

2012. 12. 10

# 甲論乙駁

## 안전자산선호현상 완화 가능성

### Strategists

김성노 02) 3777-8069

ksn0909@kbsec.co.kr

백윤민 02) 3777-8072

yoonmin1983@kbsec.co.kr

우리는 세 가지 측면에서 안전자산선호 현상이 완화될 가능성을 찾고자 한다. 첫째, 금과 은, 이를 제외한 commodities의 상대강도가 각각 80.6, 19.4로 크게 확대됐다. 역사적으로 보면 상대강도 80 이상은 지나친 솔림 현상의 산물이다. 둘째, high yield 채권수익률이 낮아짐에 따라 국채와의 spread 축소로 인해 high yield에 대한 투자매력이 낮아질 가능성이 높다. 셋째, 신흥시장으로의 자금유입이 지속되고 있다. 안전자산선호 현상이 완화될 경우 주식시장에는 긍정적일 수 밖에 없을 것이다. 종목별로 본다면 안전자산선호현상이 경기회복을 전제로 한다는 점에서 high  $\beta$  종목에 대한 선호도가 강화될 가능성을 열어두고자 한다.

### 미국 고용지표 개선 추세

2012년 11월 미국 비농업취업자수가 시장 예상치를 웃돌았다. 실업률은 경제활동인구 감소로 인해 7.7%로 하락했다. 금융위기 이후 민간고용은 60%를 만회한 것으로 나타나는데, 2014년 하반기에는 금융위기 이전 수준으로 회귀할 것으로 예상된다. 그러나 경제지표보다는 재정절벽에 대한 합의가 더 중요하다는 점은 잊지 말아야 할 것이다.

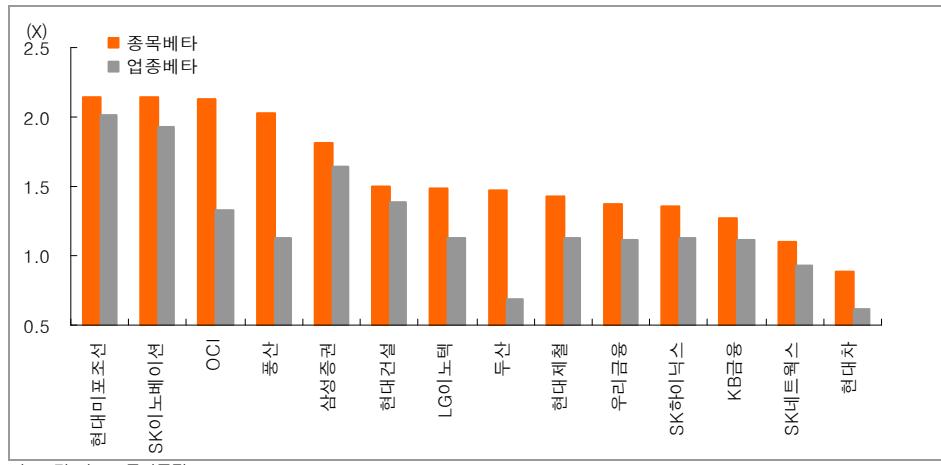
### 안전자산선호현상이 완화될 것인가?

세 가지 측면에서 안전자산선호현상이 완화될 가능성이 높다. 첫째, 금과 은, CRB Index 상대강도가 80.6, 19.4로 크게 확대됐다. 상대강도가 80을 넘어서는 구간에서는 조정 가능성이 높다. 둘째, 국채와의 spread 축소로 high yield로의 자금유입이 주춤해지고 있다. 셋째, 신흥시장으로의 자금유입이 지속되고 있다. 이러한 점들은 모두 주식시장 수급에 긍정적이다.

### $\beta$ -play 가능성을 열어두자

삼성전자 12개월 forward PBR이 1.67X로 상승했다. 금융위기 이후 1.75X가 최고치라는 점에서 추가상승을 위해서는 지리한 매매공방이 불가피할 전망이다. 외국인들은 대표종목보다는 2등 주식에 대한 순매수를 강화하고 있다. 이러한 현상은 경기회복, 수급개선 국면에서 high  $\beta$  종목을 선호하는 것으로 이해될 수 있다. 경기회복은 high  $\beta$ 에 상대적으로 유리하다.

### 경기회복, 유동성 유입국면에서 high $\beta$ 가 더 유리할 수 있다



자료: 각 사, KB 투자증권

### Compliance Notice

2012년 12월 10일 현재 당사는 상기회사와 특별한 이해관계가 없으며, 동 자료의 조사분석 담당자는 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 본 자료는 기관 투자자에게 사전 배포된 사실이 없습니다. 당사는 12월 10일 현재 삼성전자 종목을 기초자산으로 하는 ELW발행 및 LP회사임을 알려드립니다. 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 본 저작물은 KB투자증권(주)가 저작권을 보유하고 있으며, KB투자증권(주)의 고객에게만 배포됩니다. 저작권자의 허락 없이는 이를 무단전재, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.

2012. 12. 10

# Bond Inside

## 12월 금통위 Preview: 기준금리 동결 예상

### Fixed-Income Analysts

이재승 02) 3777-8049  
jamlee@kbsec.co.kr

김수양 02) 3777-8266  
ksuyang85@kbsec.co.kr

12월 금통위에서 기준금리는 동결될 것으로 예상된다. 11월 채권시장은 수익률곡선 스티프닝이 진행되며 향후 추가 인하에 대한 기대감이 높지 않은 모습을 보였다. 아직까지 국내 경제지표가 통화정책에 확실한 방향성을 형성하지 못하고 있는 상황에서 추가 기준금리 인하 보다는 정책여력 비축 차원의 기준금리 동결 가능성이 높은 것으로 판단된다. 통화정책의 모멘텀이 될 수 있는 경제지표의 의미 있는 변화는 내년 초에나 가능할 것으로 기대되는 가운데, 12월 금통위에서 시장의 관심은 내년 상반기 추가 기준금리 인하에 대한 시사여부가 될 것으로 예상된다.

### ▣ 10월 인하 이후 동결 유지할 것

12월 금통위에서 기준금리는 동결될 것으로 전망한다. 10월 기준금리 인하 이후 추가인하를 단행할 만한 요인은 크지 않아 금번 동결 결정 이후 2013년 1분기의 정책방향이 중요해질 전망이다. 11월 채권시장은 장기물 금리가 상승하며 수익률곡선의 스티프닝이 진행되는 모습을 보였는데, 이는 향후 추가 인하에 대한 기대감이 높지 않고, 경기 회복세가 형성될 수 있을 것이라는 시장의 기대감이 반영된 것으로 판단된다.

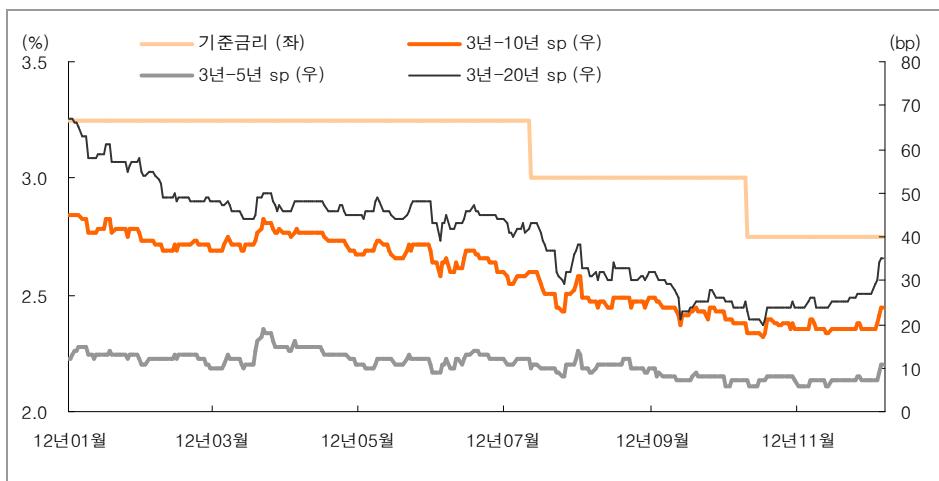
### ▣ 국내 경제, 수출 호조 불구 모멘텀 부족

아직까지 국내 경제지표가 통화정책에 확실한 모멘텀을 주지 못할 것으로 판단되는 가운데, 금통위원들은 12월 기준금리 동결을 통해 정책결정을 내년으로 미룰 것으로 예상된다. 대외 변수들의 호전에도 불구하고 국내 경제의 모멘텀은 좀처럼 살아나지 못하고 있어 국내 경제지표의 본격적인 회복세를 기대하기는 아직까지 어려운 것으로 생각된다. 향후 통화정책의 방향성을 형성할만한 경제지표의 변화는 내년 초에나 관찰될 수 있을 것으로 예상되어 12월 금리 동결에 힘을 실어줄 전망이다.

### ▣ 내년 1분기 인하 시사할까?

시장의 관심은 12월 기준금리 동결을 넘어 내년 1분기 기준금리 인하 여부에 쏠릴 것으로 보인다. 현재 많은 시장참여자들이 내년 1분기 중 한차례 기준금리 인하를 예상하고 있는 가운데, 내년 기준금리 인하를 위해서는 12월 금통위에서 인하 가능성에 대한 언급이 있어야 할 것으로 판단된다. 호주 중앙은행은 이번 12월 기준금리 인하 이전 11월 통화정책회의에서 12월 기준금리 인하 가능성은 시사하며 바람직한 통화정책 제시와 실행 사례를 보여준 것으로 평가된다.

### 한국 기준금리 및 국제 Term spread 추이



자료: Bloomberg, KB투자증권

### Compliance Notice

2012년 12월 10일 현재 당사는 상기회사와 특별한 이해관계가 없으며, 동 자료의 조사분석 담당자는 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 본 자료는 기관 투자자에게 사전 배포된 사실이 없습니다. 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 본 저작물은 KB투자증권(주)가 저작권을 보유하고 있으며, KB투자증권(주)의 고객에게만 배포됩니다. 저작권자의 허락 없이는 이를 무단전재, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.

2012. 12. 10

## Analysts

허문욱 02) 3777-8096  
mw.heu@kbsec.co.kr이경신 02) 3777-8446  
ks.lee@kbsec.co.kr

# 삼성엔지니어링 (028050)

## Corporate Day 후기

투자의견 (유지) **HOLD**  
목표주가 (유지) **194,000 (원)**

Upside / Downside (%)	12.8
현재가 (12/07, 원)	172,000
Consensus target price (원)	197,000
Difference from consensus (%)	(1.5)

### Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	2011	2012E	2013E	2014E
매출액 (십억원)	9,298	11,215	12,467	13,633
영업이익 (십억원)	717	732	801	855
순이익 (십억원)	515	515	570	614
EPS (원)	12,832	12,843	14,099	15,198
증감률 (%)	44.6	0.1	9.8	7.8
PER (X)	15.7	13.4	12.2	11.3
EV/EBITDA (X)	9.7	8.4	7.4	6.6
PBR (X)	6.1	4.0	3.2	2.6
ROE (%)	44.0	33.4	29.0	25.2

### Performance

(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.6	(16.7)	(5.2)	(27.1)
KOSPI대비 상대수익률	9.6	(18.2)	(11.2)	(29.1)



### Trading Data

시가총액 (십억원)	6,880
유통주식수 (백만주)	30
Free Float (%)	75.3
52주 최고/최저 (원)	255,000 / 142,500
거래대금 (3M, 십억원)	34
외국인 소유지분율 (%)	39.1
주요주주 지분율 (%)	제일모직외 5인
자료: Fnguide, KB투자증권	18.3

## 시장은 2013년 성장을 포기했으나, 새싹은 돋는다

얼마전까지 시장참여자들은 삼성엔지니어링의 2013년 성장을 포기했었다. 9년간 고속성장을 통해 밸류에이션 프리미엄을 받았던 성장주식에게는 치명적인 악재다. 찬사받았던 수주성장이 수익이 연동되지 않는다면, 오히려 수익구조가 흔들린다면, 여타 건설사와 차별화될 이유도 없겠다. 그런데 회사가 수익안정을 위해 양부3를 포기했더니 오히려 평가가 좋아진다. 의외로 양부3 수주기회도 다시 주어지는 분위기다. 회사가 마음을 비우니, 역량이 다시 보인다. 내년이 기대된다.

### KB투자증권, KB Star 2013 Top-pick Corporate Day에서 삼성엔지니어링 미팅 진행

12월 5일, KB투자증권이 KB Star 2013 Top-picks Corporate Day를 진행했다. 삼성전자, 현대차, POSCO 등 8개 우량기업이 참가했고, 건설섹터는 삼성엔지니어링이 참가했다. KB투자증권은 지난 11월 29일, 현대건설·삼성물산·대우건설·GS건설·대림산업을 대상으로 KB Star 건설엔지니어링 Corporate Day를 진행한 바 있다. 금번 행사에서 삼성엔지니어링을 단독 초청 한 이유는 2013년 연간주가수익 측면에서 상승률이 가장 우수할 것으로 보았기 때문이다.

### 2013년은 과거 10년 장기성장 후 재성장을 위한 순조로운 정비과정으로 평가

삼성엔지니어링은 2003년 792억원의 영업적자를 기록하는 등 잠재부실 클린화 후, 2004년부터 영업실적이 턴어라운드됐다. 적자 직전인 2002년부터 2011년까지 연평균 (CAGR) 수주액 증가율 26.5%, 매출액 증가율 28.1%, 영업이익은 2003년 클린화 직전 311억원에서 2011년 7,173억원으로 23.1배 (연평균 41.7%) 증가했다. 영업이익 증가율이 매출액 증가율을 상회하는 수익개선을 9년 동안 지속한 건설회사는 쉽게 발견하기 어렵다. 한편 2012년 들어 수익구조 불안정이 2013년까지 예상되나, 2014년 재성장을 위한 선제적인 정비과정으로 보인다.

### 무리한 성장강제로 인한 후유증을 견제하고, 견실한 수익구조를 선택한 합리적 전략

2013년 경영전략은 ① 아프리카·중남미·북아메리카 등 지역다변화를 유지하며, 삼성중공업과 협업해 LNG FPSO 탑사이드 (생산플랫폼공정) 등 off-shore를 포함한 업스트림영역에 상품다각화 성과를 본다. ② 비딩 후 입찰성공률을 30%까지 높여 비용을 절감한다. ③ 수익성을 위해 선별수주로 선회한다 (수주목표액 하단 15조원). ④ 수주잔고액이 21조원에 달해 매출기성은 안정적이다 (매출목표액 하단 12조원). ⑤ 2010~2011년 경쟁현장 마진압박요인이나, 2013년 악성현장 마무리로 2014년 수익개선이 가능하다 (2013년 영업이익률은 6%대).

### 사우디 양부3 등 포기안건에 대한 접근성 향상 등으로 예상외의 성장도 가능

최근 삼성엔지니어링의 주가 상승은 ① 예상보다 큰 주가낙폭과 대 속에 그동안 소외됐던 시클리컬관련주의 기관매수세 유입으로 전반적인 건설주 주가 상승에 연동. ② 발주처의 scope 변경으로 인한 비용증가로 포기안건에 포함시켰던 사우디 양부3 프로젝트에 대한 낙찰 가능성 증가. ③ 2013년 선별수주전략으로 말미암은 저성장 우려보다, 수익구조개선을 위한 경영전략에 대해 시장신뢰 증가. ④ 상품다각화로 2014년 재성장에 대한 기대감이 주효했다.

### 영업실적에 대한 불확실성이 사라지면 밸류에이션 배수의 자연스러운 증가 기대

건설사 악재는 수주성장과 수익구조간 밸런스 훼손이다. 수주성과가 오히려 수익성 악화로 이어지면 수익가시성 하락과 이익예측신뢰성 상실로 밸류에이션 배수가 낮아진다. 연이어 투자선호에서 밀리게 되고, 주가하락이 불가피해 진다. 2013년은 사업포트폴리오와 수익구조의 괴리를 좁히는 한 해가 될 것이다. 2014년부터는 이익 증가가 가능하겠고, 시장 밸류에이션 배수도 지금보다는 증가할 것이다. 실적이 흔들릴 때 저렴하게 사는 것이 관건이다.

순익계산서		[십억원]					대차대조표		[십억원]				
		2010	2011	2012E	2013E	2014E			2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액		5,219	9,298	11,215	12,467	13,633	자산총계		3,190	5,189	5,538	6,304	7,165
증감률 (YoY %)		29.2	78.2	20.6	11.2	9.4	유동자산		2,451	4,157	4,040	4,480	5,000
매출원가		4,417	8,219	9,937	11,073	12,141	현금성자산		909	752	540	580	750
판매 및 일반관리비		369	460	561	623	682	매출채권		1,032	2,723	2,700	3,000	3,300
기타		0	(98)	(15)	(30)	(45)	재고자산		0	0	0	0	0
영업이익		433	717	732	801	855	기타		510	682	800	900	950
증감률 (YoY %)		28.4	65.8	2.1	9.4	6.8	비유동자산		739	1,032	1,498	1,824	2,165
EBITDA		458	756	784	868	942	투자자산		280	297	606	630	656
증감률 (YoY %)		28.4	64.8	3.8	10.7	8.5	유형자산		452	700	853	1,150	1,461
이자수익		51	24	24	26	29	무형자산		6	34	39	43	47
이자비용		3	4	4	5	5	부채총계		2,202	3,875	3,827	4,143	4,510
지분법손익		14	0	1	1	1	유동부채		2,018	3,645	3,487	3,789	4,140
기타		4	(49)	(46)	(41)	(38)	매입채무		1,020	3,417	3,100	3,500	3,900
세전계속사업손익		471	687	706	780	841	유동성이자부채		49	43	200	100	50
증감률 (YoY %)		34.6	45.9	2.7	10.6	7.8	기타		950	185	187	189	190
법인세비용		116	172	191	211	227	비유동부채		183	230	340	354	369
당기순이익		355	515	515	570	614	비유동성이자부채		11	2	13	14	15
증감률 (YoY %)		34.3	45.0	0.1	10.6	7.8	기타		172	228	327	340	354
순손익의 귀속							자본총계		988	1,313	1,711	2,161	2,655
지배주주		355	513	514	564	608	자본금		200	200	200	200	200
비지배주주		(0)	1	1	6	6	자본잉여금		69	68	56	56	56
이익률 (%)							이익잉여금		929	1,358	1,763	2,213	2,707
영업이익률		8.3	7.7	6.5	6.4	6.3	자본조정		(211)	(276)	(282)	(282)	(282)
EBITDA마진		8.8	8.1	7.0	7.0	6.9	지배주주지분		987	1,351	1,738	2,187	2,681
세전이익률		9.0	7.4	6.3	6.3	6.2	순차입금		(849)	(707)	(327)	(466)	(685)
순이익률		6.8	5.5	4.6	4.6	4.5	이자지급성부채		60	45	213	114	65
현금흐름표		[십억원]					주요투자지표		[십억원]				
		2010	2011	2012E	2013E	2014E			2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업현금		85	175	271	652	765	Multiples (X)						
당기순이익		355	515	515	570	614	PER		21.6	15.7	13.4	12.2	11.3
자산상각비		26	38	52	67	86	PBR		7.8	6.1	4.0	3.2	2.6
기타비현금성손익		69	172	138	13	13	PSR		1.5	0.9	0.6	0.6	0.5
운전자본증감		(365)	(483)	(312)	2	52	EV/ EBITDA		14.9	9.7	8.4	7.4	6.6
매출채권감소 (증가)		(336)	(1,516)	9	(300)	(300)	배당수익률 (%)		1.3	1.5	1.7	1.7	1.7
재고자산감소 (증가)		14	0	0	0	0	EPS		8,877	12,832	12,843	14,099	15,198
매입채무증가 (감소)		393	1,227	(289)	400	400	BPS		24,523	32,911	42,470	53,597	65,846
기타		(436)	(194)	(33)	(98)	(48)	SPS		130,473	232,455	280,363	311,671	340,832
투자현금		(22)	91	(528)	(400)	(435)	DPS		2,500	3,000	3,000	3,000	3,000
단기투자자산감소 (증가)		177	471	15	(7)	(8)	수익성지표 (%)						
장기투자증권감소 (증가)		(2)	38	(56)	(4)	(4)	ROA		12.1	12.3	9.6	9.6	9.1
설비투자		(167)	(267)	(320)	(359)	(392)	ROE		40.3	44.0	33.4	29.0	25.2
유무형자산감소 (증가)		(5)	(7)	(8)	(10)	(10)	ROIC		n/a	n/a	59.2	41.3	36.7
재무현금		(194)	(108)	63	(219)	(169)	인정성지표 (% X)						
차입금증가 (감소)		14	(16)	174	(99)	(49)	부채비율		222.8	295.1	223.6	191.7	169.9
자본증가 (감소)		(76)	(92)	(111)	(120)	(120)	순차입비율		n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
배당금지급		76	92	111	120	120	유동비율		121.4	114.0	115.9	118.3	120.8
현금 증감		(130)	151	(199)	33	162	이자보상배율		n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
총현금흐름 (Gross CF)		450	725	705	650	714	활동성지표 (회)						
(-) 운전자본증가 (감소)		326	230	410	(2)	(52)	총자산회전율		1.8	2.2	2.1	2.1	2.0
(-) 설비투자		167	267	320	359	392	매출채권회전율		5.9	5.0	4.1	4.4	4.3
(+) 자산매각		(5)	(7)	(8)	(10)	(10)	재고자산회전율		n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Free Cash Flow		(48)	220	(33)	283	363	자산/자본구조 (%)						
(-) 기타투자		2	(38)	56	4	4	투하자본		(1.5)	34.2	52.4	56.4	56.7
영여현금		(50)	258	(89)	279	359	차입금		5.7	3.3	11.1	5.0	2.4

자료: Fnguide, KB투자증권

주: EPS는 완전회석 EPS

**Compliance Notice**

2012년 12월 10일 현재 당사는 상기회사와 특별한 이해관계가 없으며, 동 자료의 조사분석 담당자는 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 당사는 12월 10일 현재 삼성엔지니어링 종목을 기초자산으로 하는 ELW 발행 및 LP회사임을 알려 드립니다.본 자료는 기관 투자자에게 사전 배포된 사실이 없습니다.

본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

**해당회사에 대한 최근 2년간 투자의견**

기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고	기업명 주가 및 KB투자증권 목표주가
삼성엔지니어링	2011/11/07	BUY	300,000	(원)	
	2011/11/21	BUY	300,000		
	2011/12/09	BUY	300,000		
	2012/01/06	BUY	300,000		
	2012/01/31	BUY	300,000		
	2012/04/09	BUY	300,000		
	2012/04/25	BUY	300,000		
	2012/05/21	BUY	300,000		
	2012/05/31	BUY	300,000		
	2012/06/18	BUY	300,000		
	2012/06/25	BUY	300,000		
	2012/06/26	BUY	300,000		
	2012/06/29	BUY	300,000		
	2012/07/19	BUY	255,000		
	2012/08/03	BUY	255,000		
	2012/09/28	BUY	255,000		
	2012/10/24	BUY	255,000		
	2012/11/21	HOLD	194,000		
	2012/12/04	HOLD	194,000		
	2012/12/10	HOLD	194,000		

**투자등급 및 적용기준**

구분	투자등급	적용기준 (향후 1년 기준)
업종(Sector)	OVERWEIGHT (비중확대)	시장대비 7% 이상 상승 예상
	NEUTRAL (중립)	시장대비 -7%~7% 수익률 예상
	UNDERWEIGHT (비중축소)	시장대비 7% 이상 하락 예상
기업(Report)	BUY (매수)	추정 적정주가 15% 이상 상승 예상
	HOLD (보유)	추정 적정주가 -15%~15% 수익률 예상
	SELL (매도)	추정 적정주가 15% 이상 하락 예상

본 저작물은 KB투자증권(주)가 저작권을 보유하고 있으며, KB투자증권(주)의 고객에게만 배포됩니다. 저작자의 허락 없이는 이를 무단전재, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.

2012. 12. 10

## Analysts

김현태 02) 3777-8128  
htkim@kbsec.co.kr이현호 02) 3777-8074  
kingnun@kbsec.co.kr

## POSCO (005490)

## Corporate Day 후기

투자의견 (유지) **BUY**  
**목표주가 (유지) 360,000 (원)**

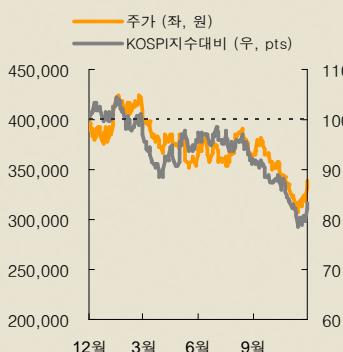
Upside / Downside (%)	6.5
현재가 (12/07, 원)	338,000
Consensus target price (원)	436,000
Difference from consensus (%)	(17.4)

## Forecast earnings &amp; valuation

Fiscal year ending	2011	2012E	2013E	2014E
매출액 (십억원)	68,939	64,513	60,834	63,641
영업이익 (십억원)	5,408	3,631	3,627	3,810
순이익 (십억원)	3,714	2,435	2,445	2,453
EPS (원)	41,843	27,595	27,685	27,784
증감률 (%)	(11.1)	(34.1)	0.3	0.4
PER (X)	9.1	12.2	12.2	12.2
EV/EBITDA (X)	6.9	8.3	8.0	7.8
PBR (X)	0.9	0.7	0.7	0.7
ROE (%)	9.9	6.2	5.9	5.7

## Performance

(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.6	(7.1)	(7.4)	(15.0)
KOSPI대비 상대수익률	(0.4)	(8.6)	(13.3)	(16.9)



## Trading Data

시가총액 (십억원)	29,469
유통주식수 (백만주)	59
Free Float (%)	67.2
52주 최고/최저 (원)	424,000 / 308,000
거래대금 (3M, 십억원)	68
외국인 소유지분율 (%)	52.1
주요주주 지분율 (%)	Bank of New York Mellon 15.4

자료: Fnguide, KB투자증권

## 어려운 시황은 인정. 단, 지금이 업황 저점

당사가 진행한 Corp. Day에서 POSCO는 내년에도 시황이 어렵다는 점은 인정했지만, 지금이 업황 저점이라는 점과 난국을 타개하기 위한 다양한 중장기 전략을 투자자에게 설명했다. 자동차강판은 글로벌 최고 수준의 경쟁력을 바탕으로 성장을 지속하고, 후판은 에너지 강재 비중을 높여 조선업의 존도를 낮추겠다는 전략이다. 단기 시황과 실적 측면에서도, 제품 가격 추가 하락 가능성은 낮고 실적도 내년 1Q부터 개선된다는 점을 피력했다.

## ▣ 시황 어렵지만 주가에 상당 부분 반영돼 있다는 입장 표명

당사가 12/5일 진행한 업종 대표주 Corp. Day에서 POSCO는 최근 시황 및 실적, 그리고 중장기 성장 전략에 대해 자세히 설명했다. 회사 측도 시황이 어렵다는 점과 2013년 큰 폭의 개선 가능성은 낮게 봤지만, ① 현재 시황에서 더 나빠질 요인이 없고, ② 제품 가격은 11월부터, 분기 실적은 내년 1Q부터 개선된다는 점에서 주가 하락이 과도하다는 점을 피력했다. 미팅에 참석한 투자자들도 단기 시황에 대한 부분은 대부분 공감을 표명했다.

## ▣ 1) 시황 및 실적: 철강 가격 지금이 바닥, 실적은 1Q13부터 개선

회사 측은 시황에 대해 '수요가 본격 회복되지 않아 철강 가격의 추세 상승은 어렵지만 현 가격 수준에서 등락' 할 것으로 전망했다. 철광석, 철강 가격이 공히 9월 중순에 바닥을 찍고 반등했는데 해당 가격이 중국 광산업체나 철강사의 한계 원가이기 때문에 그 이하로 내려가기 어렵다는 분석이다. 4분기 실적은 제품 가격 하락이 커 영업이익이 전분기 대비 더 악화되지만 내년 1분기에는 제품 가격 Flat, 저가 원료 반영으로 실적 개선을 예상 중이다.

## ▣ 2) 자동차강판, 후판에 대한 우려와 대응 방안

올해 자동차강판 판매량 750만톤 가운데 현대차 그룹향은 95만톤에 불과해, 현대하이스코 증설로 인한 피해는 크지 않을 것으로 전망했다. 자동차용 강재에서 POSCO는 글로벌 Top 3 수준의 경쟁력을 갖추고 있으며, 이미 글로벌 Top 15 완성차 회사에 모두 제품을 납품하고 있어 자동차 시장 자체가 망가지지 않는 한 큰 문제가 없다는 입장이다. 후판은 조선향 비중을 낮추고 에너지용 강재 비중을 크게 높여 대응할 방침이다. 이미 Shell과는 Off-shore plant에 대해 독점 계약을 체결해 대응력을 높이고 있다.

## ▣ 3) 광산 인수 현황 및 2013년 전망

최근 우선협상대상자로 선정된 캐나다 광산은 철광석 가격이 추가 하락하더라도 수익이 날 수 있을 정도로 경쟁력이 높아 관심 있게 검토 중이라고 밝혔다. 국민연금을 포함한 컨소시엄으로 참여하기 때문에 POSCO의 Capex 지출은 크지 않을 것이란 설명도 덧붙였다. 2013년 사업 계획은 아직 확정되지 않았는데, 기본적으로 내년에도 시황이 힘들 것이라는 전제를 깔고 있다. 올해와 마찬가지로 5가지 시나리오로 구상 중인데, 실적이 올해보다 더 악화될 가능성이 낮을 것으로 회사 측은 보고 있다.

손익계산서		[십억원]					대차대조표					[십억원]				
		2010	2011	2012E	2013E	2014E				2010	2011	2012E	2013E	2014E		
매출액		47,887	68,939	64,513	60,834	63,641	자산총계			69,418	78,409	80,896	82,416	84,545		
증감률 (YoY %)		29.9	44.0	(6.4)	(5.7)	4.6	유동자산			27,672	33,557	32,763	32,110	31,989		
매출원가		39,722	59,824	57,345	53,744	56,222	현금성자산			7,065	7,016	5,129	5,937	4,670		
판매 및 일반관리비		2,621	3,660	3,581	3,463	3,608	매출채권			9,989	12,557	13,456	12,689	13,274		
기타		111	46	(43)	0	(0)	재고자산			9,559	12,284	12,461	11,750	12,292		
영업이익		5,434	5,408	3,631	3,627	3,810	기타			1,059	1,700	1,717	1,734	1,752		
증감률 (YoY %)		40.5	(0.5)	(32.9)	(0.1)	5.1	비유동자산			41,746	44,852	48,133	50,306	52,556		
EBITDA		8,469	7,674	6,152	6,311	6,619	투자자산			11,444	11,016	11,966	12,452	12,958		
증감률 (YoY %)		31.9	(9.4)	(19.8)	2.6	4.9	유형자산			25,438	28,453	30,526	31,944	33,427		
이자수익		395	360	377	304	313	무형자산			4,619	5,245	5,641	5,910	6,171		
이자비용		587	788	896	895	895	부채총계			30,881	37,679	37,719	37,491	37,864		
지분법손익		186	53	86	86	86	유동부채			18,277	19,605	19,344	19,033	19,320		
기타		211	(145)	429	225	43	매입채무			5,559	5,896	5,937	5,599	5,857		
세전계속사업손익		5,267	4,782	3,455	3,175	3,186	유동성이자부채			10,590	10,961	10,631	10,631	10,631		
증감률 (YoY %)		40.9	(9.2)	(27.8)	(8.1)	0.4	기타			2,128	2,748	2,776	2,804	2,832		
법인세비용		1,081	1,068	1,020	730	733	비유동부채			12,604	18,074	18,375	18,458	18,544		
당기순이익		4,186	3,714	2,435	2,445	2,453	비유동성이자부채			10,722	16,123	16,172	16,172	16,172		
증감률 (YoY %)		29.1	(11.3)	(34.5)	0.4	0.4	기타			1,883	1,950	2,203	2,286	2,372		
순손익의 귀속							자본총계			38,537	40,730	43,178	44,925	46,681		
지배주주		4,106	3,648	2,406	2,414	2,422	자본금			482	482	482	482	482		
비지배주주		80	66	29	31	31	자본잉여금			1,102	1,150	1,126	1,126	1,126		
이익률 (%)							이익잉여금			35,888	38,709	40,577	42,324	44,080		
영업이익률		11.3	7.8	5.6	6.0	6.0	자본조정			(896)	(1,986)	(1,501)	(1,501)	(1,501)		
EBITDA마진		17.7	11.1	9.5	10.4	10.4	지배주주지분			36,576	38,356	40,685	42,432	44,188		
세전이익률		11.0	6.9	5.4	5.2	5.0	순차입금			14,246	20,068	21,674	20,866	22,133		
순이익률		8.7	5.4	3.8	4.0	3.9	이자지급성부채			21,312	27,085	26,803	26,803	26,803		
현금흐름표		[십억원]					주요투자지표					[십억원]				
		2010	2011	2012E	2013E	2014E				2010	2011	2012E	2013E	2014E		
영업현금		3,321	1,619	3,883	6,277	4,405	Multiples (X, %, 원)									
당기순이익		4,186	3,714	2,435	2,445	2,453	PER			10.3	9.1	12.2	12.2	12.2		
자산상각비		3,036	2,266	2,522	2,685	2,809	PBR			1.2	0.9	0.7	0.7	0.7		
기타비현금성손익		1,582	1,998	315	(3)	1	PSR			0.9	0.5	0.5	0.5	0.5		
운전자본증감		(4,715)	(4,923)	(1,145)	1,150	(859)	EV/EBITDA			6.7	6.9	8.3	8.0	7.8		
매출채권감소 (증가)		(539)	(2,402)	(888)	767	(586)	배당수익률			2.1	2.6	2.4	2.4	2.4		
재고자산감소 (증가)		(3,519)	(2,538)	(157)	711	(542)	EPS			47,090	41,843	27,595	27,685	27,784		
매입채무증가 (감소)		(342)	266	22	(339)	258	BPS			419,509	439,933	466,640	486,679	506,818		
기타		(315)	(249)	(122)	11	11	SPS			549,249	790,701	739,940	697,743	729,938		
투자현금		(6,689)	(5,704)	(4,794)	(4,846)	(5,051)	DPS			10,000	10,000	8,000	8,000	8,000		
단기투자자산감소 (증가)		3,257	1,051	446	(75)	(78)	수익성지표 (%)									
장기투자증권감소 (증가)		(302)	89	(198)	(292)	(307)	ROA			7.0	5.0	3.1	3.0	2.9		
설비투자		(5,792)	(5,331)	(4,433)	(3,954)	(4,137)	ROE			12.4	9.9	6.2	5.9	5.7		
유무형자산감소 (증가)		(76)	(379)	(368)	(417)	(417)	ROIC			12.0	8.8	4.7	5.0	5.1		
재무현금		4,623	5,160	(364)	(697)	(697)	인정성지표 (% X)									
차입금증가 (감소)		4,721	5,634	197	0	0	부채비율			80.1	92.5	87.4	83.5	81.1		
자본증가 (감소)		(686)	(606)	(581)	(697)	(697)	순차입비율			37.0	49.3	50.2	46.4	47.4		
배당금지급		693	771	581	697	697	유동비율			151.4	171.2	169.4	168.7	165.6		
현금 증감		1,248	1,078	(1,307)	733	(1,344)	이자보상배율			28.3	12.6	7.0	6.1	6.5		
총현금흐름 (Gross CF)		8,804	7,979	5,272	5,127	5,263	활동성지표 (회)									
(-) 운전자본증가 (감소)		6,696	4,976	1,025	(1,150)	859	총자산회전율			0.8	0.9	0.8	0.7	0.8		
(-) 설비투자		5,792	5,331	4,433	3,954	4,137	매출채권회전율			6.1	6.1	5.0	4.7	4.9		
(+) 자산매각		(76)	(379)	(368)	(417)	(417)	재고자산회전율			6.5	6.3	5.2	5.0	5.3		
Free Cash Flow		(3,760)	(2,707)	(554)	1,905	(149)	자산/자본구조 (%)									
(-) 기타투자		302	(89)	198	292	307	투하자본			70.0	74.3	76.5	75.3	76.9		
잉여현금		(4,062)	(2,618)	(753)	1,613	(456)	차입금			35.6	39.9	38.3	37.4	36.5		

자료: Fnguide, KB투자증권

주: EPS는 완전회석 EPS

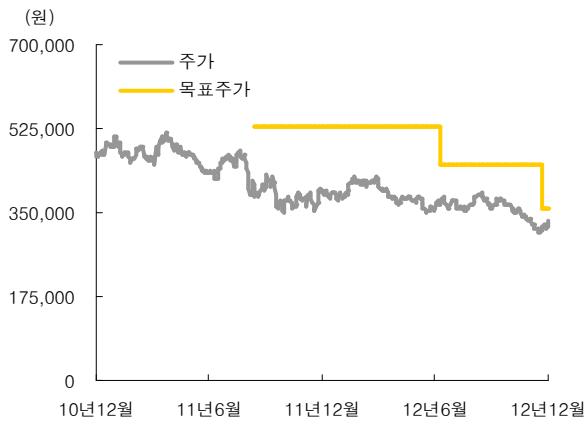
**Compliance Notice**

2012년 12월 10일 현재 당사는 상기회사와 특별한 이해관계가 없으며, 동 자료의 조사분석 담당자는 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 당사는 현재 POSCO 종목을 기초자산으로 하는 ELW발행 및 LP회사임을 알려드립니다. 본 자료는 기관 투자자에게 사전 배포된 사실이 없습니다.

본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

**해당회사에 대한 최근 2년간 투자의견**

기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고	POSCO 주가 및 KB투자증권 목표주가	
					(원)	
POSCO	2011/01/14	BUY	600,000			
	2011/02/17	BUY	600,000			
	2011/02/25	BUY	600,000			
	2011/03/14	BUY	600,000			
	<담당Analyst변경>					
	2011/08/17	BUY	530,000			
	2011/09/02	BUY	530,000			
	2011/09/22	BUY	530,000			
	2011/09/26	BUY	530,000			
	2011/10/05	BUY	530,000			
	2011/10/18	BUY	530,000			
	2011/10/24	BUY	530,000			
	2012/02/06	BUY	530,000			
	2012/04/02	BUY	530,000			
	2012/04/23	BUY	530,000			
	2012/06/14	BUY	450,000			
	2012/07/25	BUY	450,000			
	2012/08/06	BUY	450,000			
	2012/09/05	BUY	450,000			
	2012/09/27	BUY	450,000			
	2012/10/24	BUY	450,000			
	2012/11/27	BUY	360,000			
	2012/12/10	BUY	360,000			

**투자등급 및 적용기준**

구분	투자등급	적용기준 (향후 1년 기준)
업종(Sector)	OVERWEIGHT (비중확대)	시장대비 7% 이상 상승 예상
	NEUTRAL (중립)	시장대비 -7%~7% 수익률 예상
	UNDERWEIGHT (비중축소)	시장대비 7% 이상 하락 예상
기업(Report)	BUY (매수)	추정 적정주가 15% 이상 상승 예상
	HOLD (보유)	추정 적정주가 -15%~15% 수익률 예상
	SELL (매도)	추정 적정주가 15% 이상 하락 예상

본 저작물은 KB투자증권(주) 저작권을 보유하고 있으며, KB투자증권(주)의 고객에게만 배포됩니다. 저작권자의 허락 없이는 이를 무단전재, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.