

2012년 9월 25일
Update

철강산업 | Overwiegth

Top Picks 및 관심종목

종목명	투자 의견	목표주가(12M)
현대하이스코	BUY	63,000원
풍산	BUY	45,000원(상향)



Analyst 김정욱

☎ 02-3771-7503

✉ wook@hanafn.com

새벽 예감

철강경기 저점 확인 - 본격적인 수급개선은 내년 1분기 이후 예상

최근 철강지표 개선은 추세적인 반등으로 보기 어렵지만, 철강경기 바닥을 확인했다는 점에서 의미가 크다는 판단이다. 세계경기 불확실성으로 철강수요가 위축되고 단가인하압력이 존재하고 있어 철강산업은 당분간 수요회복이 더딜 전망이어서 감산을 통한 재고조정 여부가 관건이 될 것으로 보인다. 특히, 국내 철강수급과 가격에 미치는 영향이 큰 중국 철강산업은 정권교체 이후 경기부양효과와 재고조정 가시화로 연말로 갈수록 수급개선속도가 빨라질 것으로 예상된다. 따라서 국내 철강가격 안정과 수급개선은 내년 1분기 이후가 될 전망이다. 철강지표 반등에 따른 철강경기 저점 확인으로 중장기 관점에서 비중확대전략은 유효하다는 판단이다.

3분기 실적 preview - 수익성 둔화 우려 속 실적 선전 기대주 주목

3분기 영업실적은 원료투입가격 하락에도 불구하고, 수요부진과 중국 철강가격 급락 여파로 수출가격과 내수가격이 하락해 수익성 둔화가 우려된다. 그러나 구조적으로 이익의 안정성이 확보된 고려아연과 현대하이스코, 하반기 방산매출 집중으로 실적 가시성이 높은 풍산, 판매가격 안정으로 수익성 개선이 기대되는 세아특수강은 선전할 전망이다.

Top Picks: 현대하이스코, 풍산

철강업종 top picks는 최근 주가 반등에도 불구하고 추가 상승이 기대되는 현대하이스코와 풍산을 유지한다. 현대하이스코는 자동차강판 위주의 product mix 개선과 내년 4월 당진 신냉연공장 가동으로 이익과 성장 모멘텀이 동시에 기대된다. 풍산은 실적 가시성이 높고 PMX 실적개선으로 자회사 리스크가 약화되어 주가 리레이팅이 예상된다.

Financial Data

투자지표	단위	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	십억원	82,083.8	112,768.4	109,199.9	119,534.0	125,691.3
영업이익	십억원	8,326.3	8,843.8	6,661.9	8,091.8	9,096.0
세전이익	십억원	7,924.2	7,500.5	6,305.4	7,754.6	8,715.3
순이익	십억원	6,369.0	5,774.6	4,865.5	6,103.2	6,802.5
EPS	원	15,760	14,252	11,988	15,038	16,761
증감율	%	26.8	(9.6)	(15.9)	25.4	11.5
PER	배	10.2	9.3	11.8	9.4	8.4
PBR	배	1.1	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	6.6	6.4	7.4	6.4	5.8
ROE	%	12.2	9.9	7.8	9.0	9.1
BPS	원	140,315	148,381	160,309	175,190	191,795
Net DER	%	32.2	44.8	39.9	37.8	33.3

자료: 하나대투증권(철강 Universe: POSCO, 현대제철, 고려아연, 현대하이스코, 세아베스틸, 동국제강, 풍산, 세아특수강)

CONTENTS

3	철강산업 Overview 1) 철강경기 바닥 확인 - 본격적인 회복은 내년 1분기 이후 예상3 2) Top Picks: 현대하이스코, 풍산4
6	최근 철강지표 반등 의미 1) 최근 철강지표 반등은 바닥 확인 의미 - 재고조정 여부 관련6 2) 철강사이클 저점 확인 - 내년 상반기 본격적인 확장국면 예상7 3) 중국 철강수급이 한국 철강시장 좌우 - 수출시장과 내수시장에서 가격 경쟁8 4) 중국 철강산업 재고조정 지연 - 내수판매 위축, 단가인하압력 우려9
10	고로 vs. 전기로 1) 국내 철강가격 안정과 수급개선 내년 1분기 이후 가능할 것10 2) 고로 수익성, 내년 1분기 두드러질 전망 - 최근 급락한 원료가격 본격 투입10 3) 철스크랩가격 반등 후 조정 - 하반기 전기로업체 수익성 훼손 크지 않을 것11
12	비철금속 전망 경기부양 조치로 비철금속 가격 한단계 레벨업 - 저점 확인12
14	3분기 영업실적 Preview 1) 3분기 실적 기대치 밑돌 것 - 수요부진, 판가하락으로 마진축소 우려14 2) 3분기 실적 선전 기대주 - 고려아연, 현대하이스코, 풍산, 세아특수강15 3) 4분기 실적 Preview - 세아베스틸 회복속도 빠를 것16
19	Top Picks 현대하이스코(010520)20 풍산(103140)23

1

철강산업 Overview

1) 철강경기 바닥 확인 - 본격적인 회복은 내년 1분기 이후 예상

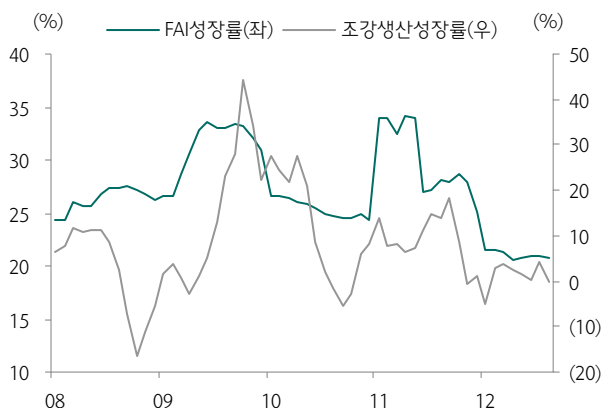
최근 철강주는 QE3 등 세계 각국의 경기부양 기대감에 힘입어 전반적인 주가 레벨업이 시도되었다. 이는 글로벌 철강수요와 재고수준을 감안해 볼 때 철강지표가 추세적으로 전환되기 어려워 보인다는 점에서 시장 sentiments 개선에 따른 순환매의 연장으로 해석된다. 특히, 철강원료가격 급락으로 추가적인 단가인하압력이 거세고 재고조정을 위한 공급조절이 필요하다는 점에서 단기적으로 추가 상승여력은 제한적일 전망이다. 다만, 철강지표 반등으로 철강경기 저점은 확인된 것으로 평가되어 중장기 관점에서 비중확대전략은 유효하다는 판단이다.

3분기 및 4분기 실적은 당초 예상치를 밑돌 전망이다. 원료투입가격 하락에도 불구하고 수요둔화와 제품가격 인하압력이 클 것으로 보이기 때문이다. 그러나 자동차강판 수요호조에 힘입어 몰마진 유지가 가능한 현대하이스코, 메탈가격 반등으로 실적 가시성이 높아진 고려아연, 풍산 등 비철금속 업체는 상대적으로 이익의 안정성이 돋보일 것으로 추정된다. 한편, POSCO 등 고로사는 최근 급락한 원료가격이 본격적으로 투입될 내년 1분기에는 수익성 개선세가 두드러질 전망이다.

철강업종에 대한 투자의견은 'Overweight'를 유지한다. 철강지표 급등락으로 단기적인 실적 가시성은 다소 악화되었으나, 국내 철강사 실적이 글로벌 철강사 대비 양호한 수준이고 철강사이클 바닥이 확인되어 향후 철강지표가 추가적으로 악화되기 보다 점진적으로 개선될 가능성이 높기 때문이다.

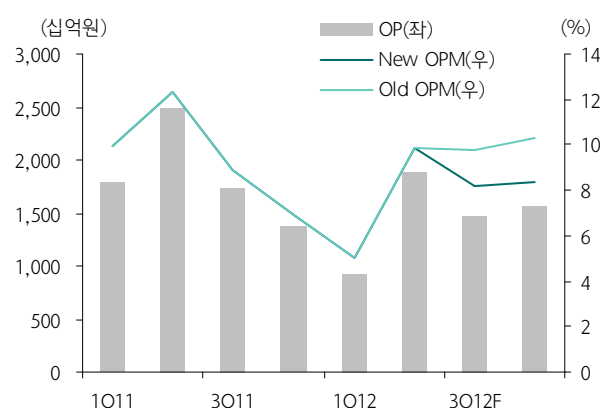
투자포인트는 1) 세계 각국의 경기부양책에 힘입어 추가적인 철강지표 악화는 제한적일 전망이고, 2) 연말로 갈수록 감산에 따른 재고조정효과 가시화로 수급개선이 기대되며, 3) 최근 급락한 원료가격이 본격 반영되는 내년 1분기에는 수익성 개선이 두드러질 것으로 보여 순환매에 의한 추가적인 주가 레벨업이 시도될 것으로 예상되는 점이다. 다만, 단기적으로 단가인하압력이 불가피해 보여 3분기에 이어 4분기에도 실적모멘텀이 기대되는 종목 위주로 어닝시즌에 대비하는 보수적인 투자전략이 주효해 보인다.

그림 1. 중국 고정자산투자 vs. 조강생산 증가율



자료: CEIC, WSA

그림 2. 철강 Universe 실적 전망 - shrink



자료: 하나대투증권

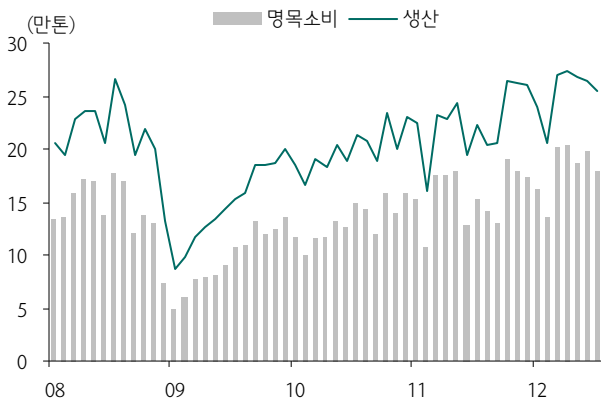
2) Top Picks: 현대하이스코, 풍산

철강업종 top picks는 구조적으로 이익의 안정성이 확보되어 3분기와 4분기 어닝모멘텀이 기대되는 현대하이스코와 풍산을 유지한다.

현대하이스코(BUY/TP 63,000원) 투자포인트는 1) 자동차강판 위주의 product mix 개선으로 이익의 안정성이 높고, 2) 롤마진 유지와 해외법인의 이익기여도 향상으로 3분기와 4분기 어닝모멘텀이 예상되며, 3) 2013.4월 당진 신냉연공장 가동에 따른 성장모멘텀 가세로 추가적인 레벨업이 가능해 보이는 점이다.

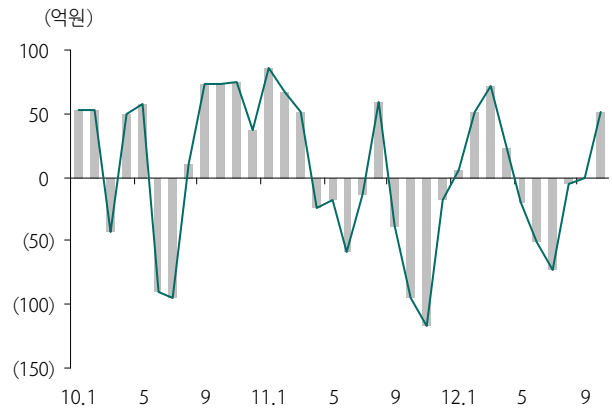
풍산(BUY/TP 45,000원) 목표주가는 최근 LME 전기동가격 상승에 따른 수익성 개선을 반영해 45,000원으로 13% 상향조정한다. 투자포인트는 1) 하반기 방산매출 집중과 전기동가격 반등으로 실적 가시성이 높고, 2) CAPA 확대효과로 이익의 안정성이 제고되었으며, 3) PMX 흑자전환으로 자회사 리스크가 약화되어 주가 리레이팅이 기대되는 점이다.

그림 3. 국내 자동차강판 수요 증가세 지속



자료: 한국철강협회, 하나대투증권

그림 4. 풍산 4분기 metal gain으로 전환 예상



자료: 하나대투증권

표 1. 철강업종 Universe Valuation 지표

	POSCO (005490, KS)	현대제철 (004020, KS)	고려아연 (010130, KS)	현대하이스코 (010520, KS)	세아베스틸 (001430, KS)	동국제강 (001230, KS)	풍산 (103140, KS)	세아특수강 (019440, KS)
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	480,000	125,000	550,000	63,000	54,000	23,000	45,000	32,000
현재주가(9/21)	381,000	90,300	480,500	47,450	38,450	17,450	35,000	21,900
Upside(%)	26.0	38.4	14.5	32.8	40.4	31.8	28.6	46.1
매출액(십억원)								
2010	47,887	10,235	3,838	6,868	1,868	8,155	2,708	527
2011	68,939	15,260	5,556	8,170	2,485	8,842	2,881	635
2012F	65,602	14,684	5,711	8,832	2,385	8,363	2,936	685
2013F	72,374	16,215	6,087	9,540	2,892	8,510	3,170	747
영업이익(십억원)								
2010	5,434	1,059	684	310	209	346	241	46
2011	5,408	1,304	964	435	297	267	123	44
2012F	3,733	1,039	930	488	241	29	167	37
2013F	4,546	1,322	1,066	544	288	92	194	41
영업이익률 (%)								
2010	11.3	10.3	17.8	4.5	11.2	4.2	8.9	8.7
2011	7.8	8.5	17.4	5.3	12.0	3.0	4.3	7.0
2012F	5.7	7.1	16.3	5.5	10.1	0.3	5.7	5.3
2013F	6.3	8.2	17.5	5.7	10.0	1.1	6.1	5.4
EPS(원)								
2010	47,090	10,812	29,086	2,455	4,156	2,629	5,458	4,504
2011	41,843	8,757	37,342	3,699	6,317	121	1,452	3,534
2012F	31,451	8,298	37,476	4,292	4,740	375	3,136	2,644
2013F	39,473	11,261	43,605	4,868	5,847	1,050	3,906	3,043
BPS(원)								
2010	447,074	99,056	146,631	16,914	30,783	48,255	33,289	19,298
2011	467,361	107,087	182,490	20,386	35,916	45,766	33,579	23,318
2012F	489,953	127,388	215,283	24,430	39,409	45,406	36,316	25,262
2013F	520,566	150,386	254,205	29,050	44,013	45,721	39,822	27,619
PER(배)								
2010	10.1	11.5	9.4	10.2	8.9	12.1	8.8	-
2011	8.9	10.9	8.0	9.5	7.3	194.7	18.0	7.5
2012F	12.1	10.9	12.8	11.1	8.1	46.5	11.2	8.3
2013F	9.7	8.0	11.0	9.7	6.6	16.6	9.0	7.2
PBR(배)								
2010	1.1	1.3	1.9	1.5	1.2	0.7	1.4	-
2011	0.8	0.9	1.7	1.7	1.3	0.4	0.8	1.1
2012F	0.8	0.7	2.2	1.9	1.0	0.4	1.0	0.9
2013F	0.7	0.6	1.9	1.6	0.9	0.4	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)								
2010	5.8	10.9	6.0	5.5	6.0	8.2	8.6	-
2011	6.2	7.4	4.2	5.5	5.0	9.4	11.8	6.8
2012F	6.7	7.1	6.9	5.6	4.7	12.8	9.8	6.1
2013F	7.0	6.1	6.3	5.6	4.5	11.0	9.6	6.2

자료: 하나대투증권

2

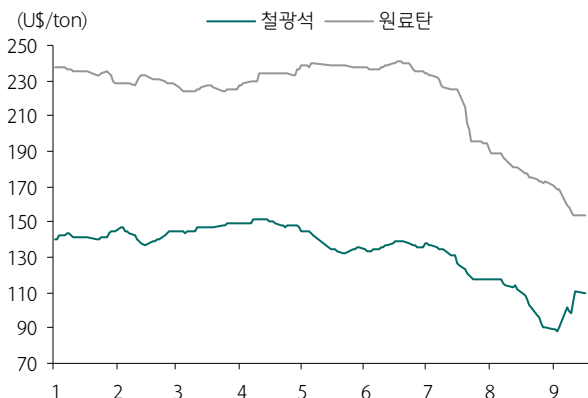
최근 철강지표 반등 의미

1) 최근 철강지표 반등은 바닥 확인 의미 - 재고조정 여부 관건

최근 철광석가격이 상승 반전되고, 중국 철강재 스왑가격이 급등하는 등 철강지표가 개선되는 모습이다. 철광석가격은 금년 고점 대비 42% 급락한 톤당 88달러 선까지 떨어진 후 다시 110달러 선을 회복했고, 중국 열연(HR) 가격도 단기간 톤당 100위안 이상 급등하기도 했다. 그러나 최근 철강지표 개선이 추세적인 반등이라기 보다는 과도하게 떨어진 각종 철강지표의 바닥을 확인했다는 의미 정도로 해석된다. 이는 1) 상대적으로 견조했던 미국 철강산업이 비수기 이후 주춤한 상황이고, 2) 세계 최대 철강 생산국인 중국 철강산업은 감산 지연으로 재고조정이 예상보다 더디게 진행되고 있으며, 3) 상반기 중 철강지표가 개선조짐을 보였던 일본은 수요가 둔화되고 재고는 증가하는 등 철강수급이 악화되고 있어 단기간 내 글로벌 철강수급이 개선되기는 어려울 것으로 전망되기 때문이다.

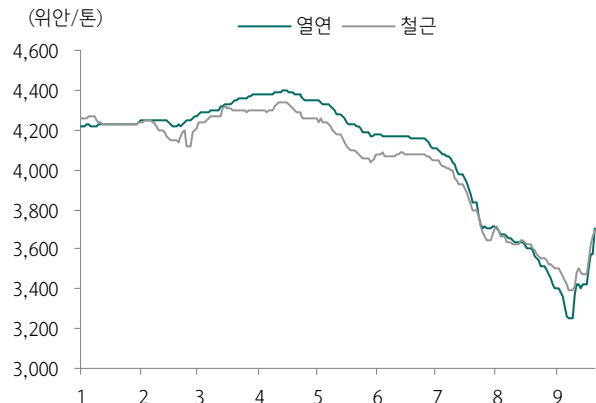
특히, 세계경기 불확실성 확대로 수요가 위축되어 철강 제품가격과 원료가격이 동시에 떨어지고, 이는 다시 철강가격 인하압력으로 작용하는 악순환구조가 이어지며 과거에 없었던 철강사간 치킨게임(chicken game) 양상도 나타나고 있다는 판단이다. 따라서 향후 철강산업은 당분간 수요회복이 더딜 것으로 보여, 감산을 통한 재고조정 여부가 관건이 될 전망이다.

그림 5. 철광석가격 급반등, 원료탄가격 약세 지속



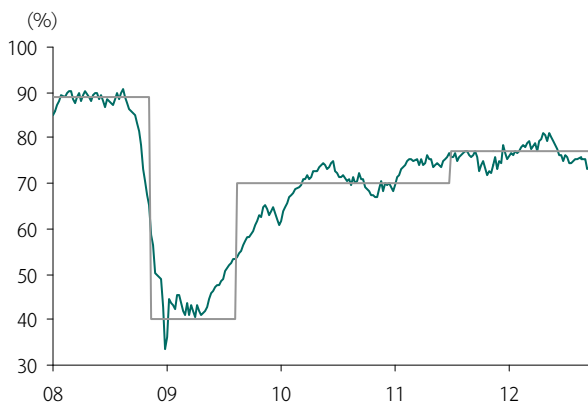
자료: Platts, 하나대투증권

그림 6. 중국 철강가격 반등 - 추가 상승 제한적



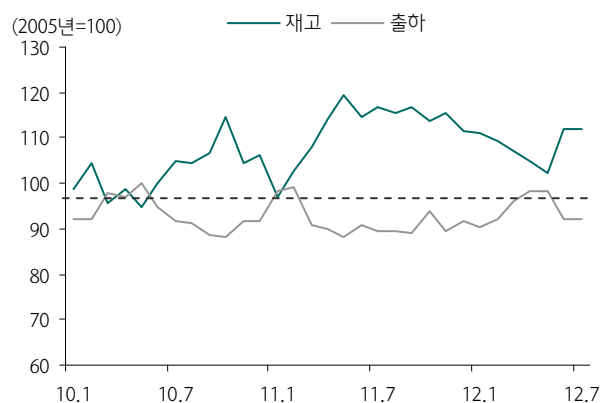
자료: Bloomberg, 하나대투증권

그림 7. 미국 철강산업 가동률 둔화



자료: Bloomberg, 하나대투증권

그림 8. 일본 철강지표 악화 - 출하 부진, 재고증가

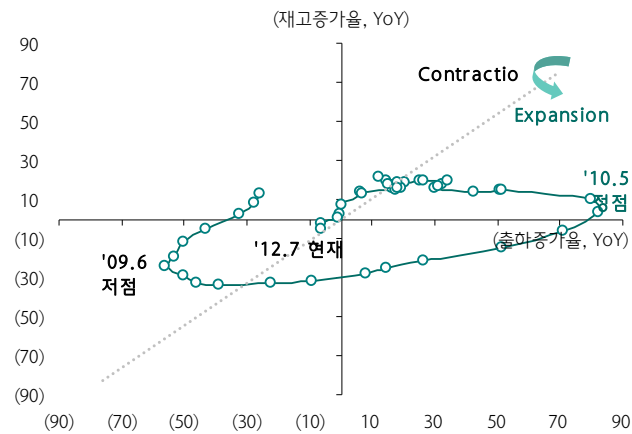


자료: Bloomberg, 하나대투증권

2) 철강사이클 저점 확인 - 내년 상반기 본격적인 확장국면 예상

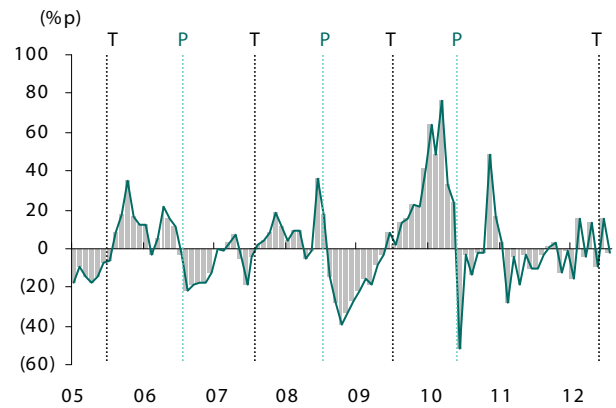
철강경기순환사이클은 금년 6월 저점이 확인되었다는 판단이다. 2010.5월 정점을 기록한 이후 25개월 만이다. 이는 지난해 일본 대지진, 중동지역 정정불안, 유로존 재정위기 등 대형 이벤트가 겹쳐 당초 11개월 주기를 크게 이탈한 것으로 보인다. 7월 현재 위치한 3사분면은 출하와 재고가 모두 줄어드는 구간이지만, 재고 감소가 이어지는 가운데 출하는 점차 늘어나는 방향으로 진행되어 수급은 점차 개선될 것으로 예상된다. 특히, 신규주문속도가 출하증가속도보다 빨라지고 있는 점도 긍정적이다. 다만, 철강사이클 주기가 길어지고 세계 경기 불확실성이 상존하는 점을 감안하면 경기부양효과가 가시화될 내년 상반기 중 본격적인 확장국면으로 이행될 가능성이 높다는 판단이다.

그림 9. 철강사이클 바닥 확인 - 내년 상반기 본격 확장국면 예상



자료: US Census Bureau, 하나대투증권

그림 10. 미국 신규주문선 위상향 - 신규주문속도 빨라져

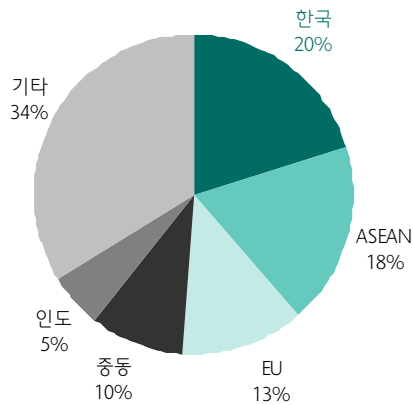


주: T(Trough, 저점), P(Peak, 정점)
자료: US Census Bureau, 하나대투증권

3) 중국 철강수급이 한국 철강시장 좌우 - 수출시장과 내수시장에서 가격경쟁

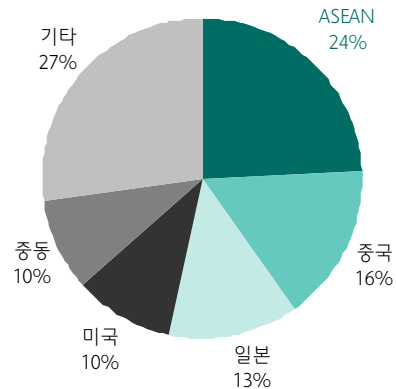
국내 철강산업에 있어서 중국 철강산업은 기회이자 위협요인으로 작용한다. 우선 한국과 중국 철강산업 관계를 살펴보면 한국은 연간 약 1,200만톤 내외에 이르는 중국의 최대 수출시장이다. 또한 우리나라 최대 수출지역인 동남아시아에서 경쟁관계에 있다. 중국은 철강수요 부진으로 수급이 악화되어 잉여물량이 증가할 경우 철강재 수출물량을 확대한다. 이 경우 한국산 철강재 수출가격은 떨어지고, 중국산 저가 수입재 유입으로 내수가격이 교란되어 국내 철강수급에 악영향을 미친다. 따라서 한국 철강시장은 중국 철강수급의 안정 여부가 국내 철강가격과 수급을 좌우한다.

그림 11. 중국 철강재 수출, 한국이 최대 수출시장



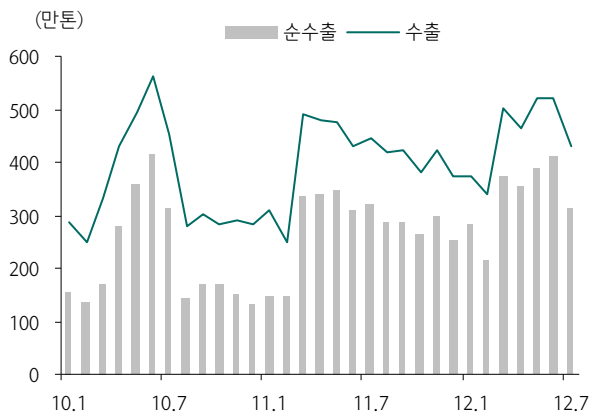
자료: Mysteel, 하나대투증권

그림 12. 한국 철강 수출, 동남아시아 중국과 경쟁



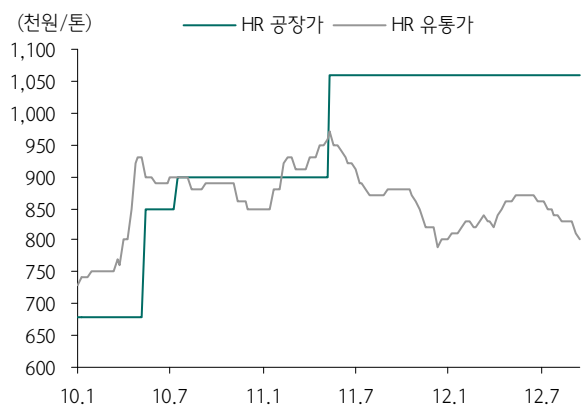
자료: 한국철강협회, 하나대투증권

그림 13. 금년 중국 철강재 수출 확대 - 내수 부진



자료: Mysteel, 하나대투증권

그림 14. 한국 열연 내수가격 - 인하압력 가중

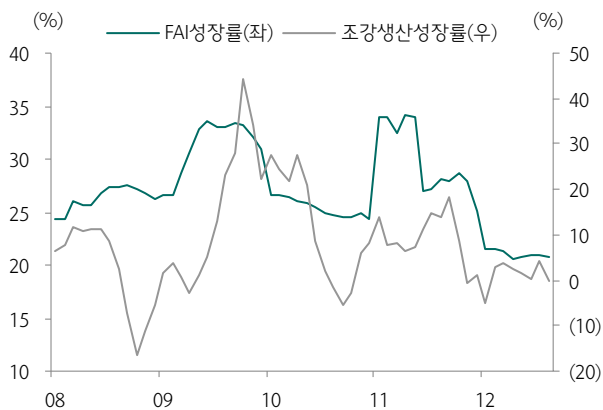


자료: KMI, 하나대투증권

4) 중국 철강산업 재고조정 지연 - 내수판매 위축, 단가인하압력 우려

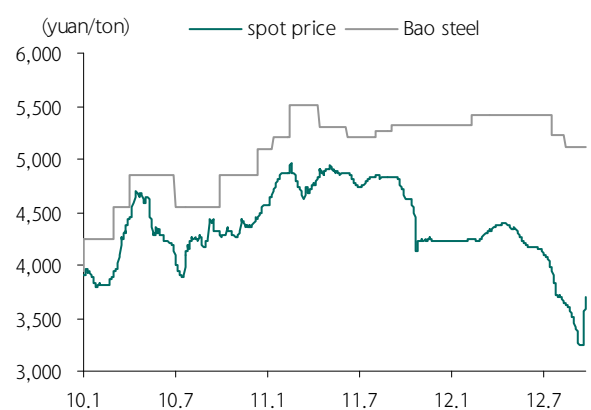
금년 들어 중국 철강산업은 고정자산 투자 둔화와 실물경기 부진에도 불구하고, 건축완화 기대감으로 철강생산이 늘어나고 수급이 악화되어 유통가격과 제강사 가격간 차이가 두드러졌다. 중국 철강가격은 국내와 달리 제강사 가격이 유통가격을 따라가는 구조이기 때문에 유통가격이 급락할 경우 원가부담이 커져 제강사의 수익성 악화로 이어진다. 그럼에도 불구하고 단위당 고정비부담을 줄이기 위해 생산량을 늘려 악순환 구조가 확대되고 재고조정도 지연되고 있는 것으로 보인다.

그림 15. 중국 고정자산투자 vs. 조강생산 증가율



자료: Bloomberg, 하나대투증권

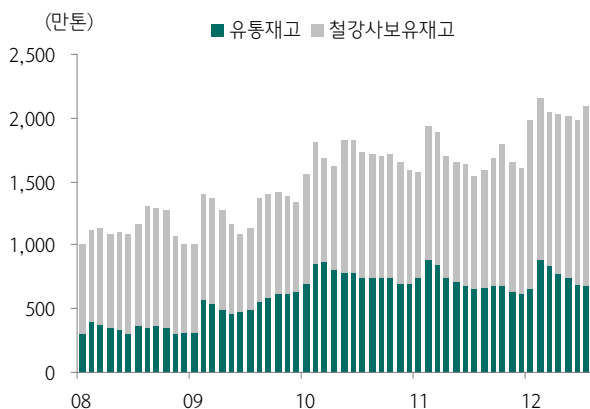
그림 16. 중국 Bao산 열연가격 vs. 유통가격



자료: Mysteel, 하나대투증권

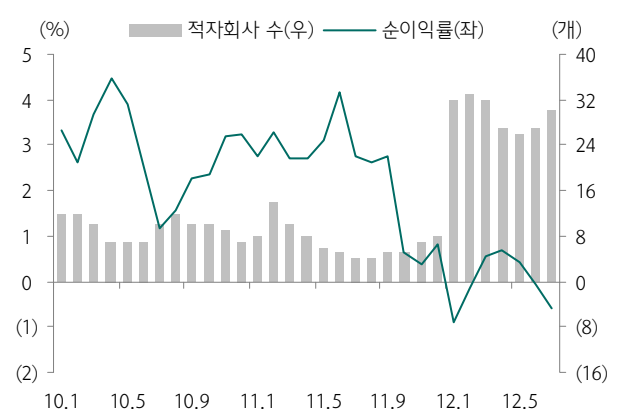
그러나 중국 중대형 제강사(81개사)의 37% 정도가 적자를 기록하고 있으며, 철강원료 투입 가격도 계약가격보다 스팟가격 의존도가 높기 때문에 감산을 통한 재고조정이 불가피하다는 판단이다. 다만, 경기둔화로 수요회복이 지연되고 감산속도가 더뎠던 단기간 내 재고조정 효과를 기대하기는 어려워 보인다. 따라서 당분간 중국산 저가재 수입이 지속되어 국내 제강사는 내수판매 위축과 단가인하압력을 피하기 어려울 전망이다.

그림 17. 중국 철강 재고 - 더딘 재고조정



자료: CEIC, Mysteel, 하나대투증권

그림 18. 중국 중대형 철강사 순이익률 vs. 적자기업



자료: CEIC, 하나대투증권

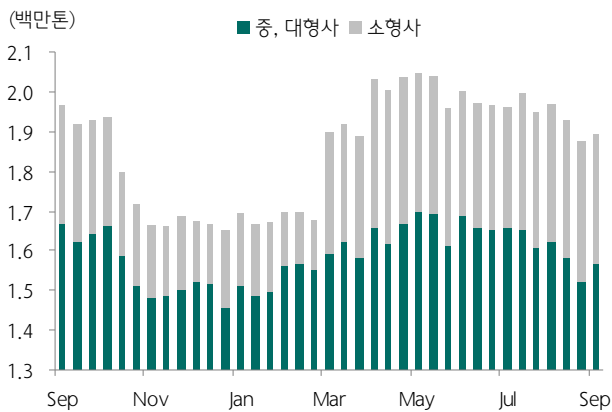
3

고로 vs. 전기로

1) 국내 철강가격 안정과 수급개선 내년 1분기 이후 가능할 것

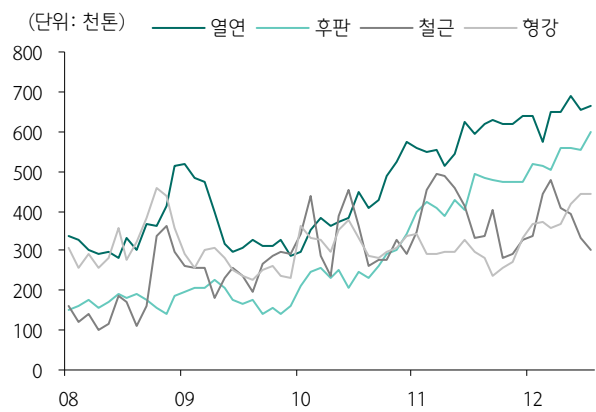
중국은 오는 10월 정권교체 이후 경기부양책이 본격화될 것으로 보이고, 더디지만 감산을 통한 재고조정이 진행되고 있어 11월 이후에는 완만한 수급개선이 기대된다. 특히, 중국은 철강재 가격 상승과 춘절수요를 겨냥한 가수요 유입이 연말부터 진행될 것으로 보여 갈수록 수급개선속도는 빨라질 것으로 예상된다. 이를 감안하면 국내 철강가격 안정과 수급개선은 내년 1분기 이후가 될 전망이다.

그림 19. 중국 일평균 생산, 중대형사 감소 뚜렷



자료: Mysteel, 하나대투증권

그림 20. 한국 강종별 재고 추이 - 철근재고 감소



자료: KOSIS, 하나대투증권

2) 고로 수익성, 내년 1분기 두드러질 전망 - 최근 급락한 원료가격 본격 투입

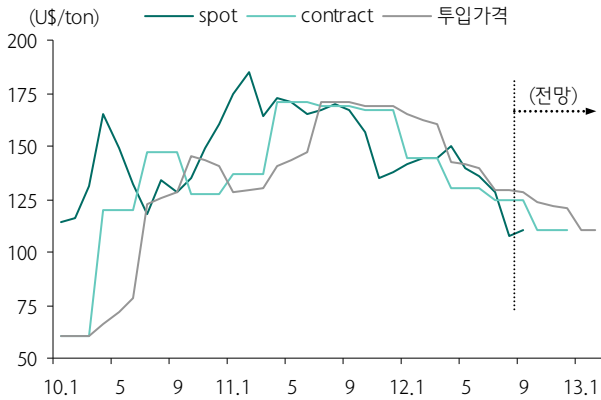
고로재 원료인 철광석과 원료탄가격은 계약가격과 스팟가격이 존재하며, 국내 철강사는 계약가격으로 원료를 구매하지만 중국은 스팟가격 의존도가 높은 편이다. 따라서 최근과 같이 원료가격이 떨어질 경우 한국은 원료투입가격이 한 분기 정도 늦게 반영되기 때문에 제품가격도 한 분기 이후 인하되어야 하지만, 국내 철강가격에 미치는 영향이 큰 중국 철강가격은 원료가격이 바로 반영되는 구조여서 단가인하압력이 불가피해진다.

3분기 중 본격 투입될 2분기 철광석 및 원료탄 계약가격은 각각 10%, 11% 하락해 원가 부담이 줄어드나, 최근 원료가격 급락으로 제품가격 방어가 어려워져 고로업체의 3분기 수익성은 당초 기대에는 미치지 못할 전망이다.

4분기에 투입될 3분기 원료계약가격은 평균적으로 5% 내외 인상되었으나, 최근 떨어진 스팟가격으로 일정부분 재조정될 것으로 보여 4분기 원료투입가격은 전분기 대비 톤당 3만원 내외 하락할 것으로 예상된다. 다만, 추가적인 단가인하압력이 거세져 고로업체의 마진축소가 우려된다.

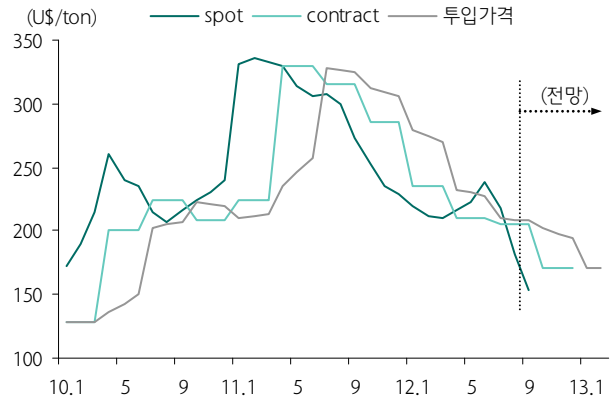
그러나 최근 급락한 원료가격이 본격적으로 투입될 내년 1분기에는 수익성 개선이 두드러질 전망이다. 1분기에 투입될 4분기 원료탄 계약가격은 톤당 170달러로 24% 하락했으며, 철광석가격은 19% 떨어진 톤당 110달러 수준에서 타결될 것으로 예상된다. 이를 감안하면 내년 1분기 원료투입가격은 톤당 7~8만원 줄어드는 효과가 기대된다.

그림 21. 철광석가격 전망 - 계약가격 상승,



자료: Platts, 하나대투증권

그림 22. 원료탄가격 전망 - 하반기 수요확대로

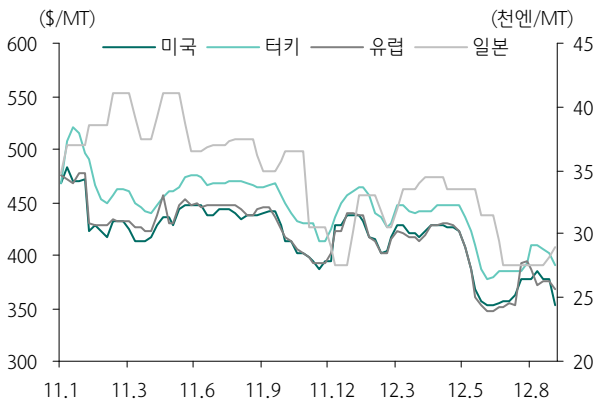


자료: Platts, 하나대투증권

3) 철스크랩가격 반등 후 조정 - 하반기 전기로업체 수익성 훼손 크지 않을 것

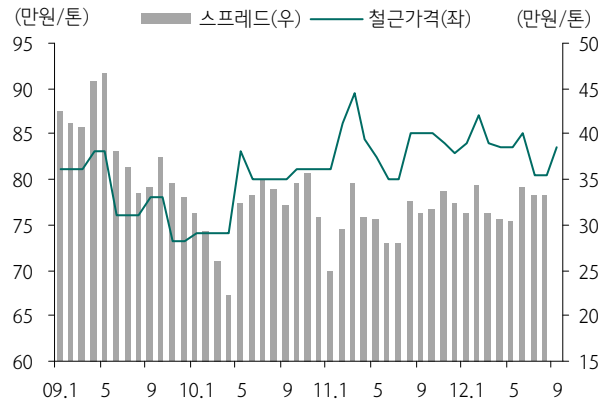
3대 철강원료 중 하나인 철스크랩가격은 철광석 등 고로재 원료와 달리 반등 후 조정양상을 보여 봉형류가격은 인상을 시도하고 있다. 다만, 수요가의 가격인상에 대한 강한 저항과 9월 들어 철스크랩가격이 약세로 돌아서 단가인상은 쉽지 않을 전망이다. 그러나 철근수요가 상대적으로 견조하고 제강사의 감산으로 수급개선이 기대되어 하반기 전기로업체의 수익성 훼손은 크지 않을 전망이다.

그림 23. 주요국 철스크랩가격 동향 - 하향안정



자료: Bloomberg, 하나대투증권

그림 24. 철근 스프레드 견조



자료: 하나대투증권

4

비철금속 전망

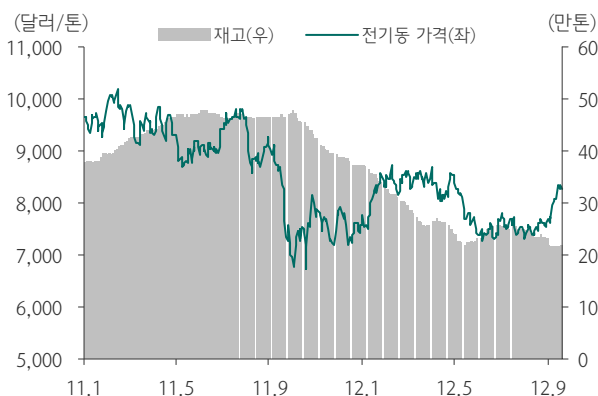
경기부양 조치로 비철금속 가격 한단계 레벨업 - 저점 확인

최근 금, 은 등 귀금속가격과 전기동, 아연 등 메탈가격이 급등했다. 최근 한달 새 전기동 가격은 11%, 아연 18%, 금 9%, 은 22% 상승해 한단계 레벨업된 것이다. 이는 중국의 경기부양책과 미국의 3차 양적완화 조치가 겹쳐 크게 자극받은 것으로 판단된다. 그러나 금년 들어 세계경기 불확실성 확대로 귀금속 및 메탈 가격이 유로지역 재정위기가 현실화됐던 지난해 9월 수준으로 떨어져 바닥권에 대한 인식이 컸으며, 가격 하락에 따른 실수요 유입이 진행되고 있었던 점도 한 원인으로 보인다. LME 전기동 재고가 최근 3년 새 가장 낮은 수준으로 감소했고, 사상 최고 수준이었던 아연 재고도 7월을 기점으로 줄어든 점은 이를 반증하는 것으로 풀이된다. 따라서 최근 메탈가격 반등은 추세적이라기 보다는 기술적인 반등 수준으로 판단되며, 한단계 레벨업으로 저점을 확인했다는 의미가 크다는 판단이다.

향후 귀금속 및 메탈가격은 완만한 우상향 추세가 기대된다. 세계 각국의 경기부양조치에도 불구하고 그 효과가 단기간 내 가시화되기 어렵고, 세계 최대 수요처인 중국의 경기둔화 기조가 당분간 지속되어 급격한 실수요 유입은 제한될 것으로 예상된다. 그러나 QE3 이후 달러약세 기조와 추가적인 상승을 겨냥한 투기수요, 경기부양 조치로 인한 산업수요 유입에 힘입어 비철금속 수급은 갈수록 개선될 전망이다. 특히, 중장기 관점에서 볼 때 기존 광산의 매장량 감소와 저품위화, 세계경기 불확실성 확대로 지연된 광산프로젝트, 노천광산 축소로 인한 채굴비용 증가 등으로 광석의 공급제한 이슈도 재부각될 것으로 예상된다.

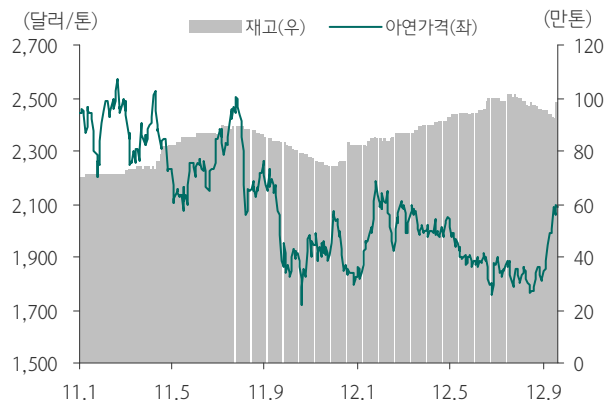
9월 급등한 귀금속 및 메탈가격은 4분기 실적에 본격 반영될 전망이다. 특히, 세계경기 불확실성과 수요부진으로 장기간 약세를 지속해 하방경직성이 확보된데다, 재고조정이 마무리된 것으로 판단되어 메탈가격이 이전 저점으로 회귀할 가능성도 낮아 보인다. 이를 감안하면 국내 대표적인 비철금속 업체인 고려아연과 풍산의 하반기 영업실적은 시장 기대치를 넘어설 가능성이 높다는 판단이다. 또한 비철금속에 대해 철강재 가격은 단가인하압력에서 벗어나지 못해 상대적으로 비철금속 업체의 실적이 돋보일 것으로 예상되는 점도 긍정적이다. 따라서 고려아연(BUY/TP 550,000원)과 풍산(BUY/TP 45,000원)에 대한 비중확대전략은 유효해 보인다.

그림 25. LME 전기동가격 반등, 재고는 감소 - 펀더멘탈 개선



자료: LME, 하나대투증권

그림 26. LME 아연가격 급반등 - 저점 확인



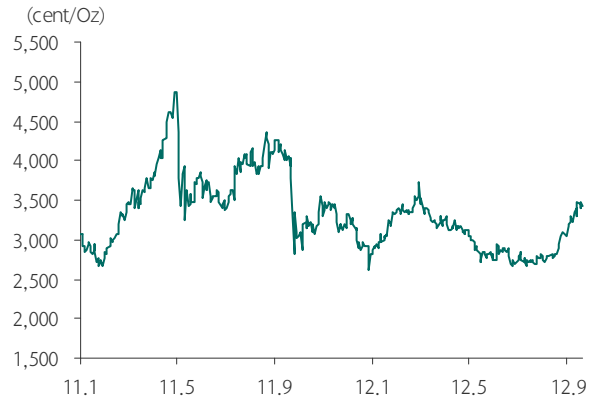
자료: LME, 하나대투증권

그림 27. 금(Gold) 가격 쌍바닥 후 반등 - 하방경직성 확보



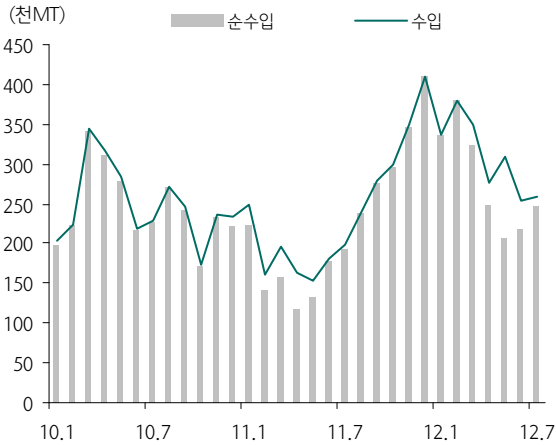
자료: LME, 하나대투증권

그림 28. 은(Silver) 가격 급반등 두드러져 - 산업수요 기반 커



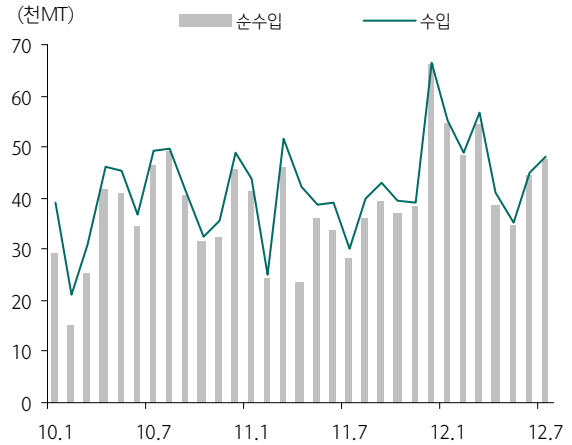
자료: LME, 하나대투증권

그림 29. 중국 전기동 수입 동향 - 완만한 증가세로 전환



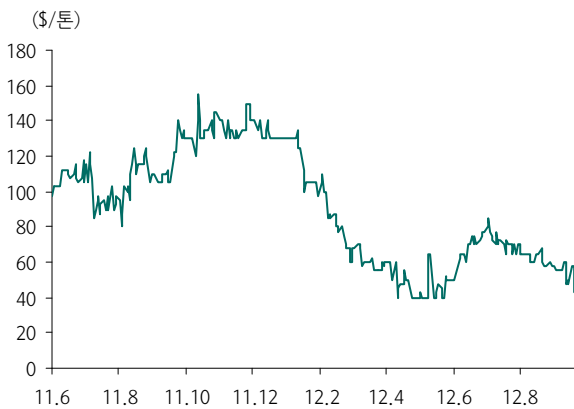
자료: Bloomberg, 하나대투증권

그림 30. 중국 아연 수입 추이 - 3개월 연속 증가



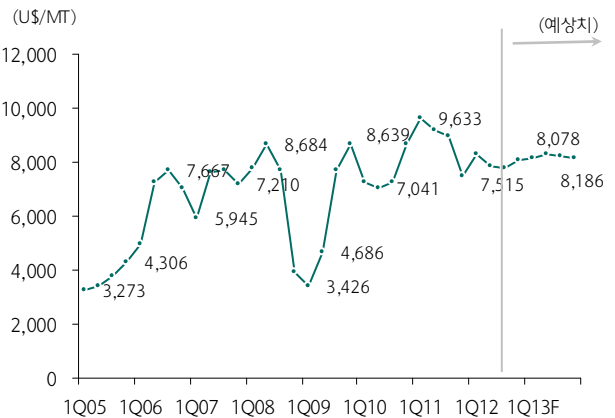
자료: Bloomberg, 하나대투증권

그림 31. 중국 전기동 현물가격 프리미엄 동향 - 하락세 이어져



자료: Bloomberg, 하나대투증권

그림 32. 전기동 consensus 가격 - 우상향 전망



자료: Bloomberg, 하나대투증권

5

3분기 영업실적
Preview

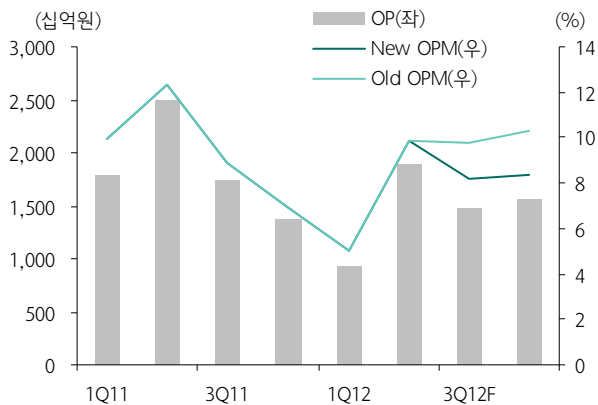
1) 3분기 실적 기대치 밑돌 것 - 수요부진, 판가하락으로 마진축소 우려

비수기인 3분기 영업실적은 원료투입가격 하락에도 불구하고, 수요부진과 중국 철강가격 급락 여파로 국내 제강사의 수출가격과 내수가격이 모두 떨어져 마진축소가 불가피해 보인다. 당사 철강 Universe K-IFRS 개별실적 기준으로 3분기 매출액은 전분기 대비 5% 감소하고, 영업이익은 21% 줄어든 것으로 추정된다. 3분기 영업이익률은 8.2%로 전분기 대비 1.7%p 떨어져 당초 기대치에는 미치지 못하지만, 1분기 영업이익률 5.0%를 바닥으로 턴어라운드 추세는 이어간다는 판단이다.

주요 제품별로 살펴보면 고로제인 판재류는 3분기 원료투입가격이 추가적으로 톤당 3만원 내외 떨어져 수익성 개선이 기대되었다. 그러나 재고조정이 지연된 중국 철강가격 급락으로 수출가격이 과도하게 떨어지고, 수요부진과 저가 수입재 유입으로 가격교란이 심화되어 내수가격도 하락해 판재류 평균판매가격이 원료투입가격보다 더 하락할 것으로 보인다.

반면, 봉형강류는 최대 비수기에도 불구하고 지방을 중심으로 한 건설수요 확대와 철스크랩 가격 반등에 따른 단가인상에 힘입어 상대적으로 안정된 수익성을 유지할 것으로 예상된다.

그림 33. 철강 Universe 실적 - 3분기 shrink



자료: 하나대투증권

그림 34. 철강업종 fwd PER - 갈수록 떨어져



자료: 하나대투증권

2) 3분기 실적 선전 기대주 - 고려아연, 현대하이스코, 풍산, 세아특수강

3분기 실적모멘텀 기대주는 구조적인 이익의 안정성이 확보된 고려아연과 현대하이스코, 하반기 방산매출 집중으로 실적 가시성이 높은 풍산, 판매가격 안정과 매출처 다변화로 수익성 개선이 기대되는 세아특수강 등이다.

고려아연(BUY/TP 550,000원) 3분기 실적은 기대치에 부합하는 수준이 예상된다. 3분기 실적에 반영될 메탈가격이 하향안정세를 보여 서프라이즈 실적은 기대하기 어려우나, 비수기 설비 대보수로 판매량이 줄어드는 점을 감안하면 선전한다는 판단이다. 이는 이익기여도가 높은 부산물(by product) 수익에 힘입어 이익의 안정성을 담보할 것으로 보이기 때문이다. 특히, 금년 9월 #5 fumer 라인 완공으로 4분 이후 부산물 비중이 확대되어 수익성 개선이 두드러질 전망이다. 개별기준 3분기 영업이익은 2,086억원으로 전분기 대비 20% 줄지만, 4분기에는 #5 fumer 가동효과와 최근 반등한 메탈가격 반영으로 13% 증가한 2,360억원에 이를 것으로 추정된다. 3분기와 4분기 영업이익률 16.8%, 17.4%는 철강업종 내에서 가장 높은 수익성이다.

현대하이스코(BUY/TP 63,000원)는 3분기에도 호실적을 이어갈 전망이다. 이는 1) 국내외 captive market에 자동차강판을 탄력적으로 공급할 수 있어 현대차 부분과업에 따른 판매차질이 크지 않고, 2) 자동차강판 수급이 타이트해 판매가격이 안정될 전망이며, 3) 유정관 및 송유관 수출호조에 힘입어 강판부문의 이익기여도가 높아질 것으로 예상되기 때문이다. 특히, 4분기에는 신차효과와 중국 천진(30만대) 및 브라질(15만대) 현지법인의 본격 가동으로 현대차향 국내외 자동차강판 수요가 늘어나 영업레버리지효과가 확대되어 수익성 개선에 기여할 것으로 보인다. 다만, 철광석 등 철강원료가격 급락으로 철강제품가격 인하압력이 거세질 것으로 예상되나, 열연(HR) 투입가격도 떨어져 롤마진 축소는 제한적일 전망이다. 3분기 영업이익은 966억원으로 전분기 대비 9% 감소에 그치고, 4분기는 15% 늘어난 1,108억원으로 사상 최대치를 경신할 것으로 추정된다.

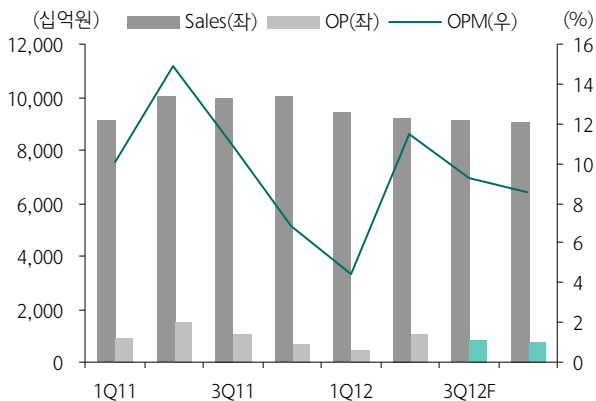
풍산(BUY/TP 45,000원) 3분기 실적은 기대치를 넘어설 가능성이 높다는 판단이다. 최근 LME 전기동가격 반등으로 재고자산평가 관련 충당금 환입규모가 예상보다 클 것으로 보이기 때문이다. 3분기 실적에 반영될 전기동가격 하락으로 metal loss는 80억원 내외에 달할 것으로 추정되나, 리드프레임 등 고가부제품 위주로 product mix가 개선되어 신동부문의 수익성 훼손은 크지 않을 전망이다. 특히, 마진이 높은 방산매출 확대로 이익의 안정성이 제고될 것으로 보이는 점도 긍정적이다. 개별기준 3분기 영업이익은 21% 감소한 401억원으로 추정되며, 4분기는 530억원으로 32% 신장될 것으로 예상된다.

세아특수강(BUY/TP 32,000원)은 3분기 이후 이익모멘텀이 회복될 전망이다. 이는 1) 경쟁사의 수익성 악화로 가격경쟁 자제, 2) 일본 자동차향 수출 확대, 3) 9월 CHQ Wire 3기와 12월 CD-Bar 1기 라인 완공으로 CAPA 확대효과가 기대되기 때문이다. 특히, 환율하락으로 원가부담이 줄어들고 외환수지도 개선될 것으로 보여 3분기 비수기 효과도 상쇄될 것으로 보인다. 3분기 영업이익은 92억원으로 전분기 대비 7% 늘어나고, 4분기에는 107억원으로 16% 신장될 것으로 추정된다.

3) 4분기 실적 Preview – 세아베스틸 회복속도 빠를 것

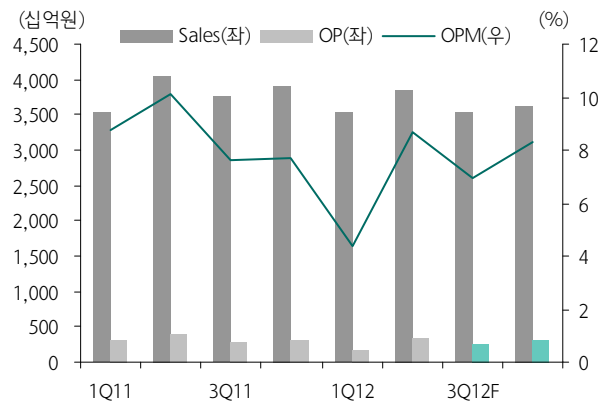
4분기 영업실적은 제강사별로 투입되는 원료가격에 따라 엇갈릴 가능성이 높다는 판단이다. 고로원료인 철광석과 원료탄의 3분기 계약가격은 당초 각각 4.6%, 7.1% 인상된 바 있다. 이를 원단위로 환산할 경우 4분기 원료투입가격은 5.5% 상승하지만, 8월 중순 이후 급락한 철광석과 원료탄 스팟가격을 반영해 4분기 투입가격은 하향 조정될 전망이다. 그러나 원료 가격 급락에 따른 단가인하압력이 커져 판재류 마진축소는 불가피해 보인다. 반면, 봉형강류는 건설수요가 견조하고 철스크랩 하락에 따른 재고효과로 수익성 훼손은 크지 않다는 판단이다. 따라서 4분기 영업이익의 신장은 세아베스틸(+35.5% QoQ), 풍산(+32.2% QoQ), 현대제철(+22.1% QoQ), 세아특수강(+16.1% QoQ), 현대하이스코(+14.8% QoQ) 순이 될 것으로 추정된다. 4분기 영업이익률 개선 폭은 세아베스틸(+1.6%p), 현대제철(+1.3%p), 풍산(+0.8%p), 고려아연(+0.6%p) 순으로 예상한다.

그림 35. POSCO 실적 – 4분기 둔화 예상



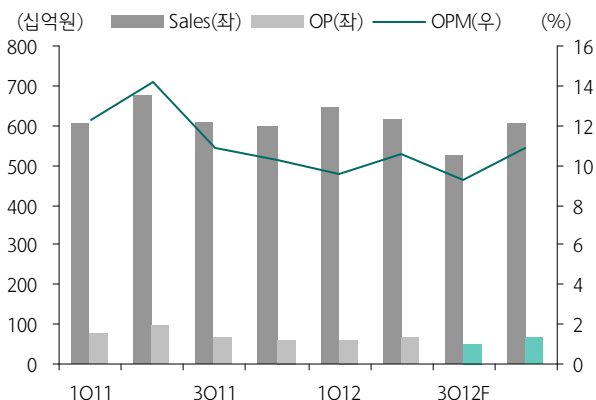
자료: POSCO, 하나대투증권

그림 36. 현대제철 실적 – 4분기 제한적 회복



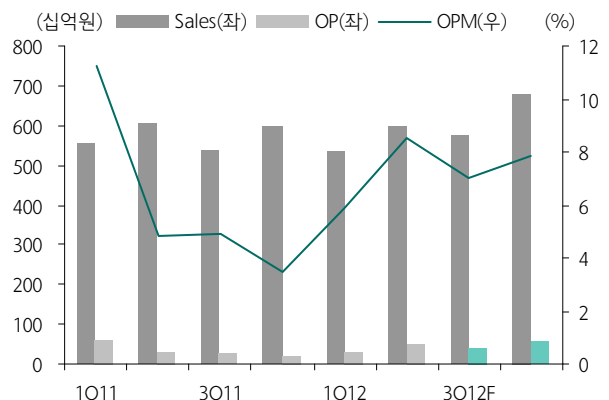
자료: 현대제철, 하나대투증권

그림 37. 세아베스틸 실적 – 4분기 턴어라운드



자료: 세아베스틸, 하나대투증권

그림 38. 풍산 실적 – 4분기 개선속도 빠를 것



자료: 풍산, 하나대투증권

표 2. K-IFRS 개별 기준 철강업종 Universe 영업실적 전망

(단위: 십억원, %)

구분	FYM	Sales	QoQ	YoY	OP	QoQ	YoY	OPM	NP	QoQ	YoY
POSCO	1Q11	9,112	(0.7)	31.1	921	77.6	(36.1)	10.1	927	153.6	(32.5)
	2Q11	10,032	10.1	26.5	1,496	62.4	(16.8)	14.9	1,246	34.3	13.0
	3Q11	9,961	(0.7)	16.9	1,087	(27.4)	5.9	10.9	249	(80.1)	(73.6)
	4Q11	10,066	1.1	9.7	692	(36.3)	33.5	6.9	767	208.7	109.8
	1Q12	9,460	(6.0)	3.8	422	(39.0)	(54.2)	4.5	539	(29.8)	(41.9)
	2Q12F	9,223	(2.5)	(8.1)	1,057	150.4	(29.3)	11.5	704	30.7	(43.5)
	3Q12F	9,141	(0.9)	(8.2)	842	(20.4)	(22.5)	9.2	781	10.9	214.2
	4Q12F	9,043	(1.1)	(10.2)	778	(7.6)	12.3	8.6	633	(18.9)	(17.5)
	2010	32,582		20.9	4,785		52.0	14.7	3,784		19.3
	2011	39,172		20.2	4,196		(12.3)	10.7	3,189		(15.7)
	2012F	36,868		(5.9)	3,099		(26.1)	8.4	2,657		(16.7)
	2013F	38,057		3.2	3,852		24.3	10.1	3,082		16.0
현대제철	1Q11	3,547	23.6	75.8	309	(13.6)	137.1	8.7	258	(16.1)	9.6
	2Q11	4,052	14.2	48.9	409	32.2	11.7	10.1	334	29.2	156.1
	3Q11	3,757	(7.3)	45.0	287	(29.8)	43.7	7.6	(127)	적전	적전
	4Q11	3,904	3.9	36.0	301	5.0	(15.8)	7.7	270	흑전	(12.3)
	1Q12	3,550	(9.1)	0.1	157	(48.0)	(49.4)	4.4	158	(41.7)	(39.0)
	2Q12F	3,861	8.8	(4.7)	334	113.2	(18.4)	8.6	185	17.6	(44.5)
	3Q12F	3,550	(8.1)	(5.5)	247	(26.0)	(14.0)	7.0	171	(7.6)	흑전
	4Q12F	3,635	2.4	(6.9)	302	22.1	0.0	8.3	199	16.3	(26.4)
	2010	10,198		28.0	1,054		79.5	10.3	906		(12.0)
	2011	15,604		53.0	1,680		59.4	10.8	1,109		22.3
	2012F	14,597		(6.5)	1,039		(38.2)	7.1	713		(35.7)
	2013F	16,038		9.9	1,295		24.6	8.1	914		28.2
고려아연	1Q11	1,048	28.0	30.9	209	46.2	23.0	20.0	173	35.3	17.1
	2Q11	1,325	26.4	65.3	196	(6.3)	10.5	14.8	158	(8.7)	23.7
	3Q11	1,350	1.8	91.0	263	34.1	112.6	19.5	178	12.5	57.4
	4Q11	1,134	(16.0)	38.4	210	(20.1)	46.8	18.5	168	(5.4)	31.4
	1Q12	1,213	7.0	15.7	200	(4.7)	(4.3)	16.5	163	(3.1)	(5.8)
	2Q12F	1,303	7.5	(1.7)	259	29.5	32.2	19.9	183	12.0	15.6
	3Q12F	1,245	(4.5)	(7.8)	209	(19.6)	(20.8)	16.8	170	(7.0)	(4.5)
	4Q12F	1,358	9.1	19.7	236	13.2	12.3	17.4	187	10.0	11.0
	2010	3,129		21.5	615		59.3	19.7	516		24.8
	2011	4,858		55.2	879		43.0	18.1	677		31.1
	2012F	5,119		5.4	904		2.9	17.7	702		3.7
	2013F	5,244		2.5	966		6.8	18.4	757		7.9
현대하이스코	1Q11	1,557	(3.0)	27.2	79	192.4	22.2	5.1	57	255.6	47.6
	2Q11	1,772	13.8	18.8	108	37.0	37.4	6.1	80	40.9	61.9
	3Q11	1,739	(1.9)	13.8	70	(35.0)	6.4	4.0	55	(31.5)	29.1
	4Q11	1,868	7.5	16.4	89	27.2	231.4	4.8	64	15.8	297.5
	1Q12	1,758	(5.9)	12.9	90	0.7	14.1	5.1	73	14.5	27.9
	2Q12F	1,921	9.3	8.4	106	18.4	(1.4)	5.5	91	25.3	13.9
	3Q12F	1,717	(10.6)	(1.2)	97	(9.2)	37.7	5.6	75	(18.0)	36.5
	4Q12F	1,914	11.5	2.5	111	14.8	24.3	5.8	86	14.6	35.0
	2010	5,847		32.2	236		65.2	4.0	147		169.4
	2011	6,935		18.6	343		45.6	4.9	255		74.3
	2012F	7,311		5.4	404		17.6	5.5	324		26.8
	2013F	8,115		11.0	447		10.8	5.5	351		8.2

자료: 각 사, 하나대투증권

표 3. K-IFRS 개별 기준 철강업종 Universe 영업실적 전망(계속)										(단위: 십억원, %)	
구분	FYM	Sales	QoQ	YoY	OP	QoQ	YoY	OPM	NP	QoQ	YoY
세아베스틸	1Q11	606	19.2	48.2	74	31.1	111.3	12.3	60	56.1	125.6
	2Q11	674	11.3	34.8	96	29.0	47.1	14.2	76	26.1	74.1
	3Q11	607	(9.9)	34.8	66	(31.4)	26.8	10.8	47	(38.0)	15.1
	4Q11	597	(1.6)	17.5	61	(6.9)	8.1	10.3	44	(5.6)	15.3
	1Q12	644	7.8	6.2	62	0.5	(17.2)	9.6	44	(0.0)	(26.2)
	2Q12F	614	(4.6)	(8.9)	65	5.1	(32.5)	10.5	45	1.4	(40.6)
	3Q12F	523	(14.8)	(13.9)	49	(25.0)	(26.2)	9.3	33	(26.6)	(29.7)
	4Q12F	604	15.4	1.1	66	35.5	7.4	10.9	46	40.6	4.6
	2010	1,868		50.0	209		14828.6	11.2	149		흑전
	2011	2,485		33.0	297		42.3	12.0	227		52.0
	2012F	2,385		(4.0)	241		(19.0)	10.1	168		(25.7)
	2013F	2,892		21.3	288		19.6	10.0	208		23.5
동국제강	1Q11	1,467	(4.4)	38.0	126	1822.2	20.2	8.6	102		11.4
	2Q11	1,576	7.4	21.4	143	13.8	212.6	9.1	108	5.4	흑전
	3Q11	1,326	(15.9)	(3.6)	(81)	적전	적전	(6.1)	(183)	적전	적전
	4Q11	1,540	16.2	0.4	(6)	적지	적전	(0.4)	(16)	적지	적지
	1Q12	1,385	(10.1)	(5.6)	(38)	적지	적전	(2.8)	(46)	적지	적전
	2Q12F	1,394	0.7	(11.5)	4	흑전	(97.3)	0.3	(30)	적지	적전
	3Q12F	1,167	(16.3)	(12.0)	(12)	적전	적지	(1.0)	(16)	적지	적지
	4Q12F	1,386	18.8	(10.0)	11	흑전	흑전	0.8	(0)	적지	적지
	2010	5,271		15.5	243		58.3	4.6	139		176.1
	2011	5,909		12.1	182		(25.2)	3.1	11		(92.1)
	2012F	5,332		(9.8)	(35)		적전	(0.7)	(93)		적전
	2013F	5,410		1.5	86		흑전	1.6	30		흑전
풍산	1Q11	552	(4.7)	6.1	62	205.2	(17.6)	11.3	35	220.6	(32.8)
	2Q11	604	9.4	9.8	29	(52.8)	(15.9)	4.9	20	(42.5)	(5.5)
	3Q11	540	(10.7)	0.7	26	(10.3)	(59.9)	4.9	14	(32.4)	(69.3)
	4Q11	597	10.6	3.1	21	(21.0)	2.2	3.5	3	(75.6)	(69.7)
	1Q12	534	(10.6)	(3.3)	31	50.2	(49.7)	5.9	15	353.3	(57.1)
	2Q12F	598	12.0	(1.0)	51	63.1	73.6	8.5	31	109.4	56.3
	3Q12F	574	(4.1)	6.3	40	(21.4)	52.2	7.0	21	(32.7)	55.7
	4Q12F	679	18.3	13.6	53	32.2	154.6	7.8	30	41.0	801.3
	2010	2,187		25.3	197		30.1	9.0	129		(12.8)
	2011	2,294		4.9	139		(29.4)	6.1	72		(44.0)
	2012F	2,385		4.0	175		26.4	7.4	97		35.3
	2013F	2,490		4.4	188		7.0	7.5	109		11.9
세아특수강	1Q11	143	(3.0)	26.9	13	67.5	30.4	8.9	9	114.5	24.6
	2Q11	167	17.1	25.0	13	5.1	(20.8)	8.0	10	11.1	(3.9)
	3Q11	162	(3.1)	20.9	10	(23.1)	(19.0)	6.3	5	(44.1)	(46.1)
	4Q11	164	1.0	11.2	8	(23.9)	18.5	4.8	4	(19.5)	7.3
	1Q12	170	4.1	19.3	8	2.0	(37.3)	4.7	5	16.8	(41.5)
	2Q12F	168	(1.5)	0.4	9	8.1	(35.5)	5.1	5	(4.3)	(49.7)
	3Q12F	162	(3.2)	0.3	9	7.2	(10.1)	5.7	6	20.9	8.9
	4Q12F	185	13.9	13.0	11	16.1	37.3	5.8	7	19.5	61.5
	2010	527		42.8	46		354.5	8.7	31		754.5
	2011	635		20.5	44		(3.8)	7.0	28		(9.5)
	2012F	685		7.9	37		(17.2)	5.3	23		(18.7)
	2013F	747		9.0	41		10.8	5.4	26		15.1

자료: 각 사, 하나대투증권

Top Picks

현대하이스코(010520)

▶ 20

풍산(103140)

▶ 23

현대하이스코(010520) | BUY

목표주가(12M): 63,000원
현재주가(9월21일): 47,450원

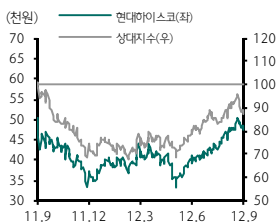
Key Data

KOSPI 지수(pt)	2,002.37
52주최고/최저(원)	50,400/33,300
시가총액(십억원)	3,805.5
시가총액비중(%)	0.33
발행주식수(천주)	80,200.0
60일 평균거래량(천주)	193.4
60일 평균거래대금(십억원)	8.7
11년 배당금(원)	250
12년 배당금(예상, 원)	250
외국인 지분율(%)	22.95
주가상승률	1M 6M 12M
절대	0.9 14.1 (5.9)
상대	(2.2) 15.3 (13.8)

Consensus Data

	2012	2013
매출액(십억원)	7,551.8	8,506.3
영업이익(십억원)	371.4	459.9
순이익(십억원)	318.2	347.3
EPS(원)	4,132	4,657
BPS(원)	23,341	27,637

Stock Price



Analyst 김정욱
☎ 02-3771-7503
✉ wook@hanafn.com

이익의 안정성 확보, 중장기 성장모멘텀 동시 기대

3분기 실적 preview – 기대치 부합하는 호실적 기대

3분기는 기대치에 부합하는 양호한 실적을 예상한다. 이는 1) 국내외 탄력적인 자동차강판 공급으로 현대차 부분파업에 따른 판매차질이 크지 않고, 2) 타이트한 수급으로 자동차강판 가격은 안정되었으며, 3) 유정관 및 송유관 수출호조에 힘입어 강관부문 이익기여도가 높아 질 것으로 예상되기 때문이다. 개별기준 3분기 매출액 및 영업이익은 1조 7,170억원, 966 억원으로 전분기 대비 각각 11%, 9% 감소에 그칠 전망이다. 철강시황 부진에도 불구하고 영업이익률이 5% 대를 유지한다는 점에서 이익의 안정성이 부각될 수 있다는 판단이다.

4분기 사상 최대실적 예상 – 신설 해외현지법인 본격 가동으로 자동차강판 수요 확대

4분기에는 사상 최대실적이 가능할 전망이다. 신차효과와 중국 천진(30만대) 및 브라질(15 만대) 현지법인의 본격 가동으로 현대차향 국내외 자동차강판 수요가 늘어나 수익성 개선이 두드러질 것으로 보인다. 다만, 철강원료가격 급락으로 철강제품가격 인하압력이 거세질 것 으로 예상되나, 열연(HR) 투입가격도 떨어져 물마진 축소는 제한적일 것으로 판단된다. 개 별기준 4분기 매출액은 전분기 대비 12% 신장되고, 영업이익은 15% 늘어난 1,108억원에 달할 것으로 추정된다.

투자의견 BUY, 목표주가 63,000원 유지 – 철강업종 Top Pick

투자의견 BUY와 목표주가 63,000원을 유지한다. 현대하이스코 주가는 9/10일 52주 최고 가를 기록한 이후 차익실현에 따른 조정국면을 나타내고 있다. 그러나 3분기와 4분기 어닝 모멘텀이 유효하고, 2013년에는 CAPA 확대에 따른 성장모멘텀까지 가세하는 점을 감안하 면 추가 상승여력은 충분해 보인다. 따라서 추가적인 주가조정은 주가 리레이팅을 겨냥한 저점 매수기회라는 판단이다.

Financial Data(K-IFRS 연결기준)

투자지표	단위	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	십억원	6,865.8	8,170.3	8,832.4	9,539.7	10,301.1
영업이익	십억원	306.9	435.1	487.5	543.5	585.7
세전이익	십억원	250.8	381.7	438.8	497.9	540.5
순이익	십억원	193.7	296.7	344.2	390.4	421.6
EPS	원	2,416	3,699	4,292	4,868	5,257
증감율	%	234.9	53.1	16.0	13.4	8.0
PER	배	10.4	9.5	11.1	9.7	9.0
PBR	배	1.5	1.7	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	배	5.6	5.5	5.6	4.9	4.5
ROE	%	15.3	19.8	19.2	18.2	16.7
BPS	원	16,914	20,386	24,430	29,050	34,060
Net DER	%	66.6	60.2	46.4	36.7	33.5

자료: 현대하이스코, 하나대투증권

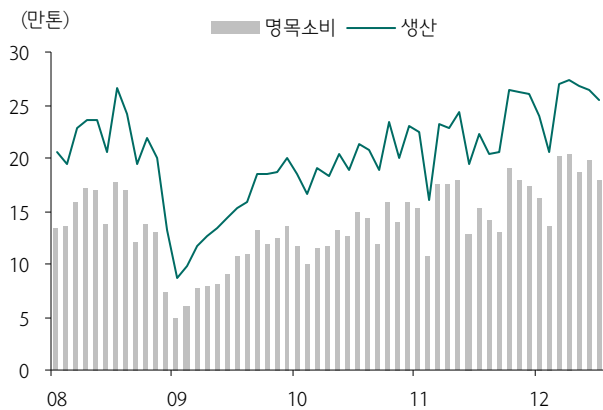
표 1. (K-IFRS 개별기준) 분기 실적 전망 - 3분기 양호, 4분기 사상 최대실적 기대

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12F	4Q12F		2011	2012F	2013F
실적(십억원)												
매출액	1,556.7	1,771.8	1,738.6	1,868.2	1,758.0	1,921.1	1,717.0	1,914.5		6,935.3	7,310.6	8,114.5
(냉연)	1,234.5	1,402.7	1,374.9	1,487.3	1,381.0	1,490.9	1,340.6	1,487.2		5,499.4	5,699.7	6,311.8
(강관)	322.2	369.1	363.7	380.9	377.0	430.2	376.4	427.3		1,435.9	1,610.9	1,802.7
영업이익	78.7	107.8	70.1	89.2	89.8	106.3	96.6	110.8		345.8	403.5	447.1
순이익	56.9	80.1	54.9	63.6	72.8	91.3	74.9	85.8		255.5	324.7	350.7
수익성(%)												
영업이익률	5.1	6.1	4.0	4.8	5.1	5.5	5.6	5.8		5.0	5.5	5.5
순이익률	3.7	4.5	3.2	3.4	4.1	4.8	4.4	4.5		3.7	4.4	4.3
YoY(%)												
매출액	27.2	18.8	13.8	16.4	12.9	8.4	(1.2)	2.5		18.6	5.4	11.0
(냉연)	29.0	19.8	15.1	17.7	11.9	6.3	(2.5)	(0.0)		19.9	3.6	10.7
(강관)	20.8	15.2	9.3	12.0	17.0	16.6	3.5	12.2		14.0	12.2	11.9
영업이익	34.2	16.5	1.5	132.9	14.1	(1.4)	37.7	24.3		33.7	16.7	10.8
순이익	36.7	32.6	(8.9)	73.1	27.9	13.9	36.5	35.0		28.4	27.1	8.0
QoQ(%)												
매출액	(3.0)	13.8	(1.9)	7.5	(5.9)	9.3	(10.6)	11.5				
(냉연)	(2.3)	13.6	(2.0)	8.2	(7.1)	8.0	(10.1)	10.9				
(강관)	(5.3)	14.6	(1.5)	4.7	(1.0)	14.1	(12.5)	13.5				
영업이익	105.5	37.0	(35.0)	27.2	0.7	18.4	(9.2)	14.8				
순이익	55.1	40.8	(31.5)	15.8	14.5	25.3	(18.0)	14.6				

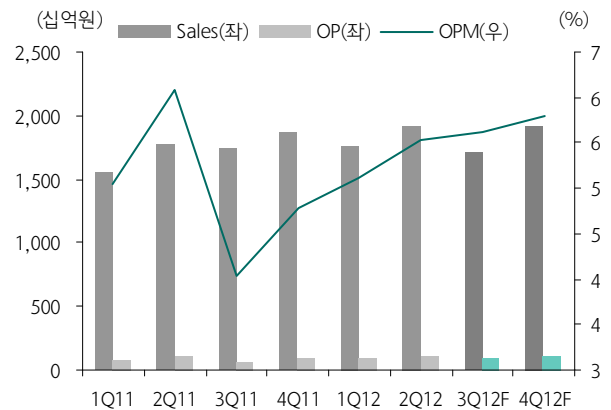
자료: 현대하이스코, 하나대투증권

그림 1. 국내 자동차강판(GA) 생산 및 명목소비 - 증가세 뚜렷



자료: 한국철강협회, 하나대투증권

그림 2. 하반기 실적 호조세 이어질 것 - 구조적인 이익의 안정성 제고



자료: 현대하이스코, 하나대투증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	6,865.8	8,170.3	8,832.4	9,539.7	10,301.1
매출원가	6,307.2	7,461.1	8,042.0	8,657.5	9,359.7
매출총이익	558.5	709.2	790.4	882.3	941.4
판매비	248.1	276.4	310.2	344.6	361.8
조정영업이익	310.4	432.8	480.2	537.7	579.6
기타영업손익	(3.6)	2.3	7.3	5.8	6.1
영업이익	306.9	435.1	487.5	543.5	585.7
금융손익	(56.0)	(53.4)	(48.6)	(45.5)	(45.2)
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전이익	250.8	381.7	438.8	497.9	540.5
법인세	56.1	84.0	93.3	106.1	117.3
계속사업이익	194.7	297.8	345.5	391.9	423.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	194.7	297.8	345.5	391.9	423.2
비지배주주순이익	1.0	1.1	1.3	1.5	1.6
지배주주순이익	193.7	296.7	344.2	390.4	421.6
NOPAT	238.2	339.4	383.8	427.7	458.6
EBITDA	522.8	686.4	847.4	946.9	1,043.6
성장성(%)					
매출액증가율	31.1	19.0	8.1	8.0	8.0
EBITDA증가율	66.6	31.3	23.4	11.8	10.2
(조정)영업이익증가율	90.7	39.4	10.9	12.0	7.8
(지배주주)순이익증가율	234.9	53.1	16.0	13.4	8.0
EPS증가율	234.9	53.1	16.0	13.4	8.0
수익성(%)					
매출총이익률	8.1	8.7	8.9	9.2	9.1
EBITDA이익률	7.6	8.4	9.6	9.9	10.1

투자지표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	2,416	3,699	4,292	4,868	5,257
BPS	16,914	20,386	24,430	29,050	34,060
CFPS	4,561	5,324	6,588	7,995	7,919
EBITDAPS	6,518	8,559	10,566	11,807	13,012
SPS	85,608	101,875	110,129	118,949	128,442
DPS	250	250	250	250	250
주기지표(배)					
PER	10.4	9.5	11.1	9.7	9.0
PBR	1.5	1.7	1.9	1.6	1.4
PCFR	5.5	6.6	7.2	5.9	6.0
EV/EBITDA	5.6	5.5	5.6	4.9	4.5
PSR	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
재무비율(%)					
ROE	15.3	19.8	19.2	18.2	16.7
ROA	5.2	6.9	7.1	7.4	7.4
ROIC	10.4	13.9	14.0	14.1	13.4
부채비율	193.9	189.0	158.6	135.6	117.5
순부채비율	66.6	60.2	46.4	36.7	33.5
이자보상배율(배)	4.6	8.7	8.4	8.7	9.3

자료: 하나대투증권

Country Aggregates					
	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2012	2013	12M Fwd	2012	2013
Korea	9.8	8.3	8.8	35.4	17.5
Emerging Market	10.8	9.5	9.9	7.5	12.7
World	12.7	11.3	11.7	6.6	12.5

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2010	2011	2012F	2013F	2014F
유동자산	2,262.2	2,726.3	2,957.5	3,169.3	3,361.5
금융자산	445.3	447.5	447.9	463.2	437.7
현금성자산	442.2	447.4	443.6	449.2	435.0
매출채권 등	896.2	1,080.4	1,217.9	1,315.5	1,420.4
재고자산	916.0	1,190.4	1,283.0	1,381.2	1,493.3
기타유동자산	4.7	8.0	8.7	9.4	10.1
비유동자산	1,710.6	1,994.3	2,110.7	2,323.5	2,589.2
투자자산	60.4	91.5	91.5	91.5	91.5
금융자산	60.4	88.9	88.9	88.9	88.9
유형자산	1,597.1	1,842.7	1,955.4	2,163.2	2,422.7
무형자산	37.1	40.9	43.8	48.0	53.3
기타비유동자산	16.1	19.2	20.0	20.8	21.7
자산총계	3,972.9	4,720.6	5,068.2	5,492.8	5,950.7
유동부채	1,903.9	2,564.9	2,467.8	2,605.4	2,633.5
금융부채	721.7	1,031.4	839.6	887.8	896.8
매입채무 등	1,135.8	1,470.0	1,564.4	1,653.5	1,672.2
기타유동부채	46.5	63.5	63.8	64.2	64.5
비유동부채	718.9	522.1	640.9	555.6	581.8
금융부채	684.8	488.0	606.3	520.7	546.3
기타비유동부채	34.1	34.2	34.6	35.0	35.4
부채총계	2,622.8	3,087.0	3,108.7	3,161.0	3,215.3
지배주주지분	1,349.6	1,628.0	1,952.4	2,322.9	2,724.7
자본금	401.0	401.0	401.0	401.0	401.0
자본잉여금	268.6	268.6	268.6	268.6	268.6
자본조정	(6.9)	(6.9)	(6.9)	(6.9)	(6.9)
기타포괄이익누계	(3.5)	(1.8)	(1.8)	(1.8)	(1.8)
이익잉여금	690.4	967.2	1,291.5	1,662.1	2,063.8
비지배주주지분	3.3	5.6	7.1	8.8	10.7

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2010	2011	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	409.3	468.6	566.7	677.0	670.5
당기순이익	193.7	296.7	344.2	390.4	421.6
조정	373.7	422.4	513.4	567.9	633.8
감가상각비	215.9	251.3	359.9	403.5	457.9
외환거래손익	(0.3)	0.6	3.8	(4.1)	(4.5)
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	158.0	170.5	149.7	168.6	180.4
자산/부채의 변동	(78.3)	(152.5)	(154.0)	(127.0)	(219.5)
투자활동현금흐름	(150.2)	(545.7)	(477.5)	(614.6)	(699.9)
투자자산감소(증가)	(11.9)	(29.4)	(4.1)	(9.8)	11.4
유형자산감소(증가)	(137.4)	(511.3)	(471.0)	(609.4)	(715.5)
기타투자활동	(0.9)	(5.0)	(2.4)	4.7	4.2
재무활동현금흐름	(129.3)	82.2	(93.0)	(56.9)	15.3
금융부채증가(감소)	(117.3)	101.1	(73.5)	(37.5)	34.7
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.0)	1.0	0.4	0.4	0.5
배당지급	(11.9)	(19.9)	(19.9)	(19.9)	(19.9)
현금의 증감	129.7	5.2	(3.7)	5.5	(14.2)
Unlevered CFO	365.8	427.0	528.4	641.2	635.1
Free Cash Flow	302.7	(26.3)	131.8	108.2	(5.2)

Sector Aggregates					
	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2012	2013	12M Fwd	2012	2013
Korea	9.9	8.6	9.0	(0.5)	15.8
Emerging Market	8.7	7.6	7.9	(15.5)	14.7
World	10.6	8.6	9.1	(18.2)	22.6

풍산(103140) | BUY

목표주가(12M): 45,000원(상향)

현재주가(9월21일): 35,000원

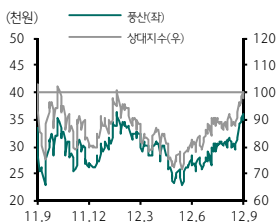
Key Data

KOSPI 지수(pt)	2,002.37
52주최고/최저(원)	36,400/22,850
시가총액(십억원)	980.8
시가총액비중(%)	0.09
발행주식수(천주)	28,024.3
60일 평균거래량(천주)	268.9
60일 평균거래대금(십억원)	8.2
11년 배당금(원)	400
12년 배당금(예상, 원)	400
외국인 지분율(%)	9.74
주가상승률	1M 6M 12M
절대	15.1 12.5 5.4
상대	12.1 13.8 (2.6)

Consensus Data

	2012	2013
매출액(십억원)	2,419.6	2,596.9
영업이익(십억원)	170.2	182.0
순이익(십억원)	98.2	114.3
EPS(원)	3,124	3,692
BPS(원)	36,177	39,553

Stock Price



Analyst 김정욱

☎ 02-3771-7503

✉ wook@hanafn.com

자회사 리스크 약화 기대, 주가 리레이팅

3분기 실적 preview – 실적 가시성 높아

3분기 실적은 기대치를 넘어설 가능성이 높아 보인다. 최근 LME 전기동가격 반등으로 재고자산평가 관련 충당금 환입규모가 예상보다 클 것으로 예상되기 때문이다. 전기동가격 하락으로 metal loss는 80억원 내외에 달할 것으로 추정되나, 리드프레임 등 고가부 위주의 product mix 개선으로 신동부문 수익성 훼손은 크지 않을 전망이다. 특히, 고마진 사업부문인 방산매출 확대로 이익의 안정성이 제고될 것으로 보인다. 개별기준 3분기 매출액은 5,737억원으로 전분기 대비 4% 줄어들고, 영업이익은 21% 감소한 401억원으로 예상된다.

4분기 수익성 개선 두드러질 것 – 사상 최대 방산매출 예상

4분기 실적도 호조세가 이어질 전망이다. 전기동가격 급반등으로 신동제품 가수요가 기대되고, 방산매출은 분기 기준 사상 최대치를 기록할 것으로 보인다. 특히, 재고조정이 마무리된 LME 전기동가격이 성수기 실수요와 경기부양효과에 힘입어 점진적인 우상향 추세가 기대되어 metal gain 전환도 가능하다는 판단이다. 4분기 매출액 및 영업이익은 전분기 대비 각각 18%, 32% 신장된 6,785억원, 530억원에 달할 것으로 추정된다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 45,000원으로 상향 – PMX 흑자전환 기대

투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가는 최근 반등한 LME 전기동가격을 반영해 45,000원으로 13% 높인다. 목표주가 45,000원은 상향 조정된 영업가치와 자산가치를 감안한 주당 NAV(44,644원)로 산정하였다. 특히, 미국현지법인 PMX의 가동률 회복으로 흑자전환될 가능성이 높아 자회사 리스크 약화에 따른 주가 리레이팅도 기대된다. 최근 8일 연속 상승 후 조정 중에 있으나 추정 fwd PER 8.1배, PBR 0.9배로 저평가되어 있어 추가 조정은 저점 매수기회라는 판단이다.

Financial Data(K-IFRS 연결기준)

투자지표	단위	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	십억원	2,707.7	2,881.3	2,935.8	3,170.2	3,281.9
영업이익	십억원	241.2	123.4	166.9	194.4	205.4
세전이익	십억원	195.3	66.5	114.3	141.8	147.2
순이익	십억원	152.9	40.7	87.9	109.5	113.9
EPS	원	5,458	1,452	3,136	3,906	4,066
증감율	%	2.3	(73.4)	116.0	24.5	4.1
PER	배	8.8	18.0	11.2	9.0	8.6
PBR	배	1.4	0.8	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	8.6	11.8	9.4	8.4	7.8
ROE	%	17.2	4.3	9.0	10.3	9.8
BPS	원	33,289	33,579	36,316	39,822	43,488
Net DER	%	123.1	137.1	125.2	124.0	110.5

자료: 풍산, 하나대투증권

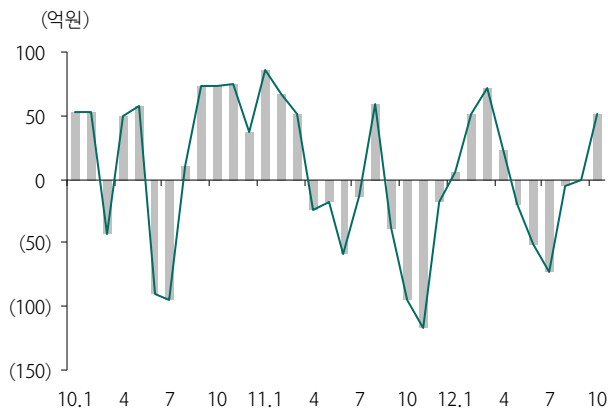
표 1. (K-IFRS 개별기준) 하반기 실적 가시성 높다 - 전기동가격 반등, 방산매출 집중

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12F	4Q12F		2011	2012F	2013F
실적(십억원)												
매출액	552.4	604.4	539.9	597.3	534.2	598.5	573.7	678.5		2,294.1	2,384.9	2,490.2
(신동)	466.3	468.3	432.5	374.1	429.6	442.4	413.8	438.7		1,741.1	1,724.5	1,767.8
(방산)	84.7	135.2	103.6	229.4	98.9	149.4	159.9	239.8		552.9	648.0	709.5
영업이익	62.2	29.4	26.4	20.8	31.3	51.0	40.1	53.0		138.8	175.5	187.7
순이익	35.0	20.1	13.6	3.3	15.0	31.4	21.2	29.8		72.0	97.5	109.0
수익성(%)												
영업이익률	11.3	4.9	4.9	3.5	5.9	8.5	7.0	7.8		6.1	7.4	7.5
순이익률	6.3	3.3	2.5	0.6	2.8	5.3	3.7	4.4		3.1	4.1	4.4
YoY(%)												
매출액	6.1	9.8	0.7	3.1	(3.3)	(1.0)	6.3	13.6		4.9	4.0	4.4
(신동)	10.5	8.7	4.2	(7.4)	(7.9)	(5.5)	(4.3)	17.3		4.1	(1.0)	2.5
(방산)	(13.8)	14.0	(13.3)	35.9	16.8	10.5	54.3	4.5		9.5	17.2	9.5
영업이익	(17.6)	(15.9)	(59.9)	2.2	(49.7)	73.6	52.2	154.6		(29.4)	26.4	7.0
순이익	(32.8)	(5.5)	(69.3)	(69.7)	(57.1)	56.3	55.7	801.3		(44.0)	35.3	11.9
QoQ(%)												
매출액	(4.7)	9.4	(10.7)	10.6	(10.6)	12.0	(4.1)	18.3				
(신동)	15.4	0.4	(7.6)	(13.5)	14.8	3.0	(6.4)	6.0				
(방산)	(49.9)	59.8	(23.4)	121.5	(56.9)	51.0	7.0	50.0				
영업이익	205.2	(52.8)	(10.3)	(21.0)	50.2	63.1	(21.4)	32.2				
순이익	220.6	(42.5)	(32.4)	(75.6)	353.3	109.4	(32.7)	41.0				

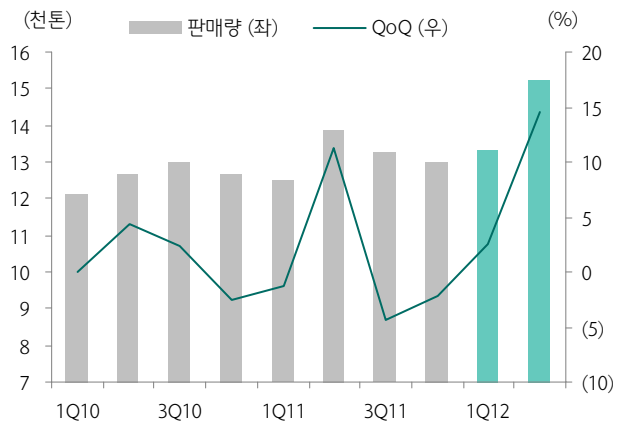
자료: 풍산, 하나대투증권

그림 1. 전기동가격 반등으로 4분기 metal gain 확대 예상



자료: 하나대투증권

그림 2. PMX 가동률 회복 - 신동제품 판매 2분기 14%(QoQ) 급증



자료: 풍산

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	2,707.7	2,881.3	2,935.8	3,170.2	3,281.9
매출원가	2,376.9	2,676.6	2,683.6	2,881.7	2,978.3
매출총이익	330.8	204.8	252.2	288.5	303.6
판매비	99.3	105.9	109.3	118.1	122.2
조정영업이익	231.5	98.9	142.9	170.4	181.3
기타영업손익	9.7	24.5	24.0	24.0	24.0
영업이익	241.2	123.4	166.9	194.4	205.4
금융손익	(45.8)	(56.5)	(57.6)	(59.6)	(62.2)
중속/관계기업손익	(0.1)	(0.3)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	0.0	5.0	6.9	4.0
세전이익	195.3	66.5	114.3	141.8	147.2
법인세	42.3	25.8	26.3	32.2	33.1
계속사업이익	153.0	40.7	88.0	109.6	114.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	153.0	40.7	88.0	109.6	114.1
비지배주주순이익	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
지배주주순이익	152.9	40.7	87.9	109.5	113.9
NOPAT	188.9	75.3	132.3	155.7	162.2
EBITDA	290.5	172.5	239.9	280.2	300.3
성장성(%)					
매출액증가율	26.4	6.4	1.9	8.0	3.5
EBITDA증가율	22.2	(40.6)	39.1	16.8	7.2
(조정)영업이익증가율	30.2	(57.3)	44.5	19.3	6.4
(지배주주)순이익증가율	2.3	(73.4)	116.0	24.5	4.1
EPS증가율	2.3	(73.4)	116.0	24.5	4.1
수익성(%)					
매출총이익률	12.2	7.1	8.6	9.1	9.2
EBITDA이익률	10.7	6.0	8.2	8.8	9.2

투자지표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	5,458	1,452	3,136	3,906	4,066
BPS	33,289	33,579	36,316	39,822	43,488
CFPS	(6,414)	(3,286)	(28)	1,163	7,137
EBITDAPS	10,365	6,155	8,560	9,999	10,716
SPS	96,621	102,816	104,760	113,123	117,110
DPS	800	400	400	400	400
주기지표(배)					
PER	8.8	18.0	11.2	9.0	8.6
PBR	1.4	0.8	1.0	0.9	0.8
PCFR	NA	NA	NA	30.1	4.9
EV/EBITDA	8.6	11.8	9.4	8.4	7.8
PSR	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	17.2	4.3	9.0	10.3	9.8
ROA	6.6	1.6	3.3	3.9	3.9
ROIC	9.8	3.5	5.8	6.5	6.4
부채비율	166.0	178.5	161.7	159.3	147.0
순부채비율	123.1	137.1	125.2	124.0	110.5
이자보상배율(배)	5.0	2.2	2.9	3.2	3.3

자료: 하나대투증권

Country Aggregates					
	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2012	2013	12M Fwd	2012	2013
Korea	9.8	8.3	8.8	35.4	17.5
Emerging Market	10.8	9.5	9.9	7.5	12.7
World	12.7	11.3	11.7	6.6	12.5

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2010	2011	2012F	2013F	2014F
유동자산	1,389.9	1,424.8	1,492.9	1,598.9	1,574.7
금융자산	66.4	63.2	50.1	64.1	109.9
현금성자산	44.9	35.1	35.8	38.6	40.0
매출채권 등	436.8	455.6	484.3	542.9	532.0
재고자산	883.4	896.8	949.1	981.6	922.2
기타유동자산	3.3	9.3	9.4	10.2	10.5
비유동자산	1,093.3	1,201.7	1,176.0	1,301.3	1,441.4
투자자산	10.4	12.1	12.1	12.1	12.1
금융자산	8.9	11.0	11.0	11.0	11.0
유형자산	972.0	1,038.7	1,127.5	1,252.1	1,391.6
무형자산	26.9	26.8	26.4	26.4	26.6
기타비유동자산	84.1	124.1	9.9	10.7	11.1
자산총계	2,483.3	2,626.5	2,668.9	2,900.2	3,016.1
유동부채	1,021.4	1,079.7	894.5	998.5	904.4
금융부채	804.6	864.5	678.7	767.0	665.2
매입채무 등	168.3	196.6	197.1	211.7	218.8
기타유동부채	48.5	18.6	18.7	19.9	20.5
비유동부채	530.8	603.6	754.4	783.3	890.4
금융부채	421.5	503.1	658.9	694.7	805.8
기타비유동부채	109.3	100.6	95.6	88.6	84.6
부채총계	1,552.2	1,683.4	1,648.9	1,781.8	1,794.8
지배주주지분	932.8	940.9	1,017.6	1,115.8	1,218.6
자본금	140.1	140.1	140.1	140.1	140.1
자본잉여금	494.5	494.5	494.5	494.5	494.5
자본조정	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
기타포괄이익누계	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
이익잉여금	297.9	306.1	382.8	481.1	583.8
비지배주주지분	2.2	2.3	2.4	2.6	2.7

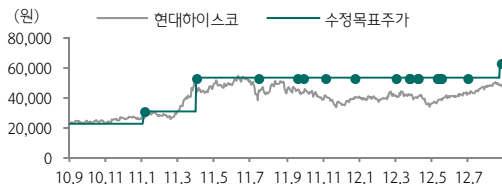
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2010	2011	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	(143.9)	(57.5)	43.6	78.7	248.2
당기순이익	152.9	40.7	87.9	109.5	113.9
조정	112.8	115.9	157.5	175.9	195.3
감가상각비	49.4	49.4	68.0	78.8	91.0
외환거래손익	(1.8)	1.4	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.1	0.3	0.0	0.0	0.0
기타	65.1	64.7	89.5	97.1	104.4
자산/부채의 변동	(160.5)	(48.8)	(118.1)	(115.1)	34.1
투자활동현금흐름	(198.6)	(170.9)	(1.7)	(188.7)	(244.9)
투자자산감소(증가)	14.9	(13.8)	13.7	(11.2)	(44.4)
유형자산감소(증가)	(209.5)	(156.1)	(155.4)	(202.0)	(229.1)
기타투자활동	(4.0)	(1.0)	140.0	24.5	28.6
재무활동현금흐름	97.6	151.5	(41.2)	112.9	(1.9)
금융부채증가(감소)	120.1	151.5	(30.0)	124.1	9.3
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당지급	(22.4)	0.0	(11.2)	(11.2)	(11.2)
현금의 증감	(28.8)	(9.8)	0.7	2.9	1.4
Unlevered CFO	(179.7)	(92.1)	(0.8)	32.6	200.0
Free Cash Flow	(108.3)	(79.4)	72.4	(52.8)	95.8

Sector Aggregates					
	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2012	2013	12M Fwd	2012	2013
Korea	9.9	8.6	9.0	(0.5)	15.8
Emerging Market	8.7	7.6	7.9	(15.5)	14.7
World	10.6	8.6	9.1	(18.2)	22.6

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이

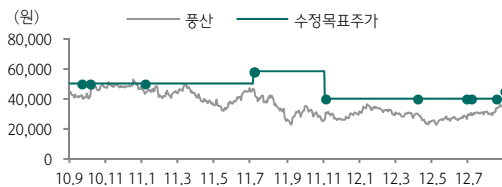
▶ 현대하이스코

날짜	투자 의견	수정 목표주가
12.9.25	BUY	63,000 원
12.9.19	BUY	63,000 원
12.7.25	BUY	53,000 원
12.6.11	BUY	53,000 원
12.6.8	BUY	53,000 원
12.6.5	BUY	53,000 원
12.6.4	BUY	53,000 원
12.5.3	BUY	53,000 원
12.5.2	BUY	53,000 원
12.4.19	BUY	53,000 원



▶ 풍산

날짜	투자 의견	수정 목표주가
12.9.25	BUY	45,000 원
12.9.11	BUY	40,000 원
12.7.31	BUY	40,000 원
12.7.23	BUY	40,000 원
12.5.2	BUY	40,000 원
12.5.1	BUY	40,000 원
11.11.30	BUY	40,000 원
11.8.3	BUY	58,000 원
11.8.2	BUY	58,000 원



투자 의견 분류 및 적용

1. 기업 및 산업의 분류

기업분석

분류

BUY(매수)
Neutral(중립)
Reduce(비중축소)

적용기준

목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업분석

분류

Overweight(비중확대)
Neutral(중립)
Underweight(비중축소)

적용기준

업종지수가 연재지수 대비 15% 이상 상승 여력
업종지수가 연재지수 대비 -15%~15% 등락
업종지수가 연재지수 대비 15% 이상 하락 가능

2. 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김정옥)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하에 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2012년 9월 25일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김정옥)는 2012년 9월 25일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.