1	12.4	17.3	14.1	12.3
BPS	439,933	452,524	473,252	488,707	507,418
PBR	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
ROE	9.7	6.3	4.0	4.7	5.2

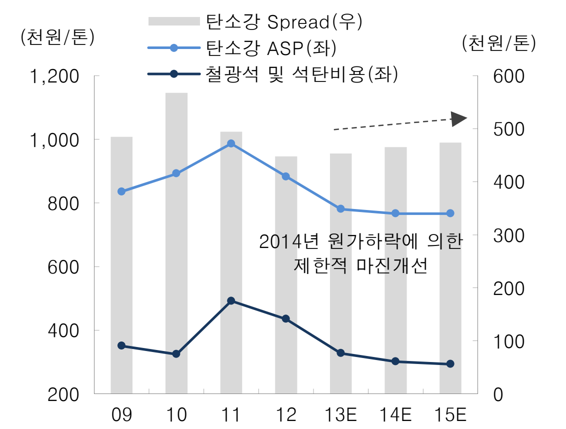
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: POSCO, 대신증권 리서치센터

표 1.POSCO 연결기준 중장기 실적 전망 (단위: 십억원, 천톤, 천원/톤, 원, %)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	47,887	68,939	63,604	63,024	65,557	68,536
본사	32,582	39,172	35,665	30,637	31,823	33,167
전체 판매량	31,464	34,494	35,048	33,866	36,192	37,931
탄소강 판매량	29,771	32,702	33,235	32,107	34,433	36,172
탄소강 ASP	892	986	883	781	767	767
탄소강 마진	568	494	448	453	465	473
본사 외	15,305	29,767	27,939	32,386	33,734	35,369
영업이익	5,544	5,468	3,653	3,165	3,827	4,227
본사	4,904	4,330	2,790	2,372	2,692	2,874
본사 외	640	1,137	864	793	1,136	1,354
영업이익률	11.6	7.9	5.7	5.0	5.8	6.2
본사	15.1	11.1	7.8	7.7	8.5	8.7
본사 외	4.2	3.8	3.1	2.4	3.4	3.8
세전이익	5,267	4,782	3,368	2,218	2,723	3,112
순이익	4,186	3,714	2,386	1,619	1,988	2,272
EPS(지배주주)	47,090	41,843	28,239	18,550	22,771	26,027
BPS(지배주주)	419,509	439,933	452,524	473,252	488,707	507,418
ROE(지배주주)	12.2	9.7	6.3	4.0	4.7	5.2

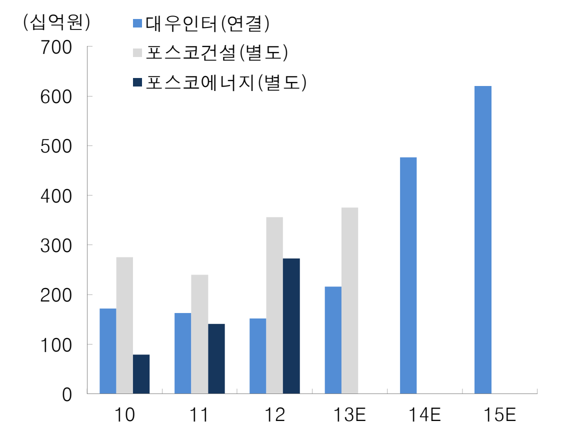
자료: 대신증권 리서치센터

그림 1. POSCO 탄소강 spread 전망



자료: POSCO, 대신증권 리서치센터

그림 2. POSCO 주요 자회사 영업이익 추이 및 전망



주: 대우인터 전망치는 컨센서스, 포스코건설 13년 전망치는 회사가이던스
자료: Fnguide, 각사, 대신증권 리서치센터

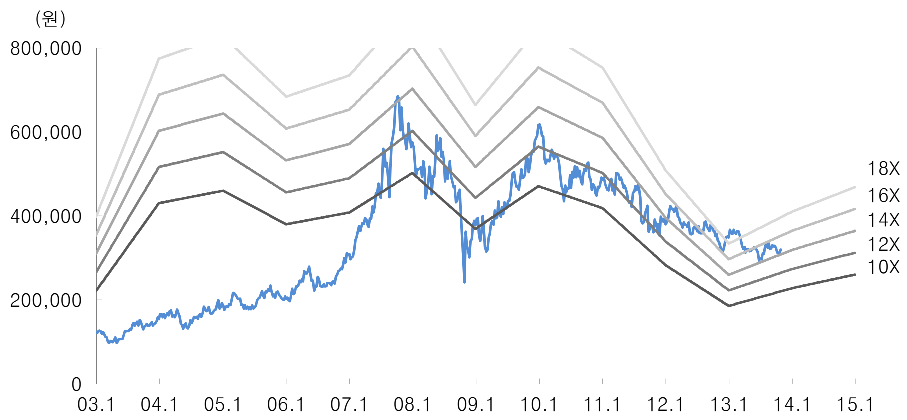
표 2. POSCO 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

구분		1Q12	2Q12	3Q13	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13E
별도기준	매출액	9,460	9,223	8,910	8,071	7,685	7,740	7,411	7,801
	영업이익	471	1,101	838	379	581	703	443	645
	영업이익률(%)	5.0	11.9	9.4	4.7	7.6	9.1	6.0	8.3
	세전이익	680	895	947	600	452	448	774	476
	순이익	539	704	744	513	383	382	615	341
연결기준	매출액	16,309	16,488	15,739	15,068	14,582	15,603	15,150	17,688
	영업이익	744	1,278	997	633	717	903	633	913
	영업이익률(%)	4.6	7.8	6.3	4.2	4.9	5.8	4.2	5.2
	세전이익	876	735	1,091	667	367	339	785	726
	순이익	636	466	723	561	292	241	564	522

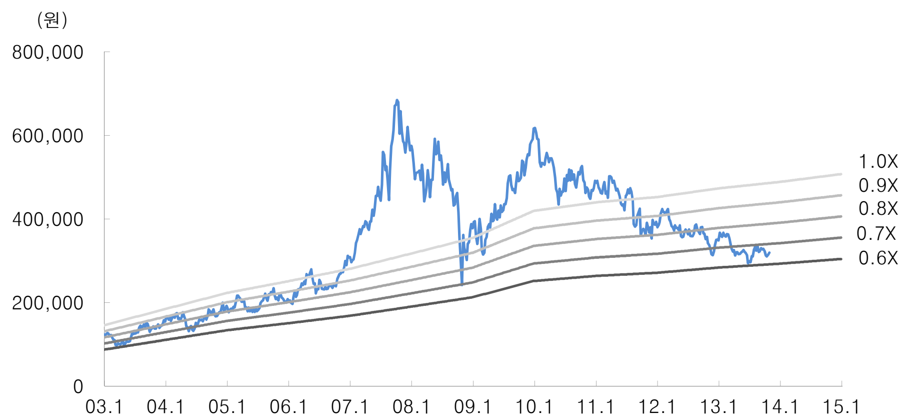
자료: POSCO, 대신증권 리서치센터

그림 3. POSCO 12mfwd PER 밴드



자료: POSCO, Fnguide, 대신증권 리서치센터

그림 4. POSCO 12mfwd PBR 밴드



자료: POSCO, Fnguide, 대신증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	68,939	63,604	63,024	65,557	68,536
매출원가	59,824	56,143	55,966	57,681	60,077
매출총이익	9,115	7,461	7,057	7,876	8,459
판매비와관리비	3,647	3,808	3,892	4,048	4,232
영업이익	5,468	3,653	3,165	3,827	4,227
영업이익률	7.9	5.7	5.0	5.8	6.2
EBITDA	7,734	6,217	5,851	6,620	7,071
영업외손익	−685	−285	−948	−1,105	−1,115
관계기업손익	51	−23	−23	−23	−23
금융수익	3,190	2,897	2,307	991	991
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	−3,867	−2,798	−2,896	−1,738	−1,748
외환관련손실	2,150	1,082	1,147	0	0
기타	−60	−361	−336	−336	−336
법인세비용차감전순손익	4,782	3,368	2,218	2,723	3,112
법인세비용	−1,068	−983	−599	−735	−840
계속사업순손익	3,714	2,386	1,619	1,988	2,272
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	3,714	2,386	1,619	1,988	2,272
당기순이익률	5.4	3.8	2.6	3.0	3.3
비지배지분순이익	66	−76	2	2	2
지배지분순이익	3,648	2,462	1,617	1,985	2,269
매도가능금융자산평가	−123	−8	−8	−8	−8
기타포괄이익	−4	−56	−56	−56	−56
포괄순이익	2,442	1,748	981	1,350	1,634
비지배지분포괄이익	−88	−164	1	1	2
지배지분포괄이익	2,530	1,912	980	1,348	1,632

재무상태표 (단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	33,557	31,566	32,166	32,774	33,270
현금및현금성자산	4,599	4,681	5,419	5,213	4,750
매출채권 및 기타채권	12,689	12,719	13,213	13,606	14,068
재고자산	12,284	10,585	10,488	10,910	11,405
기타유동자산	3,986	3,582	3,046	3,046	3,046
비유동자산	44,852	47,700	51,759	53,775	55,739
유형자산	28,453	32,276	35,659	36,998	38,285
관계기업투자금	3,832	3,039	3,514	3,988	4,462
기타비유동자산	12,567	12,384	12,587	12,789	12,992
자산총계	78,409	79,266	83,925	86,549	89,009
유동부채	19,605	19,775	21,424	21,599	21,805
매입채무 및 기타채무	6,603	6,899	6,859	7,034	7,240
차입금	9,573	7,711	8,127	8,127	8,127
유동성채무	1,219	2,799	3,937	3,937	3,937
기타유동부채	2,211	2,366	2,500	2,500	2,500
비유동부채	18,074	17,061	18,128	19,128	19,628
차입금	16,020	14,412	15,357	16,357	16,857
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2,053	2,649	2,771	2,771	2,771
부채총계	37,679	36,836	39,552	40,727	41,433
지배지분	38,356	39,454	41,261	42,609	44,240
자본금	482	482	482	482	482
자본잉여금	1,150	1,105	1,105	1,105	1,105
이익잉여금	38,709	40,346	41,346	42,693	44,325
기타자본변동	−1,986	−2,480	−1,672	−1,672	−1,672
비지배지분	2,374	2,975	3,112	3,213	3,336
자본총계	40,730	42,429	44,373	45,822	47,576
순차입금	19,795	18,076	20,373	21,580	22,542

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	41,843	28,239	18,550	22,771	26,027
PER	9.1	12.4	17.3	14.1	12.3
BPS	439,933	452,524	473,252	488,707	507,418
PBR	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
EBITDAPS	88,706	71,305	67,109	75,926	81,101
EV/EBITDA	7.2	8.3	8.8	8.0	7.6
SPS	790,701	729,516	722,856	751,909	786,084
PSR	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
CFPS	91,512	75,180	65,541	72,867	77,922
DPS	10,000	8,000	8,000	8,000	8,000

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
성장성					
매출액 증가율	44.0	−7.7	−0.9	4.0	4.5
영업이익 증가율	−1.4	−33.2	−13.3	20.9	10.4
순이익 증가율	−11.3	−35.8	−32.1	22.8	14.3
수익성					
ROIC	8.9	4.9	4.2	4.9	5.2
ROA	7.4	4.6	3.9	4.5	4.8
ROE	9.7	6.3	4.0	4.7	5.2
안정성					
부채비율	92.5	86.8	89.1	88.9	87.1
순차입금비율	48.6	42.6	45.9	47.1	47.4
이자보상배율	6.9	4.2	5.2	6.4	6.9

자료: POSCO, 대신증권 리서치센터

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	1,692	7,319	5,018	4,742	4,954
당기순이익	3,714	2,386	1,619	1,988	2,272
비현금항목의 가감	4,264	4,169	4,095	4,366	4,522
감가상각비	2,266	2,564	2,686	2,793	2,844
외환손익	0	0	−90	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	1,998	1,605	1,500	1,573	1,678
자산부채의 증감	−4,851	1,933	144	−643	−755
기타현금흐름	−1,436	−1,169	−840	−969	−1,084
투자활동 현금흐름	−5,517	−6,169	−5,536	−4,072	−4,072
투자자산	−715	−197	−474	−474	−474
유형자산	−5,191	−6,782	−5,973	−3,973	−3,973
기타	389	809	912	376	376
재무활동 현금흐름	4,900	−908	1,208	496	−4
단기차입금	52	−1,412	417	0	0
사채	5,322	1,123	−9,293	1,000	500
장기차입금	0	0	10,237	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	−771	−752	−618	−638	−638
기타	297	134	464	134	134
현금의 증감	1,078	82	738	−206	−462
기초 현금	3,521	4,599	4,681	5,419	5,213
기말 현금	4,599	4,681	5,419	5,213	4,750
NOPLAT	4,247	2,587	2,311	2,794	3,086
FCF	607	−2,352	−1,004	1,586	1,930

기업분석

현대제철 (004020)

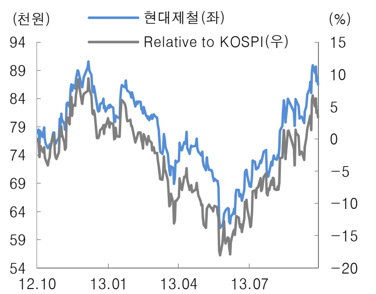
3고로 가동, 냉연사업 추가로 양적+질적 성장

이종형
769.3069
jhlee76@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
목표주가	100,000 상향, 담당자변경
현재주가 (13.10.25)	86,500
	철강금속업종

KOSPI	2034.39
시가총액	7,380십억원
시가총액비중	0.62%
자본금(보통주)	427십억원
52주 최고/최저	90,600원 / 61,100원
120일 평균거래대금	333억원
외국인지분율	18.28%
주요주주	기아자동차 외 2인 33.82% 국민연금공단 8.06%

주가수익률(%)	1W	2W	3W	4W
절대수익률	9.2	21.1	18.5	9.9
상대수익률	7.3	13.7	13.7	4.0



투자의견 BUY, 목표주가 100,000원 제시하며 커버리지 개시

- 목표주가 100,000원은 현대하이스코 냉연사업부 분할합병을 가정한 2014년 PBR 0.9X(ROE 7.5%) 적용
- POSCO보다 높은 Target multiple을 적용했는데, 분할합병 후 현대제철의 2014년 예상 ROE는 7.5% 수준으로 추정되어 POSCO 4.7%보다 높기 때문

2014년은 고로사업 투자회수기 진입, 장기기업가치는 우상향

- 2014년은 올해 9월 가동한 3고로 효과로 연결기준 매출액 16조원, 영업이익 1.1조원으로 성장 예상. 현대하이스코 냉연사업부 분할합병이 성사될 경우 2014년 매출액 18조원, 영업이익 1.6조원 수준으로 성장전망
- 별도기준 차입금은 2013년 11조원을 Peak로 2014~2015년은 연간 약 0.5조원, 16년부터 1조원씩 감소전망(2014~2015년은 연간 약 0.5조원의 특수강확장 투자). 냉연사업부 추가될 경우 차입금 감소속도는 2014~2015년 0.8조원, 2016년 이후 1.3조원으로 확대전망
- 이자비용 부담이 높아 Top line 성장에 비해 Bottom line 성장이 상대적으로 느린점은 있으나 이자비용은 2014년을 peak로 감소전망

장기기업가치 상승은 긍정적이나 PBR 매력대비 PER 매력은 낮음

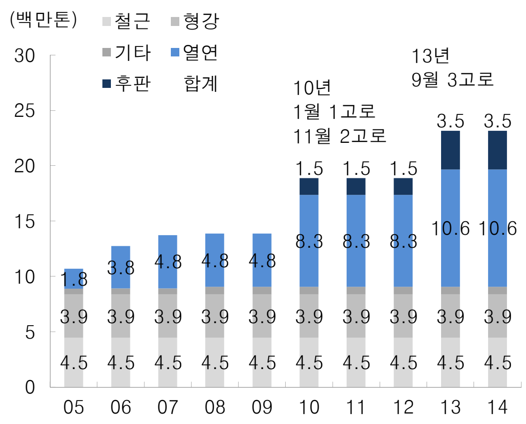
- 분할합병 발표를 전후한 주가상승으로 분할합병 이후 실적 감안해도 PER valuation 매력은 높지 않은 점은 아쉬운 부분(현재주가 86,500원기준 14E PER 11X, PBR 0.8X)
- 분할합병 반대의사 통지 접수기간이 종료되는 11월 28일을 전후해 분할합병 성사여부에 대해 불확실성이 부각될 수 있음

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	15,260	14,146	13,598	16,035	16,425
영업이익	1,275	872	780	1,085	1,161
세전순이익	909	931	736	745	832
총당기순이익	747	796	629	618	691
지배지분순이익	747	796	599	588	657
EPS	8,757	9,335	7,020	6,897	7,705
PER	10.9	9.4	12.3	12.5	11.2
BPS	106,885	115,232	121,553	127,754	134,767
PBR	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
ROE	8.5	8.4	5.9	5.5	5.9

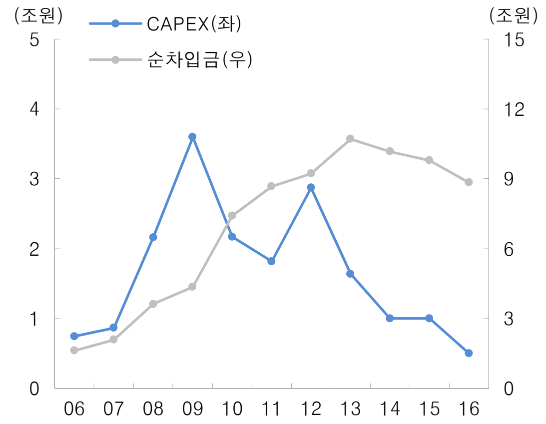
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 현대제철, 대신증권 리서치센터

그림 1. 현대제철 제품별 생산능력(분할합병 전)



주: 연말생산능력 기준
자료: 현대제철, 대신증권 리서치센터

그림 2. 현대제철 CAPEX 와 순차입금(분할합병 전)



주: 별도기준
자료: 현대제철, 대신증권 리서치센터

표 1. 현대제철 별도기준 실적 전망(분할합병 전)

(단위: 천톤, 십억원)

	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
판매량	9,926	11,395	16,282	16,338	16,444	20,175
고로사업		3,075	7,579	7,816	7,989	11,475
기존사업	9,926	8,320	8,703	8,522	8,454	8,700
매출액	7,966	10,198	15,260	14,129	12,878	15,382
고로사업		2,585	6,756	6,265	5,717	8,152
기존사업	7,966	7,613	8,504	7,863	7,161	7,230
영업이익	578	1,056	1,278	871	739	1,043
고로사업		388	649	514	464	739
기존사업	578	667	630	357	275	303
영업이익률(%)	7.3	10.4	8.4	6.2	5.7	6.8
고로사업		15.0	9.6	8.2	8.1	9.1
기존사업	7.3	8.8	7.4	4.5	3.8	4.2
세전이익	1,207	1,018	894	925	692	695
순이익	1,152	906	735	791	588	577

자료: 대신증권 리서치센터, 주: 대신증권 추정치, 2011년 이후 회계기준 변경으로 현재기준 값과 일부 차이존재

표 2. 현대제철 연결기준 실적 전망(분할합병 전)

(단위: 십억원, 원, %)

	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
매출액	8,594	10,235	15,260	14,146	13,598	16,035
본사	7,966	10,198	15,260	14,129	12,878	15,382
본사 외	628	37	0	18	720	653
영업이익	611	1,058	1,275	872	780	1,085
본사	578	1,056	1,278	871	739	1,043
본사 외	33	2	-4	1	42	42
영업이익률(%)	7.1	10.3	8.4	6.2	5.7	6.8
세전이익	1,225	1,040	909	931	736	745
순이익	1,170	922	747	796	629	618
EPS(지배주주)	13,567	10,823	8,757	9,335	7,020	6,897
BPS(지배주주)	77,437	98,822	106,885	115,232	121,553	127,752
ROE(지배주주)	20.1	12.3	8.5	8.4	5.9	5.5

자료: 대신증권 리서치센터

표 3. 분할합병 전후 양사 실적 추정치(연결기준)

(단위: 십억원, 원, %)

	분할합병 전				분할합병 후			
	현대하이스코		현대제철		현대하이스코		현대제철	
	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E
매출액	8,383	9,438	13,598	16,035	4,728	4,992	15,606	17,717
영업이익	500	612	780	1,085	133	144	1,147	1,553
영업이익률(%)	6.0	6.5	5.7	6.8	2.8%	2.9	7.3%	8.8
세전이익	448	573	736	745	123	134	1,060	1,184
순이익	345	441	629	618	99	107	875	952
지배주주순이익	345	441	599	588	99	107	845	922
자산총계	6,063	7,625	24,746	25,384	1,724	2,169	29,084	30,841
부채총계	3,883	5,024	14,375	14,485	1,104	1,429	17,154	18,080
자본총계	2,179	2,601	10,370	10,899	620	740	11,930	12,761
EPS(지배주주)	4,303	5,500	7,020	6,897	4,330	4,712	7,253	7,911
BPS(지배주주)	27,146	32,398	121,553	127,754		32,430		109,524
ROE(지배주주)	17.1	18.5	5.9	5.5		15.8		7.5

주: 자산/부채는 분할비율대로 단순배분, 실제치와 차이가 존재할 수 있음, 현대제철-현대하이스코 열연내부거래는 2013년 500만톤, 2014년 680만톤, ASP는 70만원 가정
자료: 각사, 대신증권 리서치센터

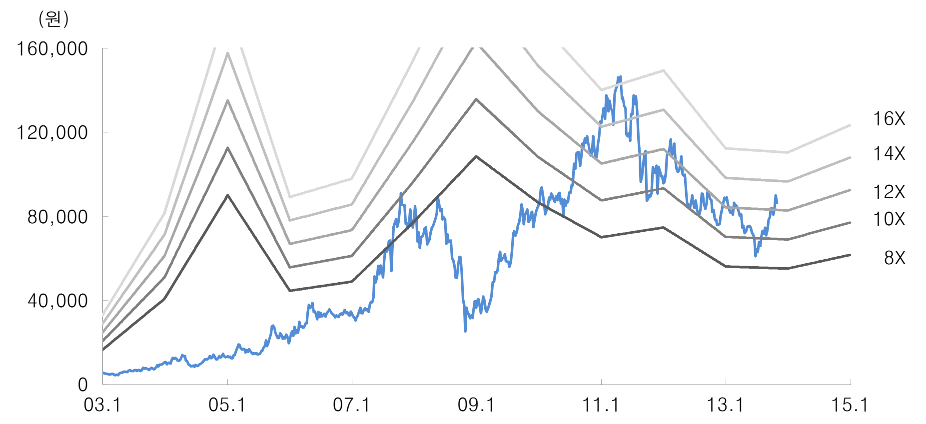
표 4. 현대제철 분기실적 전망

(단위: 십억원)

구분		1Q12	2Q12	3Q13	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13E
별도기준	매출액	3,550	3,861	3,406	3,311	2,780	3,300	3,042	3,756
	고로사업	1,545	1,681	1,548	1,492	1,123	1,422	1,361	1,811
	기존사업	2,006	2,180	1,858	1,819	1,657	1,878	1,681	1,945
	영업이익	154	325	228	163	122	182	157	278
	고로사업	76	161	160	118	74	104	105	181
	기존사업	81	173	71	45	47	78	52	97
	영업이익률(%)	4.3	8.4	6.7	4.9	4.4	5.5	5.2	7.4
	고로사업	4.9	9.5	10.3	7.9	6.6	7.3	7.7	10.0
	기존사업	4.0	7.9	3.8	2.5	2.9	4.1	3.1	5.0
	세전이익	185	211	264	264	–16	87	373	248
	순이익	158	185	232	217	20	91	316	162
연결기준	매출액	3,558	3,862	3,410	3,316	2,984	3,490	3,205	3,919
	영업이익	156	324	227	164	140	197	161	283
	영업이익률(%)	4.4	8.4	6.7	5.0	4.7	5.6	5.0	7.2
	세전이익	181	212	265	272	–8	99	382	262
	순이익	154	187	233	223	25	99	325	181

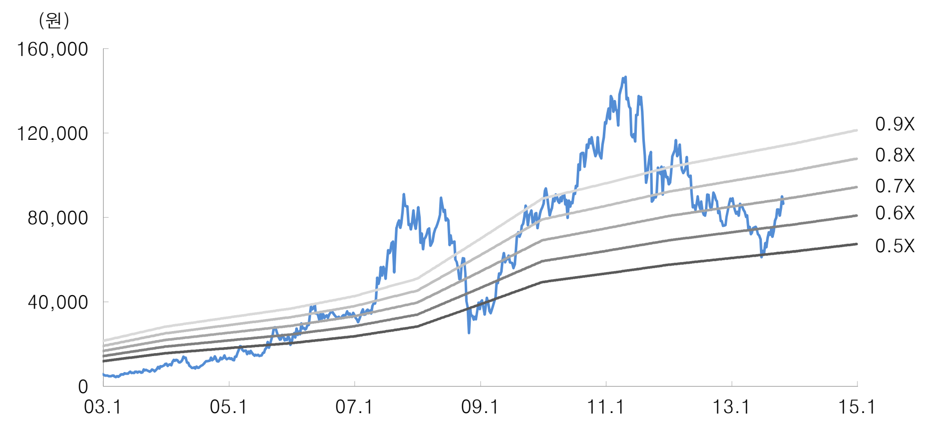
자료: 대신증권 리서치센터

그림 3. 현대제철 12mfwd PER 밴드(분할합병 전)



자료: 현대제철, Fnguide, 대신증권 리서치센터

그림 4. 현대제철 12mfwd PBR 밴드(분할합병 전)



자료: 현대제철, Fnguide, 대신증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	15,260	14,146	13,598	16,035	16,425
매출원가	13,446	12,730	12,239	14,264	14,563
매출총이익	1,814	1,416	1,360	1,770	1,863
판매비와관리비	539	545	579	685	702
영업이익	1,275	872	780	1,085	1,161
영업이익률	8.4	6.2	5.7	6.8	7.1
EBITDA	1,977	1,593	1,542	2,028	2,103
영업외손익	–365	59	–45	–340	–328
관계기업손익	25	18	18	18	18
금융수익	204	438	505	45	45
외환관련이익	84	50	0	0	0
금융비용	–624	–393	–559	–395	–383
외환관련손실	219	22	283	0	0
기타	30	–4	–9	–9	–9
법인세비용차감전순손익	909	931	736	745	832
법인세비용	–162	–134	–106	–127	–141
계속사업순손익	747	796	629	618	691
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	747	796	629	618	691
당기순이익률	4.9	5.6	4.6	3.9	4.2
비지배지분순이익	0	0	30	30	33
지배지분순이익	747	796	599	588	657
매도가능금융자산평가	–1	–2	–2	–2	–2
기타포괄이익	–3	–2	–4	–6	–8
포괄순이익	715	754	573	544	592
비지배지분포괄이익	0	0	28	26	29
지배지분포괄이익	715	754	546	518	564

재무상태표 (단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	6,619	5,487	6,358	6,893	7,405
현금및현금성자산	987	879	1,927	1,722	2,116
매출채권 및 기타채권	2,541	2,027	1,938	2,275	2,329
재고자산	2,566	2,335	2,245	2,647	2,712
기타유동자산	524	246	248	248	248
비유동자산	15,158	17,465	18,388	18,491	18,595
유형자산	12,706	14,982	15,869	15,937	16,004
관계기업투자금	189	220	244	269	294
기타비유동자산	2,263	2,263	2,274	2,286	2,297
자산총계	21,777	22,951	24,746	25,384	26,000
유동부채	6,380	6,122	5,965	6,074	6,092
매입채무 및 기타채무	1,892	2,132	2,108	2,217	2,234
차입금	3,131	2,206	2,455	2,455	2,455
유동성채무	1,260	1,665	1,328	1,328	1,328
기타유동부채	96	118	75	75	75
비유동부채	6,278	6,999	8,410	8,410	8,410
차입금	5,763	6,451	7,927	7,927	7,927
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	515	548	484	484	484
부채총계	12,658	13,120	14,375	14,485	14,502
지배지분	9,119	9,831	10,370	10,899	11,498
자본금	427	427	427	427	427
자본잉여금	320	320	320	320	320
이익잉여금	7,141	7,871	8,428	8,974	9,589
기타자본변동	1,231	1,213	1,196	1,179	1,162
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	9,119	9,831	10,370	10,899	11,498
순차입금	8,716	9,258	9,567	9,772	9,378

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	8,757	9,335	7,020	6,897	7,705
PER	10.9	9.4	12.3	12.5	11.2
BPS	106,885	115,232	121,553	127,754	134,767
PBR	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
EBITDAPS	23,175	18,672	18,071	23,768	24,655
EV/EBITDA	8.5	10.5	11.0	8.5	8.0
SPS	178,862	165,814	159,388	187,949	192,527
PSR	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
CFPS	24,717	19,964	19,517	24,006	24,892
DPS	500	500	500	500	500

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
성장성					
매출액 증가율	49.1	–7.3	–3.9	17.9	2.4
영업이익 증가율	20.5	–31.6	–10.5	39.0	7.0
순이익 증가율	–19.0	6.6	–21.0	–1.8	11.7
수익성					
ROIC	6.5	4.2	3.5	4.5	4.7
ROA	6.1	3.9	3.3	4.3	4.5
ROE	8.5	8.4	5.9	5.5	5.9
안정성					
부채비율	138.8	133.5	138.6	132.9	126.1
순차입금비율	95.6	94.2	92.3	89.7	81.6
이자보상배율	3.2	2.5	3.0	2.9	3.2

자료: 현대제철, 대신증권 리서치센터

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	802	2,168	1,420	888	1,490
당기순이익	747	796	629	618	691
비현금항목의 가감	1,362	907	1,036	1,430	1,433
감가상각비	703	721	761	943	943
외환손익	168	–255	–70	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	491	441	344	487	490
자산부채의 증감	–861	975	73	–700	–170
기타현금흐름	–446	–510	–317	–460	–463
투자활동 현금흐름	–1,867	–2,651	–1,689	–1,022	–1,022
투자자산	–34	–23	–25	–25	–25
유형자산	–1,807	–2,861	–1,635	–998	–998
기타	–26	234	–29	1	1
재무활동 현금흐름	1,039	375	1,345	–42	–42
단기차입금	512	–825	249	0	0
사채	1,303	996	598	0	0
장기차입금	402	1,506	878	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	–42	–42	–42	–42	–42
기타	–1,137	–1,260	–337	0	0
현금의 증감	–27	–108	1,003	–205	394
기초 현금	1,014	987	925	1,927	1,722
기말 현금	987	879	1,927	1,722	2,116
NOPLAT	1,047	746	668	901	963
FCF	–107	–1,450	–209	843	906

기업분석

고려아연 (010130)

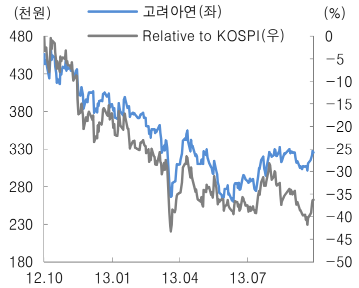
14년 증설모멘텀 시작, 독보적 중장기 성장성

이종형
769.3069
jhlee76@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
목표주가	410,000 상향, 담당자변경
현재주가 (13.10.25)	325,000
	철강금속업종

KOSPI	2034.39
시가총액	6,133십억원
시가총액비중	0.51%
자본금(보통주)	94십억원
52주 최고/최저	465,000원 / 260,000원
120일 평균거래대금	265억원
외국인지분율	14.62%
주요주주	영풍 외 45인 51.05% 국민연금공단 7.01%

주가수익률(%)	1W	2W	3W	4W
절대수익률	-0.5	11.3	5.0	-25.3
상대수익률	-2.2	4.5	0.7	-29.3



투자의견 BUY, 목표주가 410,000원 제시하며 커버리지 개시

- 목표주가 410,000원은 2014~16년 평균 BPS 288,533원에 Target multiple 1.4X를 적용
- 2014~2016년 평균 BPS를 적용한 이유는 2014년 조업정상화, 2014년 10월 아연전해공장증설, 2015년말 연공장증설로 2013년 실적을 바닥으로 2017년 전후까지 가파른 실적개선이 예상되기 때문
- Target multiple 1.4X는 2014~2016년 평균 ROE 14.1%를 반영, 목표주가는 2014E PER 13X, PBR 1.6X(ROE 12.9%) 수준

2014년은 중장기 턴어라운드의 시작. 멀리보고 투자할 시점

- 2014년 아연/연가격은 상승, 귀금속가격은 하락이 제한되어 4Q12 이후 부진했던 가격변수의 영향에서 벗어날 전망
- 2013년 1분기 급작스런 연공장 보수와 2분기 페루 정광조달 문제로 생산량 및 수익성 부진했으나 2014년엔 정상조업 및 수익성 회복 전망
- 2013년 3월 연생산능력 확대(+10%), 2014년 10월 아연전해공장 증설(+55%), 2015년말 연공장 증설(+61%)로 이어지는 생산능력 확대로 2014부터 중장기 턴어라운드 시작 및 2017년까지 성장이 지속될 전망
- 2014년 실적기준으로는 Valuation 매력 높지 않으나 2014년 이후 이어질 중장기 성장성 감안시 Valuation Premium부여가 합당

2013년부터 2017년까지 영업이익은 연평균 18%의 고성장 전망

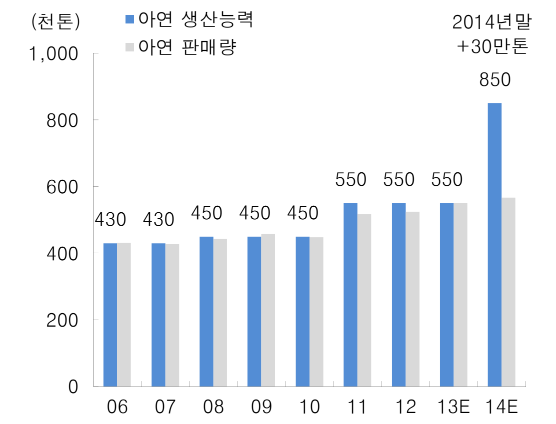
- 증설효과가 완전반영 될 2017년 실적은 매출액 7.7조원, 영업이익 1.2조원, 순이익 1조원 수준으로 영업이익은 2013년대비 93% 증가전망
- 증설효과는 2015년부터 실적부터 본격 반영되기 시작하나 주가의 선행성을 감안한다면 늦어도 2014년 하반기부터 주가는 성장성을 반영할 것으로 예상
- 따라서 2014년 상반기부터 Buy&Hold 접근 필요

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	5,556	5,498	4,888	5,021	5,816
영업이익	964	758	630	730	896
세전순이익	975	751	638	754	919
총당기순이익	714	568	498	588	717
지배지분순이익	705	560	492	581	708
EPS	37,342	29,685	26,057	30,785	37,539
PER	8.1	13.6	12.5	10.6	8.7
BPS	179,655	204,525	226,034	252,278	285,283
PBR	1.7	2.0	1.4	1.3	1.1
ROE	23.1	15.5	12.1	12.9	14.0

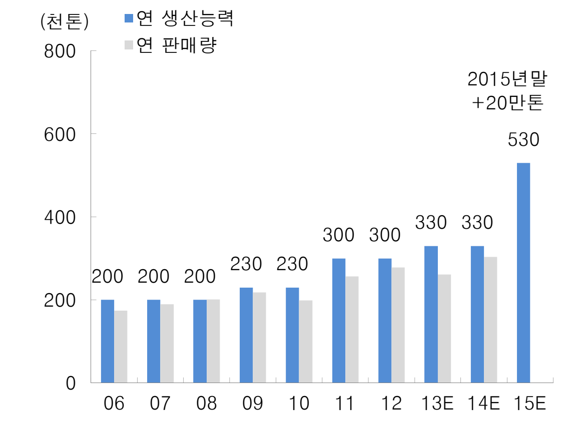
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 고려아연, 대신증권 리서치센터

그림 1. 고려아연 아연(Zinc 생산)생산능력 추이



자료: 고려아연, 대신증권 리서치센터

그림 2. 고려아연 연(Lead) 생산능력 추이



자료: 고려아연, 대신증권 리서치센터

표 1.고려아연 별도기준 중장기 실적 전망

(단위: 천톤, 십억원,, %)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
판매량(천톤)							
아연	517	525	550	567	737	848	848
연	256	278	261	303	319	478	526
은(톤)	1,638	1,892	1,817	2,179	2,396	3,115	3,427
금(톤)	2.9	6.1	7.0	7.5	8.3	11.6	12.8
구리	22	22	26	35	38	42	42
가격(US$/톤)							
아연	2,193	1,948	1,908	2,000	2,100	2,100	2,100
연	2,402	2,062	2,139	2,200	2,300	2,300	2,300
은(/oz)	35.1	31.1	23.9	20.0	20.0	20.0	20.0
금(/oz)	1,569	1,668	1,418	1,250	1,250	1,250	1,250
구리	8,821	7,950	7,338	7,000	7,000	7,000	7,000
원달러 환율(원)	1,108	1,127	1,096	1,060	1,060	1,060	1,060
매출액(십억원)							
아연	1,344	1,228	1,252	1,298	1,766	2,030	2,030
연	726	691	698	807	881	1,322	1,454
구리	214	201	208	250	275	303	303
은	2,058	2,123	1,500	1,450	1,595	2,073	2,280
금	163	366	341	302	333	466	512
기타	352	319	319	351	403	484	532
매출액(합계)	4,858	4,927	4,318	4,458	5,253	6,678	7,112
영업이익	879	768	631	720	876	1,114	1,194
영업이익률(%)	18.1	15.6	14.6	16.2	16.7	16.7	16.8
세전이익	890	788	637	743	898	1,137	1,217
순이익	677	596	496	580	701	887	949

자료: 고려아연, 대신증권 리서치센터,

표 2. 고려아연 연결기준 실적 전망

(단위: 십억원, %, 원)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
매출액	5,556	5,498	4,888	5,021	5,816	7,241	7,675
본사	4,858	4,927	4,318	4,458	5,253	6,678	7,112
본사 외	699	571	570	563	563	563	563
영업이익	964	758	630	730	896	1,134	1,214
본사	883	765	631	720	876	1,114	1,194
본사 외	81	-8	0	10	20	20	20
영업이익률(%)	17.3	13.8	12.9	14.5	15.4	15.7	15.8
본사	18.2	15.5	14.6	16.2	16.7	16.7	16.8
본사 외	11.5	-1.3	0.0	1.8	3.6	3.6	3.6
세전이익	975	751	638	754	919	1,157	1,238
순이익	714	568	498	588	717	903	965
EPS(지배주주)	37,342	29,685	26,057	30,785	37,539	47,280	50,553
BPS(지배주주)	179,655	204,525	226,034	252,278	285,283	328,037	374,073
ROE(지배주주)	23.1	15.5	12.1	12.9	14.0	15.4	14.4

자료: 대신증권 리서치센터

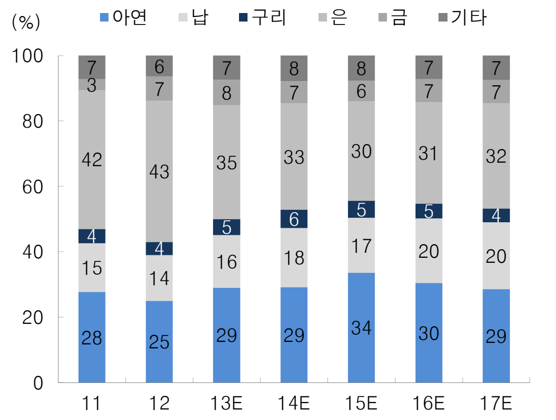
표 3. 고려아연 분기실적 전망

(단위: 십억원)

구분		1Q12	2Q12	3Q13	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13E	4Q13E
별도기준	매출액	1,213	1,303	1,137	1,274	1,024	1,138	1,046	1,110
	영업이익	200	256	151	157	173	136	161	160
	영업이익률(%)	16.5	19.7	13.3	12.3	16.8	12.0	15.4	14.4
	세전이익	215	237	166	170	174	133	166	164
	순이익	163	183	114	137	132	104	131	130
연결기준	매출액	1,337	1,465	1,282	1,413	1,172	1,279	1,187	1,251
	영업이익	210	244	142	161	173	136	161	160
	영업이익률(%)	15.7	16.6	11.1	11.4	14.7	10.7	13.6	12.8
	세전이익	229	194	154	174	173	128	169	168
	순이익	171	155	103	139	128	97	132	141
가정치	아연(US$/t)	2,024	1,928	1,889	1,951	2,033	1,840	1,860	1,900
	연(US$/t)	2,094	1,972	1,980	2,203	2,300	2,054	2,103	2,100
	구리(US$/t)	8,308	7,867	7,717	7,909	7,928	7,146	7,079	7,200
	은(US$/oz)	32.6	29.4	29.9	32.6	30.1	23.1	21.4	21.0
	금(US$/oz)	1,691	1,609	1,653	1,719	1,631	1,415	1,326	1,300
	원달러 환율	1,131	1,152	1,134	1,091	1,084	1,122	1,112	1,065

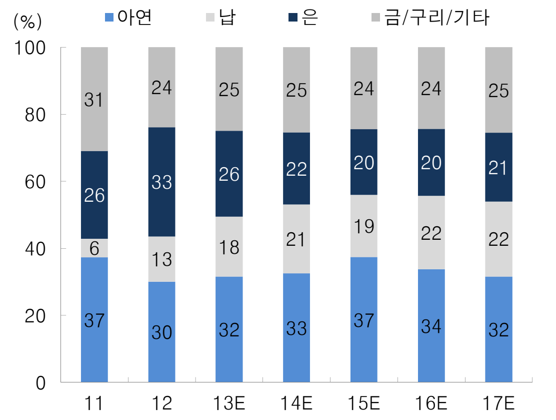
자료: 고려아연, 대신증권 리서치센터

그림 3. 고려아연 품목별 매출액 비중 전망



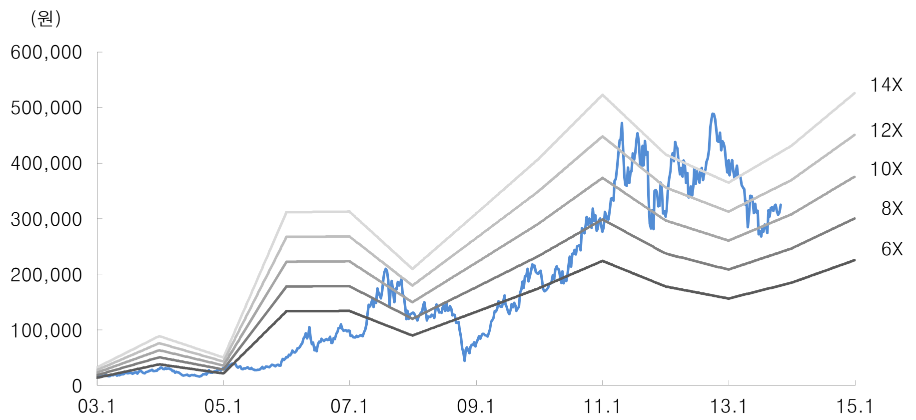
자료: 고려아연, 대신증권 리서치센터

그림 4. 고려아연 품목별 매출총이익 비중 전망



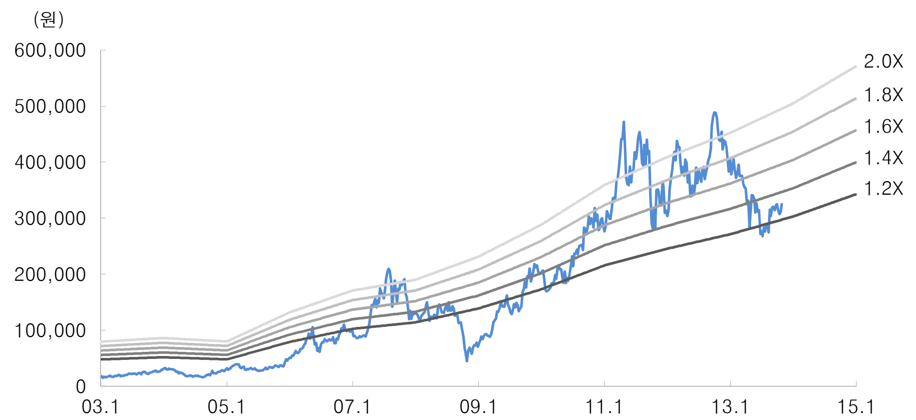
자료: 고려아연, 대신증권 리서치센터

그림 5. 고려아연 12mfwd PER 밴드



자료: 고려아연, Fnguide, 대신증권 리서치센터

그림 6. 고려아연 12mfwd PBR 밴드



자료: 고려아연, Fnguide, 대신증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	5,556	5,498	4,888	5,021	5,816
매출원가	4,458	4,600	4,122	4,140	4,753
매출총이익	1,098	898	767	881	1,062
판매비와관리비	135	140	137	151	167
영업이익	964	758	630	730	896
영업이익률	17.3	13.8	12.9	14.5	15.4
EBITDA	1,075	883	776	887	1,064
영업외손익	11	−6	8	23	23
관계기업손익	−4	−6	−6	−6	−6
금융수익	62	80	65	57	57
외환관련이익	67	45	0	0	0
금융비용	−48	−85	−56	−32	−32
외환관련손실	15	6	24	0	0
기타	1	5	5	5	5
법인세비용차감전순손익	975	751	638	754	919
법인세비용	−261	−183	−140	−166	−202
계속사업순손익	714	568	498	588	717
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	714	568	498	588	717
당기순이익률	12.8	10.3	10.2	11.7	12.3
비지배지분순이익	9	8	6	7	8
지배지분순이익	705	560	492	581	708
매도가능금융자산평가	2	4	4	4	4
기타포괄이익	1	−5	−5	−5	−5
포괄순이익	746	566	495	586	715
비지배지분포괄이익	26	8	7	7	8
지배지분포괄이익	720	558	489	579	706

재무상태표 (단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	2,439	2,523	3,184	3,903	4,794
현금및현금성자산	803	475	1,076	1,766	2,476
매출채권 및 기타채권	260	391	307	314	350
재고자산	882	997	886	910	1,054
기타유동자산	493	660	913	913	913
비유동자산	2,168	2,417	2,274	2,071	1,856
유형자산	1,553	1,706	1,812	1,858	1,891
관계기업투자금	49	43	−203	−449	−695
기타비유동자산	566	668	665	663	660
자산총계	4,606	4,941	5,458	5,975	6,650
유동부채	686	626	709	714	746
매입채무 및 기타채무	212	284	260	265	297
차입금	61	147	253	253	253
유동성채무	242	120	128	128	128
기타유동부채	171	74	68	68	68
비유동부채	409	329	344	344	344
차입금	178	62	56	56	56
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	231	267	288	288	288
부채총계	1,096	954	1,053	1,058	1,090
지배지분	3,390	3,859	4,265	4,760	5,383
자본금	94	94	94	94	94
자본잉여금	58	58	58	58	58
이익잉여금	3,246	3,713	4,116	4,608	5,228
기타자본변동	−8	−5	−3	0	3
비지배지분	120	127	140	156	177
자본총계	3,510	3,986	4,405	4,917	5,560
순차입금	−806	−798	−1,545	−2,235	−2,945

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	37,342	29,685	26,057	30,785	37,539
PER	8.1	13.6	12.5	10.6	8.7
BPS	179,655	204,525	226,034	252,278	285,283
PBR	1.7	2.0	1.4	1.3	1.1
EBITDAPS	56,977	46,772	41,116	47,001	56,405
EV/EBITDA	4.7	7.9	6.1	4.6	3.2
SPS	294,457	291,337	259,061	266,096	308,198
PSR	1.0	1.4	1.3	1.2	1.1
CFPS	58,169	47,714	42,875	48,726	58,130
DPS	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
성장성					
매출액 증가율	44.8	−1.1	−11.1	2.7	15.8
영업이익 증가율	48.7	−21.4	−16.8	15.9	22.6
순이익 증가율	28.7	−20.4	−12.4	18.1	21.9
수익성					
ROIC	29.8	22.1	17.9	20.5	24.0
ROA	22.5	15.9	12.1	12.8	14.2
ROE	23.1	15.5	12.1	12.9	14.0
안정성					
부채비율	31.2	23.9	23.9	21.5	19.6
순차입금비율	−23.0	−20.0	−35.1	−45.5	−53.0
이자보상배율	64.5	68.2	70.6	83.7	102.6

자료: 고려아연, 대신증권 리서치센터

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	909	499	818	762	779
당기순이익	714	568	498	588	717
비현금항목의 가감	384	332	312	332	380
감가상각비	112	125	146	157	169
외환손익	9	−8	17	0	0
지분법평가손익	4	6	6	6	6
기타	260	208	142	169	205
자산부채의 증감	−51	−169	112	−27	−151
기타현금흐름	−137	−232	−103	−130	−167
투자활동 현금흐름	−326	−594	−509	−204	−204
투자자산	167	73	246	246	246
유형자산	−252	−303	−250	−200	−200
기타	−241	−364	−505	−251	−251
재무활동 현금흐름	−134	−224	20	−88	−88
단기차입금	−95	90	106	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	16	13	−6	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	−46	−90	−88	−88	−88
기타	−9	−237	8	0	0
현금의 증감	452	−328	601	690	710
기초 현금	351	803	475	1,076	1,766
기말 현금	803	475	1,076	1,766	2,476
NOPLAT	706	573	492	570	699
FCF	553	388	387	526	667

기업분석

현대 하이스코 (010520)

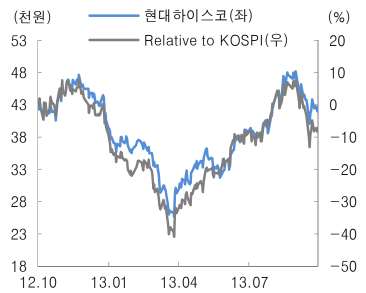
분할합병 완료이후 기업가치 재평가 전망

이종형
769.3069
jhlee76@daishin.com

투자의견	Marketperform 시장수익률, 유지
목표주가	43,000 상향, 담당자변경
현재주가 (13.10.25)	42,000
	철강금속업종

KOSPI	2034.39
시가총액	3,368십억원
시가총액비중	0.28%
자본금(보통주)	401십억원
52주 최고/최저	48,200원 / 25,650원
120일 평균거래대금	137억원
외국인지분율	22.98%
주요주주	현대자동차 외 5인 55.17% JFE STEEL Corporation 7.99%

주가수익률(%)	1W	2W	3W	4W
절대수익률	-10.8	7.4	39.3	-6.1
상대수익률	-12.4	0.8	33.6	-11.2



투자의견 Marketperform, 목표주가 43,000원 제시하며 커버리지 개시

- 목표주가 43,000원은 냉연사업부 분할합병 매수청구권가격 적용
- 냉연사업부 분할합병이 완료되기 전까지 매수청구권에 의한 물량부담이 주가상승을 제한시킬 것으로 예상
- 매수청구권 행사기간 종료 후 분할합병이 최종 확정되면 목표주가 재조정 계획

2014년 분할합병 이후에도 해외법인 성장성은 지속될 전망

- 냉연사업부가 현대제철에 분할합병되면 해외판매법인과 강관사업 집중
- 2010년 이후 현대하이스코 해외판매법인은 현대기아차 해외공장 판매증가로 가파른 실적개선. 2014년 이후에도 현대기아차의 해외공장 증설이 지속될 전망이고 이와 발맞춰 현대하이스코의 해외판매법인도 신설 및 확장되고 있어 분할합병 이후에도 존속사업의 성장은 지속될 전망
- 해외판매법인은 영업이익률 3~4% 수준의 안정적 수익성이 가능할 전망
- 다만, 분할합병 매수청구권 가격인 42,878원 이상으로 주가가 상승할 경우 매도물량출회 가능성이 존재. 매수청구권 행사기간 종료이후 분할합병이 최종 확정된 이후 본격적인 기업가치 재평가 전망

분할합병 이후 2014년 매출액은 5조원, 영업이익은 1,440억원 전망

- 2014년 해외법인 매출액은 3.7조원, 강관부분 매출액은 1.3조원 예상
- 2013년 이후 해외판매법인은 분기당 300~350억원의 안정적 영업이익 기록하고 있어 2014년 해외법인 영업이익은 1,300~1,400억원 수준 가능 전망
- 강관 및 경량화 부분은 수익성은 부진하지만 1% 내외의 영업이익 가능전망
- 분할합병 후 2014년 순이익은 1,000억원 이상은 가능할 전망
- 분할합병 후 2014년 예상 EPS는 4,700원, BPS는 32,000원, ROE 16% 수준이 예상됨

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	8,170	8,405	8,383	9,438	9,588
영업이익	433	435	500	612	637
세전순이익	382	338	448	573	604
총당기순이익	298	260	345	441	465
지배지분순이익	297	260	345	441	465
EPS	3,699	3,244	4,303	5,500	5,798
PER	9.5	14.0	9.8	7.6	7.2
BPS	20,300	23,090	27,146	32,398	37,948
PBR	1.7	2.0	1.5	1.3	1.1
ROE	19.9	15.0	17.1	18.5	16.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 현대하이스코, 대신증권 리서치센터

표 1. 현대하이스코 중장기 실적전망(분할합병 전)

(단위: 천톤, 십억원)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
본사 냉연판매	4,307	4,620	4,913	5,332	6,069	6,129
본사 강관판매	1,082	1,088	1,201	1,175	1,175	1,175
매출액	6,866	8,170	8,405	8,383	9,438	9,588
본사	5,847	6,935	7,075	6,826	7,725	7,789
본사 외	1,019	1,235	1,330	1,557	1,713	1,799
영업이익	310	433	435	500	612	637
본사	254	343	343	377	477	495
본사 외	57	90	92	122	135	141
영업이익률 (%)	4.5	5.3	5.2	6.0	6.5	6.6
본사	4.3	4.9	4.8	5.5	6.2	6.4
본사 외	5.6	7.3	6.9	7.9	7.9	7.9
세전계속사업이익	251	382	338	448	573	604
당기순이익	195	298	260	345	441	465
EPS(지배주주)	2,416	3,699	3,244	4,303	5,500	5,798
BPS(지배주주)	16,828	20,300	23,090	27,146	32,398	37,948
ROE(지배주주)	15.4	19.9	15.0	17.1	18.5	16.5

자료: 현대하이스코, 대신증권 리서치센터

표 2. 분할합병 전후 양사 실적 추정치(연결기준)

(단위: 십억원, 원, %)

	분할합병 전				분할합병 후			
	현대하이스코		현대제철		현대하이스코		현대제철	
	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E
매출액	8,383	9,438	13,598	16,035	4,728	4,992	15,606	17,717
영업이익	500	612	780	1,085	133	144	1,147	1,553
영업이익률(%)	6.0	6.5	5.7	6.8	2.8%	2.9	7.3%	8.8
세전이익	448	573	736	745	123	134	1,060	1,184
순이익	345	441	629	618	99	107	875	952
지배주주순이익	345	441	599	588	99	107	845	922
자산총계	6,063	7,625	24,746	25,384	1,724	2,169	29,084	30,841
부채총계	3,883	5,024	14,375	14,485	1,104	1,429	17,154	18,080
자본총계	2,179	2,601	10,370	10,899	620	740	11,930	12,761
EPS(지배주주)	4,303	5,500	7,020	6,897	4,330	4,712	7,253	7,911
BPS(지배주주)	27,146	32,398	121,553	127,754		32,430		109,524
ROE(지배주주)	17.1	18.5	5.9	5.5		15.8		7.5

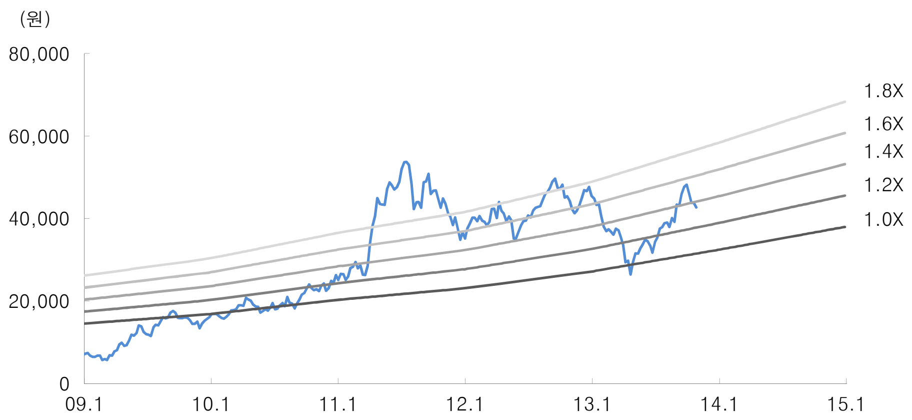
주: 자산/부채는 분할비율대로 단순배분, 실제치와 차이가 존재할 수 있음, 현대제철-현대하이스코 열연내부거래는 2013년 500만톤, 2014년 680만톤, ASP는 70만원 가정
자료: 각사, 대신증권 리서치센터

표 3. **현대하이스코 분기실적 전망(분할합병 전)** (단위: 천톤, 천원/톤, 십억원)

구분		1Q12	2Q12	3Q13	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13E	4Q13E
별도기준	판매량	1,442	1,636	1,539	1,497	1,482	1,510	1,639	1,876
	냉연(경량화 포함)	1,149	1,301	1,245	1,218	1,189	1,215	1,345	1,583
	강관(경량화 포함)	293	335	294	279	293	295	294	293
	ASP								
	냉연(경량화 포함)	1,202	1,146	1,111	1,078	1,034	1,036	1,046	1,053
	강관(경량화 포함)	1,287	1,284	1,235	1,204	1,064	1,076	1,075	1,087
	매출액	1,758	1,921	1,747	1,649	1,542	1,576	1,723	1,985
	냉연사업부	1,352	1,465	1,362	1,287	1,200	1,234	1,382	1,643
	강관사업부	355	409	346	311	312	317	316	318
	경량화사업부	50	47	39	51	30	24	24	24
	영업이익	88	108	73	74	58	84	107	128
	영업이익률(%)	5.0	5.6	4.2	4.5	3.7	5.4	6.2	6.5
	세전이익	87	117	75	12	55	74	99	120
	순이익	73	91	66	0	51	58	75	91
연결기준	매출액	2,108	2,224	2,065	2,008	1,911	1,966	2,112	2,395
	영업이익	112	118	88	117	93	114	134	158
	영업이익률(%)	5.3	5.3	4.3	5.8	4.9	5.8	6.3	6.6
	세전이익	114	95	98	32	89	92	121	145
	순이익	94	71	81	15	75	71	91	109

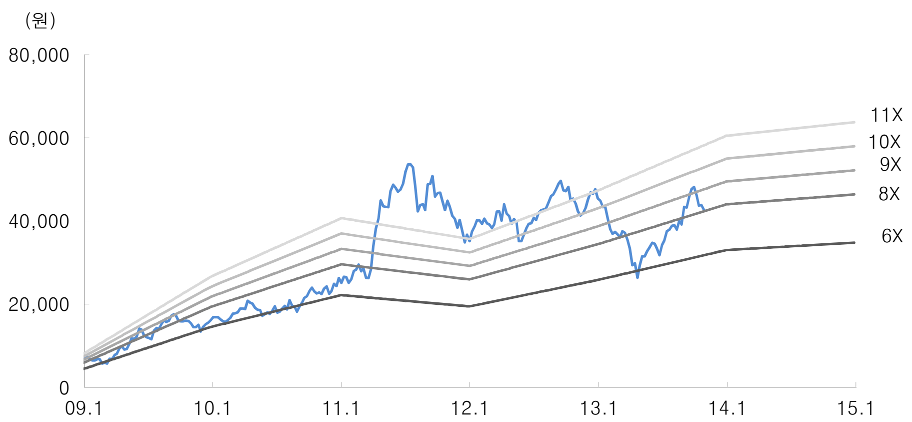
자료: 대신증권 리서치센터

그림 1. 현대하이스코 12mfwd PER 밴드(분할합병 전)



자료: 현대하이스코, Fnguide, 대신증권 리서치센터

그림 2. 현대하이스코 12mfwd PBR 밴드(분할합병 전)



자료: 현대하이스코, Fnguide, 대신증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	8,170	8,405	8,383	9,438	9,588
매출원가	7,461	7,654	7,529	8,434	8,550
매출총이익	709	751	854	1,004	1,038
판매비와관리비	276	317	354	392	401
영업이익	433	435	500	612	637
영업이익률	5.3	5.2	6.0	6.5	6.6
EBITDA	685	657	703	837	862
영업외손익	−52	−97	−52	−39	−33
관계기업손익	0	−2	−2	−2	−2
금융수익	61	75	45	24	24
외환관련이익	48	27	0	0	0
금융비용	−114	−100	−105	−71	−64
외환관련손실	64	52	34	0	0
기타	2	−70	10	10	10
법인세비용차감전순손익	382	338	448	573	604
법인세비용	−84	−78	−103	−132	−139
계속사업순손익	298	260	345	441	465
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	298	260	345	441	465
당기순이익률	3.6	3.1	4.1	4.7	4.8
비지배지분순이익	1	0	0	0	0
지배지분순이익	297	260	345	441	465
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	−2	−2	−2	−2
포괄순이익	300	240	324	420	444
비지배지분포괄이익	1	0	0	0	0
지배지분포괄이익	298	240	325	421	444

재무상태표 (단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	2,726	2,714	2,970	4,481	5,395
현금및현금성자산	447	499	702	1,950	2,826
매출채권 및 기타채권	1,080	1,058	976	1,097	1,114
재고자산	1,190	1,128	1,125	1,267	1,287
기타유동자산	8	28	168	168	168
비유동자산	1,994	2,689	3,092	3,144	3,196
유형자산	1,843	2,487	2,885	2,933	2,980
관계기업투자금	3	9	14	19	24
기타비유동자산	149	193	193	192	192
자산총계	4,721	5,403	6,063	7,625	8,591
유동부채	2,565	2,598	2,475	2,616	2,636
매입채무 및 기타채무	1,470	1,719	1,717	1,858	1,878
차입금	601	600	408	408	408
유동성채무	430	236	320	320	320
기타유동부채	63	43	31	31	31
비유동부채	522	951	1,409	2,409	2,909
차입금	488	914	1,364	2,364	2,864
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	35	37	44	44	44
부채총계	3,087	3,549	3,883	5,024	5,545
지배지분	1,628	1,852	2,177	2,598	3,043
자본금	401	401	401	401	401
자본잉여금	269	272	272	272	272
이익잉여금	967	1,207	1,533	1,954	2,399
기타자본변동	−9	−29	−29	−29	−29
비지배지분	6	2	2	3	3
자본총계	1,634	1,854	2,179	2,601	3,046
순차입금	1,071	1,230	1,281	1,033	657

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	3,699	3,244	4,303	5,500	5,798
PER	9.5	14.0	9.8	7.6	7.2
BPS	20,300	23,090	27,146	32,398	37,948
PBR	1.7	2.0	1.5	1.3	1.1
EBITDAPS	8,538	8,198	8,765	10,431	10,742
EV/EBITDA	5.7	7.4	6.6	5.3	4.7
SPS	101,875	104,802	104,528	117,676	119,547
PSR	0.3	0.4	0.5	0.4	0.4
CFPS	8,979	7,380	9,407	11,210	11,522
DPS	250	250	250	250	250

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
성장성					
매출액 증가율	19.0	2.9	−0.3	12.6	1.6
영업이익 증가율	39.6	0.3	14.9	22.4	4.0
순이익 증가율	52.9	−12.6	32.5	27.8	5.4
수익성					
ROIC	12.8	10.6	10.4	11.7	11.9
ROA	10.0	8.6	8.7	8.9	7.9
ROE	19.9	15.0	17.1	18.5	16.5
안정성					
부채비율	189.0	191.5	178.2	193.2	182.0
순차입금비율	65.6	66.4	58.8	39.7	21.6
이자보상배율	8.7	9.3	8.4	8.7	9.9

자료: 현대하이스코, 대신증권 리서치센터

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	469	731	597	577	706
당기순이익	298	260	345	441	465
비현금항목의 가감	422	332	410	458	459
감가상각비	251	223	203	224	225
외환손익	1	1	12	0	0
지분법평가손익	0	2	2	2	2
기타	170	107	193	232	233
자산부채의 증감	−153	270	−14	−138	−34
기타현금흐름	−99	−131	−144	−183	−184
투자활동 현금흐름	−546	−953	−696	−278	−278
투자자산	−32	−37	−5	−5	−5
유형자산	−511	−886	−600	−270	−270
기타	−2	−30	−91	−3	−3
재무활동 현금흐름	82	280	321	979	479
단기차입금	0	0	−193	0	0
사채	0	0	50	1,000	500
장기차입금	101	299	400	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	−20	−20	−20	−20	−20
기타	1	1	83	−1	−1
현금의 증감	5	52	203	1,248	877
기초 현금	442	447	499	702	1,950
기말 현금	447	499	702	1,950	2,826
NOPLAT	338	335	385	471	490
FCF	72	−334	−12	425	445

기업분석

세아베스틸 (001430)

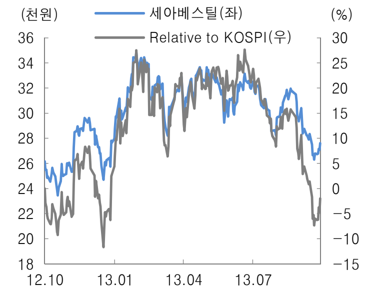
2014년 Dark Horse

이종형
769.3069
jhlee76@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
목표주가	38,000 하향, 담당자변경
현재주가 (13.10.25)	27,600
	철강금속업종

KOSPI	2034.39
시가총액	990십억원
시가총액비중	0.08%
자본금(보통주)	219십억원
52주 최고/최저	34,850원 / 23,450원
120일 평균거래대금	22억원
외국인지분율	8.72%
주요주주	세아홀딩스 외 5인 68.97% 국민연금공단 7.25%

주가수익률(%)	1W	2W	3W	4W
절대수익률	-7.1	-13.9	-14.8	-4.7
상대수익률	-8.7	-19.2	-18.3	-9.8



투자의견 BUY, 목표주가 38,000원 제시하며 커버리지 개시

- 목표주가 38,000원은 12mf PBR 0.9X를 적용
- Target multiple 0.9X는 2014년 예상 ROE 9.1%를 반영

2014년은 경기회복과 창녕공장 증설효과로 2년간의 부진에서 탈출 전망

- 세아베스틸 특수강봉강 수요산업은 자동차>산업기계>건설중장비>조선 순서임
- 2H11이후 자동차를 제외한 수요산업 부진으로 국내 특수강봉강 수요 위축
- 연말이후 2014년 상반기까지 국내 신차출시에 따른 자동차 수요 회복기대, 또한 2H13이후 국내 조선수주 회복도 긍정적 요인
- 산업기계, 건설중장비 등 수요산업은 아직까지 수요회복세는 약하지만 경기민감업종으로 2H13 이후 국내경기회복시 특수강봉강 수요회복 가능성 높음
- 2013년 10월 창녕공장 가동으로 제품생산능력 54만톤 확대(기존 반제품 생산능력 54만톤 축소, 가동전 반제품 생산능력은 84만톤이었으나 판매량은 30~40만톤에 불과). 국내 특수강봉강 수입량은 연간 70~90만톤 국내 수요의 약 30% 수준. 수입대체를 통한 판매처 확보 가능할 전망

2014년 매출액 2.3조원(+7.4%YoY), 영업이익 1,770억원(+10.9%) 전망

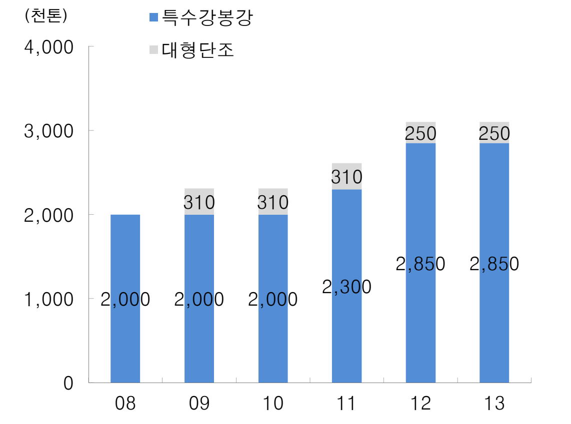
- 2014년 세아베스틸 특수강봉강 판매량은 2013년대비 약 10% 증가한 220만톤 예상. 특수강봉강 판매증가와 창녕공장 가동으로 인한 대형단조사업 가동률 상승 및 적자폭 축소로 2014년은 2년간의 부진에서 벗어나 턴어라운드 전망
- 부진한 수요에도 2013년 특수강봉강사업부의 영업이익률은 분기별로 8 ~ 10% 수준 유지되고 있음. 2014년에도 9%내외 유지 가능할 전망
- 2013년 대형단조사업부는 분기당 70억원 내외 영업적자 유지되고 있으나 2014년 창녕공장가동률 상승시 고정비하락에 따른 적자폭 감소 기대
- 2013년 예상 기말배당금은 약 900원. 현재 주가기준 배당수익률은 3% 이상으로 연말 배당모멘텀 부각될 전망

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	2,485	2,194	2,137	2,295	2,485
영업이익	302	172	159	177	200
세전순이익	271	153	148	169	194
총당기순이익	227	119	118	135	155
지배지분순이익	227	119	118	135	155
EPS	6,317	3,323	3,297	3,768	4,332
PER	7.3	8.6	8.4	7.3	6.4
BPS	35,916	37,636	40,040	42,915	46,354
PBR	1.3	0.8	0.7	0.6	0.6
ROE	18.9	9.0	8.5	9.1	9.7

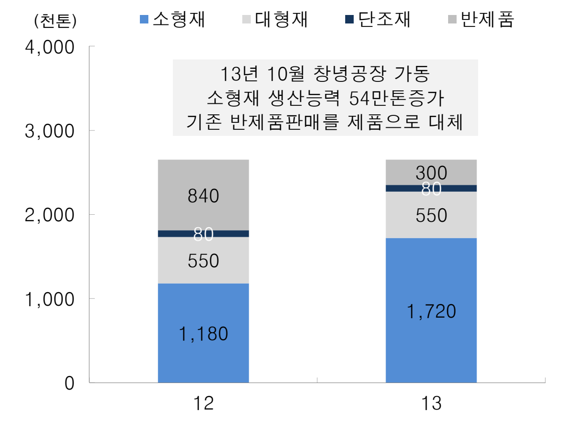
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 세아베스틸, 대신증권 리서치센터

그림 1. 세아베스틸 제강능력추이



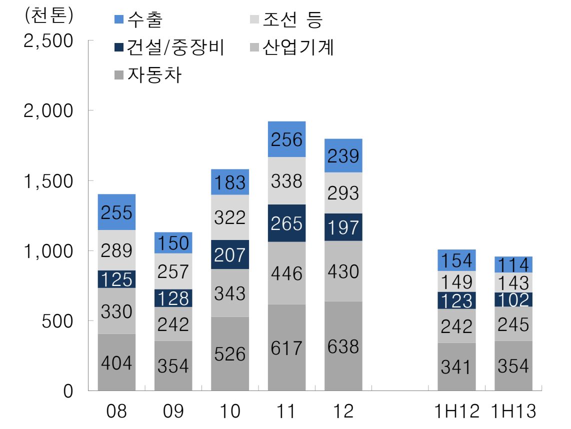
자료: 세아베스틸, 대신증권 리서치센터

그림 2. 세아베스틸 특수강봉강 제품생산능력



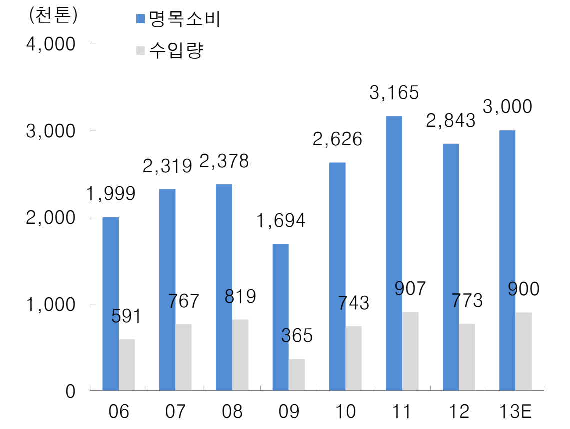
자료: 세아베스틸, 대신증권 리서치센터

그림 3. 세아베스틸 수요산업별 출하량



자료: 세아베스틸, 대신증권 리서치센터

그림 4. 국내 특수강봉강 소비량과 수입량



자료: 세아베스틸, 대신증권 리서치센터

표 1. 세아베스틸 사업부별 중장기 실적 전망 (단위: 천톤, 십억원, %, 원)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
판매량(천톤)	1,635	2,003	1,862	2,016	2,220	2,408
특수강봉강	1,620	1,963	1,824	1,993	2,195	2,373
제품	1,334	1,626	1,527	1,605	1,807	1,985
반제품 및 선재	287	337	297	388	388	388
대형잉곳	13	28	20	3	5	10
대형단조	2	12	17	21	20	25
매출액(십억원)	1,868	2,485	2,194	2,138	2,295	2,486
특수강봉강	1,770	2,325	2,060	2,026	2,179	2,344
대형단조 사업	18	66	62	54	58	84
대형잉곳	14	30	22	3	5	10
대형단조	4	36	41	51	53	74
기타	80	94	72	58	58	58
영업이익(십억원)	201	302	172	159	177	200
특수강봉강 및 기타	209	333	207	187	197	204
대형잉곳 및 단조	-8	-31	-35	-27	-20	-4
영업이익률(%)	10.8	12.1	7.8	7.5	7.7	8.0
특수강봉강 및 기타	11.3	13.8	9.7	9.0	8.8	8.5
대형잉곳 및 단조	-43.3	-46.6	-56.2	-51.1	-34.4	-5.0
세전이익(십억원)	176	271	153	148	169	194
순이익(십억원)	149	227	119	118	135	155
EPS(원)	4,156	6,317	3,323	3,291	3,764	4,327
BPS(원)	30,783	35,916	37,636	40,034	42,905	46,339
ROE(%)	15.5	18.9	9.0	8.5	9.1	9.7

자료: 세아베스틸, 대신증권 리서치센터

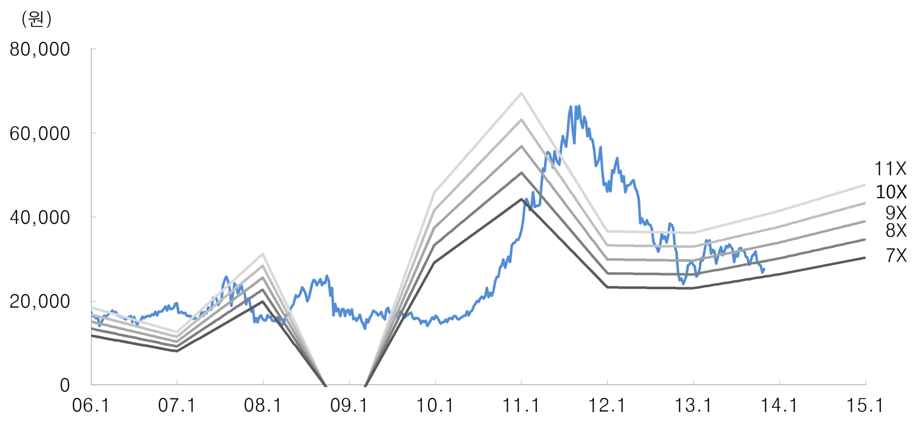
표 2. 세아베스틸 분기실적 전망

(단위: 천톤, 십억원, %)

구분	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13E
판매량(천톤)								
특수강봉강	520	506	434	366	470	508	475	540
대형잉곳	8.3	6.5	4.4	0.9	0.9	0.4	0.6	0.6
대형단조	4.2	4.4	3.8	5.1	4.7	4.3	6.0	6.0
ASP(천원/톤)								
특수강봉강	1,163	1,138	1,114	1,087	1,037	1,027	1,009	997
대형잉곳	1,127	1,129	993	852	934	986	1,077	1,073
대형단조	2,410	2,629	2,075	2,198	2,412	2,357	2,447	2,444
매출액	644	614	510	426	516	550	506	565
특수강봉강 및 기타	624	595	498	414	504	539	491	550
대형단조사업	19	19	12	12	12	11	15	15
영업이익	62	62	33	14	31	51	33	44
특수강봉강 및 기타	68	71	46	25	39	59	40	50
대형단조사업	-7	-6	-11	-11	-7	-7	-7	-5
영업이익률(%)	9.6	10.2	6.5	3.4	6.1	9.3	6.4	7.8
특수강봉강 및 기타	10.9	11.9	9.3	6.2	7.7	10.9	8.1	9.0
대형단조사업	-34.5	-32.0	-92.4	-92.7	-60.2	-68.8	-47.8	-34.8
세전이익	58	58	29	8	27	47	33	43
순이익	44	45	23	7	22	37	26	33

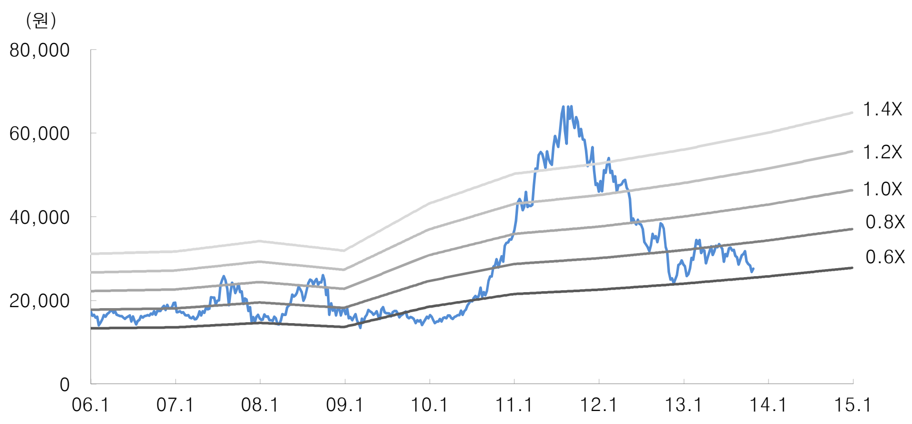
자료: 세아베스틸, 대신증권 리서치센터

그림 5. 세아베스틸 12mfwd PER 밴드



자료: 세아베스틸, Fnguide, 대신증권 리서치센터

그림 6. 세아베스틸 12mfwd PBR 밴드



자료: 세아베스틸, Fnguide, 대신증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	2,485	2,194	2,138	2,295	2,486
매출원가	2,110	1,945	-2.6%	7.4%	2,190
매출총이익	375	249	240	265	296
판매비와관리비	73	77	81	89	96
영업이익	302	172	159	177	200
영업이익률	12.1	7.8	-7.3%	10.9%	8.0
EBITDA	406	264	250	272	299
영업외손익	-31	-19	-12	-8	-6
관계기업손익	4	0	0	0	0
금융수익	6	4	10	9	9
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-36	-27	-24	-20	-18
외환관련손실	8	5	2	0	0
기타	-5	4	3	3	3
법인세비용차감전순손익	271	153	148	169	194
법인세비용	-45	-33	-3.3%	14.4%	-39
계속사업순손익	227	119	118	135	155
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	227	119	118	135	155
당기순이익률	9.1	5.4	-1.0%	14.4%	6.2
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	227	119	118	135	155
매도가능금융자산평가	0	0	-1.0%	14.4%	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	220	115	113	130	151
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	220	115	0	0	0

재무상태표 (단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	847	826	1,025	1,160	1,320
현금및현금성자산	0	7	233	310	401
매출채권 및 기타채권	313	270	261	280	303
재고자산	531	536	523	561	608
기타유동자산	3	12	9	9	9
비유동자산	1,153	1,334	1,308	1,283	1,253
유형자산	1,110	1,269	1,244	1,218	1,188
관계기업투자금	23	22	21	21	20
기타비유동자산	20	43	43	44	44
자산총계	1,999	2,159	2,334	2,443	2,573
유동부채	536	392	523	529	536
매입채무 및 기타채무	222	183	180	187	194
차입금	213	145	222	222	222
유동성채무	52	50	100	100	100
기타유동부채	48	15	20	20	20
비유동부채	176	417	375	375	375
차입금	140	379	329	329	329
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	36	38	46	46	46
부채총계	711	809	898	904	911
지배지분	1,288	1,350	1,436	1,539	1,662
자본금	219	219	219	219	219
자본잉여금	309	309	309	309	309
이익잉여금	760	832	918	1,021	1,145
기타자본변동	0	-11	-11	-11	-11
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,288	1,350	1,436	1,539	1,662
순차입금	404	557	413	336	245

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	6,317	3,323	3,291	3,764	4,327
PER	7.3	8.6	8.4	7.3	6.4
BPS	35,916	37,636	40,034	42,905	46,339
PBR	1.3	0.8	0.7	0.6	0.6
EBITDAPS	11,314	7,354	6,965	7,589	8,351
EV/EBITDA	5.1	6.0	5.6	4.9	4.1
SPS	69,286	61,181	59,614	64,007	69,329
PSR	0.7	0.5	0.5	0.5	0.4
CFPS	11,698	7,745	7,495	8,119	8,881
DPS	1,200	900	900	900	900

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
성장성					
매출액 증가율	33.0	-11.7	-2.6	7.4	8.3
영업이익 증가율	44.0	-43.1	-7.3	10.9	13.2
순이익 증가율	52.0	-47.4	-1.0	14.4	14.9
수익성					
ROIC	14.3	7.2	6.5	7.3	8.1
ROA	15.4	8.3	7.1	7.4	8.0
ROE	18.9	9.0	8.5	9.1	9.7
안정성					
부채비율	55.2	60.0	62.5	58.8	54.8
순차입금비율	31.4	41.3	28.7	21.8	14.7
이자보상배율	10.9	7.7	7.2	9.0	11.3

자료: 세아베스틸, 대신증권 리서치센터

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	253	144	219	169	183
당기순이익	227	119	118	135	155
비현금항목의 가감	193	159	151	156	163
감가상각비	104	92	90	95	99
외환손익	4	1	-2	-3	-3
지분법평가손익	-4	0	0	0	0
기타	89	66	62	64	67
자산부채의 증감	-124	-47	0	-69	-80
기타현금흐름	-43	-87	-50	-52	-55
투자활동 현금흐름	-56	-252	-63	-71	-71
투자자산	-13	-27	0	0	0
유형자산	-40	-222	-65	-70	-70
기타	-2	-3	2	-2	-2
재무활동 현금흐름	-205	115	45	-32	-32
단기차입금	-219	-121	77	0	0
사채	50	299	-50	0	0
장기차입금	0	-10	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-36	-43	-32	-32	-32
기타	0	-10	50	0	0
현금의 증감	-8	7	225	77	91
기초 현금	8	0	7	233	310
기말 현금	0	7	233	310	401
NOPLAT	252	134	127	141	160
FCF	265	3	152	167	189

기업분석

동국제강 (001230)

후판 수요회복 기대에도 공급부담은 여전

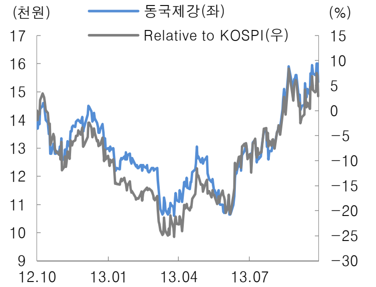
이종형
769.3069
jhlee76@daishin.com

투자의견	Marketperform 시장수익률, 유지
목표주가	15,000 하향, 담당자변경
현재주가 (13.10.25)	15,350

철강금속업종

KOSPI	2034.39
시가총액	949십억원
시가총액비중	0.08%
자본금(보통주)	421십억원
52주 최고/최저	16,000원 / 10,600원
120일 평균거래대금	52억원
외국인지분율	24.83%
주요주주	장세주 외 18인 27.47% JFE STEEL INTERNATIONAL EUROPE B.V. 14.88%

주가수익률(%)	1W	2W	3W	4W
절대수익률	-0.6	18.1	34.6	9.3
상대수익률	-2.4	10.8	29.2	3.4



투자의견 Marketperform, 목표주가 15,000원 제시하며 커버리지 개시

- 목표주가 15,000원은 12mf PBR 0.4X를 적용
- Target multiple 0.4X는 동사의 후판부분 수익성이 적자로 전환된 2012년 이후 PBR밴드 0.3~0.6X의 중단에 위치
- 주가상승여력을 제한적으로 판단해 투자의견 Marketperform을 제시

2014년 후판수요 바닥탈출 예상되나 공급증가가 시황개선 제한

- 2013년 이후 국내 조선사의 수주증가로 2년연속 감소한 국내 후판수요는 2013년 900~950만톤을 저점으로 2014년부터 바닥탈출 예상
- 2013년 현대제철 3고로 가동 및 2후판 증설(+200만톤)로 2014년 국내 후판 3사의 생산능력은 전년대비 16% 증가한 1,460만톤(공칭능력 기준)으로 확대
- 수요회복에도 2014년 국내 후판시장은 공급과잉 확대 예상. 따라서 2014년 국내 후판 3사의 후판부분 수익성회복은 여전히 불투명
- 단, 2013년 이후에도 국내 조선수주 증가세가 지속된다면 국내 후판 수요회복이 예상보다 가파를 가능성도 존재

2014년 매출액 7.3조원(+1.8%YoY), 영업이익 1,160억원(+10.2%YoY) 전망

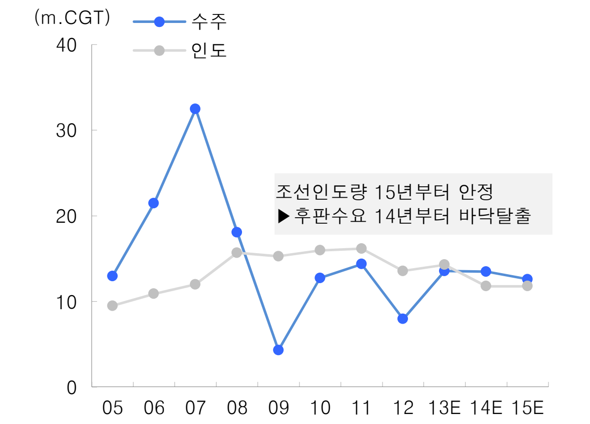
- 후판부분 턴어라운드 가시성 낮아 2014년 별도기준 실적은 2013년과 유사한 수준 전망. 단, 2013년 이후 유니온스틸 등 자회사들의 실적 개선이 지속되고 있어 연결 영업이익은 개선가능성 존재
- 이자비용 부담으로 순이익은 적자지속 전망

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	8,842	7,871	7,181	7,309	7,440
영업이익	279	-67	105	116	130
세전순이익	79	-223	-118	-139	-125
총당기순이익	7	-235	-96	-113	-101
지배지분순이익	7	-223	-101	-119	-107
EPS	121	-3,612	-1,628	-1,920	-1,723
PER	169.3	NA	NA	NA	NA
BPS	45,259	40,415	38,297	35,887	33,674
PBR	0.5	0.3	0.4	0.4	0.5
ROE	0.3	-8.4	-4.1	-5.2	-5.0

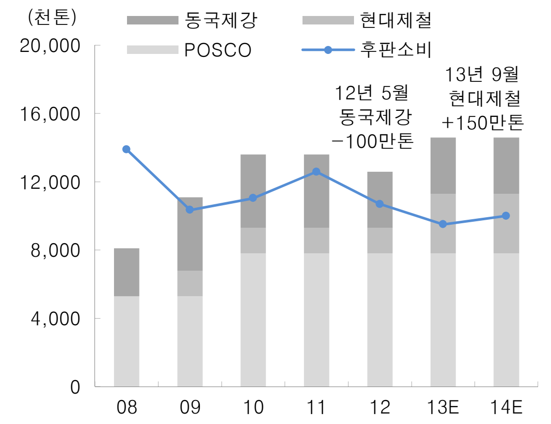
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 동국제강, 대신증권 리서치센터

그림 1. 한국 조선 수주 및 인도량 전망



자료: Clarkson, 대신증권 리서치센터

그림 2. 국내 후판 생산능력(연말기준)과 수요



주: 생산능력은 연말, 한국철강협회 공칭능력기준
자료: 대신증권 리서치센터

표 1.동국제강 연결기준 중장기 실적 전망

(단위: 십억원)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	8,155	8,842	7,871	7,181	7,309	7,440
본사	5,271	5,909	4,969	4,098	4,039	4,077
본사 외	2,883	2,933	2,901	3,083	3,271	3,363
영업이익	428	279	−67	105	116	130
본사	303	209	−115	2	10	21
본사 외	125	70	48	103	106	108
영업이익률	5.2	3.2	−0.9	1.5	1.6	1.7
본사	5.7	3.5	−2.3	0.1	0.2	0.5
본사 외	4.3	2.4	1.7	3.3	3.2	3.2
세전이익	228	79	−223	−118	−139	−125
순이익	179	7	−235	−96	−113	−101
EPS(지배주주)	2,629	121	−3,612	−1,628	−1,920	−1,723
BPS(지배주주)	47,235	45,259	40,415	38,297	35,887	33,674
ROE(지배주주)	5.7	0.3	−8.4	−4.1	−5.2	−5.0

자료: 대신증권 리서치센터

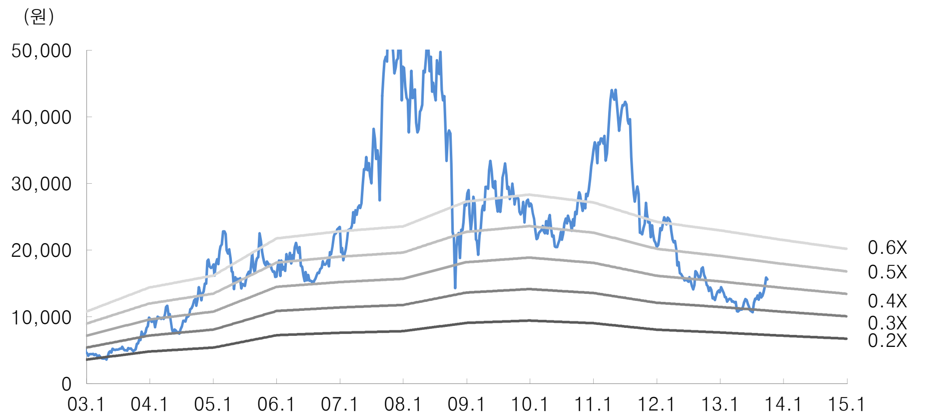
표 2. 동국제강 분기실적 전망

(단위: 십억원)

구분		1Q12	2Q12	3Q13	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13E	4Q13E
별도기준	매출액	1,385	1,394	1,136	1,054	956	1,081	995	1,067
	영업이익	−59	14	−47	−23	27	−20	−14	9
	영업이익률(%)	−4.2	1.0	−4.2	−2.2	2.8	−1.9	−1.4	0.8
	세전이익	−56	−40	−31	−102	−56	−111	3	−30
	순이익	−46	−30	−22	−127	−47	−88	2	−24
연결기준	매출액	2,103	2,188	1,855	1,723	1,652	1,892	1,797	1,840
	영업이익	−40	44	−43	−28	48	11	10	36
	영업이익률(%)	−1.9	2.0	−2.3	−1.6	2.9	0.6	0.6	2.0
	세전이익	−38	−42	−29	−115	−56	−67	17	−12
	순이익	−33	−36	−22	−143	−49	−51	14	−10

자료: 대신증권 리서치센터

그림 3. 동국제강 12mfwd PBR 밴드



자료: 동국제강, Fnguide, 대신증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	8,842	7,871	7,181	7,309	7,440
매출원가	8,214	7,574	6,791	6,900	7,008
매출총이익	628	297	390	409	432
판매비와관리비	349	364	285	293	302
영업이익	279	-67	105	116	130
영업이익률	3.2	-0.9	1.5	1.6	1.7
EBITDA	553	219	401	406	416
영업외손익	-200	-156	-223	-255	-255
관계기업손익	-8	-44	-44	-44	-44
금융수익	130	187	151	21	21
외환관련이익	91	90	90	90	90
금융비용	-310	-262	-299	-201	-201
외환관련손실	116	47	97	0	0
기타	-12	-37	-31	-31	-31
법인세비용차감전순손익	79	-223	-118	-139	-125
법인세비용	-72	-12	22	26	24
계속사업순손익	7	-235	-96	-113	-101
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	7	-235	-96	-113	-101
당기순이익률	0.1	-3.0	-1.3	-1.5	-1.4
비지배지분순이익	-1	-12	5	6	5
지배지분순이익	7	-223	-101	-119	-107
매도가능금융자산평가	-6	5	5	5	5
기타포괄이익	-1	-7	-7	-7	-7
포괄순이익	-60	-264	-125	-142	-130
비지배지분포괄이익	-7	-14	6	7	6
지배지분포괄이익	-53	-250	-131	-149	-137

재무상태표 (단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	4,839	4,034	3,754	3,609	3,574
현금및현금성자산	821	630	680	494	418
매출채권 및 기타채권	1,460	1,334	1,225	1,246	1,267
재고자산	1,786	1,180	1,076	1,096	1,115
기타유동자산	772	890	773	773	773
비유동자산	5,314	5,287	5,334	5,326	5,222
유형자산	4,506	4,485	4,424	4,309	4,198
관계기업투자금	276	372	472	572	572
기타비유동자산	532	431	438	445	453
자산총계	10,153	9,321	9,088	8,935	8,797
유동부채	4,524	3,553	3,837	3,853	3,870
매입채무 및 기타채무	1,322	1,193	1,106	1,122	1,139
차입금	2,538	1,492	1,756	1,756	1,756
유동성채무	627	818	899	899	899
기타유동부채	36	50	76	76	76
비유동부채	2,481	2,933	2,565	2,565	2,565
차입금	2,242	2,743	2,402	2,402	2,402
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	240	190	163	163	163
부채총계	7,005	6,486	6,402	6,418	6,435
지배지분	2,798	2,499	2,368	2,219	2,082
자본금	421	421	421	421	421
자본잉여금	83	83	83	83	83
이익잉여금	1,694	1,424	1,293	1,144	1,007
기타자본변동	600	570	570	570	570
비지배지분	350	336	318	298	280
자본총계	3,148	2,835	2,686	2,517	2,362
순차입금	3,885	3,725	3,663	3,848	3,924

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	121	-3,612	-1,628	-1,920	-1,723
PER	169.3	NA	NA	NA	NA
BPS	45,259	40,415	38,297	35,887	33,674
PBR	0.5	0.3	0.4	0.4	0.5
EBITDAPS	8,947	3,537	6,479	6,564	6,726
EV/EBITDA	9.9	22.4	12.3	12.6	12.4
SPS	143,017	127,308	116,150	118,224	120,344
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
CFPS	10,527	5,550	5,329	6,057	6,220
DPS	750	500	500	500	500

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
성장성					
매출액 증가율	8.4	-11.0	-8.8	1.8	1.8
영업이익 증가율	-34.8	적전	흑전	10.2	12.3
순이익 증가율	-96.4	적전	적지	적지	적지
수익성					
ROIC	0.4	-1.1	1.4	1.6	1.8
ROA	2.8	-0.7	1.1	1.3	1.5
ROE	0.3	-8.4	-4.1	-5.2	-5.0
안정성					
부채비율	222.5	228.8	238.3	255.0	272.4
순차입금비율	123.4	131.4	136.4	152.9	166.2
이자보상배율	1.4	-0.3	0.5	0.6	0.6

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	-218	722	296	193	200
당기순이익	7	-235	-96	-113	-101
비현금항목의 가감	644	578	425	488	486
감가상각비	274	286	296	290	286
외환손익	107	-120	-97	-64	-64
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	264	413	227	262	264
자산부채의 증감	-634	557	124	-29	-29
기타현금흐름	-235	-179	-157	-153	-155
투자활동 현금흐름	-684	-491	-315	-279	-179
투자자산	-222	-205	-100	-100	0
유형자산	-438	-284	-188	-168	-168
기타	-24	-2	-27	-11	-11
재무활동 현금흐름	838	-420	-42	-46	-46
단기차입금	0	0	264	0	0
사채	0	0	-436	0	0
장기차입금	824	-360	95	0	0
유상증자	52	1	0	0	0
현금배당	-45	-45	-30	-30	-30
기타	8	-16	65	-16	-16
현금의 증감	-62	-192	50	-185	-76
기초 현금	884	821	630	680	495
기말 현금	821	630	680	495	418
NOPLAT	23	-70	85	94	105
FCF	-144	-79	191	214	221

자료: 동국제강, 대신증권 리서치센터

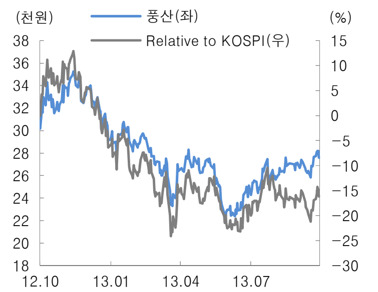
풍산 (103140)

이종형
769.3069
jhlee76@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
목표주가	35,000 하향, 담당자변경
현재주가 (13.10.25)	27,600
	철강금속업종

KOSPI	2034.39
시가총액	773십억원
시가총액비중	0.06%
자본금(보통주)	140십억원
52주 최고/최저	35,250원 / 21,950원
120일 평균거래대금	62억원
외국인지분율	9.52%
주요주주	풍산홀딩스 외 2인 33.35% 국민연금공단 10.45%

주가수익률(%)	1W	2W	3W	4W
절대수익률	1.8	14.5	2.2	-7.5
상대수익률	0.0	7.5	-1.9	-12.5



기업분석

14년 구리가격 안정과 방산매출 확대로 기업가치 상승

투자의견 BUY, 목표주가 35,000원 제시하며 커버리지 개시

- 목표주가 35,000원은 12mf PBR 0.9X를 적용
- Target multiple 0.9X는 2014년 예상 ROE 8.9%를 반영

2014년은 구리가격안정과 방산매출 확대로 안정적 성장 기대

- LME 구리가격은 1Q11 $9,651를 PEAK로 3Q13 $7,079까지 하락하면서 동사의 신동부분은 2011년~2013년까지 3년동안 메탈관련 손실발생. 신동부분 영업이익률은 2010년 6~7% 수준에서 2011~2013년은 3%내외로 하락
- 2014년 구리가격은 $7,000내외에서 안정되며 메탈관련 손실축소로 신동부분 영업이익률은 3~4% 수준으로 안정될 전망. 2014년부터 PMX부분도 턴어라운드 가능성 높아질 전망
- 2011년 이후 두 자릿수 이상의 성장률 기록하고 있는 방산부분은 2014년에도 성장지속. 방산매출액은 2013년 약 7,300억원에서 2014년 8,000억원 이상으로 확대 전망. 수익성 높은 방산매출액은 향후 3년래 1조원 수준까지 증가 계획

2014년 매출액 3.0조원(-0.3%YoY), 영업이익 1,610억원(+15.2%YoY) 전망

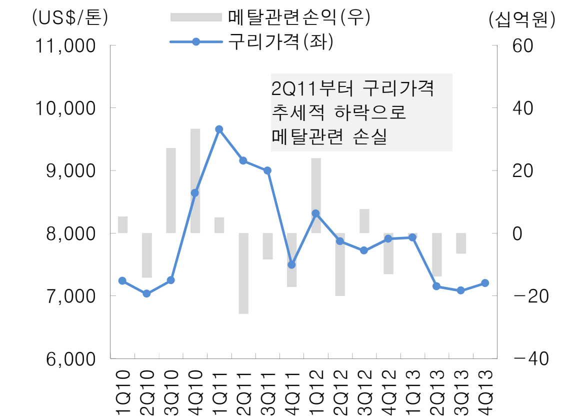
- 별도기준 실적은 매출액 2.3조원(-0.1%YoY), 영업이익 1,610억원(+7.8%) 전망
- LME 구리가격이 2013년 $7,300수준에서 2014년 $7,000로 하락해 신동매출액은 1.6조에서 1.5조로 감소하나 방산부분 매출증가가 상쇄
- 영업이익 개선은 방산부분이 주도 예상
- 2013년까지 적자기조였던 PMX는 가동률 상승과 구리가격 안정으로 BEP수준으로 회복 전망

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	2,881	2,900	2,968	2,960	3,098
영업이익	99	128	139	161	176
세전순이익	67	87	115	136	151
총당기순이익	41	62	81	96	107
지배지분순이익	41	62	81	96	107
EPS	1,452	2,199	2,897	3,433	3,810
PER	18.0	15.3	9.5	8.0	7.2
BPS	33,574	34,435	36,883	39,866	43,227
PBR	0.8	1.0	0.7	0.7	0.6
ROE	4.3	6.5	8.1	8.9	9.2

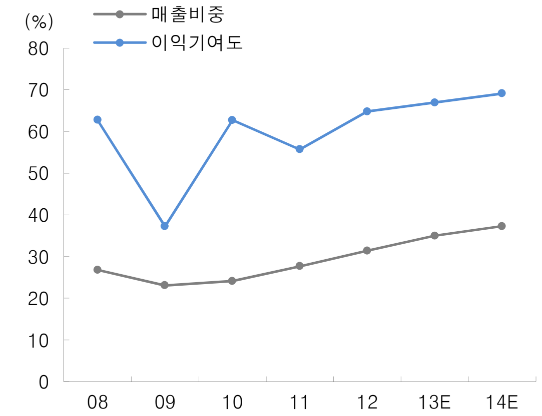
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 풍산, 대신증권 리서치센터

그림 1. 분기 구리가격과 풍산 메탈관련 손익(별도)



자료: 대신증권 리서치센터

그림 2. 방산부분 매출 및 이익기여도(별도)



주: 이익기여도는 대신증권추정치임
자료: 풍산, 대신증권 리서치센터

표 1.풍산 연결기준 중장기 실적 전망

(단위: 십억원)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	2,708	2,881	2,900	2,968	2,960	3,098
본사	2,187	2,294	2,341	2,340	2,336	2,474
본사 외	2,187	587	559	629	624	624
영업이익	231	99	128	139	161	176
본사	194	110	132	149	161	176
본사 외	38	-11	-4	-10	0	0
영업이익률	8.5	3.4	4.4	4.7	5.4	5.7
본사	8.9	4.8	5.6	6.4	6.9	7.1
본사 외	1.7	-1.8	-0.8	-1.5	0.0	0.0
세전이익	195	67	87	115	136	151
순이익	153	41	62	81	96	107
EPS(지배주주)	5,458	1,452	2,199	2,897	3,433	3,810
BPS(지배주주)	33,284	33,574	34,435	36,883	39,866	43,227
ROE(지배주주)	17.3	4.3	6.5	8.1	8.9	9.2
본사 신동판매량(천톤)	197	182	195	196	201	207
LME 구리가격(US$/톤)	7,535	8,821	7,950	7,338	7,000	7,000
원달러 환율	1,156	1,108	1,127	1,096	1,060	1,060

자료: 대신증권 리서치센터

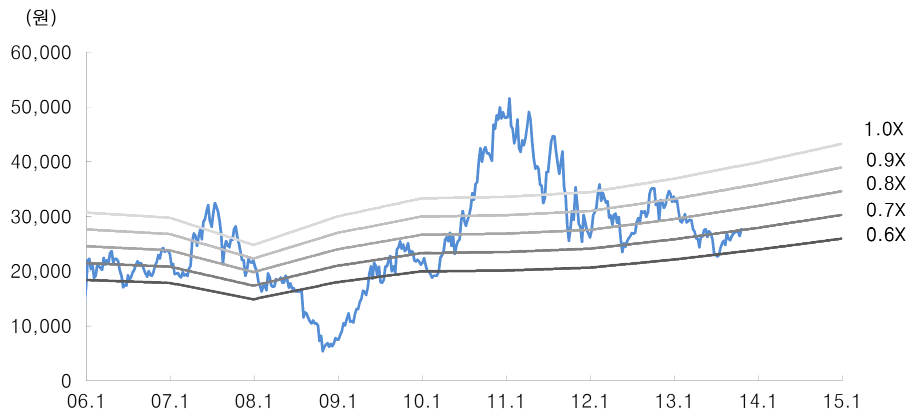
표 2. 풍산 분기실적 전망

(단위: 십억원)

구분		1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13E	4Q13E
별도기준	매출액	534	598	578	631	553	587	567	632
	영업이익	33	43	36	20	27	32	44	46
	영업이익률(%)	6.2	7.2	6.3	3.2	4.9	5.4	7.7	7.3
	세전이익	21	40	29	19	28	30	41	43
	순이익	15	31	23	16	19	25	32	33
연결기준	매출액	669	744	713	774	714	743	723	788
	영업이익	40	28	37	23	28	22	44	46
	영업이익률(%)	6.0	3.7	5.2	3.0	3.9	2.9	6.1	5.8
	세전이익	24	18	28	17	25	14	37	39
	순이익	18	10	21	12	17	10	27	28
본사 신동제품 판매량(천톤)		490	505	492	460	485	509	490	474
분기 LME 구리가격(US$/톤)		8,308	7,867	7,717	7,909	7,928	7,146	7,079	7,200
원달러 환율		1,131	1,152	1,134	1,091	1,084	1,122	1,112	1,065

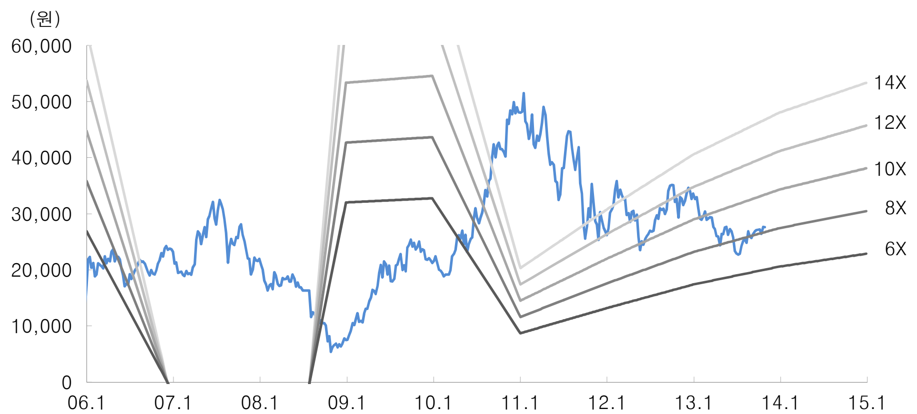
자료: 풍산, 대신증권 리서치센터

그림 3. 풍산 12mfwd PER 밴드



자료: 풍산, Fnguide, 대신증권 리서치센터

그림 4. 풍산 12mfwd PBR 밴드



자료: 풍산, Fnguide, 대신증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	2,881	2,900	2,968	2,960	3,098
매출원가	2,677	2,662	2,703	2,673	2,788
매출총이익	205	238	265	288	310
판매비와관리비	106	111	126	127	134
영업이익	99	128	139	161	176
영업이익률	3.4	4.4	4.7	5.4	5.7
EBITDA	148	183	201	225	240
영업외손익	–32	–41	–25	–25	–25
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	5	5	3	0	0
외환관련이익	53	45	0	0	0
금융비용	–62	–61	–54	–51	–51
외환관련손실	6	3	3	0	0
기타	24	16	26	26	26
법인세비용차감전순손익	67	87	115	136	151
법인세비용	–26	–25	–33	–39	–44
계속사업순손익	41	62	81	96	107
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	41	62	81	96	107
당기순이익률	1.4	2.1	2.7	3.3	3.5
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	41	62	81	96	107
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	–1	–3	–3	–3	–3
포괄순이익	31	35	55	70	81
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	31	35	55	70	81

재무상태표 (단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	1,425	1,356	1,606	1,697	1,805
현금및현금성자산	35	23	209	303	350
매출채권 및 기타채권	456	452	482	481	502
재고자산	897	867	887	885	926
기타유동자산	37	14	28	28	28
비유동자산	1,202	1,278	1,315	1,308	1,301
유형자산	1,039	1,108	1,148	1,143	1,137
관계기업투자금	1	1	1	1	1
기타비유동자산	162	169	167	165	163
자산총계	2,627	2,633	2,922	3,005	3,106
유동부채	1,080	925	1,210	1,210	1,216
매입채무 및 기타채무	197	208	211	211	217
차입금	608	499	526	526	526
유동성채무	246	167	299	299	299
기타유동부채	29	51	174	174	174
비유동부채	604	741	675	675	675
차입금	503	626	542	542	542
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	101	115	133	133	133
부채총계	1,683	1,666	1,885	1,885	1,892
지배지분	941	965	1,034	1,117	1,211
자본금	140	140	140	140	140
자본잉여금	495	495	495	495	495
이익잉여금	306	335	404	488	582
기타자본변동	0	–5	–5	–5	–5
비지배지분	2	2	3	3	3
자본총계	943	967	1,036	1,120	1,214
순차입금	1,294	1,259	1,136	1,042	995

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	1,452	2,199	2,897	3,433	3,810
PER	18.0	15.3	9.5	8.0	7.2
BPS	33,574	34,435	36,883	39,866	43,227
PBR	0.8	1.0	0.7	0.7	0.6
EBITDAPS	5,293	6,546	7,187	8,022	8,573
EV/EBITDA	13.7	12.0	9.5	8.1	7.4
SPS	102,816	103,492	105,924	105,640	110,550
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
CFPS	6,508	7,582	8,519	9,368	9,919
DPS	400	450	450	450	450

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
성장성					
매출액 증가율	6.4	0.7	2.4	–0.3	4.6
영업이익 증가율	–57.3	29.2	9.1	15.2	9.3
순이익 증가율	–73.4	51.6	31.9	18.5	11.0
수익성					
ROIC	2.7	4.0	4.4	5.2	5.6
ROA	3.9	4.9	5.0	5.4	5.7
ROE	4.3	6.5	8.1	8.9	9.2
안정성					
부채비율	178.5	172.2	182.0	168.3	155.8
순차입금비율	137.2	130.2	109.6	93.0	81.9
이자보상배율	1.8	2.2	2.7	3.1	3.4

자료: 풍산, 대신증권 리서치센터

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	9	150	93	141	94
당기순이익	41	62	81	96	107
비현금항목의 가감	142	151	157	166	171
감가상각비	49	56	62	64	65
외환손익	1	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	91	95	95	102	106
자산부채의 증감	–49	15	–50	–20	–78
기타현금흐름	–125	–78	–95	–101	–106
투자활동 현금흐름	–171	–130	–112	–57	–57
투자자산	–10	14	0	0	0
유형자산	–156	–148	–100	–57	–57
기타	–5	4	–12	0	0
재무활동 현금흐름	151	–30	62	–13	–13
단기차입금	–8	–90	27	0	0
사채	60	20	0	0	0
장기차입금	147	163	–84	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	–13	–13	–13
기타	–47	–122	132	0	0
현금의 증감	–10	–12	186	94	47
기초 현금	45	35	23	209	303
기말 현금	35	23	209	303	350
NOPLAT	61	91	99	114	125
FCF	–48	–2	61	120	131

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이종형)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자등급관련사항]

산업 투자의견

Overweight(비중확대):
향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상

Neutral(중립):
향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상

Underweight(비중축소):
향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

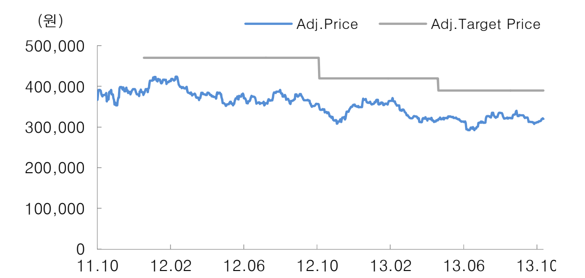
Buy(매수):
향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상

Marketperform(시장수익률):
향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상

Underperform(시장수익률 하회):
향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상

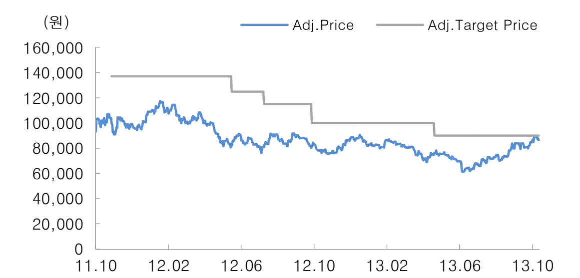
[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

POSCO(005490) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



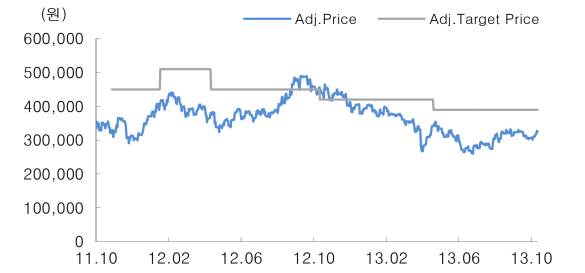
제시일자	13.10.29	담당	13.05.28	13.05.06	13.05.05	13.01.29
투자의견	Buy	애널리스트	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	390,000	변경	390,000	390,000	420,000	420,000
제시일자	12.11.27	12.10.23	12.08.11	12.07.25	12.07.01	12.06.22
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	420,000	420,000	470,000	470,000	470,000	470,000
제시일자	12.06.06	12.04.22	12.04.05	12.02.05	12.01.17	12.01.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	470,000	470,000	470,000	470,000	470,000	470,000
제시일자						
투자의견						
목표주가						

현대제철(004020) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



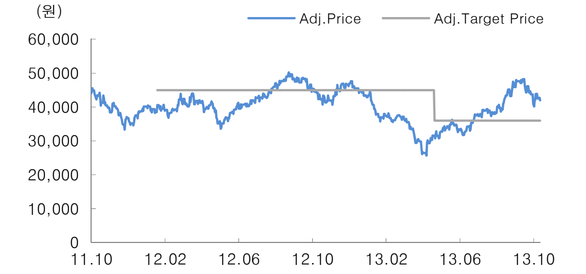
제시일자	13.10.29	담당	13.05.06	13.05.05	12.11.27	12.11.18
투자의견	Buy	애널리스트	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	100,000	변경	90,000	100,000	100,000	100,000
제시일자	12.10.16	12.08.11	12.07.29	12.07.01	12.06.22	12.06.18
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	100,000	115,000	115,000	125,000	125,000	125,000
제시일자	12.06.06	12.04.29	12.04.05	12.02.12	12.01.10	11.11.21
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	125,000	137,000	137,000	137,000	137,000	137,000
제시일자						
투자의견						
목표주가						

고려아연(010130) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



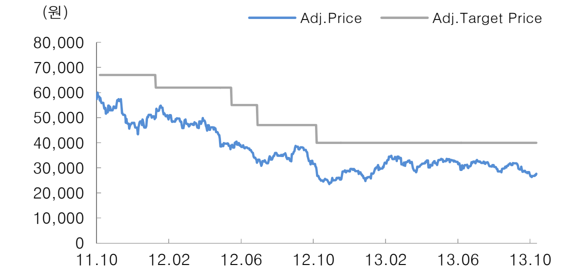
제시일자	13.10.29	담당	13.05.06	12.10.30	12.07.31	12.07.01
투자의견	Buy	애널리스트	Marketperform	Marketperform	Buy	Buy
목표주가	410,000	변경	390,000	420,000	450,000	450,000
제시일자	12.06.22	12.06.06	12.05.03	12.04.05	12.02.09	11.11.21
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	450,000	450,000	450,000	510,000	510,000	450,000
제시일자	11.10.26					
투자의견	Buy					
목표주가	450,000					
제시일자						
투자의견						
목표주가						

현대하이스코(010520) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



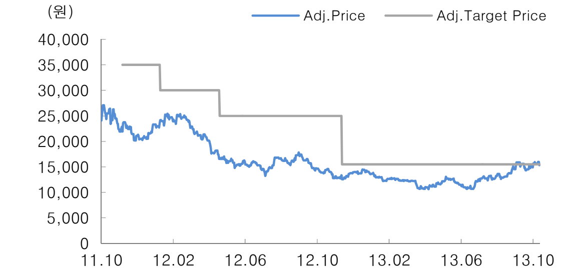
제시일자	13.10.29	담당	13.05.14	13.05.06	12.11.01	12.05.03
투자의견	Marketperform	애널리스트	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	43,000	변경	36,000	36,000	45,000	45,000
제시일자	12.04.05	12.02.10				
투자의견	Marketperform	Marketperform				
목표주가	45,000	45,000				
제시일자						
투자의견						
목표주가						
제시일자						
투자의견						
목표주가						

세아베스틸(001430) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



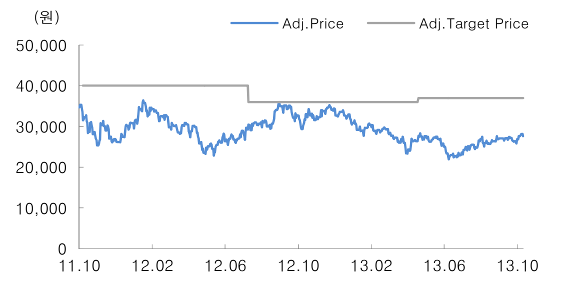
제시일자	13.10.29	담당	13.05.06	12.11.27	12.11.18	12.10.25
투자의견	Buy	애널리스트	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	38,000	변경	40,000	40,000	40,000	40,000
제시일자	12.09.23	12.09.10	12.08.11	12.07.19	12.07.01	12.06.22
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	47,000	47,000	47,000	47,000	55,000	55,000
제시일자	12.06.06	12.04.26	12.04.05	12.03.28	12.02.01	12.01.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	55,000	62,000	62,000	62,000	62,000	67,000
제시일자	11.10.31					
투자의견	Buy					
목표주가	67,000					

동국제강(001230) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	13.10.29	담당	12.11.30	12.11.27	12.05.10	12.04.05
투자의견	Marketperform	애널리스트	Marketperform	Buy	Buy	Buy
목표주가	15,000	변경	15,500	25,000	25,000	30,000
제시일자	12.02.01	12.01.10	11.11.30			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	30,000	35,000	35,000			
제시일자						
투자의견						
목표주가						
제시일자						
투자의견						
목표주가						

풍산(103140) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	13.10.29	담당	13.05.06	12.10.30	12.09.09	12.07.31
투자의견	Buy	애널리스트	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	35,000	변경	37,000	36,000	36,000	36,000
제시일자	12.05.01	12.04.05	12.02.22	11.11.02		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	40,000	40,000	40,000	40,000		
제시일자						
투자의견						
목표주가						
제시일자						
투자의견						
목표주가						