

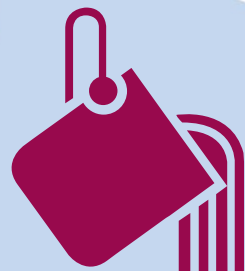
철강산업

Neutral
(Maintain)

2013. 10. 8

철강금속 업종 실적 Preview 및 투자전략

중국 철강재 가격 상승을 이끌었던 세 가지 요인
인 ① 감산 효과, ② 원료 가격, ③ 유통 재고량
하락세와 재고확충 수요 등이 최근 방향성을
달리해 당분간 철강재 가격 하락 가능성이 높다.
업종 투자 의견 Neutral을 유지한다. 가격 하락
시기에 안전핀 역할을 해 줄 수 있는 실적을
점검해 본 결과 실수요 비중이 높아 최소한
가격을 유지할 가능성이 높은 철강사
혹은 비철강사들의 실적이 보다
매력적으로 보이는 시기이다.



철강/비철금속

Analyst 김창호

02) 3787-4979

changhokim@kiwoom.com

키움증권

Contents



I. INVESTMENT SUMMARY 3

- > 철강금속 업종 실적 Preview 및 투자전략 3

II. 3분기 철강금속 업종 수익률 4

- > 2013년 3분기 철강금속 업종 Outperform 4

III. 3분기 철강산업 동향 5

- > 가격 상승 시작으로 업황 회복 기대감 높였던 시기 5

IV. 철강산업 전망 및 투자전략 6

- > 철강재 가격 상승을 이끌었던 변수 점검 6

V. 철강금속 실적 Preview 11

- > 비수기 진입과 가격 인상 반영 예상보다는 미미 11

기업분석 17

- 당사는 10월 7일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 공한 사실이 없습니다.
- 동자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

철강금속 실적 Preview 및 투자전략

>>> 3분기 철강산업 동향

3분기 철강금속 업종 수익률은 12.3%를 기록하면서 KOSPI대비 4.7%p 초과 수익률을 달성했다. 글로벌 경기 회복 기대감과 중국 철강재 가격이 상승하면서, 4분기 실적 회복 기대감으로 상위권 수익률을 기록했다. 철강금속 업종내 수익률 특징 중 가격 인상 기대감이 높아진 철강사들의 수익률이 상대적으로 높았다. 후판 출하량과 가격 회복 기대감으로 동국제강(001230) 수익률이 35.2%로 가장 높았으며, 자동차용강판 가격 인상 기대감과 함께 신규 설비의 본격적인 가동으로 인한 4분기 실적 기대감이 작용되면서 현대하이스코(010520)와 현대제철(004020)수익률도 각각 34.5%, 28.0%로 높은 수익률을 기록했다.

>>> 4분기 철강산업 전망

최근 중국을 중심으로 글로벌 철강재 가격이 하락하기 시작했다. 지난 3개월 동안 중국 철강재 가격 상승을 이끌었던 세 가지 요인 중 ① 중국 철강사들은 감산 모드에서 재차 가동률을 높이고 있으며, ② 철강재 가격과 방향성을 같이 하는 원료 가격은 하락하기 시작했고, ③ 실수요가 부족한 상황에서 유통 재고량이 감소하면서 재고확충 수요가 나타났지만 유통재고량 감소 속도가 둔화되면서 재고확충 수요도 둔화될 가능성 등 당분간 철강재 가격 하락 가능성이 높다고 판단된다. 업종 투자의견 Neutral을 유지한다.

>>> 철강금속 업종 실적 Preview

당사 3분기 실적 추정(P12 철강금속 3분기 실적 Preview 테이블) 기준 컨센서스를 상회할 가능성이 있는 기업은 현대하이스코와 풍산이 될 가능성이 높다고 판단된다. 반면 최근 철강재 가격 하락세와 함께 4분기 실적 추정을(P14 철강금속 4분기 실적 Preview 테이블) 감안할 때 물량 증가 효과를 기대할 수 있는 현대제철 등 일부를 제외하고는 컨센서스를 하회할 가능성이 높다고 판단된다.

I. Investment Summary

>>> 철강금속 업종 실적 Preview 및 투자전략

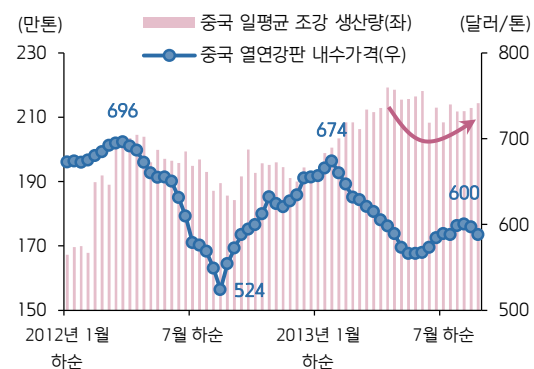
3분기 철강금속 업종 수익률은 12.3%를 기록하면서 KOSPI대비 4.7%p 초과 수익률을 달성했다. 글로벌 경기 회복 기대감과 중국 철강재 가격이 상승하면서, 국내 4분기 실적 회복 기대감으로 상위권 수익률을 기록했다.

결과적으로 국내 가격 인상폭은 크지 않았지만 가격 중심이 되는 열연강판 가격의 경우 실수요향 반영은 만족스러운 수준이었다. 하지만 기대가 컸던 후판 가격 인상은 4분기로 미루어진 상황이며 3분기 ASP는 오히려 하락했을 것으로 추정된다. 또한 철강재 가격이 가장 낮았던 2분기에 수주한 수출 물량들이 출하되면서 수출 가격 역시 부진했던 것으로 추정된다. 따라서 유통향보다 실수향 비중, 수출보다 내수 비중, 봉형강보다 판재류 비중, 판재류 중에서도 자동차용 비중이 높은 철강사들의 실적이 양호했을 것으로 판단된다.

하지만 최근 중국을 중심으로 글로벌 철강재 가격이 하락하기 시작했다. 지난 3개월 동안 중국 철강재 가격 상승을 이끌었던 세 가지 요인 중 ① 중국 철강사들은 감산 모드에서 재차 가동률을 높이고 있으며, ② 철강재 가격과 방향성을 같이 하는 원료 가격은 하락하기 시작했고, ③ 실수요가 부족한 상황에서 유통 재고량이 감소하면서 재고확충 수요가 나타났지만 유통재고량 감소 속도가 둔화되면서 재고확충 수요도 둔화될 가능성 등 당분간 철강재 가격 하락 가능성이 높다고 판단된다. 업종 투자 의견 Neutral을 유지한다.

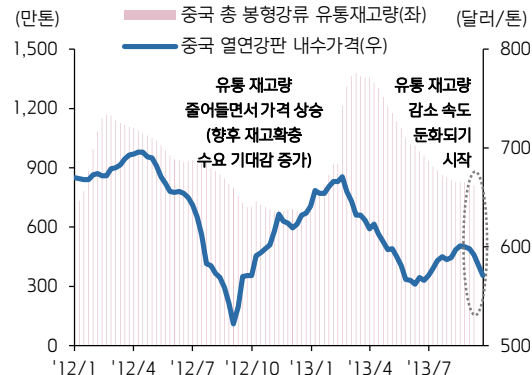
당사 3분기 실적 추정(P12 철강금속 3분기 실적 Preview 테이블) 기준 컨센서스를 상회할 가능성이 있는 기업은 현대하이스코와 풍산이 될 가능성이 높다고 판단된다. 반면 최근 철강재 가격 하락세와 함께 4분기 실적 추정을(P14 철강금속 4분기 실적 Preview 테이블) 감안할 때 일부를 제외하고는 컨센서스를 하회할 가능성이 높다고 판단된다.

최근 가격 상승과 함께 가동률 높아지고 있는 추세



자료: CISA

최근 재고확충 수요 둔화되기 시작한 것으로 판단



자료: Steelhome Information

II. 3분기 철강금속 업종 수익률

>>> 2013년 3분기 철강금속 업종 Outperform

가격 인상 기대감과 함께 주가 상승 기록

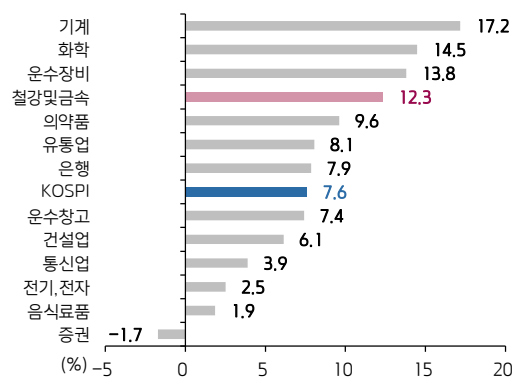
3분기 철강금속 업종 수익률은 12.3%를 기록하면서 KOSPI대비 4.7%p 초과 수익률을 달성했다. 글로벌 경기 회복 기대감과 중국 철강재 가격이 상승하면서 4분기 실적 회복 기대감으로 상위권 수익률을 기록했다.

철강금속 업종내 수익률 특징 중 가격 인상 기대감이 높아진 철강사들의 수익률이 상대적으로 높았다. 조선 업황 회복으로 인한 후판 출하량과 가격 회복 기대감으로 동국제강(001230) 수익률이 35.2%로 가장 높았으며, 자동차용강판 가격 인상 기대감과 함께 신규 설비의 본격적인 가동으로 인한 4분기 실적 기대감이 작용되면서 현대하이스코(010520)와 현대제철(004020)수익률도 각각 34.5%, 28.0%로 높은 수익률을 기록했다.

저가 인식이 확산되면서 글로벌 귀금속 가격 반등이 나타났고, 중국을 중심으로 글로벌 경기 회복 기대감이 높아지면서 LME 전기동 가격도 반등세가 시작되었다. 고려아연(010130)과 풍산(103140) 수익률도 양호했다.

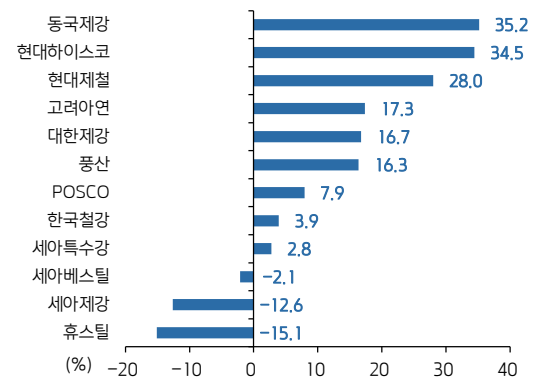
반면 지난 7월 미국 상무부가 한국산 제품을 포함해 유정용강관 반덤핑 예비 조사를 착수하면서 휴스틸(00510)과 세아제강(003030) 주가 수익률은 각각 -15.1%, -12.6%로 부진한 수익률을 기록했다. 특히 강관사들은 아직까지 입단협이 타결되지 않았고, 세아제강의 경우 파업이 장기화될 리스크가 반영되면서 주가 수익률도 부진했던 것으로 판단된다.

2013년 3분기 업종별 수익률 비교



자료: DataGuide

2013년 3분기 철강금속 업종내 수익률 비교



자료: DataGuide

Ⅲ. 3분기 철강산업 동향

>>> 가격 상승 시작으로 업황 회복 기대감 높였던 시기

비수기 시기에도 불구하고 가격 인상 기대감과 함께 주가 상승 기록

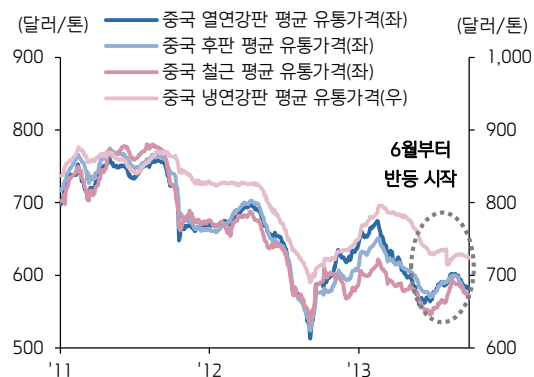
상반기에는 중국 철강재 가격이 2월부터 급락하기 시작했으며 결국 철강사들의 부진한 실적으로 이어졌다. 중국 철강재 가격은 2월부터 약 5개월 동안 약 100달러/톤 이상씩 급락한 바 있다. 하지만 중국 철강사들의 적자폭이 확대되면서 감산량이 늘어나기 시작했고, 6월부터 중국 철강재 가격이 반등하기 시작했다.

중국 철강재 가격 상승으로 국내 철강사들의 가격 인상 발표가 이어졌다. 현대제철이 8월 판매분을 시작으로 열연강판 유통가격 3~4만원/톤 인상을 발표했으며, 30일 H형강 2만원/톤 할인폭 축소, 8월6일에는 철근 2만원/톤 인상을 발표했다. 현대제철과 현대하이스코가 8월부터 자동차용강판 가격을 약 3만원/톤 인상한 바 있으며, POSCO도 3분기 주문투입분부터 열연강판 가격 3~5만원/톤 인상을 발표한 바 있다.

국내뿐만 아니라 수익성 악화로 인해 글로벌 철강사들의 가격 인상 의지가 반영되면서 메이커들의 가격 인상 발표가 이어졌다. 결과적으로 국내 가격 인상폭은 크지 않았지만, 가격 중심이 되는 열연강판 가격의 경우 실수요향 반영은 만족스러운 수준이었다. 하지만 기대가 컸던 후판 가격 인상은 4분기로 미루어진 상황이며 3분기 ASP는 오히려 하락했을 것으로 추정된다. 또한 철강재 가격이 가장 낮았던 2분기에 수주한 수출 물량들이 출하되면서 수출 가격 역시 부진했던 것으로 추정된다.

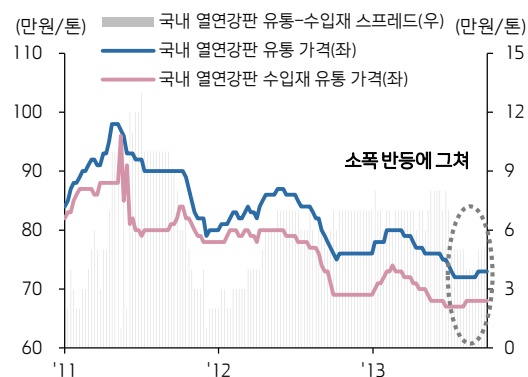
따라서 유통향보다 실수향 비중, 수출보다 내수 비중, 봉형강보다 판재류 비중, 판재류 중에서도 자동차용 비중이 높은 철강사들의 실적이 양호했을 것으로 판단된다.

중국 철강재 가격: 6월부터 반등 시작



자료: Bloomberg

국내 열연강판 가격: 유통향 가격은 다소 실망



자료: 키움증권 정리

IV. 철강산업 전망 및 투자전략

>>> 철강재 가격 상승을 이끌었던 변수 점검

결론적으로 단기적으로 가격 하락 압력 높아질 가능성

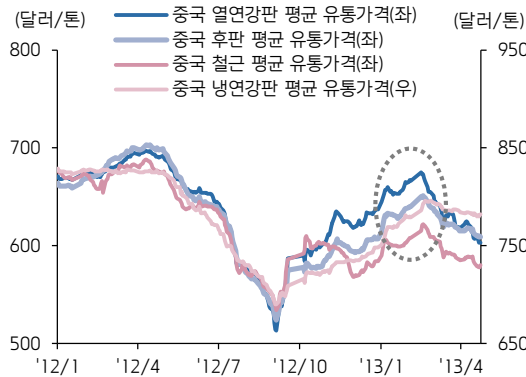
6~8월까지 약 3개월 동안 중국 철강재 가격 상승세가 지속되었다. 중국 철강재 가격 상승 주요 요인은 ① 중국 철강사들의 감산으로 인한 공급량 감소와 추가 감산 기대감, ② 철광석을 중심으로 원료 가격 상승, ③ 유통채고량 감소와 이에 따른 재고확충 수요 기대감, ④ 미국과 중국 등 글로벌 경기 회복 기대감 ⑤ 1~6월부터 이어진 철강재 가격 하락으로 인한 기술적 반등 기대감 등으로 요약할 수 있다.

3개월 동안 나타났던 중국 철강재 가격 반등세는 작년 9월 가격 반등 사례와 매우 유사하다. 2012년 9월부터 시작되었던 중국 철강재 가격 상승 랠리 시점을 다시 한번 복기하면, 중국 철강재 유통가격 저점은 9월, 국내 철강재 유통가격 저점은 11월, 글로벌 철강재 가격 저점은 10~11월, 국내 철강사 주가 저점은 12월, 실적 저점은 4분기였다. 그리고 국내 철강사들의 가격 인상은 1월부터 시작된 바 있다.

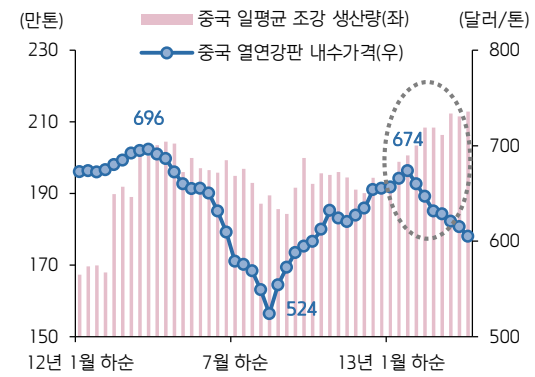
중국 철강재 가격을 전망하기 위해서는 지난 3개월 동안 철강재 가격 상승을 이끌었던 요인들의 변화와 작년 9월부터 시작되었던 철강재 가격 랠리를 비교해 볼 필요가 있다. 또한 작년 9월에 시작되었던 중국 철강재 가격 랠리는 2월에 마감되었는데, 2월에 나타났던 현상과 현재의 상황과 비교해 볼 필요가 있다.

결론부터 언급하면 중국 철강재 가격은 단기적으로 하락 압력이 높아질 수 있다고 판단된다.

12년 9월에 시작된 중국 철강 가격 상승세 2월에 마감



중국 철강사들 가동률 높아지면서 2월 가격 하락 시작



철강재 가격 상승을 이끌었던 요인들의 현재 상황과 과거 시점 비교

먼저 지난 3개월 동안 철강재 가격 상승을 이끌었던 요인들과 현재 상황을 비교해 볼 필요성이 있다.

① **중국 철강사들의 감산:** 10일별 기준 4~6월 일평균 조강 생산량 212~218만톤을 나타냈지만 7월 208만톤 수준까지 하락하면서 감산에 대한 기대감이 높아진 바 있다. 하지만 9월 중순 기준 중국의 일평균 조강 생산량은 214만톤으로 중국 철강사들이 재차 가동률을 높이고 있다.

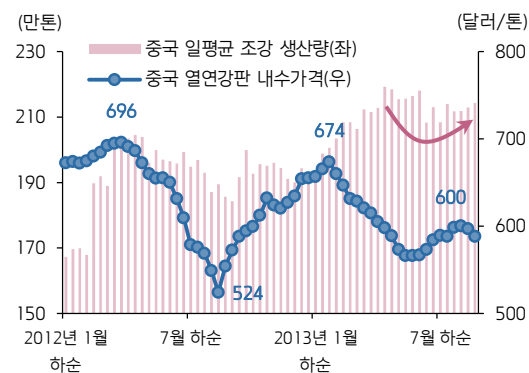
중국 철강사들의 가동률 상승은 철강재 가격이 반등함에 따라 적정 마진 구조가 다시 형성되었기 때문이다. 2013년 1~6월까지 적자를 기록한 중국 중점 철강사들이 지속적으로 늘어났으며 5월에서는 86개 중점 철강사 중 37개의 철강사가 적자를 기록한 바 있다. 하지만 7월에는 30개 업체로 감소했으며 이들 업체들의 손실금액도 대폭 감소했다. 6월부터 시작된 중국 철강재 가격 반등이 중국 철강사들의 실적 개선의 가장 큰 원인이다.

하지만 문제는 소폭의 철강 가격 반등에도 불구하고 예상보다 더 빠른 철강사들의 가동률 증가이다. “감산폭 확대 → 철강재 가격 상승 → 가동률 상승 → 공급량 증가 → 공급과잉 → 재고량 증가 → 철강재 가격 하락 → 감산폭 재차 확대” 가격 사이클에서 가동률 상승으로 인한 철강재 가격 하락 우려가 부각되고 있는 시점으로 보여진다.

8월 중국 조강 생산량은 6,630만톤으로 1.2% MoM, 12.9% YoY 증가한 것으로 나타났다. 전년대비 증가율은 9개월만에 가장 높은 수치이며, 글로벌 총 조강 생산량 1억3,000만톤 중 50.8%에 해당되는 수치로 역대 가장 높은 비중을 기록한 것으로 나타났다.

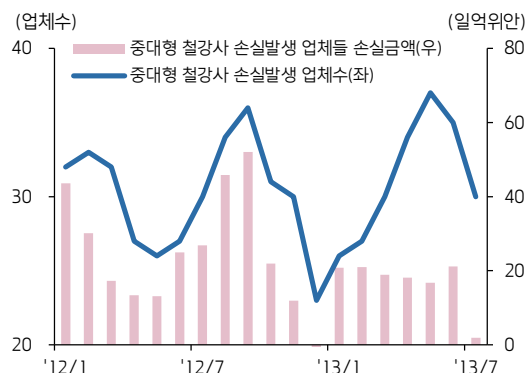
철강재 가격 상승 초기 구간과 비교할 때 소폭의 가격 반등에도 불구하고 예상보다도 더 빠르게 가동률이 높아지고 있으며, 중국 철강사들의 감산 영향도 제한적인 것으로 판단된다.

최근 가격 상승과 함께 가동률 높아지고 있는 추세



자료: CISA

중국 중점 철강사들 손실금액 7월부터 감소하기 시작



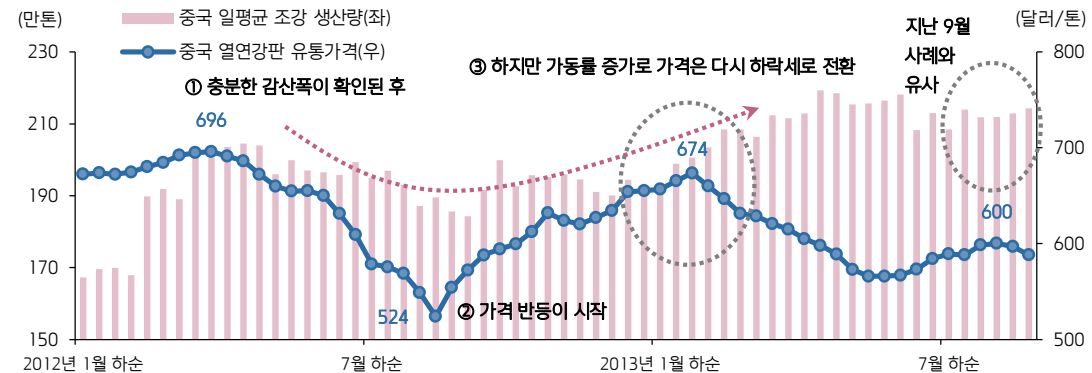
자료: CEIC

2012년 9월부터 2013년 1월까지 나타났던 중국 철강재 가격 랠리 시점과 비교하더라도 현재의 경우 중국 철강사들의 감산 시기가 더욱 축소되었으며 감산폭도 크지 않았다. 2012년 중국 철강재 가격 랠리가 나타났을 당시에는 일평균 조강 생산량이 200만톤 수준에서 185만톤까지 감소했고, 특히 철강재 가격이 상승 전환되기 직전인 8월에는 생산량 증가율이 -0.1%로 전년동기대비 감소한 바 있다. 하지만 현재 8월의 경우 생산량 증가율이 12.9% YoY까지 증가한 바 있으며 9월 중순 자료를 감안할 때 9월 조강 생산량 증가율도 두 자리 수를 기록할 가능성이 높다.

현재 중국 철강재 가격이 고점대비 약 20달러/톤 하락한 상황이고 향후 철강 가격은 조정을 보일 가능성이 크다. 따라서 지난 중국 철강재 가격 랠리가 마감된 2월 상황과 현재 상황을 비교해 볼 필요성이 있다.

중국 철강재 가격이 5개월 동안 상승하면서 중국 철강사들의 가동률이 빠르게 증가하기 시작했고, 1월을 바닥으로 2월부터는 가동률이 빠르게 늘어나면서 공급량이 늘어난 바 있다. 가동률 증가로 인해 공급량이 늘어나면서 가격은 2월부터 다시 하락세로 전환되기 시작하였다. 9월에는 급격한 가동률 증가는 없지만 그렇다고 감산폭이 과거처럼 큰 것도 아니었다. 철강재 가격 반등폭과 반등 기간이 과거와 비교할 때 실망스러운 가장 큰 이유 중 하나라고 보여진다. 현재 철강재 가격 수준에서 최소한의 현금 마진은 얻을 수 있는 가격대이기 때문에, 성수기 시점과 맞물리면서 10~11월 중국 철강사들의 가동률이 늘어날 수 있다고 판단된다.

중국 일평균 조강 생산량과 철강재 가격: 가격 하락시 가동률 증가 현상 함께 나타난 바 있어



자료: CISA

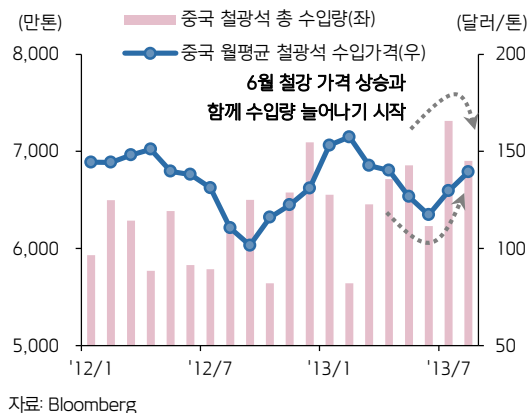
② **원료 가격:** 원료 가격은 철강재 가격과 방향성을 같이 하기 때문에 적당한 수준의 원료 가격 상승을 반기는 철강사들도 많다. 국경절 연휴 직전인 30일 기준 중국 철광석 수입가격은 134달러/톤(63%Fe), 원료탄 현물 가격은 150달러/톤을 나타내고 있다.

중국 철강재 가격 상승과 같은 시기인 6월초부터 철광석 가격 상승세가 나타나기 시작했으며, 8월 중순 145달러/톤까지 상승한 후 가격 하락세가 시작되었다. 원료 가격의 뚜렷한 하락세는 나타나지 않고 있지만 한 달 이상 약보합세가 지속되고 있다. 철강재 가격 랠리가 시작된 시점부터 중국의 철광석 수입량이 다시 확대된 바 있으며, 월평균 기준으로 4개월 연속 하락했던 철광석 가격도 6월을 저점으로 상승 전환된 바 있다.

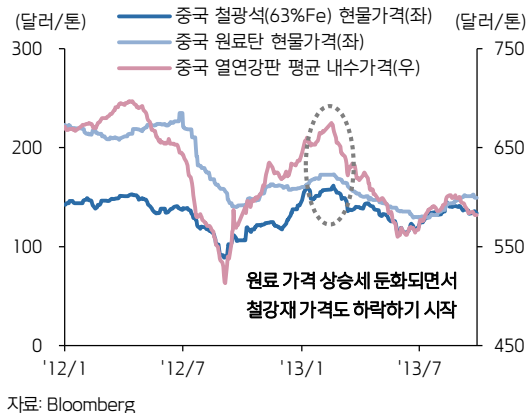
하지만 9월부터는 철광석 가격도 하락세로 전환되었다. 최근의 철광석 가격 약세는 중국 철강사들의 재고확충 수요가 일단락 되었기 때문인 것으로 풀이된다. 따라서 7월 철광석 수입량은 7,310만톤으로 월간 기준으로 사상 최고치를 기록했지만 당분간 중국 수입량은 철광석 수요 둔화로 감소될 가능성이 있다.

2012년 9월부터 2013년 1월까지 나타났던 중국 철강재 가격 랠리 시점과 비교하더라도, 현재 나타나고 있는 원료가격과 철강재 가격의 동반 하락은 철강재 가격이 일단락 되었다는 신호로 받아들일 수 있다.

중국 철광석 수입량 당분간 감소할 것으로 예상



동행성이 높은 원료와 철강재 가격



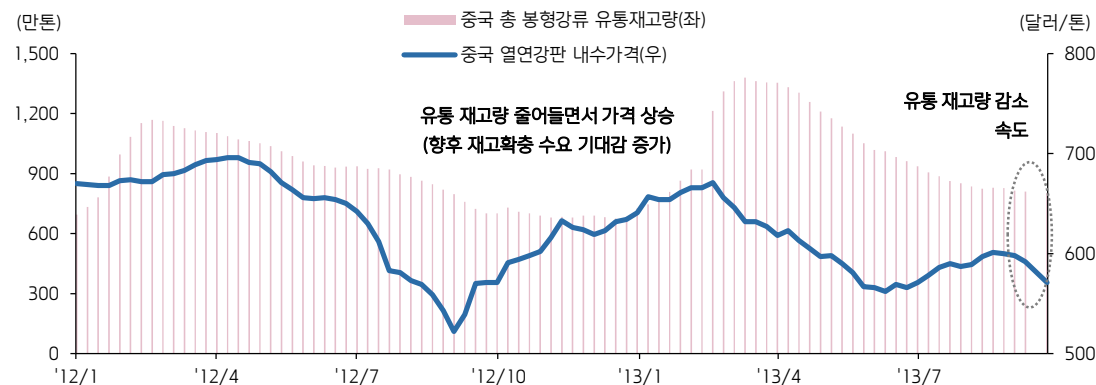
③ **유통 재고량**: 아직 중국을 중심으로 공급과잉을 해소할 수 있을 만큼 글로벌 철강재 실수요가 개선되고 있다고 보기에는 어려운 상황이다. 즉 성수기와 비수기의 영향과 재고확충 등 가수요에 철강재 가격은 보다 민감하게 반응할 수 있다.

금번 철강재 가격을 이끈 요인도 엄밀히 따지면 재고확충 수요 원인도 컸으며, 재고확충 수요 여부는 유통 재고량으로 파악이 가능하다. 철강재 유통 재고량이 낮은 수준까지 줄어들면 향후 유통상들의 재고확충 수요 기대감이 증가하면서 가격이 상승하는 경우가 많다. 반대로 유통 재고량이 고점 수준까지 높아질 경우 향후 유통상들의 재고확충 수요 기대감이 반감되면서 가격이 하락하는 경우가 많다.

2월부터 급증한 유통 재고량이 지속적으로 하락하고 재고확충 수요 기대감이 높아지면서 철강재 가격은 6월부터 반등하기 시작했다. 하지만 최근 유통 재고량 감소 속도가 둔화되면서 가격도 약보합세로 전환이 시작되었다.

지난 2월의 경우 유통 재고량이 급증하면서 철강재 가격도 하락하기 시작했는데, 현재 나타나고 있는 가격 하락은 지난 2월에 나타났던 현상처럼 유통 재고량이 급증할 가능성 우려가 일부 반영된 것으로 해석할 수 있다. 실수요가 충분치 않은 상황에서 최근 중국 철강사들의 가동률이 늘어나고 있어 판매를 위한 재고확충 수요가 아닌 판매 부진으로 인한 원인으로 유통 재고량이 빠르게 증가할 가능성 우려가 반영되고 있다고 판단된다.

중국 재고확충 수요와 가격 비교: 최근 재고확충 수요 둔화되기 시작한 것으로 판단



자료: Steelhome Information

V. 철강금속 실적 Preview

>>> 비수기 진입과 가격 인상 반영 예상보다는 미미

3분기 실적 Preview

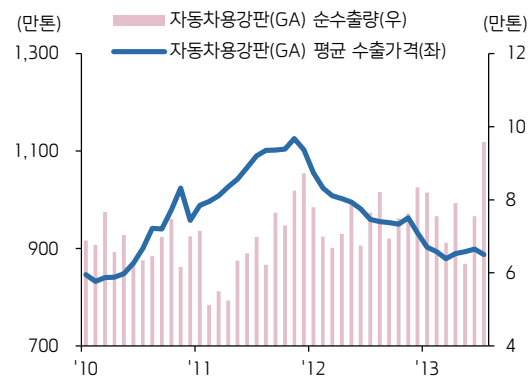
중국 철강재 유통가격 상승에도 불구하고 3분기 철강사들의 실적은 차별화된 모습이 나타날 것으로 전망된다. 3분기 철강사들의 실적은 영업적인 측면에서는 품목별 수익성과 비용적인 측면에서는 일회성 비용 등으로 인해 당초 실적 전망치보다 달라질 것으로 예상된다.

국내 철강사들은 현대차와 기아차량 자동차강판 가격을 8월 출하분부터 3만원/톤 인상한 것으로 파악된다. 따라서 자동차강판 비중이 높은 철강사들의 롤마진이 개선될 가능성이 높다고 판단되며, 자동차 사별로 공급 가격이 달라진 영향도 있을 것으로 예상된다. 반면 당초 기대를 모았던 후판 가격 인상은 현실화되기 어려울 것으로 판단된다. 오히려 국내 후판 공급량증가로 인한 영향과 수요 부진으로 3분기 후판 출하가격은 공급사별로 2~3만원/톤 하락한 것으로 파악된다.

전력 사용 제한 등으로 인해 전기로 사용 비중이 높은 봉형강류 메이커들의 실적도 상대적으로 부진할 것으로 예상된다. 제강사와 전자회는 7~8월 철근 가격을 전월대비 1만원/톤 인하된 72만원/톤에 합의한 바 있다. 9월 가격은 제강사가 1만원/톤 인상, 전자회는 동결을 요구하고 있는 상황이지만 3분기 철근 출하가격은 전분기대비 감소할 가능성이 큰 상황이다.

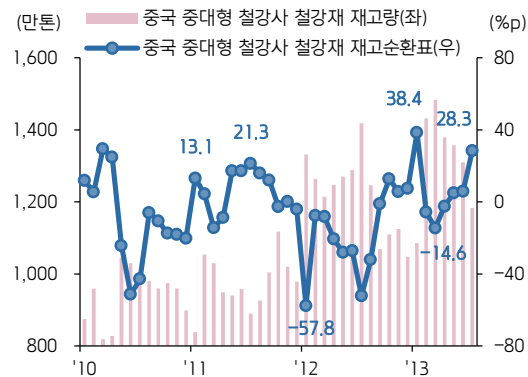
일회성 등이긴 하지만 비용으로 인해 당초 실적 추정치보다 소폭이나마 변화가 있을 예정이다. POSCO의 경우 8월 제2제강공장 화재로 약 20만톤의 생산 차질이 발생된 것으로 파악된다. 현대제철의 경우 임단협 협상이 전년대비 낮은 수준으로 타결됨에 따라 당초 실적 추정치보다 개선 요인이 발생된 것으로 보여진다.

국내 GA강판 수출량 및 가격 7월부터 일부 회복세



자료: SteelData

중국 철강재 재고순환 개선과 함께 3Q 철강 업황 개선



자료: CEIC

철강금속 3분기 실적 Preview

		3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13F	컨센서스	QoQ	YoY	컨센서스
POSCO	매출액	15,739	15,068	14,582	15,603	16,182	15,412	3.7%	2.8%	5.0%
	영업이익	997	610	717	903	669	712	-25.8%	-32.9%	-6.0%
	(IFRS 연결) 영업이익률	6.3%	4.0%	4.9%	5.8%	4.1%	4.6%	-1.6%p	-2.2%p	-0.5%p
	십억원	1,091	667	367	339	1,050	880	209.9%	-3.7%	19.4%
	당기순이익	723	561	292	241	838	665	248.4%	15.9%	26.1%
(IFRS 별도)	매출액	8,910	8,071	7,685	7,740	7,561	7,731	-2.3%	-15.1%	-2.2%
	영업이익	838	379	581	703	447	485	-36.5%	-46.7%	-7.9%
	영업이익률	9.4%	4.7%	7.6%	9.1%	5.9%	6.3%	-3.2%p	-3.5%p	-0.4%p
현대제철	매출액	3,410	2,920	2,984	3,490	3,205	3,228	-8.2%	-6.0%	-0.7%
	영업이익	227	156	140	197	162	160	-17.4%	-28.6%	1.2%
	(IFRS 연결) 영업이익률	6.7%	5.3%	4.7%	5.6%	5.1%	5.0%	-0.6%p	-1.6%p	0.1%p
	십억원	265	270	(8)	99	354	268	259.4%	33.5%	31.9%
	당기순이익	233	221	25	99	296	211	199.8%	27.3%	40.6%
(IFRS 별도)	매출액	3,406	3,311	2,780	3,300	3,039	3,045	-7.9%	-10.8%	-0.2%
	영업이익	228	163	122	182	147	144	-19.0%	-35.5%	1.9%
	영업이익률	6.7%	4.9%	4.4%	5.5%	4.8%	4.7%	-0.7%p	-1.9%p	0.1%p
고려아연	매출액	1,282	1,413	1,172	1,279	1,290	1,223	0.9%	0.6%	5.5%
	영업이익	142	161	173	136	151	162	11.0%	6.5%	-6.8%
	(IFRS 연결) 영업이익률	11.1%	11.4%	14.7%	10.7%	11.7%	13.3%	1.1%p	0.7%p	-1.5%p
	십억원	154	174	173	128	162	158	26.7%	5.3%	3.0%
	당기순이익	103	139	128	97	123	120	27.4%	19.3%	3.0%
(IFRS 별도)	매출액	1,137	1,274	1,024	1,138	1,149	1,029	1.0%	1.1%	11.7%
	영업이익	151	157	173	136	148	161	8.8%	-2.0%	-7.8%
	영업이익률	13.3%	12.3%	16.8%	12.0%	12.9%	15.7%	0.9%p	-0.4%p	-2.7%p
현대하이스코	매출액	2,065	2,008	1,911	1,966	2,025	2,113	3.0%	-1.9%	-4.1%
	영업이익	88	117	93	114	131	124	14.4%	48.4%	5.5%
	(IFRS 연결) 영업이익률	4.3%	5.8%	4.9%	5.8%	6.5%	5.9%	0.6%p	2.2%p	0.6%p
	십억원	98	35	89	92	136	116	47.8%	39.3%	17.6%
	당기순이익	81	17	75	71	109	90	53.6%	35.4%	20.7%
(IFRS 별도)	매출액	1,747	1,649	1,542	1,576	1,665	1,709	5.7%	-4.7%	-2.6%
	영업이익	68	89	58	84	101	96	20.0%	48.7%	5.9%
	영업이익률	3.9%	5.4%	3.7%	5.4%	6.1%	5.6%	0.7%p	2.2%p	0.5%p
동국제강	매출액	1,855	1,723	1,652	1,892	1,538	1,770	-18.7%	-17.1%	-13.1%
	영업이익	(43)	(28)	48	11	7	2	-29.9%	흑전	285.8%
	(IFRS 연결) 영업이익률	-2.3%	-1.6%	2.9%	0.6%	0.5%	0.1%	-0.1%p	2.8%p	0.4%p
	십억원	(29)	(115)	(56)	(67)	16	37	흑전	흑전	-56.4%
	당기순이익	(22)	(143)	(49)	(51)	13	30	흑전	흑전	-57.0%
(IFRS 별도)	매출액	1,136	1,054	956	1,081	906	953	-16.2%	-20.3%	-4.9%
	영업이익	(47)	(23)	27	(20)	(18)	(22)	적지	적지	적지
	영업이익률	-4.2%	-2.2%	2.8%	-1.9%	-2.0%	-2.3%	-0.2%p	2.1%p	0.3%p
풍산	매출액	713	774	714	743	705	702	-5.1%	-1.1%	0.4%
	영업이익	37	23	28	22	39	35	77.2%	5.4%	10.8%
	(IFRS 연결) 영업이익률	5.2%	3.0%	3.9%	2.9%	5.5%	5.0%	2.6%p	0.3%p	0.5%p
	십억원	28	17	25	14	30	26	117.9%	7.1%	15.6%
	당기순이익	21	12	17	10	23	20	136.8%	9.2%	18.9%
(IFRS 별도)	매출액	578	631	553	587	562	563	-4.2%	-2.6%	-0.2%
	영업이익	36	20	27	32	40	37	25.4%	9.7%	7.1%
	영업이익률	6.3%	3.2%	4.9%	5.4%	7.1%	6.6%	1.7%p	0.8%p	0.5%p

자료: DataGuide, 키움증권 추정

주: 컨센서스는 최근1개월 자료 기준

3분기 실적 주요 포인트 예상

POSCO(005490): IFRS 별도 기준 POSCO 3분기 영업이익은 4,470억원으로 당초 전망치를 소폭 하회할 것으로 예상된다. 당초 전망보다 낮은 실적을 예상하는 이유는 ① 지난 8월 발생한 제2제강공장 화재로 약 20만톤의 생산량 차질 ② 예상보다 낮은 자동차강판 ASP ③ 예상보다 늦게 나타나고 있는 국내 냉연강판 가격 인상 반영과 원화 강세로 인한 수출가격 약세 등이다.

현대제철(004020): IFRS 별도 기준 현대제철 3분기 영업이익은 1,467억원으로 추정된다. 실적 둔화 원인은 ① 비수기와 절전 영향으로 인한 봉형강류 판매량 감소, ② 입단협과 봉형강류 생산량 감소로 인한 고정비 등 일회성 비용 증가, ③ H형강을 중심으로 제품 수출 가격 부진 등으로 요약된다. 다만 8월 가격 인상 반영과 예상보다는 낮은 입단협 비용으로 당초 전망보다는 높은 실적이 예상된다.

고려아연(010130): IFRS 별도 기준 고려아연 3분기 영업이익은 1,485억원으로 전분기대비 8.8% 증가할 것으로 예상된다. 판매가격 하락에도 불구하고 일부 실적 개선을 예상하는 이유는 ① 부산물 함유량이 높은 남미산 정광 비중 증가로 부산물 생산량 증가, ② 보수 일자 감소로 가동률 상승, ③ 페루 항구 선적 문제 해결과 세계 최대 아연광산인 알래스카의 레드 독(Red Dog) 광산에서의 정광 조달 비중 증가로 인한 원가 하락 등으로 요약된다.

현대하이스코(010520): IFRS 별도 기준 3분기 현대하이스코 영업이익은 1,012억원으로 9분기만에 1,000억원대 실적을 회복할 가능성이 높다. ① 당진2냉연 공장 가동률이 높아지면서 비수기와 자동차 메이커들의 파업 영향에도 불구하고 자동차용강판 판매량은 15만톤 늘어난 103만톤 수준으로 추정, ② 8월 자동차용 냉연강판과 열연강판 가격 상승으로 인한 재고자산 평가이익, ③ 판매 가격 인상으로 고수익성을 기록하고 있는 자동차용강판의 안정적인 롤마진 유지 등이 실적 개선의 주요 원인으로 파악된다.

동국제강(001230): IFRS 별도 기준 3분기 동국제강 영업적자는 184억원 수준으로 2분기에 이어 적자가 지속될 것으로 예상된다. 실적 부진 원인은 ① 후판 가격 인상 기대감은 커졌지만 정작 실제 ASP는 전분기대비 2만원/톤 하락한 것으로 추정, ② 비수기와 절전 영향으로 인한 봉형강류 판매량 감소, ③ 고로사들의 적극적인 열연강판 가격 인상에 따른 슬래브 가격 상승으로 롤마진은 축소 등으로 요약된다.

풍산(103140): IFRS 별도 기준 3분기 풍산 영업이익은 400억원으로 전분기대비 실적 개선이 예상된다. 실적 개선 요인은 ① 8월부터 나타나고 있는 LME 전기동 가격 상승에 따른 신동사업부 실적 회복 가능성, ② 방산 사업부 실적 개선 지속, ③ 9월 LME 전기동 평균 가격이 예상보다 높은 수준을 유지함에 따라 재고자산평가이익이 발생할 가능성 등으로 요약된다.

4분기 실적 전망

철강금속 4분기 실적 Preview

		4Q12	1Q13	2Q13	3Q13F	4Q13F	컨센서스	QoQ	YoY	컨센서스
POSCO	매출액	15,068	14,582	15,603	16,182	17,231	16,261	6.5%	14.4%	6.0%
	영업이익	610	717	903	669	776	901	15.9%	27.2%	-13.9%
	(IFRS 연결) 영업이익률	4.0%	4.9%	5.8%	4.1%	4.5%	5.5%	0.4%p	0.5%p	-1.0%p
	십억원	667	367	339	1,050	295	847	-71.9%	-55.8%	-65.2%
	당기순이익	561	292	241	838	235	655	-72.0%	-58.1%	-64.1%
(IFRS 별도) POSCO	매출액	8,071	7,685	7,740	7,561	7,864	7,922	4.0%	-2.6%	-0.7%
	영업이익	379	581	703	447	609	651	36.3%	60.7%	-6.5%
	영업이익률	4.7%	7.6%	9.1%	5.9%	7.7%	8.2%	1.8%p	3.0%p	-0.5%p
	십억원	2,920	2,984	3,490	3,205	3,624	3,885	13.1%	24.1%	-6.7%
	영업이익	156	140	197	162	285	267	75.4%	83.0%	6.7%
(IFRS 연결) 현대제철	영업이익률	5.3%	4.7%	5.6%	5.1%	7.9%	6.9%	2.8%p	2.5%p	1.0%p
	십억원	270	(8)	99	354	159	245	-55.0%	-40.9%	-34.9%
	법인세차감전이익	221	25	99	296	134	204	-54.7%	-39.2%	-34.1%
	당기순이익	3,311	2,780	3,300	3,039	3,465	3,697	14.0%	4.6%	-6.3%
	매출액	163	122	182	147	266	257	81.0%	63.3%	3.8%
(IFRS 별도) 현대제철	영업이익률	4.9%	4.4%	5.5%	4.8%	7.7%	6.9%	2.8%p	2.8%p	0.7%p
	매출액	1,413	1,172	1,279	1,290	1,298	1,309	0.6%	-8.1%	-0.9%
	영업이익	161	173	136	151	152	188	0.6%	-5.5%	-18.8%
	(IFRS 연결) 영업이익률	11.4%	14.7%	10.7%	11.7%	11.7%	14.3%	0.0%p	0.3%p	-2.6%p
	십억원	174	173	128	162	156	169	-4.0%	-10.3%	-7.8%
(IFRS 별도) 고려아연	법인세차감전이익	139	128	97	123	118	130	-4.3%	-15.3%	-9.3%
	당기순이익	1,274	1,024	1,138	1,149	1,161	1,105	1.0%	-8.9%	5.1%
	매출액	157	173	136	148	157	162	5.6%	-0.2%	-3.2%
	(IFRS 연결) 영업이익률	12.3%	16.8%	12.0%	12.9%	13.5%	14.7%	0.6%p	1.2%p	-1.2%p
	십억원	2,008	1,911	1,966	2,025	2,216	2,339	9.4%	10.4%	-5.3%
(IFRS 별도) 현대하이스코	매출액	117	93	114	131	140	141	7.0%	19.8%	-0.4%
	영업이익	5.8%	4.9%	5.8%	6.5%	6.3%	6.0%	-0.1%p	0.5%p	0.3%p
	(IFRS 연결) 영업이익률	35	89	92	136	108	132	-20.7%	210.5%	-18.3%
	십억원	17	75	71	109	87	103	-20.5%	420.5%	-15.9%
	당기순이익	1,649	1,542	1,576	1,665	1,847	1,928	10.9%	12.0%	-4.2%
(IFRS 별도) 현대하이스코	매출액	89	58	84	101	109	111	7.3%	21.9%	-2.4%
	영업이익	5.4%	3.7%	5.4%	6.1%	5.9%	5.8%	-0.2%p	0.5%p	0.1%p
	(IFRS 연결) 영업이익률	1,723	1,652	1,892	1,538	1,489	1,892	-3.2%	-13.6%	-21.3%
	매출액	(28)	48	11	7	15	15	107.0%	흑전	3.0%
	영업이익	-1.6%	2.9%	0.6%	0.5%	1.0%	0.8%	0.5%p	2.7%p	0.2%p
(IFRS 연결) 동국제강	영업이익률	(115)	(56)	(67)	16	(68)	7	적전	적지	적전
	십억원	(143)	(49)	(51)	13	(68)	5	적전	적지	적전
	당기순이익	1,054	956	1,081	906	912	1,018	0.7%	-13.5%	-10.4%
	매출액	(23)	27	(20)	(18)	(5)	(7)	적지	적지	적지
	영업이익률	-2.2%	2.8%	-1.9%	-2.0%	-0.5%	-0.6%	1.5%p	1.7%p	0.1%p
(IFRS 별도) 동국제강	매출액	774	714	743	705	775	775	9.9%	0.2%	0.0%
	영업이익	23	28	22	39	34	43	-11.3%	48.2%	-20.5%
	(IFRS 연결) 영업이익률	3.0%	3.9%	2.9%	5.5%	4.4%	5.6%	-1.1%p	1.4%p	-1.1%p
	십억원	17	25	14	30	21	33	-30.0%	27.0%	-36.0%
	법인세차감전이익	12	17	10	23	16	25	-30.0%	29.9%	-34.5%
(IFRS 별도) 풍산	매출액	631	553	587	562	631	647	12.1%	-0.1%	-2.5%
	영업이익	20	27	32	40	33	43	-16.5%	67.3%	-21.9%
	(IFRS 연결) 영업이익률	3.2%	4.9%	5.4%	7.1%	5.3%	6.6%	-1.8%p	2.1%p	-1.3%p
	매출액	774	714	743	705	775	775	9.9%	0.2%	0.0%
	영업이익	23	28	22	39	34	43	-11.3%	48.2%	-20.5%

자료: DataGuide, 카움증권 추정

주: 컨센서스는 최근 1개월 자료 기준

4분기 실적 주요 포인트 예상

POSCO(005490): IFRS 별도 기준 4분기 영업이익은 6,090억원으로 전분기대비 소폭 개선될 것으로 추정된다. 성수기 영향과 3분기 고가에 성약되었던 물량이 출하되면서 탄소강 ASP는 소폭이나마 개선될 가능성이 높은 반면 화재 영향으로 감소되었던 판매량 회복으로 실적 개선이 예상된다.

현대제철(004020): 3기 고로 완공으로 현대제철의 4분기 제품 판매량은 460만톤으로 전분기대비 약 70만톤 늘어난 것으로 예상되면서 4분기 영업이익은 2,660억원으로 개선될 것으로 추정된다. 성수기 영향으로 봉형강류 판매량도 전분기대비 약 15만톤 증가할 것으로 예상된다.

고려아연(010130): IFRS 별도 기준 고려아연 4분기 영업이익은 1,567억원으로 전분기대비 소폭 개선될 것으로 예상된다. 4분기에는 소폭이나마 은 평균 판매가격이 개선될 수 있다. 또한 상반기에 진행되었던 보수와 3분기 정기 보수가 마무리됨에 따라 4분기에는 Fumer의 풀가동으로 부산물 생산량도 증가할 수 있을 것으로 판단된다. 하지만 원화 강세로 실적 개선은 제한적일 것으로 예상되며 은 가격 변동성이 확대될 수 있는 가능성은 리스크 요인이다.

현대하이스코(010520): 4분기에도 자동차용강판이 추가로 늘어나는 구조로 추가 실적 개선 가능성이 높다. 4분기 성수기 효과까지 반영할 경우 자동차용 냉연강판 판매량은 118만톤으로 전분기대비 약 15만톤이 추가로 늘어날 것으로 판단된다. IFRS 별도 기준 현대하이스코 4분기 영업이익은 재고자산 평가이익을 제외하더라도 1,086억원으로 전분기대비 개선될 가능성이 있다.

동국제강(001230): 4분기에는 후판 판매량이 일부 개선되고, 판매가격도 소폭이나마 상향 조정될 가능성이 있다. 봉형강류 판매량 역시 성수기 진입과 전력 수급 개선으로 가동률도 증가할 것으로 예상된다. 하지만 4분기에도 영업적자 구조가 이어질 가능성이 크며 USD/KRW 환율도 3분기만큼의 큰 강세는 기대하기 어렵기 때문에 연결 기준 순이익도 다시 적자로 전환될 것으로 예상된다.

풍산(103140): IFRS 별도 기준 4분기 풍산 영업이익은 330억원으로 전분기대비 둔화될 것으로 예상된다. 4분기 방산 매출이 집중되어 있고 전기동 가격도 현재 수준을 유지할 경우 현재와 비슷한 수준의 실적이 예상된다. 하지만 원화 강세로 인해 방산 사업부 수익성이 일부 둔화될 가능성이 높으며 4분기에 발생하는 성과급과 방산 해외 판매 수수료 등의 비용 가능성을 감안할 때, 실적 둔화 가능성이 있다고 판단된다.



이 페이지는 편집상 공백입니다



기업분석

POSCO
(005490)

BUY(Maintain)/TP 373,000원
POSCO 실적 Preview

현대제철
(004020)

BUY(Maintain)/TP 97,000원
현대제철 실적 Preview

고려아연
(010130)

BUY(Maintain)/TP 380,000원
고려아연 실적 Preview

현대하이스코
(010520)

Outperform(Maintain)/TP 46,000원
현대하이스코 실적 Preview

동국제강
(001230)

Marketperform(Maintain)/TP 14,000원
동국제강 실적 Preview

풍산
(103140)

BUY(Maintain)/TP 32,000원
풍산 실적 Preview

POSCO (005490)



BUY(Maintain)

주가(10/7) 312,000원

목표주가 373,000원

IFRS 별도 기준 POSCO 3분기 영업이익은 4,470억원으로 당초 전망치를 소폭 하회할 것으로 예상된다. 당초 전망보다 낮은 실적을 예상하는 이유는 ① 지난 8월 발생한 제2제강공장 화재로 약 20만톤의 생산량 차질 ② 예상보다 낮은 자동차강판 ASP ③ 예상보다 늦게 나타나고 있는 국내 냉연강판 가격 인상 반영과 원화 강세로 인한 수출가격 약세 등이다.

Stock Data

KOSPI (10/7)		1,994.42pt	
시가총액		272,023억원	
52주 주가동향	최고가	최저가	
	371,000원	292,500원	
최고/최저가 대비 등락	-15.90%	6.67%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-5.6%	-7.4%
	6M	-0.2%	-3.5%
	1Y	-14.5%	-14.5%

Company Data

발행주식수	87,187천주	
일평균 거래량(3M)	235천주	
외국인 지분율	54.27%	
배당수익률(13.E)	2.56%	
BPS(13.E)	479,929원	
주요 주주	국민연금공단	6.1%
	신일본제철	5.0%

Price Trend



POSCO 실적 Preview

>>> POSCO 3분기 실적 Preview

IFRS 별도 기준 POSCO 3분기 영업이익은 4,470억원으로 당초 전망치를 소폭 하회할 것으로 예상된다. 당초 전망보다 낮은 실적을 예상하는 이유는 ① 지난 8월 발생한 제2제강공장 화재로 약 20만톤의 생산량 차질 ② 예상보다 낮은 자동차강판 ASP ③ 예상보다 늦게 나타나고 있는 국내 냉연강판 가격 인상 반영과 원화 강세로 인한 수출가격 약세 등이다.

>>> POSCO 4분기 실적 전망

IFRS 별도 기준 4분기 영업이익은 6,090억원으로 전분기 대비 개선될 것으로 추정된다. 성수기 영향과 3분기 고가에 성약되었던 수출 물량이 출하되면서 탄소강 ASP는 소폭이나마 개선될 가능성이 높은 반면 화재 영향으로 감소되었던 판매량 회복으로 실적 개선이 예상된다.

>>> POSCO 투자포인트

예상치 못한 변수인 일회성 요인들로 당초 전망보다 3분기 실적은 부진할 가능성이 크지만 실적 개선 방향성은 여전히 유효하다고 판단된다. POSCO 투자포인트는 ① 장기적으로 글로벌 경기 회복과 철강산업 업황 개선으로 철강 사업부 이익 방향성 전환 가능성, ② 대우인터내셔널의 미얀마 가스전 등 비철강 사업부와 인도네시아와 인도에서의 상공정 프로젝트 등 신규 사업부 기대감 부각, ③ 2013년을 마지막으로 국내 철강사들의 공격적인 증설 마무리에 따른 실적 둔화 영향 더 이상은 제한적일 것으로 예상된다.

투자지표	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액(억원)	689,387	636,042	635,977	695,538	716,468
보고영업이익(억원)	54,677	36,531	29,122	38,180	47,853
핵심영업이익(억원)	54,677	36,531	30,647	40,687	50,437
EBITDA(억원)	77,340	62,169	56,991	69,273	82,732
세전이익(억원)	47,824	33,685	20,517	36,480	44,534
순이익(억원)	37,143	23,856	16,057	29,027	35,431
EPS(원)	41,843	28,239	18,884	34,686	42,339
증감율(%YoY)	-13.2	-32.5	-33.1	83.7	22.1
PER(배)	9.1	12.4	16.5	9.0	7.4
PBR(배)	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	7.0	7.7	9.0	7.8	6.7
영업이익률(%)	7.9	5.7	4.6	5.5	6.7
ROE(%)	9.8	5.7	3.7	6.3	7.3
순부채비율(%)	49.3	43.2	55.0	59.9	59.6

POSCO 3분기 실적 Preview

IFRS 별도 기준 POSCO 3분기 영업이익은 4,470억원으로 당초 전망치를 소폭 하회할 것으로 예상된다. 당초 전망보다 낮은 실적을 예상하는 이유는 ① 지난 8월 발생한 제2제강공장 화재로 약 20만톤의 생산량 차질 ② 예상보다 낮은 자동차강판 ASP ③ 예상보다 늦게 나타나고 있는 국내 냉연강판 가격 인상 반영과 원화 강세로 인한 수출가격 약세 등이다.

지난 8월 제2제강공장에서 통신케이블 화재로 인한 생산량 차질 문제는 현재 정상화되었다. 하지만 약 20만톤 생산량 차질로 인해 실적 감소 요인으로 작용된 것으로 판단되며, 전분기대비 자동차용강판 ASP도 당초 예상보다는 낮아질 것으로 전망된다.

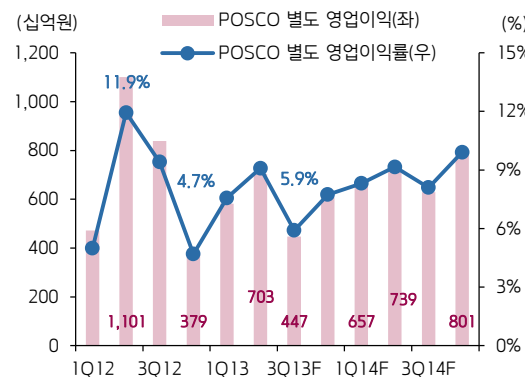
3분기 탄소강 ASP는 전분기대비 약 2만원/톤 하락한 것으로 추정되는 반면 원료 투입가격은 약 0.5~1만원/톤 상승할 것으로 추정됨에 따라 전분기대비 롤마진은 악화될 것으로 예상된다. 판매량 감소와 롤마진 악화로 영업이익은 전분기대비 감소할 것으로 예상된다.

POSCO 4분기 실적 전망

중국 철강재 유통가격 상승 영향으로 3분기 국내 철강사들의 가격 인상 기대감이 커진바 있다. 하지만 중국 가격폭과 당초 기대감보다는 국내 가격 인상폭이 크지 않은 것은 사실이며 가격 인상이 냉연도금재 품목까지 확산되지 않고 있다. 이러한 현상은 4분기에도 지속될 가능성이 크다. 3분기에 미반영된 열연강판 가격 인상 기대감이 일부 남아있고, 10월부터 유통업체를 대상으로 냉연강판과 아연도강판 등 냉연도금재 가격을 인상할 계획이다. 하지만 중국 철강재 가격이 하락하고 있는 만큼 4분기 성수기 영향은 제한적일 것으로 판단된다.

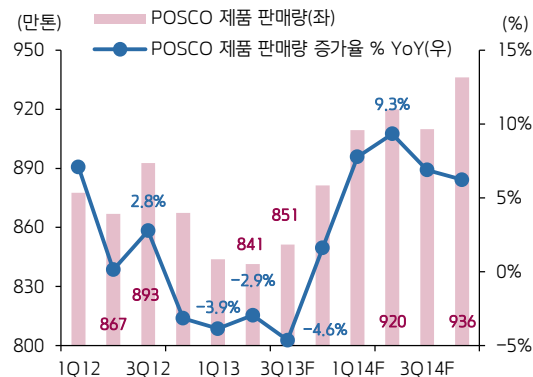
IFRS 별도 기준 4분기 영업이익은 6,090억원으로 전분기대비 소폭 개선될 것으로 추정된다. 성수기 영향과 3분기 고가에 성약되었던 수출 물량이 출하되면서 탄소강 ASP는 소폭이나마 개선될 가능성이 높은 반면, 화재 영향으로 감소되었던 판매량 회복으로 실적 개선이 예상된다.

POCO 별도 기준 영업이익 추이 및 전망



자료: DataGuide, 키움증권 추정

POCO 3분기 제품 판매량 일화성 요인으로 감소 예상



자료: POSCO, 키움증권 추정

POSCO 투자포인트

POSCO 투자의견 BUY와 목표주가 373,000원을 유지한다.

일회성 요인들로 인해 당초 전망보다 3분기 실적은 다소 부진할 가능성이 크지만 실적 개선 방향성은 여전히 유효하다고 판단된다. POSCO 투자포인트는 ① 장기적으로 글로벌 경기 회복과 철강산업 업황 개선으로 철강 사업부 이익 방향성 전환 가능성, ② 대우인터내셔널의 미얀마 가스전 등 비철강 사업부와 인도네시아와 인도에서의 상공정 프로젝트 등 신규 사업부 기대감 부각, ③ 2013년을 마지막으로 국내 철강사들의 공격적인 증설 마무리에 따른 실적 둔화 영향 더 이상은 제한적일 것 등으로 요약된다.

POSCO 실적 추정 및 주요 가정

		2012	2013F	2014F	1Q13	2Q13	3Q13F	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F
실적 (IFRS 연결 기준) 십억원	매출액	63,604	63,598	69,554	14,582	15,603	16,182	17,231	16,742	17,230	17,239	18,343
	EBITDA	6,217	5,699	6,927	1,378	1,563	1,328	1,430	1,543	1,684	1,708	1,992
	영업이익	3,653	3,065	4,069	717	903	669	776	880	1,009	979	1,200
	영업이익률	5.7%	4.8%	5.8%	4.9%	5.8%	4.1%	4.5%	5.3%	5.9%	5.7%	6.5%
	법인세차감전이익	3,368	2,052	3,648	367	339	1,050	295	750	871	976	1,051
실적 (IFRS 별도 기준) 십억원	당기순이익	2,386	1,606	2,903	292	241	838	235	597	693	777	836
	매출액	35,665	30,849	31,850	7,685	7,740	7,561	7,864	7,915	8,072	7,780	8,083
	EBITDA	4,671	4,261	4,918	1,056	1,191	926	1,088	1,142	1,233	1,163	1,380
	영업이익	2,790	2,340	2,828	581	703	447	609	658	739	630	801
	영업이익률	7.8%	7.6%	8.9%	7.6%	9.1%	5.9%	7.7%	8.3%	9.2%	8.1%	9.9%
판매량 (IFRS 별도 기준) 만톤	영업이익(별도제외)	864	725	1,240	136	199	223	167	223	270	349	399
	영업이익률(별도제외)	3.1%	2.2%	3.3%	2.0%	2.5%	2.6%	1.8%	2.5%	2.9%	3.7%	3.9%
	열연	814	791	844	200	179	208	204	206	205	205	228
	후판	609	574	678	140	146	140	148	164	172	168	174
	선재	207	247	283	54	56	67	70	71	71	71	71
판매가격 (IFRS 별도 기준) 만원/톤	냉연	1,354	1,369	1,373	342	349	334	345	345	348	342	338
	총 철강재	3,505	3,418	3,675	844	841	851	881	909	920	910	936
원재료 가격 (IFRS 연결 기준) 만원/톤, 달러/톤	탄소강 내수 판매가격	91	80	78	81	81	79	80	77	79	77	78
	탄소강 수출 판매가격	85	75	73	74	77	73	75	73	74	72	74
	탄소강 총 평균 판매가격	88	78	76	78	79	77	78	76	77	75	76
환율 (IFRS 별도 기준) 달러/원	가중평균 원료 투입가격	39	32	29	31	32	33	31	30	29	28	27
	철광석 계약가격	132	121	120	103	137	126	118	125	120	120	115
	석탄 계약가격	210	159	136	165	172	145	152	145	135	135	130
주당지표 (IFRS 연결 기준) 원	니켈 계약가격	17,588	15,730	13,125	17,387	17,737	13,997	13,800	13,500	13,000	13,000	13,000
	USD/KRW 기말환율	1,064	1,070	1,050	1,111	1,142	1,075	1,070	1,070	1,070	1,050	1,050
주가배수 (IFRS 연결 기준) 배, x	USD/KRW 평균환율	1,127	1,097	1,060	1,085	1,122	1,109	1,070	1,070	1,070	1,050	1,050
	EPS	28,239	18,884	34,686	3,189	2,874	10,013	2,808	7,135	8,283	9,280	9,988
주가배수 (IFRS 연결 기준) 배, x	BPS	452,524	479,929	506,135	453,821	468,921	477,234	479,929	481,462	489,412	496,548	506,135
	주당 EBITDA	71,305	65,367	79,453	15,804	17,932	15,228	16,402	17,698	19,312	19,595	22,848
주가배수 (IFRS 연결 기준) 배, x	PER	12.4	16.5	9.0	17.3	13.7	11.0	11.3	9.0	8.5	7.8	7.7
	PBR	0.8	0.7	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
주가배수 (IFRS 연결 기준) 배, x	EV/EBITDA	7.7	9.0	7.8	8.7	8.1	8.0	8.0	7.4	7.2	6.8	6.7

자료: 키움증권 추정

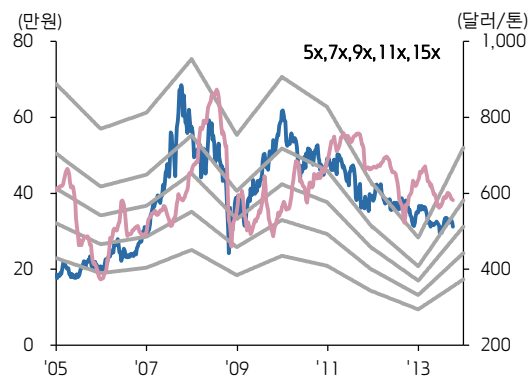
POSCO 밸류에이션

POSCO 밸류에이션 추이 및 추정치

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013F	2014F	1Q13	2Q13	3Q13F	4Q13F
P/E														
EPS	46,027	36,779	42,202	51,005	36,385	48,204	41,843	28,239	18,884	34,686	3,189	2,874	10,013	2,808
Forwarding EPS											18,884	22,830	28,239	27,507
P/E (End)	4.4	8.4	13.6	7.5	17.0	10.1	9.1	12.4	16.5	9.0	17.3	13.1	11.3	11.3
P/E (Average)	4.4	6.7	11.4	9.1	12.3	10.5	10.4	13.1	17.4	9.0	18.6	13.9	11.4	11.3
P/E (High)	5.3	8.7	18.1	11.9	17.2	13.1	12.5	15.1	19.6	9.0	19.8	14.4	12.2	11.3
P/E (Low)	3.8	5.3	6.7	4.6	8.2	8.9	8.1	10.8	15.5	9.0	17.0	12.5	10.3	11.3
P/B														
BPS	223,910	249,942	281,043	318,668	355,000	402,379	439,933	452,524	479,929	506,135	453,821	468,921	477,234	479,929
P/B (End)	0.90	1.24	2.05	1.19	1.74	1.21	0.86	0.77	0.65	0.62	0.72	0.64	0.67	0.65
P/B (Average)	0.90	0.99	1.71	1.46	1.26	1.26	0.99	0.82	0.69	0.62	0.77	0.68	0.67	0.65
P/B (High)	1.09	1.28	2.72	1.90	1.76	1.57	1.19	0.94	0.77	0.62	0.83	0.70	0.72	0.65
P/B (Low)	0.78	0.78	1.01	0.74	0.84	1.07	0.78	0.67	0.61	0.62	0.71	0.61	0.61	0.65
EV/EBITDA														
EBITDA	7,393	5,449	6,029	8,448	5,208	7,351	7,734	6,217	5,699	6,927	1,378	1,563	1,328	1,430
Forwarding EBITDA											5,699	5,864	5,985	6,365
EV/EBITDA (End)	2.1	4.7	8.2	4.1	10.2	6.6	7.0	7.7	9.0	7.8	8.8	7.9	8.1	8.0
EV/EBITDA (Average)	2.1	3.8	6.8	5.0	7.4	6.8	7.6	8.0	9.2	7.8	9.2	8.1	8.1	8.0
EV/EBITDA (High)	2.6	4.9	10.9	6.4	10.3	8.3	8.6	8.8	9.9	7.8	9.6	8.3	8.4	8.0
EV/EBITDA (Low)	1.8	2.9	4.0	2.6	4.9	5.9	6.5	7.1	8.7	7.8	8.7	7.7	7.7	8.0

자료: DataGuide, 키움증권 추정

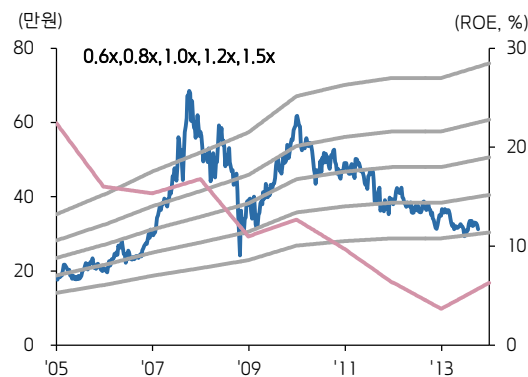
POSCO Fwd 12M P/E 밴드와 철강 가격



자료: DataGuide, 키움증권 추정

주: 철강 가격은 중국 열연강판 유통가격

POSCO Fwd 12M P/B 밴드와 ROE



자료: DataGuide, 키움증권 추정

손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	689,387	636,042	635,977	695,538	716,468
매출원가	598,239	561,429	565,214	611,239	621,125
매출총이익	91,149	74,613	70,762	84,299	95,343
판매비및일반관리비	36,472	38,082	40,115	43,612	44,906
영업이익(보고)	54,677	36,531	29,122	38,180	47,853
영업이익(핵심)	54,677	36,531	30,647	40,687	50,437
영업외손익	-6,853	-2,846	-10,131	-4,207	-5,903
이자수익	2,162	2,788	2,498	2,613	2,683
배당금수익	1,439	1,245	884	768	770
외환이익	17,131	18,722	19,539	13,180	11,838
이자비용	7,883	8,715	6,449	6,991	7,339
외환손실	21,503	10,823	20,074	10,341	10,354
관계기업자본손익	528	167	-522	-493	-479
투자및기타자산처분손익	4,068	2,364	-208	0	0
금융상품평가및기타금융이익	12,729	8,246	5,694	435	438
기타	-15,524	-16,841	-11,493	-3,377	-3,460
법인세차감전이익	47,824	33,685	20,517	36,480	44,534
법인세비용	10,681	9,829	4,460	7,453	9,103
유효법인세율 (%)	22.3%	29.2%	21.7%	20.4%	20.4%
당기순이익	37,143	23,856	16,057	29,027	35,431
지배주주지분 당기순이익	36,481	24,621	16,464	30,242	36,914
EBITDA	77,340	62,169	56,991	69,273	82,732
현금순이익(Cash Earnings)	59,806	49,494	42,401	57,613	67,726
수정당기순이익	36,123	24,605	19,119	29,373	35,780
증감율(% YoY)					
매출액	111.6	-7.7	0.0	9.4	3.0
영업이익(보고)	8.3	-33.2	-20.3	31.1	25.3
영업이익(핵심)	8.3	-33.2	-16.1	32.8	24.0
EBITDA	5.2	-19.6	-8.3	21.6	19.4
지배주주지분 당기순이익	0.0	-32.5	-33.1	83.7	22.1
EPS	-13.2	-32.5	-33.1	83.7	22.1
수정순이익	-14.5	-31.9	-22.3	53.6	21.8

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동현금흐름	16,189	73,540	24,082	30,762	46,382
당기순이익	37,143	23,856	16,057	29,027	35,431
감가상각비	21,330	24,058	24,654	26,942	30,589
무형자산상각비	1,333	1,580	1,689	1,644	1,706
외환손익	0	0	0	0	0
자산처분손익	-467	1,701	-633	0	0
지분법손익	-528	-167	522	493	479
영업활동자산부채 증감	-49,234	19,679	-14,923	-9,220	-5,109
기타	6,613	2,833	-3,285	-18,125	-16,715
투자활동현금흐름	-57,045	-65,611	-90,157	-65,214	-57,377
투자자산의 처분	3,358	-3,572	-8,656	-7,994	-6,706
유형자산의 처분	1,402	2,729	265	0	0
유형자산의 취득	-53,310	-70,545	-74,685	-52,942	-47,589
유형자산의 처분	-5,189	-4,373	-4,201	-2,356	-2,294
기타	-3,307	10,150	-2,879	-1,921	-787
재무활동현금흐름	51,602	-5,501	57,921	21,678	11,347
단기차입금의 증감	3,121	-10,546	18,528	13,565	6,531
장기차입금의 증감	53,218	11,229	35,824	14,292	10,995
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-7,709	-7,519	-6,497	-6,180	-6,180
기타	2,971	1,335	10,066	0	0
현금및현금성자산의순증가	10,776	818	-7,293	-12,775	352
기초현금및현금성자산	35,210	45,987	46,805	39,512	26,738
기말현금및현금성자산	45,987	46,805	39,512	26,738	27,090
Gross Cash Flow	65,423	53,861	39,005	39,981	51,491
Op Free Cash Flow	-36,857	753	-39,253	-1,202	19,724

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	335,569	315,661	341,441	349,497	359,580
현금및현금성자산	45,987	46,805	39,512	26,738	27,090
유동금융자산	24,177	21,653	20,141	22,135	22,841
매출채권및유동채권	125,567	125,409	148,941	158,810	163,572
재고자산	122,836	105,846	114,457	121,980	125,634
기타유동비금융자산	17,002	15,948	18,389	19,834	20,443
비유동자산	448,519	476,997	559,862	622,303	678,944
장기매출채권및기타비유동채권	1,320	2,171	8,203	8,061	8,259
투자자산	90,658	77,810	87,867	93,725	99,923
유형자산	284,532	322,764	388,914	441,856	489,445
무형자산	52,449	56,624	60,715	63,071	65,365
기타비유동자산	19,560	17,630	14,163	15,590	15,953
자산총계	784,088	792,659	901,303	971,800	1,038,524
유동부채	196,054	197,750	243,723	261,926	270,657
매입채무및기타유동채무	58,956	56,561	67,254	71,851	74,014
단기차입금	95,730	77,107	89,606	95,339	98,184
유동성장기차입금	12,194	27,989	46,132	50,436	52,775
기타유동부채	29,173	36,093	40,731	44,301	45,685
비유동부채	180,736	170,614	208,810	239,056	268,896
장기매입채무및비유동채무	1,497	1,201	1,705	1,798	1,850
사채및장기차입금	163,944	145,037	170,897	185,189	196,184
기타비유동부채	15,295	24,377	36,209	52,070	70,862
부채총계	376,789	368,364	452,533	500,982	539,553
자본금	4,824	4,824	4,824	4,824	4,824
주식발행초과금	4,638	4,638	4,638	4,638	4,638
이익잉여금	387,095	403,465	413,342	436,190	465,441
기타자본	-12,994	-18,386	-4,369	-4,369	-4,369
지배주주지분자본총계	383,563	394,541	418,435	441,283	470,534
비지배지분자본총계	23,736	29,753	30,335	29,535	28,436
자본총계	407,299	424,294	448,770	470,818	498,971
순차입금	200,682	183,351	246,981	282,091	297,211
총차입금	270,846	251,809	306,634	330,963	347,142

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
주당지표(원)					
EPS	41,843	28,239	18,884	34,686	42,339
BPS	439,933	452,524	479,929	506,135	539,685
주당EBITDA	88,706	71,305	65,367	79,453	94,890
CFPS	18,568	84,348	27,622	35,282	53,198
DPS	10,000	8,000	8,000	8,000	8,000
주가배수(배)					
PER	9.1	12.4	16.5	9.0	7.4
PBR	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	7.0	7.7	9.0	7.8	6.7
PCFR	20.5	4.1	11.3	8.8	5.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	7.9	5.7	4.6	5.5	6.7
영업이익률(핵심)	7.9	5.7	4.8	5.8	7.0
EBITDA margin	11.2	9.8	9.0	10.0	11.5
순이익률	5.4	3.8	2.5	4.2	4.9
자기자본이익률(ROE)	9.8	5.7	3.7	6.3	7.3
투자자본이익률(ROIC)	11.3	5.1	4.2	5.0	5.7
안정성(%)					
부채비율	92.5	86.8	100.8	106.4	108.1
순차입금비율	49.3	43.2	55.0	59.9	59.6
이자보상배율(배)	6.9	4.2	4.8	5.8	6.9
활동성(배)					
매출채권회전율	9.1	5.4	4.9	4.8	4.7
재고자산회전율	7.5	5.6	5.8	5.9	5.8
매입채무회전율	22.4	13.0	12.0	11.9	11.7



ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다

현대제철 (004020)



BUY(Maintain)

주가(10/7) 79,700원

목표주가 97,000원

IFRS 별도 기준 현대제철 3분기 영업이익은 1,467억원으로 전분기대비 18.7% 하락한 것으로 추정된다. 실적 둔화 원인은 ① 비수기와 절전 영향으로 인한 봉형강류 판매량 감소, ② 임단협과 봉형강류 생산량 감소로 인한 고정비 등 일회성 비용 증가, ③ H형강을 중심으로 제품 수출 가격 부진 등으로 요약된다. 다만 8월 가격 인상 반영과 예상보다는 낮은 임단협 비용으로 당초 전망보다는 높은 실적이 예상된다.

Stock Data

KOSPI (10/7)	1,994.42pt	
시가총액	67,996억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	90,600원	61,100원
최고/최저가 대비 등락	-12.03%	30.44%
주가수익률	절대	상대
	1M	1.8%
	6M	6.8%
	1Y	-9.0%
		-0.2%
		3.2%
		-9.0%

Company Data

발행주식수	85,314천주
일평균 거래량(3M)	452천주
외국인 지분율	17.1%
배당수익률(13.E)	0.6%
BPS(13.E)	120,035원
주요 주주	기아자동차 외 2 33.81%
	국민연금관리공단 8.1%

Price Trend



현대제철 실적 Preview

>>> 현대제철 3분기 실적 Preview

IFRS 별도 기준 현대제철 3분기 영업이익은 1,467억원으로 추정된다. 실적 둔화 원인은 ① 비수기와 절전 영향으로 인한 봉형강류 판매량 감소, ② 임단협과 봉형강류 생산량 감소로 인한 고정비 등 일회성 비용 증가, ③ H형강을 중심으로 제품 수출 가격 부진 등으로 요약된다. 다만 8월 가격 인상 반영과 예상보다는 낮은 임단협 비용으로 당초 전망보다는 높은 실적이 예상된다.

>>> 현대제철 4분기 실적 전망

3기 고로 완공으로 현대제철의 4분기 제품 판매량은 460만톤으로 전분기대비 약 70만톤 늘어날 것으로 예상되면서 4분기 영업이익은 2,660억원으로 개선될 것으로 추정된다. 성수기 영향으로 봉형강류 판매량도 전분기대비 약 15만톤 증가할 것으로 예상된다.

>>> 현대제철 하반기 투자포인트

현대제철 투자포인트는 ① 3기 고로 완공으로 수익성이 높은 자동차용 및 실수요향 열연강판 판매 비중 증가로 인한 수익성 개선, ② 2008년부터 6년간 이어져온 대규모 투자가 마무리되면서 재무제표 구조 개선 가능성 등 본격적인 회수 시기에 진입, ③ 철강산업 불황기와 공격적인 증설에도 불구하고 안정적인 자동차용강판과 후판 출하 가능 등으로 요약된다.

투자지표	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액(억원)	152,595	141,464	133,036	158,539	164,624
보고영업이익(억원)	12,745	8,718	7,722	11,090	11,992
핵심영업이익(억원)	12,745	8,718	7,838	11,192	12,109
EBITDA(억원)	19,771	15,930	15,210	20,415	21,891
세전이익(억원)	9,091	9,307	6,047	8,914	9,126
순이익(억원)	7,471	7,964	5,543	7,511	7,689
EPS(원)	8,757	9,335	6,146	8,377	8,576
증감율(%YoY)	-26.3	6.6	-34.2	36.3	2.4
PER(배)	10.9	9.4	13.0	9.5	9.3
PBR(배)	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	8.5	10.5	11.6	8.8	8.2
영업이익률(%)	8.4	6.2	5.8	7.0	7.3
ROE(%)	8.9	8.4	5.5	7.0	6.7
순부채비율(%)	95.8	94.4	100.2	96.9	90.4

현대제철 3분기 실적 Preview

IFRS 별도 기준 현대제철 3분기 영업이익은 1,467억원으로 전분기대비 18.7% 하락한 것으로 추정된다. 실적 둔화 원인은 ① 비수기와 절전 영향으로 인한 봉형강류 판매량 감소, ② 임단협과 봉형강류 생산량 감소로 인한 고정비 등 일회성 비용 증가, ③ H형강을 중심으로 제품 수출 가격 부진 등으로 요약된다. 다만 8월 가격 인상 반영과 예상보다는 낮은 임단협 비용으로 당초 전망보다는 높은 실적이 예상된다.

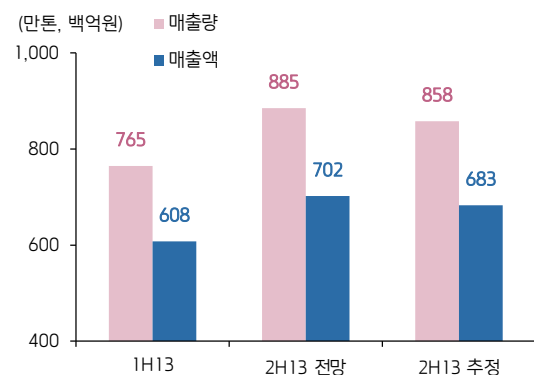
8월 출하분부터 실수요량 열연강판 3만원/톤 인상하는 등 가격 인상 효과가 일부 반영되었지만 유통가격 반영폭은 이에 미치지 못한 것으로 추정된다. 또한 후판 ASP는 오히려 하락하면서 판재류 내수 판매가격은 전분기대비 약 1만원/톤 하락한 것으로 추정된다. 반면 고로와 봉형강류 사업부 투입원가는 약 1~2만원/톤 하락하면서 물마진은 소폭 개선되었지만 판매량이 약 30만톤 감소하면서 물마진 개선 효과는 크지 않았을 것으로 예상된다.

현대제철 4분기 실적 전망

최근 중국 철강재 가격을 중심으로 글로벌 철강재 가격 하락세가 나타나면서 현대제철을 포함해 국내 철강사들의 판매 가격에도 영향을 받을 수 있다. 또한 고로 투입원가는 약 2만원/톤 하락, 전기로 투입원가는 약 1만원/톤 하락이 예상됨에 따라 물마진은 소폭 악화될 수 있다.

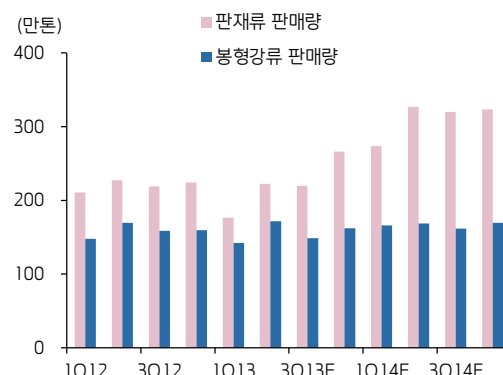
하지만 3기 고로 완공으로 현대제철의 4분기 제품 판매량은 460만톤으로 전분기대비 약 70만톤 늘어날 것으로 예상되면서 IFRS 별도 기준 4분기 영업이익은 2,660억원으로 개선될 것으로 추정된다. 성수기 영향으로 봉형강류 판매량도 전분기대비 약 15만톤 증가할 것으로 예상된다.

현대제철 전망치와 당사 추정치 비교



자료: 현대제철, 키움증권 추정
주: 2013년 하반기 전망치는 2분기 기업설명회 자료 기준

4Q13(열연강판)과 2Q13(후판)에 판매량 증가 예상



자료: 현대제철, 키움증권 추정

현대제철 투자포인트

현대제철 투자의견 BUY와 목표주가 97,000원을 유지한다.

현대제철 투자포인트는 ① 3기 고로 완공으로 수익성이 높은 자동차용 및 실수요항 열연강판 판매 비중 증가로 인한 수익성 개선, ② 2008년부터 6년간 이어져온 대규모 투자가 마무리되면서 재무제표 구조 개선 가능성 등 본격적인 회수 시기에 진입, ③ 철강산업 불황기와 공격적인 증설에도 불구하고 안정적인 자동차용강판과 후판 출하 가능 등으로 요약된다.

A열연을 제외한 현대제철의 판재류 수익성은 6~9% 수준, 봉형강류 수익성은 2~4% 수준으로 추정된다. 판재류 수익성 중 열연강판 수익성이 후판보다 높은 상황으로 자동차용강판 수익성은 10% 수준인 것으로 추정된다. 3기 고로 가동으로 인한 증설 물량에도 불구하고 최소한의 이익 기여도는 기대할 수 있다고 판단되며, 2014년 자동차용강판 판매량은 약 460만톤으로 20% 증가하게 된다. 상선 신규 수주 증가로 후판 수익성도 소폭이나마 개선될 가능성이 크기 때문에 Product Mix 개선 효과가 2014년까지 지속될 가능성이 높다.

현대제철 실적 추정 및 주요 가정

		2012	2013F	2014F	1Q13	2Q13	3Q13F	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F
실적 (IFRS 연결 기준)	매출액	14,146	13,304	15,854	2,984	3,490	3,205	3,624	3,673	4,144	3,962	4,075
	EBITDA	1,593	1,521	2,042	328	384	348	461	410	573	508	551
	영업이익	872	784	1,119	140	197	162	285	235	323	259	303
	영업이익률	6.2%	5.9%	7.1%	4.7%	5.6%	5.1%	7.9%	6.4%	7.8%	6.5%	7.4%
	법인세차감전이익	931	605	891	(8)	99	354	159	163	249	252	228
실적 (IFRS 별도 기준)	당기순이익	796	554	751	25	99	296	134	137	210	212	192
	매출액	14,129	12,584	15,232	2,780	3,300	3,039	3,465	3,514	3,990	3,807	3,921
	EBITDA	1,590	1,431	1,974	304	363	327	437	388	564	488	534
	영업이익	871	717	1,080	122	182	147	266	218	322	247	294
	영업이익률	6.2%	5.7%	7.1%	4.4%	5.5%	4.8%	7.7%	6.2%	8.1%	6.5%	7.5%
판매량 (IFRS 별도 기준)	판재류	880	885	1,243	177	222	220	266	273	327	320	323
	봉형강류	635	624	666	142	172	149	162	166	169	162	170
	총 철강재 합계	1,634	1,623	2,047	343	422	395	463	474	530	516	527
판매가격 (IFRS 별도 기준)	봉형강류 총 평균 판매가격	85	77	74	79	76	76	75	74	75	72	74
	판재류 총 평균 판매가격	80	71	69	74	72	70	69	68	70	69	70
	탄소강 총 평균 판매가격	85	76	73	80	77	76	74	73	74	73	73
원재료 가격 (IFRS 별도 기준)	가중평균 원료 투입가격	37	31	28	30	33	32	30	29	29	28	27
	철광석 계약가격	132	121	120	103	137	126	118	125	120	120	115
	석탄 계약가격	210	159	136	165	172	145	152	145	135	135	130
환율	USD/KRW 기말환율	1,064	1,070	1,050	1,111	1,142	1,075	1,070	1,070	1,070	1,050	1,050
	USD/KRW 평균환율	1,127	1,097	1,060	1,085	1,122	1,109	1,070	1,070	1,070	1,050	1,050
주당지표 (IFRS 연결 기준)	EPS	9,335	6,146	8,377	239	1,102	3,305	1,499	1,532	2,337	2,367	2,141
	BPS	115,232	120,035	128,346	115,950	114,879	118,460	120,035	121,152	123,609	126,096	128,346
	주당 EBITDA	18,672	17,828	23,929	3,846	4,497	4,081	5,404	4,807	6,717	5,952	6,453
주가배수 (IFRS 연결 기준)	PER	9.4	13.0	9.5	13.2	8.6	9.5	10.3	9.5	9.0	9.1	9.7
	PBR	0.8	0.7	0.6	0.7	0.5	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
	EV/EBITDA	10.5	11.6	8.8	12.0	10.0	8.7	9.0	8.7	8.3	8.3	8.3

자료: 키움증권 추정

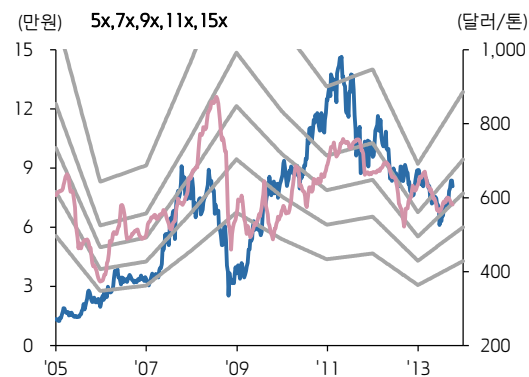
현대제철 밸류에이션

현대제철 밸류에이션 추이 및 추정치

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013F	2014F	1Q13	2Q13	3Q13F	4Q13F
P/E														
EPS	11,245	5,551	6,092	9,641	13,503	11,887	8,757	9,335	6,146	8,377	239	1,102	3,305	1,499
Forwarding EPS											6,146	7,438	8,673	7,735
P/E (End)	1.9	6.1	13.0	3.9	6.4	10.5	10.9	9.4	13.0	9.5	13.2	8.6	9.5	10.3
P/E (Average)	1.7	5.7	9.4	6.4	4.6	8.4	13.6	9.8	12.4	9.5	13.6	9.8	8.4	10.3
P/E (High)	2.6	7.4	16.4	9.5	6.7	10.8	17.1	12.7	14.7	9.5	14.7	11.0	9.7	10.3
P/E (Low)	1.1	3.7	4.8	2.3	2.3	6.5	8.5	8.0	9.9	9.5	13.0	8.1	7.0	10.3
P/B														
BPS	33,249	41,024	47,460	56,606	77,437	90,720	106,885	115,232	120,035	128,346	115,950	114,879	118,460	120,035
P/B (End)	0.63	0.82	1.66	0.66	1.12	1.37	0.90	0.76	0.66	0.62	0.70	0.56	0.70	0.66
P/B (Average)	0.56	0.78	1.20	1.09	0.80	1.10	1.11	0.80	0.63	0.62	0.72	0.63	0.61	0.66
P/B (High)	0.89	1.00	2.10	1.61	1.16	1.42	1.40	1.03	0.75	0.62	0.78	0.71	0.71	0.66
P/B (Low)	0.37	0.50	0.62	0.39	0.39	0.85	0.69	0.65	0.51	0.62	0.69	0.52	0.51	0.66
EV/EBITDA														
EBITDA	704	801	923	1,587	840	1,436	1,977	1,593	1,521	2,042	328	384	348	461
Forwarding EBITDA											1,521	1,603	1,792	1,952
EV/EBITDA (End)	4.9	5.6	9.5	4.3	13.9	12.0	8.5	10.5	11.6	8.8	12.1	10.2	9.8	9.0
EV/EBITDA (Average)	4.6	5.4	7.5	5.6	11.4	10.6	9.5	10.7	11.4	8.8	12.3	10.7	9.3	9.0
EV/EBITDA (High)	6.0	6.4	11.4	7.2	14.3	12.3	10.9	12.2	12.2	8.8	12.7	11.2	9.9	9.0
EV/EBITDA (Low)	3.7	4.2	5.0	3.5	8.3	9.2	7.6	9.8	10.6	8.8	12.0	10.0	8.7	9.0

자료: DataGuide, 키움증권 추정

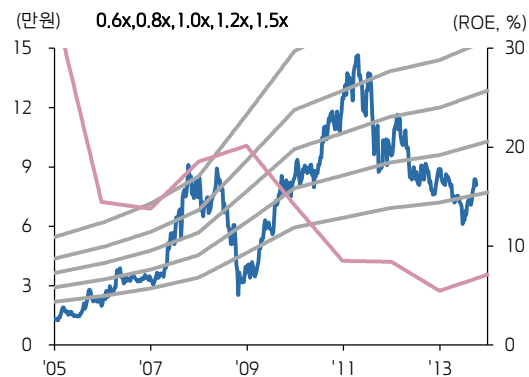
현대제철 Fwd 12M P/E 밴드와 철강 가격



자료: DataGuide, 키움증권 추정

주: 철강 가격은 중국 열연강판 유통가격

현대제철 Fwd 12M P/B 밴드와 ROE



자료: DataGuide, 키움증권 추정

손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	152,595	141,464	133,036	158,539	164,624
매출원가	134,459	127,299	119,450	140,518	145,425
매출총이익	18,137	14,164	13,586	18,022	19,199
판매비및일반관리비	5,392	5,446	5,749	6,830	7,090
영업이익(보고)	12,745	8,718	7,722	11,090	11,992
영업이익(핵심)	12,745	8,718	7,838	11,192	12,109
영업외손익	-3,654	588	-1,791	-2,278	-2,983
이자수익	862	571	401	453	465
배당금수익	85	100	175	128	126
외환이익	1,878	4,172	4,236	2,059	1,385
이자비용	4,034	3,462	2,871	3,519	3,540
외환손실	2,862	738	4,914	1,485	1,491
관계기업자본법손익	250	180	151	188	188
투자및기타자산처분손익	24	38	1,048	0	0
금융상품평가및기타금융이익	209	304	26	0	0
기타	-66	-577	-43	-102	-117
법인세차감전이익	9,091	9,307	6,047	8,914	9,126
법인세비용	1,620	1,343	504	1,403	1,437
유효법인세율 (%)	17.8%	14.4%	8.3%	15.7%	15.7%
당기순이익	7,471	7,964	5,543	7,511	7,689
지배주주지분 당기순이익	7,471	7,964	5,243	7,147	7,316
EBITDA	19,771	15,930	15,210	20,415	21,891
현금순이익(Cash Earnings)	14,498	15,175	12,915	16,734	17,471
수정당기순이익	7,452	8,093	4,561	7,511	7,689
증감율(% YoY)					
매출액	49.6	-7.3	-6.0	19.2	3.8
영업이익(보고)	22.8	-31.6	-11.4	43.6	8.1
영업이익(핵심)	22.8	-31.6	-10.1	42.8	8.2
EBITDA	37.7	-19.4	-4.5	34.2	7.2
지배주주지분 당기순이익	0.0	6.6	-34.2	36.3	2.4
EPS	-26.3	6.6	-34.2	36.3	2.4
수정순이익	-27.3	8.6	-43.6	64.7	2.4

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동현금흐름	8,231	21,821	9,530	8,299	11,196
당기순이익	7,471	7,964	5,543	7,511	7,689
감가상각비	7,003	7,083	7,166	8,989	9,523
무형자산상각비	23	128	206	233	259
외환손익	1,933	2,594	2,896	0	0
자산처분손익	19	36	1,046	0	0
지분법손익	-250	-180	-151	-188	-188
영업활동자산부채 증감	-8,397	9,885	-719	-2,831	-710
기타	428	-5,689	-6,458	-5,416	-5,377
투자활동현금흐름	-18,883	-26,640	-16,878	-12,428	-10,612
투자자산의 처분	-419	2,346	1,445	-212	-60
유형자산의 처분	103	175	24	0	0
유형자산의 취득	-18,171	-28,790	-18,207	-11,834	-10,369
무형자산의 처분	-395	-371	86	-167	-141
기타	0	0	-226	-215	-43
재무활동현금흐름	10,385	3,743	13,759	-5,110	-3,058
단기차입금의 증감	-6,250	-20,850	-6,787	-2,594	414
장기차입금의 증감	17,055	25,015	20,968	-2,095	-3,052
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-421	-421	-421	-421	-421
기타	0	0	0	0	0
현금및현금성자산의순증가	-267	-1,082	6,413	-9,239	-2,474
기초현금및현금성자산	10,137	9,870	9,246	15,659	6,420
기말현금및현금성자산	9,870	8,788	15,659	6,420	3,945
Gross Cash Flow	16,627	11,936	10,248	11,130	11,907
Op Free Cash Flow	-9,063	-4,225	-3,893	3,987	8,905

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	66,188	54,866	67,222	64,913	64,068
현금및현금성자산	9,870	8,789	15,659	6,420	3,945
유동금융자산	4,515	1,851	2,092	2,304	2,364
매출채권및유동채권	25,332	20,212	22,069	25,012	25,707
재고자산	25,660	23,354	26,840	30,489	31,341
기타유동비금융자산	810	661	562	688	711
비유동자산	151,579	174,648	186,797	198,906	209,440
장기매출채권및기타비유동채권	0	0	0	0	0
투자자산	20,871	20,937	17,811	17,811	17,811
유형자산	127,059	149,820	164,680	176,514	186,883
무형자산	1,168	1,408	1,333	1,499	1,640
기타비유동자산	2,482	2,483	2,974	3,081	3,106
자산총계	217,767	229,514	254,019	263,819	273,508
유동부채	63,798	61,217	61,823	61,802	62,792
매입채무및기타유동채무	16,991	19,157	17,624	20,197	20,772
단기차입금	31,315	22,062	26,261	23,226	23,990
유동성장기차입금	12,597	16,652	14,723	14,663	14,205
기타유동부채	2,896	3,346	3,215	3,716	3,824
비유동부채	62,780	69,988	87,918	90,278	91,328
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	57,629	64,510	81,243	79,148	76,096
기타비유동부채	5,151	5,478	6,675	11,130	15,232
부채총계	126,578	131,205	149,741	152,079	154,120
자본금	4,266	4,266	4,266	4,266	4,266
주식발행초과금	1,202	1,202	0	0	0
이익잉여금	71,413	78,711	83,833	90,923	98,191
기타자본	14,308	14,131	14,309	14,309	14,309
지배주주지분자본총계	91,189	98,309	102,408	109,498	116,766
비지배자본자본총계	0	0	1,870	2,242	2,623
자본총계	91,189	98,309	104,278	111,740	119,389
순차입금	87,361	92,757	104,476	108,313	107,982
총차입금	101,746	103,396	122,227	117,037	114,292

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
주당지표(원)					
EPS	8,757	9,335	6,146	8,377	8,576
BPS	106,885	115,232	120,035	128,346	136,865
주당EBITDA	23,175	18,672	17,828	23,929	25,659
CFPS	9,648	25,577	11,170	9,727	13,123
DPS	500	500	500	500	500
주가배수(배)					
PER	10.9	9.4	13.0	9.5	9.3
PBR	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	8.5	10.5	11.6	8.8	8.2
PCFR	9.9	3.4	7.1	8.2	6.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	8.4	6.2	5.8	7.0	7.3
영업이익률(핵심)	8.4	6.2	5.9	7.1	7.4
EBITDA margin	13.0	11.3	11.4	12.9	13.3
순이익률	4.9	5.6	4.2	4.7	4.7
자기자본이익률(ROE)	8.9	8.4	5.5	7.0	6.7
투자자본이익률(ROIC)	7.2	4.5	3.9	4.7	4.7
안정성(%)					
부채비율	138.8	133.5	143.6	136.1	129.1
순차입금비율	95.8	94.4	100.2	96.9	90.4
이자보상배율(배)	3.2	2.5	2.7	3.2	3.4
활동성(배)					
매출채권회전율	8.9	6.3	6.5	6.9	6.7
재고자산회전율	6.3	5.8	5.3	5.5	5.3
매입채무회전율	16.7	19.4	18.5	18.5	17.8



ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다

고려아연 (010130)



BUY(Maintain)

주가(10/7) 305,000원

목표주가 380,000원

IFRS 별도 기준 고려아연 3분기 영업이익은 1,485억원으로 전분기대비 8.8% 증가할 것으로 예상된다. 실적 개선을 예상하는 이유는 ① 부산물 함유량이 높은 남미산 정광 비중 증가로 부산물 생산량 증가, ② 보수 일자 감소로 가동률 상승, ③ 페루 항구 선적 문제 해결과 세계 최대 아연광산인 알래스카의 레드 독(Red Dog) 광산에서의 정광 조달 비중 증가로 인한 원가 하락 등으로 요약된다. 고려아연이 선호하는 광석 조달 비중 증가와 3분기 정기 보수 기간이 최소화되면서 가동률이 증가한 점도 실적 개선의 한 원인으로 판단된다.

Stock Data

KOSPI (10/7)		1,994.42pt
시가총액		57,554억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	490,000원	260,000원
최고/최저가 대비 등락	-37.76%	17.31%
주가수익률	절대	상대
	1M	-4.8% -6.7%
	6M	-6.2% -9.3%
	1Y	-37.5% -37.5%

Company Data

발행주식수	18,870천주	
일평균 거래량(3M)	84천주	
외국인 지분율	14.59%	
배당수익률(13.E)	1.6%	
BPS(13.E)	226,407원	
주요 주주	영풍 외 45	51.1%
	국민연금공단	7.0%

Price Trend



고려아연 실적 Preview

>>> 고려아연 3분기 실적 Preview

IFRS 별도 기준 고려아연 3분기 영업이익은 1,485억원으로 전분기대비 8.8% 증가할 것으로 예상된다. 판매가격 하락에도 불구하고 일부 실적 개선을 예상하는 이유는 ① 부산물 함유량이 높은 남미산 정광 비중 증가로 부산물 생산량 증가, ② 보수 일자 감소로 가동률 상승, ③ 페루 항구 선적 문제 해결과 세계 최대 아연광산인 알래스카의 레드 독(Red Dog) 광산에서의 정광 조달 비중 증가로 인한 원가 하락 등으로 요약된다.

>>> 고려아연 4분기 실적 전망

IFRS 별도 기준 고려아연 4분기 영업이익은 1,567억원으로 전분기대비 소폭 개선될 것으로 예상된다. 4분기에는 소폭이나마 은 평균 판매가격이 개선될 수 있다. 또한 상반기에 진행되었던 보수와 3분기 정기 보수가 마무리됨에 따라 4분기에는 Fumer의 풀가동으로 부산물 생산량도 증가할 수 있을 것으로 판단된다. 하지만 원화 강세로 실적 개선은 제한적일 것으로 예상되며 은 가격 변동성이 확대될 수 있는 가능성은 리스크 요인이다.

>>> 고려아연 하반기 투자포인트

① Fumer 보수와 생산능력 증가로 부산물 매출은 증가할 것으로 예상 ② 귀금속 가격 급락 가능성은 제한적이라고 판단 ③ 장기적으로는 고수익성을 담보할 수 있는 Fumer 증설이 예정되어 있어 안전판 역할을 해줄 것으로 예상 등이 고려아연 투자포인트로 요약된다.

투자지표	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액(억원)	55,564	54,975	50,386	49,923	51,471
보고영업이익(억원)	9,636	7,575	6,133	6,555	6,597
핵심영업이익(억원)	9,636	7,575	6,125	6,531	6,573
EBITDA(억원)	10,752	8,826	7,411	7,720	7,831
세전이익(억원)	9,745	7,513	6,193	6,733	6,746
순이익(억원)	7,137	5,680	4,656	5,080	5,087
EPS(원)	37,342	29,685	24,243	26,361	26,396
증감율(%YoY)	43.6	-20.5	-18.3	8.7	0.1
PER(배)	10.2	11.8	12.6	11.6	11.6
PBR(배)	2.1	1.7	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	6.0	6.7	6.5	6.4	6.5
영업이익률(%)	17.3	13.8	12.2	13.1	12.8
ROE(%)	23.2	15.2	11.0	10.9	10.0
순부채비율(%)	-22.8	-20.0	-22.9	-19.0	-14.6

고려아연 3분기 실적 Preview

IFRS 별도 기준 고려아연 3분기 영업이익은 1,485억원으로 전분기대비 8.8% 증가할 것으로 예상된다. 판매가격 하락에도 불구하고 일부 실적 개선을 예상하는 이유는 ① 부산물 함유량이 높은 남미산 정광 비중 증가로 부산물 생산량 증가, ② 보수 일자 감소로 가동률 상승, ③ 페루 항구 선적 문제 해결과 세계 최대 아연광산인 알래스카의 레드 독(Red Dog) 광산에서의 정광 조달 비중 증가로 인한 원가 하락 등으로 요약된다.

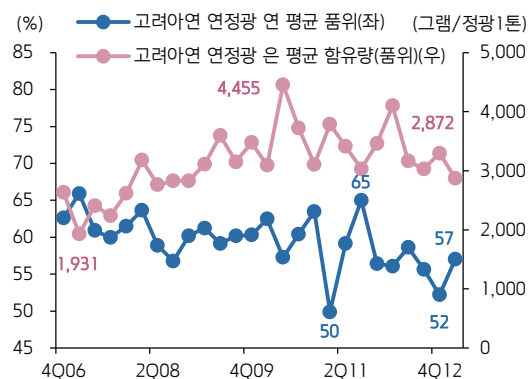
남미산 정광 조달에 어려움이 발생되면서 아연과 연 함유량이 높지만, 부산물 함유량이 낮은 호주산 정광 조달 비중이 늘어나면서, Fumer를 보유한 고려아연의 2분기 실적이 상대적으로 부진했다. 하지만 남미산 광석 입고 지연이 해결됨에 따라 3분기에는 다시 고려아연이 선호하는 광석 조달 비중이 늘어 남에 따라 수익성이 개선될 수 있을 것으로 예상된다. 또한 예정에 없었던 설비 보수가 1분기와 2분기에 진행됨에 따라 3분기 정기 보수 기간이 최소화되면서 가동률이 증가한 점도 실적 개선의 한 원인으로 판단된다.

고려아연 4분기 실적 전망

IFRS 별도 기준 고려아연 4분기 영업이익은 1,567억원으로 전분기대비 소폭 개선될 것으로 예상된다. 은 가격이 현재 수준을 유지할 경우 4분기에는 소폭이나마 은 평균 판매가격이 개선될 수 있다. 또한 상반기에 진행되었던 보수와 3분기 정기 보수가 마무리됨에 따라, 4분기에는 Fumer의 풀가동으로 부산물 생산량도 증가할 수 있을 것으로 판단된다.

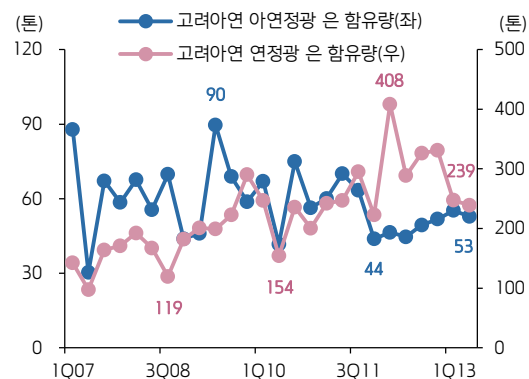
하지만 원화 강세로 실적 개선은 제한적일 것으로 예상되며, 글로벌 경기 회복 신뢰도와 QE3 축소와 시기에 따라 은 가격 변동성이 확대될 수 있는 가능성은 리스크 요인이다.

고려아연 연정광 함유량·부산물 함유량 감소



자료: 고려아연

고려아연 은 함유량 추이: 2분기 대폭 감소



자료: 고려아연

고려아연 투자포인트

고려아연 투자의견 BUY와 목표주가 380,000원을 유지한다.

고려아연 투자포인트는 ① 글로벌 경기 회복 기대감이 높아지면서 안전자산인 금 가격 하락으로 인한 은 가격 동반 하락 가능성이 있다. 2014년 고려아연의 은 평균 판매가격은 21.5~22달러/온스로 전년 대비 약 10% 하락을 가정해 실적을 추정했다. 하지만 Fumer 설비 생산능력 확대에 따라 가격 하락에도 불구하고 부산물 매출은 증가할 것으로 예상된다. ② 상품 가격 의존도가 높아짐에 따라 상품 가격 변동에 따라 실적 변동성이 확대될 수 있다. 하지만 글로벌 경기 회복에도 실질 금리 상승까지는 상당 기간이 필요할 것으로 예상되는 등 귀금속 가격 급락 가능성은 제한적이라고 판단된다. ③ 장기적으로는 고수익성을 담보할 수 있는 Fumer 증설이 예정되어 있어 안전핀 역할을 해줄 것으로 예상된다.

고려아연 실적 추정 및 주요 가정

		2012	2013F	2014F	1Q13	2Q13	3Q13F	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F
실적 (IFRS 연결 기준)	매출액	5,498	5,039	4,992	1,172	1,279	1,290	1,298	1,246	1,260	1,237	1,249
	EBITDA	883	741	772	209	173	179	180	200	196	184	191
	영업이익	758	612	653	173	136	151	152	172	168	153	160
	영업이익률	13.8%	12.2%	13.1%	14.7%	10.7%	11.7%	11.7%	13.8%	13.3%	12.4%	12.8%
	법인세차감전이익	751	619	673	173	128	162	156	177	172	159	165
실적 (IFRS 별도 기준)	당기순이익	568	466	508	128	97	123	118	134	130	120	124
	매출액	4,927	4,473	4,446	1,024	1,138	1,149	1,161	1,115	1,130	1,092	1,109
	EBITDA	857	712	733	200	164	170	178	186	190	174	184
	영업이익	765	614	643	173	136	148	157	164	168	150	160
	영업이익률	15.5%	13.7%	14.5%	16.8%	12.0%	12.9%	13.5%	14.7%	14.9%	13.7%	14.4%
판매량 (IFRS 별도 기준)	영업이익(별도제외)	(8)	(2)	10	(0)	(0)	3	(5)	8	(1)	3	(0)
	영업이익률(별도제외)	-1.3%	-0.3%	1.9%	0.0%	-0.1%	2.0%	-3.3%	6.0%	-0.4%	2.2%	0.0%
	아연	52.5	56.3	57.7	13.1	14.1	14.4	14.7	14.4	14.4	14.4	14.4
	연	27.8	25.9	28.5	5.3	6.4	7.0	7.2	7.1	7.1	7.1	7.1
	금(Kg)	6,067	7,596	8,225	1,800	1,596	2,100	2,100	2,100	1,925	2,100	2,100
판매가격 (IFRS 별도 기준)	금(일만 온스)	19.5	24.4	26.4	5.8	5.1	6.8	6.8	6.8	6.2	6.8	6.8
	은(톤)	1,892	1,860	2,070	312	483	520	545	520	530	505	515
	은(일만 온스)	6,084	5,979	6,655	1,003	1,552	1,672	1,752	1,672	1,704	1,624	1,656
	전기동	2.2	2.4	2.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
	아연 판매가격	2,078	2,083	2,091	2,204	2,032	2,041	2,070	2,076	2,096	2,096	2,096
원재료 가격 (IFRS 연결 기준)	연 판매가격	2,207	2,460	2,442	2,580	2,391	2,441	2,455	2,445	2,475	2,425	2,425
	전기동 판매가격	7,947	7,330	6,941	7,961	7,194	7,086	7,140	7,090	6,990	6,890	6,790
	금 판매가격	1,664	1,427	1,305	1,640	1,417	1,333	1,355	1,305	1,305	1,305	1,305
	은 판매가격	31.0	24.2	22.0	30.7	25.0	21.6	22.1	21.5	22.0	22.0	22.5
	아연정광 구매가격(달러/dmt)	823	746	731	873	675	702	714	727	731	733	736
환율	연정광 구매가격(달러/dmt)	4,509	3,252	2,690	4,182	2,894	2,709	2,645	2,638	2,691	2,681	2,698
	달러/dmt, 아연정광 투입가격(만원/dmt)	95	85	77	91	90	82	77	77	77	78	77
	만원/dmt, 연정광 투입가격(만원/dmt)	511	394	285	479	434	359	304	288	284	285	284
	USD/KRW 기말환율	1,064	1,070	1,050	1,111	1,142	1,075	1,070	1,070	1,070	1,050	1,050
	USD/KRW 평균환율	1,126	1,097	1,060	1,085	1,122	1,109	1,070	1,070	1,070	1,050	1,050
주당지표	EPS	29,685	24,243	26,361	6,713	5,018	6,392	6,119	6,929	6,749	6,242	6,441
	BPS	204,525	226,407	248,646	207,408	213,465	220,158	226,407	228,800	235,693	242,067	248,646
	주당 EBITDA	46,772	39,275	40,911	11,056	9,166	9,501	9,553	10,616	10,408	9,762	10,124
	PER	11.8	12.6	11.6	14.6	11.3	12.4	11.7	11.6	11.8	11.8	11.6
	PBR	1.7	1.3	1.2	1.5	1.2	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1
주가배수	EV/EBITDA	6.7	6.5	6.4	7.7	5.4	5.0	6.4	6.4	6.5	6.5	6.4

자료: 키움증권 추정

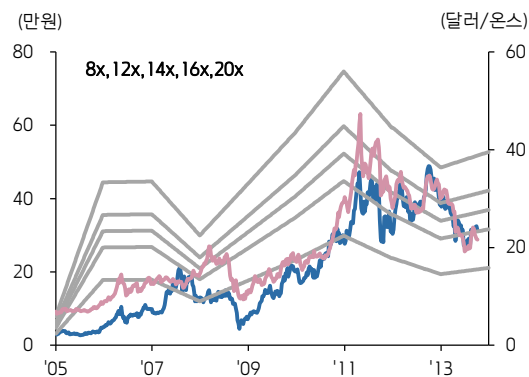
고려아연 밸류에이션

고려아연 밸류에이션 추이 및 추정치

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013F	2014F	1Q13	2Q13	3Q13F	4Q13F
P/E														
EPS	3,761	22,499	22,348	14,982	21,923	26,011	37,342	29,685	24,243	26,361	6,713	5,018	6,392	6,119
Forwarding EPS											24,243	24,458	26,189	26,039
P/E (End)	53.7	13.7	25.7	25.4	28.2	18.7	10.2	11.8	12.6	11.6	14.6	11.3	12.4	11.7
P/E (Average)	53.4	11.0	21.5	31.0	20.4	19.5	11.7	12.5	13.6	11.6	15.7	12.8	11.5	11.7
P/E (High)	64.7	14.2	34.2	40.5	28.5	24.3	14.0	14.4	16.8	11.6	17.1	15.1	13.1	11.7
P/E (Low)	46.4	8.7	12.7	15.7	13.6	16.6	9.1	10.3	10.7	11.6	14.1	10.5	9.6	11.7
P/B														
BPS	39,734	66,264	85,322	94,875	115,205	140,665	179,655	204,525	226,407	248,646	207,408	213,465	220,158	226,407
P/B (End)	5.08	4.66	6.74	4.01	5.36	3.46	2.12	1.71	1.35	1.23	1.70	1.30	1.48	1.35
P/B (Average)	5.06	3.73	5.63	4.89	3.89	3.61	2.42	1.81	1.46	1.23	1.83	1.46	1.36	1.35
P/B (High)	6.13	4.82	8.97	6.40	5.43	4.50	2.91	2.09	1.80	1.23	2.00	1.73	1.55	1.35
P/B (Low)	4.39	2.94	3.33	2.47	2.59	3.06	1.90	1.49	1.15	1.23	1.65	1.20	1.14	1.35
EV/EBITDA														
EBITDA	225	422	573	602	499	652	1,075	883	741	772	209	173	179	180
Forwarding EBITDA											741	733	756	761
EV/EBITDA (End)	17.2	13.9	18.7	11.3	22.9	13.6	6.0	6.7	6.5	6.4	7.9	5.9	6.9	6.4
EV/EBITDA (Average)	17.1	11.2	15.6	13.9	16.5	14.2	7.0	7.1	7.2	6.4	8.6	6.8	6.3	6.4
EV/EBITDA (High)	20.7	14.4	25.0	18.4	23.2	17.8	8.5	8.3	9.1	6.4	9.5	8.3	7.3	6.4
EV/EBITDA (Low)	14.9	8.8	9.1	6.7	10.8	12.0	5.3	5.7	5.4	6.4	7.7	5.4	5.1	6.4

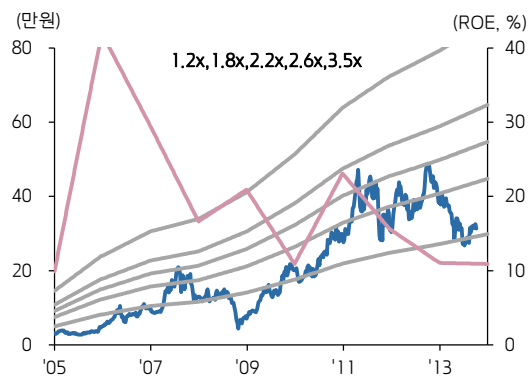
자료: DataGuide, 키움증권 추정

고려아연 Fwd 12M P/E 밴드와 은 가격



자료: DataGuide, 키움증권 추정

고려아연 Fwd 12M P/B 밴드와 ROE



자료: DataGuide, 키움증권 추정

손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	55,564	54,975	50,386	49,923	51,471
매출원가	44,581	45,997	42,904	42,061	43,528
매출총이익	10,983	8,978	7,482	7,861	7,943
판매비및일반관리비	1,347	1,403	1,357	1,330	1,370
영업이익(보고)	9,636	7,575	6,133	6,555	6,597
영업이익(핵심)	9,636	7,575	6,125	6,531	6,573
영업외손익	109	-62	68	202	173
이자수익	266	500	467	455	468
배당금수익	9	22	46	48	49
외환이익	785	585	584	478	461
이자비용	149	111	115	134	156
외환손실	845	532	788	600	602
관계기업지분법손익	-35	-46	-65	-69	-69
투자및기타자산처분손익	-40	-88	16	0	0
금융상품평가및기타금융이익	175	-424	37	0	0
기타	-57	32	-113	24	24
법인세차감전이익	9,745	7,513	6,193	6,733	6,746
법인세비용	2,608	1,833	1,537	1,653	1,659
유효법인세율 (%)	26.8%	24.4%	24.8%	24.6%	24.6%
당기순이익	7,137	5,680	4,656	5,080	5,087
지배주주지분 당기순이익	7,046	5,602	4,575	4,974	4,981
EBITDA	10,752	8,826	7,411	7,720	7,831
현금순이익(Cash Earnings)	8,252	6,931	5,942	6,269	6,345
수정당기순이익	7,123	6,076	4,721	5,080	5,087
증감율(% YoY)					
매출액	77.6	-1.1	-8.3	-0.9	3.1
영업이익(보고)	91.1	-21.4	-19.0	6.9	0.6
영업이익(핵심)	91.1	-21.4	-19.2	6.6	0.6
EBITDA	64.9	-17.9	-16.0	4.2	1.4
지배주주지분 당기순이익	0.0	-20.5	-18.3	8.7	0.1
EPS	43.6	-20.5	-18.3	8.7	0.1
수정순이익	48.2	-14.7	-22.3	7.6	0.1

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동현금흐름	9,093	4,986	7,597	7,014	6,604
당기순이익	7,137	5,680	4,656	5,080	5,087
감가상각비	1,106	1,228	1,265	1,161	1,225
무형자산상각비	9	22	21	27	33
외환손익	148	194	278	0	0
자산처분손익	85	-40	34	0	0
지분법손익	35	46	65	69	69
영업활동자산부채 증감	-509	-1,693	1,072	189	-286
기타	1,082	-450	206	488	476
투자활동현금흐름	-3,261	-5,938	-7,514	-6,625	-7,481
투자자산의 처분	-703	-2,992	-2,426	339	-439
유형자산의 처분	1	3	0	0	0
유형자산의 취득	-2,520	-3,035	-4,995	-6,761	-6,825
무형자산의 처분	-116	-57	-127	-213	-207
기타	77	143	34	10	-10
재무활동현금흐름	-1,343	-2,240	-182	-953	1,008
단기차입금의 증감	-1,046	-1,471	716	-69	538
장기차입금의 증감	160	130	0	0	1,530
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-457	-899	-898	-884	-1,060
기타	0	0	0	0	0
현금및현금성자산의순증가	4,520	-3,281	-76	-564	131
기초현금및현금성자산	3,514	8,034	4,753	4,677	4,113
기말현금및현금성자산	8,034	4,753	4,677	4,113	4,244
Gross Cash Flow	9,602	6,679	6,525	6,825	6,891
Op Free Cash Flow	5,153	2,259	1,982	-456	-897

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	24,385	25,233	26,587	25,274	26,319
현금및현금성자산	8,034	4,753	4,677	4,113	4,244
유동금융자산	4,832	6,514	8,904	8,484	8,844
매출채권및유동채권	2,562	3,859	3,392	3,297	3,441
재고자산	8,825	9,968	9,430	9,202	9,606
기타유동비금융자산	131	139	184	176	184
비유동자산	21,676	24,172	29,319	36,367	43,492
장기매출채권및기타비유동채권	171	167	176	170	177
투자자산	5,095	6,003	6,498	6,572	6,659
유형자산	15,529	17,058	21,612	28,374	35,199
무형자산	792	784	907	1,120	1,327
기타비유동자산	90	160	126	132	130
자산총계	46,062	49,405	55,906	61,641	69,811
유동부채	6,863	6,259	6,353	6,249	6,866
매입채무및기타유동채무	1,851	2,596	1,821	1,785	1,864
단기차입금	605	1,469	2,727	2,673	2,791
유동성장기차입금	2,427	1,204	125	126	471
기타유동부채	1,980	991	1,680	1,665	1,739
비유동부채	4,094	3,286	5,138	6,642	10,023
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	1,783	616	556	556	2,086
기타비유동부채	2,312	2,669	4,582	6,086	7,936
부채총계	10,958	9,545	11,492	12,891	16,888
자본금	944	944	944	944	944
주식발행초과금	416	416	416	416	416
이익잉여금	32,456	37,125	40,897	45,094	49,120
기타자본	86	109	466	466	466
지배주주지분자본총계	33,901	38,594	42,723	46,919	50,946
비지배자본자본총계	1,203	1,267	1,691	1,831	1,976
자본총계	35,104	39,860	44,414	48,750	52,922
순차입금	-7,993	-7,966	-10,173	-9,243	-7,739
총차입금	4,874	3,301	3,408	3,355	5,348

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
주당지표(원)					
EPS	37,342	29,685	24,243	26,361	26,396
BPS	179,655	204,525	226,407	248,646	269,983
주당EBITDA	56,977	46,772	39,275	40,911	41,499
CFPS	48,189	26,422	40,261	37,169	34,999
DPS	5,000	5,000	5,000	6,000	6,000
주가배수(배)					
PER	10.2	11.8	12.6	11.6	11.6
PBR	2.1	1.7	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	6.0	6.7	6.5	6.4	6.5
PCFR	7.9	13.2	7.6	8.2	8.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	17.3	13.8	12.2	13.1	12.8
영업이익률(핵심)	17.3	13.8	12.2	13.1	12.8
EBITDA margin	19.3	16.1	14.7	15.5	15.2
순이익률	12.8	10.3	9.2	10.2	9.9
자기자본이익률(ROE)	23.2	15.2	11.0	10.9	10.0
투자자본이익률(ROIC)	35.6	21.9	15.3	13.9	11.7
안정성(%)					
부채비율	31.2	23.9	25.9	26.4	31.9
순차입금비율	-22.8	-20.0	-22.9	-19.0	-14.6
이자보상배율(배)	64.5	68.2	53.2	48.6	42.0
활동성(배)					
매출채권회전율	32.9	23.2	19.4	19.2	19.7
재고자산회전율	6.7	5.9	5.2	5.4	5.5
매입채무회전율	34.5	29.6	28.7	38.5	38.9



ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다

현대하이스코 (010520)



Outperform(Maintain)

주가(10/7) 44,200원

목표주가 46,000원

IFRS 별도 기준 3분기 현대하이스코 영업이익은 1,012억원으로 9분기만에 1,000억원대 실적을 회복할 가능성이 높을 것으로 판단된다. ① 당진2냉연 공장 가동률이 높아지면서 비수기와 자동차 메이커들의 파업 영향에도 불구하고 자동차용강판 판매량은 15만톤 늘어난 103만톤 수준으로 추정, ② 8월 자동차용 냉연강판과 열연강판 가격 상승으로 인한 재고자산 평가이익, ③ 8월부터 판매 가격을 인상하면서 고수익성을 기록하고 있는 자동차용강판의 안정적인 물마진 유지 등이 실적 개선의 주요 원인으로 파악된다.

Stock Data

KOSPI (10/7)	1,994.42pt	
시가총액	35,448억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	48,350원	25,650원
최고/최저가 대비 등락	-8.58%	72.32%
주가수익률	절대	상대
	1M	2.2%
	6M	50.3%
	1Y	-8.3%

Company Data

발행주식수	80,200천주
일평균 거래량(3M)	289천주
외국인 지분율	21.61%
배당수익률(13.E)	0.6%
BPS(13.E)	27,328원
주요 주주	현대자동차 외 5
	JFE Steel
	55.2%
	8.0%

Price Trend



현대하이스코 실적 Preview

>>> 현대하이스코 3분기 실적 Preview

IFRS 별도 기준 3분기 현대하이스코 영업이익은 1,012억원으로 9분기만에 1,000억원대 실적을 회복할 가능성이 높다. ① 당진2냉연 공장 가동률이 높아지면서 비수기와 자동차 메이커들의 파업 영향에도 불구하고 자동차용강판 판매량은 15만톤 늘어난 103만톤 수준으로 추정, ② 8월 자동차용 냉연강판과 열연강판 가격 상승으로 인한 재고자산 평가이익, ③ 판매 가격 인상으로 고수익성을 기록하고 있는 자동차용강판의 안정적인 물마진 유지 등이 실적 개선의 주요 원인으로 파악된다.

>>> 현대하이스코 4분기 실적 전망

4분기에도 자동차용강판이 추가로 늘어나는 구조로 추가 실적 개선 가능성이 높다. 4분기 성수기 효과까지 반영할 경우 자동차용 냉연강판 판매량은 118만톤으로 전분기대비 약 15만톤이 추가로 늘어날 것으로 판단된다. IFRS 별도 기준 현대하이스코 4분기 영업이익은 재고자산 평가이익을 제외하더라도 1,086억원으로 전분기대비 개선 될 가능성이 높다.

>>> 현대하이스코 투자포인트

현대하이스코 투자포인트는 ① 당진2냉연 공장 효과가 반영되면서 2014년까지 실적 개선 이어질 가능성, ② 중국 염성 법인 생산능력 증가로 해외법인 추가 실적 개선 가능성, ③ 자동차용강판 비중 증가로 인한 Product Mix 개선 등으로 요약할 수 있다

투자지표	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액(억원)	81,703	84,051	81,175	90,108	93,835
보고영업이익(억원)	4,335	4,349	4,413	5,260	5,913
핵심영업이익(억원)	4,335	4,349	4,786	5,742	6,427
EBITDA(억원)	6,848	6,575	6,639	7,628	8,437
세전이익(억원)	3,817	3,382	4,253	5,082	5,743
순이익(억원)	2,978	2,602	3,417	4,083	4,612
EPS(원)	3,699	3,244	4,266	5,101	5,762
증감율(%YoY)	49.1	-12.3	31.5	19.5	13.0
PER(배)	9.5	14.0	10.8	9.0	8.0
PBR(배)	1.7	2.0	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA(배)	5.7	7.4	8.0	6.9	6.1
영업이익률(%)	5.3	5.2	5.4	5.8	6.3
ROE(%)	20.0	14.9	16.9	17.1	16.5
순부채비율(%)	65.6	66.5	74.0	62.1	47.8

현대하이스코 3분기 실적 Preview

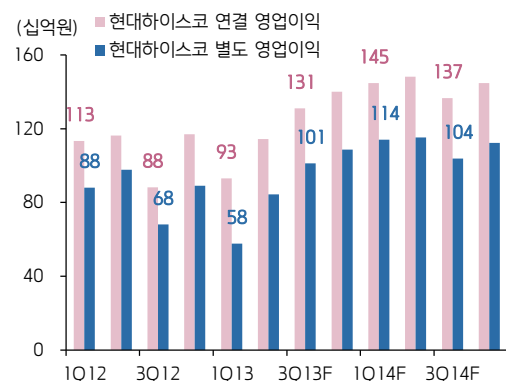
IFRS 별도 기준 3분기 현대하이스코 영업이익은 1,012억원으로 9분기만에 1,000억원대 실적을 회복할 가능성이 높을 것으로 판단된다. ① 당진2냉연 공장 가동률이 높아지면서 비수기와 자동차 메이커들의 파업 영향에도 불구하고 자동차용강판 판매량은 15만톤 늘어난 103만톤 수준으로 추정, ② 8월 자동차용 냉연강판과 열연강판 가격 상승으로 인한 재고자산 평가이익, ③ 8월부터 판매 가격을 인상하면서 고수익성을 기록하고 있는 자동차용강판의 안정적인 롤마진 유지 등이 실적 개선의 주요 원인으로 파악된다.

IFRS 연결 기준 3분기 현대하이스코 영업이익은 1,310억원으로 안정적인 출하량 증가를 바탕으로 해외 법인 실적도 증가할 가능성이 높다. 당진 2냉연 공장에서 늘어나는 제품 중 대부분은 해외법인으로 출하될 예정으로 수익성이 낮은 상품을 대체할 수 있기 때문에 본사 가동률 증가와 함께 해외 법인 실적도 내년까지 개선될 가능성이 높다. 해외법인들도 평균적으로 30달러/톤 이상의 자동차용강판 가격 인상을 추진 중으로 전분기대비 실적 개선 요인이 높은 상황이다.

현대하이스코 4분기 실적 전망

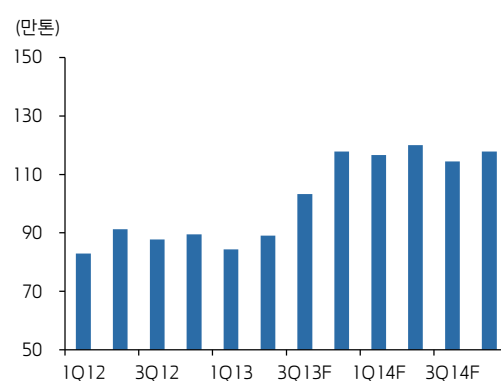
4분기에도 자동차용강판이 추가로 늘어나는 구조로 추가 실적 개선 가능성이 높다. 당진2냉연 공장에서의 제품 생산량은 3분기와 4분기 각각 20만톤, 30만톤 증가할 것으로 예상됨에 따라 4분기 성수기 효과까지 반영할 경우 자동차용 냉연강판 판매량은 118만톤으로 전분기대비 약 15만톤이 추가로 늘어날 것으로 판단된다. IFRS 별도 기준 현대하이스코 4분기 영업이익은 재고자산 평가이익을 제외하더라도 1,086억원으로 전분기대비 개선 될 가능성이 높다.

현대하이스코 영업이익 추이 및 전망



자료: 현대하이스코, 키움증권 추정

현대하이스코 자동차용강판 판매량 추이 및 전망



자료: 현대하이스코, 키움증권 추정

현대하이스코 투자포인트

현대하이스코 투자자의견 Outperform을 유지하며 목표주가는 46,000원으로 상향 조정한다. 목표주가는 2014년 예상 EPS 5,100원에 Target P/E 9x를 적용했다.

현대하이스코 투자포인트는 ① 당진2냉연 공장 효과가 전부 반영되면서 2014년까지 실적 개선이 이어질 가능성, ② 중국 염성 법인 Jiangsu Hyundai Hysco의 생산능력 증가로 해외법인 추가 실적 개선 가능성, ③ 자동차용강판 비중이 절대적인 당진2냉연 공장 가동과 선별적인 수주로 일반용 냉연강판 판매량 감소로 인한 Product Mix 개선 등으로 요약할 수 있다. 반면 원재료 조달처 의존도 증가로 인한 물마진 악화와 해외법인 판매가격 하락 가능성 등은 리스크 요인으로 작용될 수 있다.

현대하이스코 실적 추정 및 주요 가정

		2012	2013F	2014F	1Q13	2Q13	3Q13F	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F
실적 (IFRS 연결 기준) 십억원	매출액	8,405	8,117	9,011	1,911	1,966	2,025	2,216	2,183	2,324	2,209	2,296
	EBITDA	657	664	763	134	165	178	187	191	195	184	193
	영업이익	435	479	574	93	114	131	140	145	148	137	145
	영업이익률	5.2%	5.9%	6.4%	4.9%	5.8%	6.5%	6.3%	6.6%	6.4%	6.2%	6.3%
	법인세차감전이익	338	425	508	89	92	136	108	131	129	123	126
	당기순이익	260	342	408	75	71	109	87	105	103	98	101
실적 (IFRS 별도 기준) 십억원	매출액	7,075	6,630	7,505	1,542	1,576	1,665	1,847	1,815	1,940	1,838	1,911
	EBITDA	543	514	611	93	128	143	150	154	156	145	155
	영업이익	343	352	446	58	84	101	109	114	115	104	112
	영업이익률	4.8%	5.3%	5.9%	3.7%	5.4%	6.1%	5.9%	6.3%	5.9%	5.7%	5.9%
	영업이익(별도제외)	92	127	129	35	30	30	32	31	33	33	32
	영업이익률(별도제외)	6.9%	8.5%	8.5%	9.6%	7.7%	8.3%	8.5%	8.3%	8.6%	8.8%	8.4%
판매가격 (IFRS 별도 기준) 만원/톤	철강재 내수 판매가격	117	104	109	107	103	103	105	106	109	109	110
	철강재 수출 판매가격	113	102	105	99	106	101	101	102	105	105	106
	총 철강재 평균 판매가격	116	103	107	104	104	102	103	105	108	107	109
	판매가격											
원재료 매입금액 (IFRS 연결 기준) 십억원	원재료 구매금액	5,164	5,042	5,849	1,140	1,200	1,275	1,427	1,430	1,503	1,427	1,488
	상품 구매금액	813	563	585	152	141	127	143	143	150	143	149
	기타 원료 구매금액	354	220	241	53	56	52	59	59	62	59	61
환율 달러/원	USD/KRW 기말환율	1,064	1,070	1,050	1,111	1,142	1,075	1,070	1,070	1,070	1,050	1,050
	USD/KRW 평균환율	1,127	1,097	1,060	1,085	1,122	1,109	1,070	1,070	1,070	1,050	1,050
주당지표 (IFRS 연결 기준) 원	EPS	3,244	4,266	5,101	929	889	1,365	1,084	1,315	1,293	1,230	1,263
	BPS	23,090	27,328	32,171	23,885	24,898	26,246	27,328	28,392	29,683	30,910	32,171
	주당 EBITDA	8,198	8,278	9,511	1,671	2,053	2,224	2,330	2,376	2,430	2,297	2,408
주가배수 (IFRS 연결 기준) 배, x	PER	14.0	10.4	8.7	7.8	7.4	8.7	9.0	8.7	8.6	8.3	8.0
	PBR	2.0	1.6	1.4	1.2	1.2	1.4	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2
	EV/EBITDA	7.4	7.8	6.7	6.4	5.0	6.7	6.8	6.7	6.7	6.4	6.3

자료: 키움증권 추정

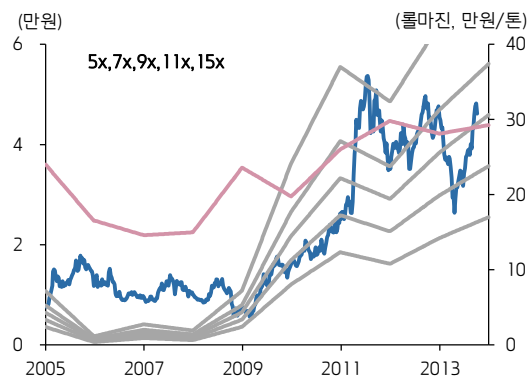
현대하이스코 밸류에이션

현대하이스코 밸류에이션 추이 및 추정치

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013F	2014F	1Q13	2Q13	3Q13F	4Q13F
P/E														
EPS	743	108	223	286	678	2,481	3,699	3,244	4,266	5,101	929	889	1,365	1,084
Forwarding EPS											4,266	4,652	5,057	4,922
P/E (End)	16.6	87.8	45.0	26.1	24.9	10.1	9.5	14.0	10.4	8.7	7.8	7.4	9.1	9.0
P/E (Average)	18.2	101.5	48.6	33.8	17.8	8.0	11.0	13.0	8.7	8.7	9.1	6.8	8.0	9.0
P/E (High)	25.0	145.8	66.8	48.0	26.8	10.7	14.8	15.6	11.3	8.7	10.8	7.9	10.2	9.0
P/E (Low)	10.0	78.4	37.9	15.1	8.0	5.9	6.6	10.2	6.0	8.7	7.8	5.5	6.5	9.0
P/B														
BPS	12,486	12,387	12,478	12,959	14,465	16,775	20,300	23,090	27,328	32,171	23,885	24,898	26,246	27,328
P/B (End)	0.99	0.77	0.81	0.57	1.17	1.50	1.73	1.97	1.62	1.37	1.40	1.38	1.75	1.62
P/B (Average)	1.09	0.89	0.87	0.74	0.83	1.19	2.00	1.83	1.36	1.37	1.62	1.28	1.55	1.62
P/B (High)	1.49	1.28	1.19	1.06	1.26	1.58	2.70	2.19	1.76	1.37	1.93	1.47	1.96	1.62
P/B (Low)	0.59	0.69	0.68	0.33	0.38	0.87	1.20	1.44	0.94	1.37	1.39	1.02	1.26	1.62
EV/EBITDA														
EBITDA	249	175	219	327	296	451	685	657	664	763	134	165	178	187
Forwarding EBITDA											664	720	751	756
EV/EBITDA (End)	7.7	10.2	8.0	4.3	7.2	5.5	5.7	7.4	7.8	6.7	6.4	6.0	6.9	6.8
EV/EBITDA (Average)	8.1	10.8	8.3	4.9	5.9	4.5	6.3	7.0	6.9	6.7	7.1	5.7	6.4	6.8
EV/EBITDA (High)	9.7	13.0	9.8	5.9	7.6	5.7	8.0	8.0	8.3	6.7	8.0	6.2	7.5	6.8
EV/EBITDA (Low)	6.1	9.7	7.5	3.6	4.1	3.6	4.4	5.9	5.5	6.7	6.4	5.0	5.5	6.8

자료: DataGuide, 키움증권 추정

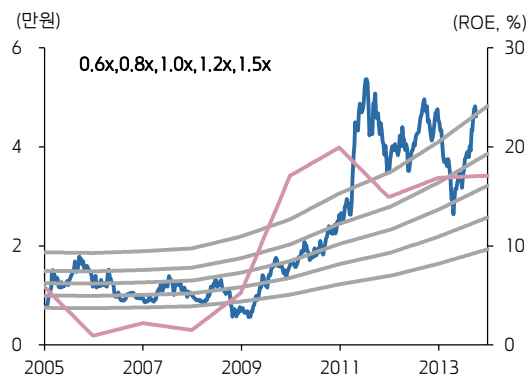
현대하이스코 Fwd 12M P/E 밴드와 제품 롤마진



자료: DataGuide, 키움증권 추정

주: 제품 롤마진은 자동차용냉연강판과 열연강판 구매가격 스프레드

현대하이스코 Fwd 12M P/B 밴드와 ROE



자료: DataGuide, 키움증권 추정

손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	81,703	84,051	81,175	90,108	93,835
매출원가	74,611	76,537	72,910	80,498	83,379
매출총이익	7,092	7,514	8,265	9,610	10,456
판매비및일반관리비	2,757	3,166	3,478	3,868	4,029
영업이익(보고)	4,335	4,349	4,413	5,260	5,913
영업이익(핵심)	4,335	4,349	4,786	5,742	6,427
영업외손익	-517	-967	-533	-660	-685
이자수익	136	187	219	263	270
배당금수익	1	1	1	2	2
외환이익	955	830	1,035	748	677
이자비용	501	469	520	605	533
외환손실	1,015	859	766	538	538
관계기업지분법손익	0	-16	-43	-48	-48
투자및기타자산처분손익	-151	-35	-6	0	0
금융상품평가및기타금융이익	4	19	-58	0	0
기타	54	-626	-394	-482	-514
법인세차감전이익	3,817	3,382	4,253	5,082	5,743
법인세비용	840	780	837	1,000	1,130
유효법인세율 (%)	22.0%	23.1%	19.7%	19.7%	19.7%
당기순이익	2,978	2,602	3,417	4,083	4,612
지배주주지분 당기순이익	2,967	2,602	3,422	4,091	4,622
EBITDA	6,848	6,575	6,639	7,628	8,437
현금순이익(Cash Earnings)	5,491	4,827	5,269	5,968	6,622
수정당기순이익	3,097	2,635	3,484	4,083	4,612
증감율(% YoY)					
매출액	39.7	2.9	-3.4	11.0	4.1
영업이익(보고)	67.6	0.3	1.5	19.2	12.4
영업이익(핵심)	67.6	0.3	10.1	20.0	11.9
EBITDA	51.7	-4.0	1.0	14.9	10.6
지배주주지분 당기순이익	0.0	-12.3	31.5	19.5	13.0
EPS	49.1	-12.3	31.5	19.5	13.0
수정순이익	49.1	-14.9	32.2	17.2	13.0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동현금흐름	4,686	7,308	3,770	5,061	5,861
당기순이익	2,978	2,602	3,417	4,083	4,612
감가상각비	2,498	2,206	1,831	1,849	1,956
무형자산상각비	15	20	22	36	54
외환손익	27	19	40	0	0
자산처분손익	-152	-35	-6	0	0
지분법손익	0	16	43	48	48
영업활동자산부채 증감	-1,525	2,697	-1,269	-182	-251
기타	845	-216	-307	-773	-558
투자활동현금흐름	-5,457	-9,530	-7,877	-4,649	-4,068
투자자산의 처분	-294	-565	-808	60	-23
유형자산의 처분	4	0	0	0	0
유형자산의 취득	-5,117	-8,865	-6,936	-4,362	-3,674
무형자산의 처분	-55	-42	-189	-364	-346
기타	6	-59	56	16	-26
재무활동현금흐름	822	2,796	5,094	-1,498	-3,789
단기차입금의 증감	0	0	1,224	335	198
장기차입금의 증감	1,011	2,988	4,054	-1,635	-3,749
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-199	-199	-199	-199	-238
기타	10	7	14	0	0
현금및현금성자산의순증가	52	520	1,028	-1,086	-1,997
기초현금및현금성자산	4,422	4,474	4,994	6,023	4,937
기말현금및현금성자산	4,474	4,994	6,023	4,937	2,940
Gross Cash Flow	6,211	4,611	5,039	5,243	6,112
Op Free Cash Flow	-748	-596	-2,508	1,955	3,247

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	27,263	27,143	31,488	31,239	30,097
현금및현금성자산	4,474	4,994	6,023	4,937	2,940
유동금융자산	1	206	937	877	899
매출채권및유동채권	10,756	10,509	11,523	11,998	12,395
재고자산	11,904	11,281	12,419	12,866	13,287
기타유동비금융자산	128	154	586	560	576
비유동자산	19,943	26,887	31,396	36,144	40,184
장기매출채권및기타비유동채권	21	15	73	75	78
투자자산	871	1,143	1,242	1,244	1,246
유형자산	18,427	24,866	29,031	33,394	37,068
무형자산	409	426	608	972	1,318
기타비유동자산	214	437	441	460	475
자산총계	47,206	54,031	62,884	67,383	70,281
유동부채	25,649	25,983	24,898	25,883	26,622
매입채무및기타유동채무	14,418	16,788	15,681	16,330	16,870
단기차입금	6,012	6,001	4,966	5,265	5,445
유동성장기차입금	4,306	2,360	3,385	3,371	3,358
기타유동부채	913	835	867	918	949
비유동부채	5,221	9,510	16,040	15,677	13,472
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	4,972	9,241	14,845	13,210	9,462
기타비유동부채	249	270	1,195	2,467	4,011
부채총계	30,870	35,494	40,938	41,561	40,094
자본금	4,010	4,010	4,010	4,010	4,010
주식발행초과금	132	132	132	132	132
이익잉여금	9,672	12,075	15,293	19,177	23,551
기타자본	2,467	2,302	2,483	2,483	2,483
지배주주지분자본총계	16,280	18,519	21,917	25,801	30,175
비지배지분자본총계	56	19	29	21	12
자본총계	16,336	18,537	21,946	25,822	30,187
순차입금	10,718	12,329	16,236	16,032	14,425
총차입금	15,194	17,529	23,196	21,846	18,264

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
주당 지표(원)					
EPS	3,699	3,244	4,266	5,101	5,762
BPS	20,300	23,090	27,328	32,171	37,624
주당 EBITDA	8,538	8,198	8,278	9,511	10,520
CFPS	5,843	9,112	4,701	6,311	7,307
DPS	250	250	250	300	350
주가배수(배)					
PER	9.5	14.0	10.4	8.7	7.7
PBR	1.7	2.0	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	5.7	7.4	7.8	6.7	5.9
PCFR	6.0	5.0	9.4	7.0	6.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	5.3	5.2	5.4	5.8	6.3
영업이익률(핵심)	5.3	5.2	5.9	6.4	6.8
EBITDA margin	8.4	7.8	8.2	8.5	9.0
순이익률	3.6	3.1	4.2	4.5	4.9
자기자본이익률(ROE)	20.0	14.9	16.9	17.1	16.5
투자자본이익률(ROIC)	16.2	12.0	11.4	11.5	11.5
안정성(%)					
부채비율	189.0	191.5	186.5	161.0	132.8
순차입금비율	65.6	66.5	74.0	62.1	47.8
이자보상배율(배)	8.7	9.3	9.2	9.5	12.1
활동성(배)					
매출채권회전율	9.9	8.4	7.7	7.8	7.9
재고자산회전율	9.5	7.3	6.9	7.1	7.2
매입채무회전율	8.1	7.3	7.1	7.5	7.6



ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다

동국제강 (001230)



Marketperform(Maintain)

주가(10/7) 14,550원

목표주가 14,000원

IFRS 별도 기준 3분기 동국제강 영업적자는 184억원 수준으로 2분기에 이어 적자가 지속될 것으로 예상된다. 후판 가격과 판매량이 4분기에 개선될 가능성이 높지만 제한적인 개선일 것으로 예상된다. ① 국내 후판 생산 능력 증가로 제한적인 후판 수급 개선에 그칠 가능성이 높고, ② 신규 물량 증가로 인한 후판 판매처 확보 어려움 가능성, ③ 대형 H 형강 직수입을 줄이는 등 봉형강류 수익성 개선 역시 제한적일 가능성 등을 고려해 기존 투자의견 Marketperform을 유지한다.

Stock Data

KOSPI (10/7)		1,994.42pt
시가총액		8,995억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	15,900원	10,600원
최고/최저가 대비 등락	-8.49%	37.26%
주가수익률	절대	상대
	1M	6.2% 4.1%
	6M	34.1% 29.6%
	1Y	-7.9% -7.9%

Company Data

발행주식수	61,824천주	
일평균 거래량(3M)	417천주	
외국인 자본율	23.84%	
배당수익률(13.E)	2.1%	
BPS(13.E)	37,824원	
주요 주주	장재주 외 18	27.4%
	JFE Steel	14.9%

Price Trend



동국제강 실적 Preview

>>> 동국제강 3분기 실적 Preview

IFRS 별도 기준 3분기 동국제강 영업적자는 184억원 수준으로 2분기에 이어 적자가 지속될 것으로 예상된다. 실적 부진 원인은 ① 후판 가격 인상 기대감은 커졌지만 정작 실제 ASP는 전분기대비 2만원/톤 하락한 것으로 추정, ② 비수기와 절전 영향으로 인한 봉형강류 판매량 감소, ③ 고로사들의 적극적인 열연강판 가격 인상에 따른 슬래브 가격 상승으로 롤마진은 축소 등으로 요약된다.

>>> 동국제강 4분기 실적 전망

4분기에는 후판 판매량이 일부 개선되고, 판매가격도 소폭이나마 상향 조정 될 가능성이 있다. 봉형강류 판매량 역시 성수기 진입과 전력 수급 개선으로 가동률도 증가할 것으로 예상된다. 하지만 4분기에도 영업적자 구조가 이어질 가능성이 크며, USD/KRW 환율도 3분기만큼의 큰 강세는 기대하기 어렵기 때문에 연결 기준 순이익은 다시 적자로 전환될 것으로 예상된다.

>>> 동국제강 투자포인트

동국제강 투자의견 Marketperform을 유지한다. 하지만 최근 상선 신규 수주가 늘어남에 따라 내년 후판 업황 회복을 가정해 목표주가는 기존 13,000원에서 14,000원으로 상향 조정한다. 목표주가는 2014년 예상 BPS 34,500원에 Target P/B를 기존 0.4x를 적용해 산출했다.

투자지표	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액(억원)	88,419	78,707	65,714	62,783	64,177
보고영업이익(억원)	2,791	-669	630	1,213	2,055
핵심영업이익(억원)	2,791	-669	813	1,451	2,307
EBITDA(억원)	5,531	2,187	3,758	4,359	5,194
세전이익(억원)	788	-2,232	-1,757	-1,763	-1,342
순이익(억원)	65	-2,351	-1,557	-1,763	-1,342
EPS(원)	121	-3,612	-2,694	-2,780	-2,116
증감율(%YoY)	-94.5	적전	적지	적지	적지
PER(배)	169.3	-3.8	-5.4	-4.7	-6.1
PBR(배)	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	9.1	21.1	12.1	11.0	10.0
영업이익률(%)	3.2	-0.9	1.0	1.9	3.2
ROE(%)	0.2	-7.9	-5.6	-6.8	-5.5
순부채비율(%)	125.0	131.7	137.0	158.4	186.2

동국제강 3분기 실적 Preview

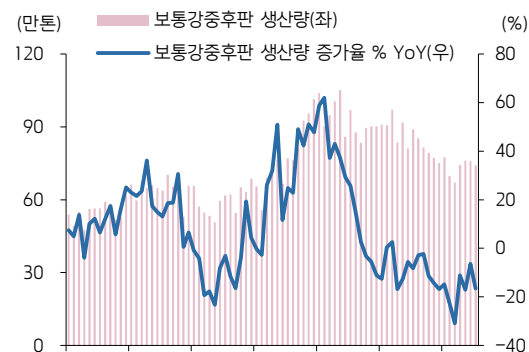
IFRS 별도 기준 3분기 동국제강 영업적자는 184억원 수준으로 2분기에 이어 적자가 지속될 것으로 예상된다. 실적 부진 원인은 ① 후판 가격 인상 기대감은 커졌지만 정작 실제 ASP는 전분기대비 2만원/톤 하락한 것으로 추정, ② 비수기와 절전 영향으로 인한 봉형강류 판매량 감소, ③ 고로사들의 적극적인 열연강판 가격 인상에 따른 슬래브 가격 상승으로 롤마진은 축소 등으로 요약될 수 있다.

IFRS 연결 기준 3분기 동국제강 순이익은 원화 강세 영향으로 흑자전환이 가능할 것으로 판단된다. 2분기말 USD/KRW 환율은 1,142원에서 3분기 1,075원까지 하락했다. 분기별 기준으로는 2010년 3분기 이후 원화 강세폭이 가장 컸다. 연결 기준 순이익은 109억원으로 9분기 만에 흑자 전환 될 것으로 예상된다.

동국제강 4분기 실적 전망

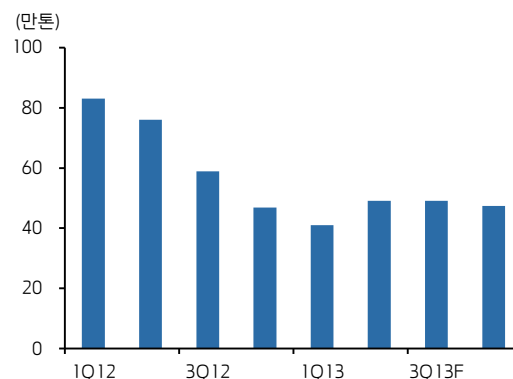
4분기에는 후판 판매량이 일부 개선되고, 판매가격도 소폭이나마 상향 조정 될 가능성이 있다. 봉형강류 판매량 역시 성수기 진입과 전력 수급 개선으로 가동률도 증가할 것으로 예상된다. 하지만 4분기에도 영업적자 구조가 이어질 가능성이 크며, USD/KRW 환율도 3분기만큼의 큰 강세는 기대하기 어렵기 때문에 연결 기준 순이익은 다시 적자로 전환된 것으로 예상된다. IFRS 별도 기준 동국제강 4분기 영업적자는 46억원 수준으로 BEP에 보다 근접할 것으로 추정된다. 보수적으로 후판 가격 동결을 가정해 추정했지만 후판 가격 인상폭이 예상보다 클 경우 BEP 이상의 실적을 기록할 가능성도 있다.

국내 중후판 생산량 본격적인 회복은 아직 이른 시점



자료: 한국철강협회

동국제강 분기별 후판 판매량 추이



자료: 동국제강, 키움증권 추정

동국제강 투자포인트

동국제강 투자의견 Marketperform을 유지한다. 하지만 최근 상선 신규 수주가 늘어남에 따라 내년 후반 업황 회복을 가정해 목표주가는 기존 13,000원에서 14,000원으로 상향 조정한다. 목표주가는 2014년 예상 BPS 34,500원에 Target P/B를 기존 0.4x를 적용해 산출했다.

상선 신규 수주량이 늘어나면서 2014년 건조량이 늘어날 것으로 예상됨에 따라 국내 후판 소비량도 증가할 가능성이 있다. 따라서 동국제강 후판 사업부 실적도 개선될 가능성이 있다. 하지만 ① 국내 후판 생산능력 증가로 제한적인 후판 수급 개선에 그칠 가능성이 높고, ② 신규 물량 증가로 인한 후판 판매처 확보 어려움 가능성, ③ 대형 H형강 직수입을 줄이는 등 봉형강류 수익성 개선 역시 제한적일 가능성 등을 고려해 기존 투자의견 Marketperform을 유지한다. 다만 조선 업황 회복이 예상보다 더 빠를 경우 후판 사업부 수익성 개선 가능성은 있다고 판단된다.

동국제강 실적 추정 및 주요 가정

		2012	2013F	2014F	1Q13	2Q13	3Q13F	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F
실적 (IFRS 연결 기준) 십억원	매출액	7,871	6,571	6,278	1,652	1,892	1,538	1,489	1,536	1,685	1,538	1,519
	EBITDA	219	376	436	122	84	81	89	102	119	107	108
	영업이익	(67)	81	145	48	11	7	15	29	46	34	36
	영업이익률	-0.9%	1.2%	2.3%	2.9%	0.6%	0.5%	1.0%	1.9%	2.8%	2.2%	2.3%
	법인세차감전이익	(223)	(176)	(176)	(56)	(67)	16	(68)	(57)	(41)	(23)	(55)
	당기순이익	(235)	(156)	(176)	(49)	(51)	13	(68)	(57)	(41)	(23)	(55)
실적 (IFRS 별도 기준) 십억원	매출액	4,969	3,854	3,728	956	1,081	906	912	923	952	907	945
	EBITDA	102	206	259	83	35	37	50	57	63	64	75
	영업이익	(115)	(16)	40	27	(20)	(18)	(5)	2	8	10	21
	영업이익률	-2.3%	-0.4%	1.1%	2.8%	-1.9%	-2.0%	-0.5%	0.2%	0.9%	1.1%	2.2%
	영업이익(별도제외)	48	97	105	21	31	26	20	27	38	25	15
	영업이익률(별도제외)	1.7%	3.6%	4.1%	3.0%	3.8%	4.1%	3.5%	4.4%	5.2%	3.9%	2.6%
판매량 (IFRS 별도 기준) 만톤	봉형강	317	303	306	78	76	74	75	77	77	77	77
	판재류	265	187	202	41	49	49	47	50	53	48	51
	철강재 합계	600	510	530	124	131	128	127	132	135	130	133
판매가격 (IFRS 별도 기준) 만원/톤	판재류 내수 판매가격	89	78	76	81	78	76	76	75	76	75	77
	봉형강 내수 판매가격	81	72	70	75	72	70	72	69	70	69	70
	철강재 총 평균 판매가격	83	71	69	74	71	69	70	68	69	68	70
원재료 가격 (IFRS 연결 기준) 만원/톤, 달러/톤	철스크랩 내수 구매가격	48	42	41	44	41	41	43	41	41	41	41
	철스크랩 수입 구매가격	50	43	41	43	45	43	42	41	41	41	41
	슬래브 구매가격	68	57	57	55	58	57	57	57	57	57	57
환율	USD/KRW 기말환율	1,064	1,070	1,050	1,111	1,142	1,075	1,070	1,070	1,070	1,050	1,050
	USD/KRW 평균환율	1,127	1,097	1,060	1,085	1,122	1,109	1,070	1,070	1,070	1,050	1,050
주당지표 (IFRS 연결 기준) 원	EPS	(3,612)	(2,694)	(2,780)	(773)	(1,045)	200	(1,077)	(901)	(645)	(368)	(865)
	BPS	40,415	37,824	34,679	39,548	38,522	38,928	37,824	36,605	35,944	35,566	34,679
	주당 EBITDA	3,537	6,078	7,051	1,975	1,358	1,312	1,433	1,650	1,931	1,728	1,742
주가배수 (IFRS 연결 기준) 배, x	PER	(3.8)	(5.4)	(4.7)	(4.5)	(3.8)	(6.1)	(4.3)	(4.7)	(4.8)	(5.6)	(5.3)
	PBR	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
	EV/EBITDA	21.1	12.1	11.0	12.5	12.1	10.8	10.8	10.6	10.7	10.0	9.6

자료: 키움증권 추정

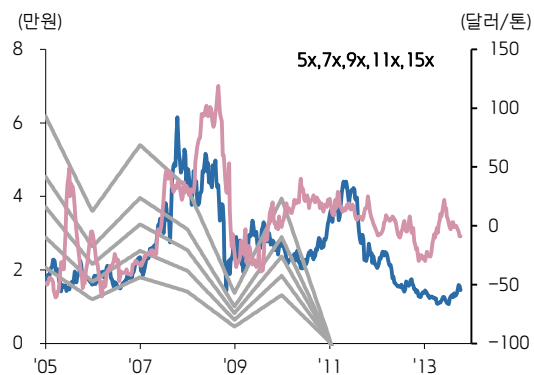
동국제강 밸류에이션

동국제강 밸류에이션 추이 및 추정치

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013F	2014F	1Q13	2Q13	3Q13F	4Q13F
P/E														
EPS	4,456	2,667	3,469	2,780	813	2,192	121	(3,612)	(2,694)	(2,780)	(773)	(1,045)	200	(1,077)
Forwarding EPS											(2,694)	(2,822)	(2,423)	(2,992)
P/E (End)	3.6	8.8	13.7	9.7	33.2	16.0	169.3	-3.8	-5.4	-4.7	-4.5	-3.8	-6.1	-4.3
P/E (Average)	4.0	6.8	10.2	13.7	33.7	11.3	276.0	-4.9	-4.7	-4.7	-4.8	-4.1	-5.4	-4.3
P/E (High)	5.7	8.9	19.2	19.5	43.1	16.4	399.3	-7.2	-5.9	-4.7	-5.4	-4.7	-6.6	-4.3
P/E (Low)	3.1	5.5	5.2	4.9	22.1	9.0	161.9	-3.5	-3.9	-4.7	-4.5	-3.7	-4.4	-4.3
P/B														
BPS	25,692	29,800	37,566	39,233	45,337	46,319	45,259	40,415	37,824	34,679	39,548	38,522	38,928	37,824
P/B (End)	0.62	0.79	1.27	0.69	0.60	0.76	0.45	0.34	0.38	0.37	0.31	0.28	0.38	0.34
P/B (Average)	0.70	0.61	0.94	0.97	0.60	0.54	0.74	0.44	0.33	0.37	0.33	0.30	0.34	0.34
P/B (High)	0.99	0.80	1.77	1.38	0.77	0.78	1.07	0.64	0.42	0.37	0.37	0.34	0.41	0.34
P/B (Low)	0.53	0.49	0.48	0.34	0.40	0.42	0.43	0.31	0.28	0.37	0.31	0.27	0.27	0.34
EV/EBITDA														
EBITDA	530	381	524	995	294	468	553	219	376	436	122	84	81	89
Forwarding EBITDA											376	356	391	417
EV/EBITDA (End)	3.9	6.2	6.9	3.1	8.6	7.1	9.1	21.1	12.1	11.0	12.5	12.2	11.5	10.8
EV/EBITDA (Average)	4.2	5.2	5.5	3.8	8.7	5.7	10.5	22.3	11.7	11.0	12.6	12.3	11.3	10.8
EV/EBITDA (High)	5.2	6.2	9.2	4.8	10.3	7.2	12.2	24.6	12.3	11.0	12.9	12.6	11.7	10.8
EV/EBITDA (Low)	3.6	4.5	3.4	2.3	6.7	5.0	9.0	20.8	11.4	11.0	12.5	12.1	10.9	10.8

자료: DataGuide, 키움증권 추정

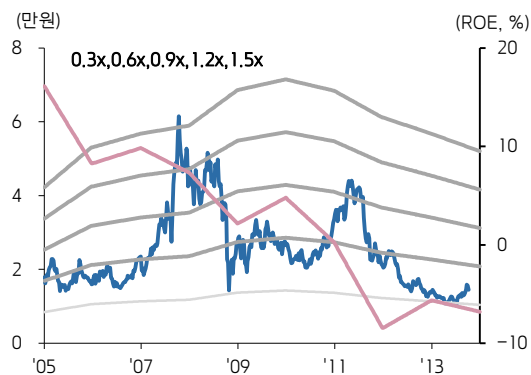
동국제강 Fwd 12M P/E 밴드와 후판 롤마진



자료: DataGuide, 키움증권 추정

주: 후판 롤마진은 후판과 열연강판 가격 스프레드 기준

동국제강 Fwd 12M P/B 밴드와 ROE



자료: DataGuide, 키움증권 추정

손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	88,419	78,707	65,714	62,783	64,177
매출원가	82,136	75,741	61,978	57,869	58,320
매출총이익	6,283	2,967	3,735	4,914	5,858
판매비및일반관리비	3,492	3,636	2,922	3,463	3,551
영업이익(보고)	2,791	-669	630	1,213	2,055
영업이익(핵심)	2,791	-669	813	1,451	2,307
영업외손익	-2,003	-1,563	-2,570	-3,213	-3,648
이자수익	404	332	177	167	170
배당금수익	37	32	31	24	24
외환이익	1,767	2,415	1,679	321	18
이자비용	1,949	2,153	1,955	1,935	2,057
외환손실	2,197	731	2,378	1,383	1,382
관계기업차분법손익	0	-429	-158	-170	-171
투자및기타자산처분손익	122	-29	408	0	0
금융상품평가및기타금융이익	3	88	23	0	0
기타	-191	-1,087	-397	-237	-251
법인세차감전이익	788	-2,232	-1,757	-1,763	-1,342
법인세비용	723	119	-200	0	0
유효법인세율 (%)	91.7%	-5.3%	0	0	0
당기순이익	65	-2,351	-1,557	-1,763	-1,342
지배주주지분 당기순이익	75	-2,233	-1,666	-1,718	-1,308
EBITDA	5,531	2,187	3,758	4,359	5,194
현금순이익(Cash Earnings)	2,806	505	1,388	1,146	1,546
수정당기순이익	55	-2,214	-1,975	-1,763	-1,342
증감율(% YoY)					
매출액	67.7	-11.0	-16.5	-4.5	2.2
영업이익(보고)	2.3	적전	흑전	92.7	69.4
영업이익(핵심)	2.3	적전	흑전	78.4	59.0
EBITDA	18.3	-60.5	71.8	16.0	19.2
지배주주지분 당기순이익	0.0	적전	적지	적지	적지
EPS	-94.5	적전	적지	적지	적지
수정순이익	-96.3	적전	적지	적지	적지

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동현금흐름	-2,506	7,173	3,517	-1,165	-939
당기순이익	788	-2,232	-1,790	-1,763	-1,342
감가상각비	2,615	2,784	2,882	2,849	2,831
무형자산상각비	125	72	62	60	56
외환손익	1,066	1,204	881	0	0
자산처분손익	115	-29	398	0	0
지분법손익	0	429	158	170	171
영업활동자산부채 증감	-6,666	5,530	2,928	-66	-131
기타	-549	-584	-2,003	-2,416	-2,526
투자활동현금흐름	-6,520	-4,869	-570	-1,616	-3,085
투자자산의 처분	-1,894	-2,011	-398	-402	-299
유형자산의 처분	13	78	23	0	0
무형자산의 취득	-4,396	-2,920	-1,502	-1,249	-2,831
무형자산의 처분	-10	-1	22	60	56
기타	-233	-15	1,285	-24	-11
재무활동현금흐름	8,377	-4,202	-5,047	3,202	2,752
단기차입금의 증감	0	0	-1,091	966	785
장기차입금의 증감	8,236	-3,599	-3,619	2,418	2,149
자본의 증가	516	9	0	0	0
배당금지급	-454	-454	-303	-182	-182
기타	79	-157	-34	0	0
현금및현금성자산의순증가	-622	-1,918	-2,060	421	-1,272
기초현금및현금성자산	8,836	8,214	6,296	4,236	4,657
기말현금및현금성자산	8,214	6,296	4,236	4,657	3,385
Gross Cash Flow	4,160	1,644	589	-1,099	-809
Op Free Cash Flow	-8,087	4,779	5,220	3,104	2,288

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	48,392	40,335	31,457	32,515	31,677
현금및현금성자산	8,214	6,296	4,236	4,657	3,385
유동금융자산	7,008	6,983	5,881	6,084	6,183
매출채권및유동채권	14,298	13,248	11,759	11,991	12,175
재고자산	17,857	11,799	9,071	9,255	9,397
기타유동비금융자산	1,014	2,010	509	529	537
비유동자산	53,137	52,871	54,978	55,624	58,671
장기매출채권및기타비유동채권	29	24	12	12	13
투자자산	1,705	1,401	1,314	1,515	1,715
유형자산	45,062	44,848	45,899	47,149	49,980
무형자산	916	1,178	1,069	1,010	953
기타비유동자산	5,426	5,420	6,683	5,939	6,010
자산총계	101,529	93,207	86,434	88,139	90,348
유동부채	45,238	35,532	36,716	37,879	38,818
매입채무및기타유동채무	12,487	10,670	9,780	9,977	10,131
단기차입금	25,381	14,918	17,557	17,557	17,557
유동성장기차입금	6,274	8,177	7,937	8,786	9,542
기타유동부채	1,095	1,767	1,442	1,559	1,588
비유동부채	24,814	29,328	22,808	25,314	28,115
장기매입채무및비유동채무	29	26	9	9	9
사채및장기차입금	22,452	27,499	21,502	23,920	26,069
기타비유동부채	2,332	1,803	1,297	1,385	2,037
부채총계	70,052	64,860	59,523	63,193	66,933
자본금	4,212	4,212	4,212	4,212	4,212
주식발행초과금	831	831	831	831	831
이익잉여금	16,939	14,239	12,379	10,435	8,912
기타자본	5,999	5,704	5,962	5,962	5,962
지배주주지분자본총계	27,981	24,986	23,384	21,440	19,917
비지배자본자본총계	3,496	3,361	3,527	3,506	3,498
자본총계	31,477	28,347	26,911	24,947	23,415
순차입금	39,335	37,328	36,879	39,523	43,600
총차입금	54,557	50,607	46,996	50,263	53,168

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
주당지표(원)					
EPS	121	-3,612	-2,694	-2,780	-2,116
BPS	45,259	40,415	37,824	34,679	32,215
주당EBITDA	8,947	3,537	6,078	7,051	8,402
CFPS	-4,054	11,603	5,688	-1,884	-1,519
DPS	750	500	300	300	500
주가배수(배)					
PER	169.3	-3.8	-5.4	-4.7	-6.1
PBR	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	9.1	21.1	12.1	11.0	10.0
PCFR	-5.1	1.2	2.6	-6.9	-8.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.2	-0.9	1.0	1.9	3.2
영업이익률(핵심)	3.2	-0.9	1.2	2.3	3.6
EBITDA margin	6.3	2.8	5.7	6.9	8.1
순이익률	0.1	-3.0	-2.4	-2.8	-2.1
자기자본이익률(ROE)	0.2	-7.9	-5.6	-6.8	-5.5
투자자본이익률(ROIC)	0.5	-1.1	1.4	2.5	3.9
안정성(%)					
부채비율	222.5	228.8	221.2	253.3	285.9
순차입금비율	125.0	131.7	137.0	158.4	186.2
이자보상배율(배)	1.4	-0.3	0.4	0.7	1.1
활동성(배)					
매출채권회전율	8.0	5.8	5.3	5.4	5.4
재고자산회전율	5.9	5.3	6.3	6.9	6.9
매입채무회전율	6.0	7.4	6.9	6.9	6.9



ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다

풍산 (103140)



BUY(Maintain)

주가(10/7) 26,650원

목표주가 32,000원

IFRS 별도 기준 3분기 풍산 영업이익은 400억원으로 전분기대비 실적 개선이 예상된다. 실적 개선 요인은 ① 8월부터 나타나고 있는 LME 전기동 가격 상승에 따른 신동사업부 실적 회복 가능성, ② 방산 사업부 실적 개선 지속, ③ 9월 LME 전기동 평균 가격이 예상보다 높은 수준을 유지함에 따라 재고자산평가이익이 발생할 가능성 등으로 요약된다. 9월 LME 평균 가격을 감안할 때 재고자산평가이익이 발생할 가능성이 높다고 판단된다.

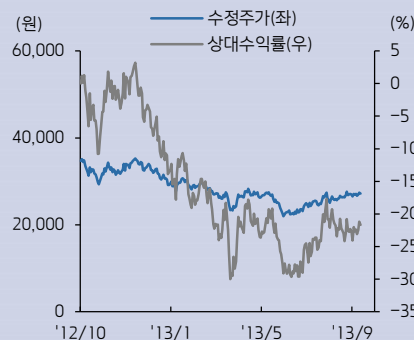
Stock Data

KOSPI (10/7)	1,994.42pt		
시가총액	7,623억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	35,250원	21,950원	
최고/최저가 대비 등락	-24.40%	21.41%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	1.1%	-0.8%
	6M	2.5%	-1.0%
	1Y	-24.1%	-24.0%

Company Data

발행주식수	28,024천주	
일평균 거래량(3M)	239천주	
외국인 지분율	8.74%	
배당수익률(13.E)	1.7%	
BPS(13.E)	36,518원	
주요 주주	풍산홀딩스 외 2	33.3%
	국민연금관리공단	10.5%

Price Trend



풍산 실적 Preview

>>> 풍산 3분기 실적 Preview

IFRS 별도 기준 3분기 풍산 영업이익은 400억원으로 전분기대비 실적 개선이 예상된다. 실적 개선 요인은 ① 8월부터 나타나고 있는 LME 전기동 가격 상승에 따른 신동사업부 실적 회복 가능성, ② 방산 사업부 실적 개선 지속, ③ 9월 LME 전기동 평균 가격이 예상보다 높은 수준을 유지함에 따라 재고자산평가이익이 발생할 가능성 등으로 요약된다.

>>> 풍산 4분기 실적 전망

IFRS 별도 기준 4분기 풍산 영업이익은 330억원으로 전분기대비 둔화될 것으로 예상된다. 원화 강세로 방산 사업부 수익성이 일부 둔화될 가능성이 높으며, 4분기에 발생하는 성과급과 방산 해외 판매 수수료 등의 비용을 감안할 때 실적 둔화 가능성이 있다고 판단된다.

>>> 풍산 투자포인트

① 전기동 가격이 현재 수준을 유지하더라도 Metal Loss 발생은 3분기가 마지막이 될 가능성이 높다. 전기동 가격이 상승할 경우 4분기에는 Metal Gain과 재고자산평가이익이 발생할 수 있다. ② 영업이익 10~15% 수준으로 추정되는 방산 사업부가 연평균 10% 성장은 가능할 것으로 예상됨에 따라 방산 사업부 이익 기여도가 확대될 수 있다. ③ 미국 경기 회복으로 PMX 실적이 더 이상 악화될 가능성은 제한적이며 증자에 관련된 불확실성도 당분간은 크지 않을 것으로 예상된다.

투자지표	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액(억원)	28,813	29,003	29,374	27,986	28,268
보고영업이익(억원)	989	1,278	1,225	1,529	1,701
핵심영업이익(억원)	989	1,278	1,226	1,533	1,706
EBITDA(억원)	1,483	1,834	1,767	2,001	2,215
세전이익(억원)	665	869	902	1,179	1,260
순이익(억원)	407	617	662	905	966
EPS(원)	1,452	2,199	2,349	3,208	3,426
증감율(%YoY)	-72.7	51.4	6.9	36.5	6.8
PER(배)	18.0	15.3	11.3	8.3	7.8
PBR(배)	0.8	1.0	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	13.7	12.0	12.0	11.0	10.5
영업이익률(%)	3.4	4.4	4.2	5.5	6.0
ROE(%)	4.3	6.5	6.6	8.5	8.4
순부채비율(%)	138.3	130.6	134.0	131.7	132.0

풍산 3분기 실적 Preview

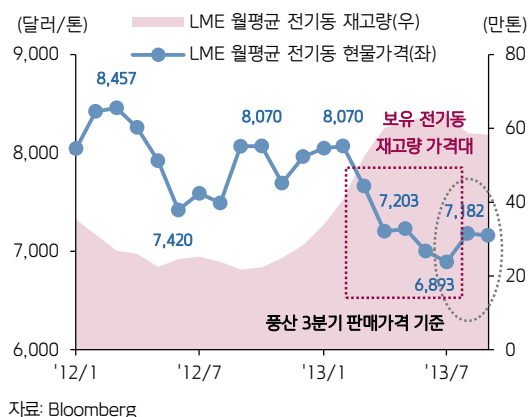
IFRS 별도 기준 3분기 풍산 영업이익은 400억원으로 전분기대비 실적 개선이 예상된다. 실적 개선 요인은 ① 8월부터 나타나고 있는 LME 전기동 가격 상승에 따른 신동사업부 실적 회복 가능성, ② 방산 사업부 실적 개선 지속, ③ 9월 LME 전기동 평균 가격이 예상보다 높은 수준을 유지함에 따라 재고자산평가이익이 발생할 가능성 등으로 요약된다.

LME 전기동 가격의 견조한 가격과 풍산의 보유재고 가치 등을 감안할 때 Metal Loss와 재고자산평가 손실이 낮아질 가능성이 있다. 풍산의 판매가격은 LME 전월 평균 가격을 기준으로 하기 때문에 판매 가격과 보유 재고량의 Book Value의 차이로 3분기 역시 Metal Loss는 불가피할 것으로 보인다. 하지만 LME 월평균 전기동 가격이 7월을 저점으로 8~9월에는 반등하고 있으며, 2분기에 Metal Loss가 예상보다 낮았던 이유도 보유 재고량의 Book Value가 낮았을 가능성이 커 3분기에도 Metal Loss는 의외로 낮아질 가능성이 있다. 반면 9월 LME 평균 가격이 상승 추세에 있기 때문에 재고자산평가이익이 발생할 가능성이 높다.

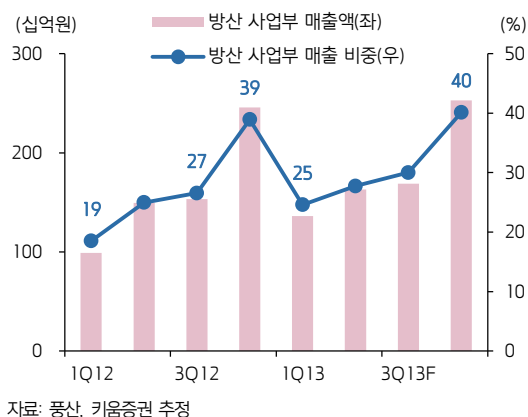
풍산 4분기 실적 전망

IFRS 별도 기준 4분기 풍산 영업이익은 330억원으로 전분기대비 둔화될 것으로 예상된다. 4분기 방산 매출이 집중되어 있고 전기동 가격도 현재 수준을 유지할 경우 현재와 비슷한 수준의 실적이 예상된다. 하지만 원화 강세로 인해 방산 사업부 수익성이 일부 둔화될 가능성이 높으며, 4분기에 발생되는 성과급과 방산 해외 판매 수수료 등의 비용 가능성을 감안할 때 실적 둔화 가능성이 있다고 판단된다.

풍산 판매 기준 가격과 보유 재고량 Book Value 추이



풍산 방산 사업부 매출과 비중 증가 추세



풍산 투자포인트

풍산 투자의견 BUY와 목표주가 32,000원을 유지한다.

① 전기동 가격이 현재 수준을 유지하더라도 Metal Loss 발생은 3분기가 마지막이 될 가능성이 높다. 반면 전기동 가격이 상승할 경우 4분기에는 Metal Gain과 재고자산평가이익이 발생할 수 있다. ② 영업이익률 10~15% 수준으로 추정되는 방산 사업부가 연평균 10% 성장은 가능할 것으로 예상됨에 따라 방산 사업부 이익 기여도가 확대될 수 있다. ③ 미국 경기 회복으로 PMX 실적이 더 이상 악화될 가능성은 제한적이며 증자에 관련된 불확실성도 당분간은 크지 않을 것으로 예상된다.

풍산 실적 추정 및 주요 가정

		2012	2013F	2014F	1Q13	2Q13	3Q13F	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F
실적 (IFRS 연결 기준) 십억원	매출액	2,900	2,937	2,799	714	743	705	775	660	696	670	773
	EBITDA	183	177	200	42	37	51	46	44	53	47	57
	영업이익	128	123	153	28	22	39	34	33	41	35	44
	영업이익률	4.4%	4.2%	5.5%	3.9%	2.9%	5.5%	4.4%	5.0%	5.9%	5.2%	5.7%
	법인세차감전이익	87	90	118	25	14	30	21	24	33	26	35
	당기순이익	62	66	90	17	10	23	16	19	25	20	27
실적 (IFRS 별도 기준) 십억원	매출액	2,341	2,333	2,269	553	587	562	631	526	562	540	641
	신동 사업부	1,687	1,610	1,472	417	423	394	378	374	380	355	363
	방산 사업부	647	721	797	136	163	169	253	152	181	186	278
	EBITDA	170	171	185	38	43	49	42	42	49	44	50
	영업이익	132	132	151	27	32	40	33	34	40	35	41
	영업이익률	5.6%	5.7%	6.7%	4.9%	5.4%	7.1%	5.3%	6.6%	7.2%	6.5%	6.4%
	영업이익(별도제외)	(4)	(10)	2	0	(10)	(1)	1	(1)	1	(1)	4
	영업이익률(별도제외)	-0.8%	-1.6%	0.4%	0.2%	-6.4%	-0.8%	0.7%	-1.1%	0.6%	-0.6%	2.7%
판매량 (IFRS 별도 기준) 만톤	일반 신동	9.9	10.1	10.2	2.4	2.6	2.6	2.5	2.5	2.6	2.5	2.6
	L/F 신동	2.7	2.9	2.9	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
	신동 압연 합계	12.6	13.0	13.1	3.1	3.4	3.3	3.2	3.2	3.3	3.2	3.3
	신동 압출 합계	4.5	4.4	4.5	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2	1.1	1.2
	소전	1.8	1.8	1.9	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
	신동 사업부 합계	19.5	19.8	19.9	4.9	5.1	4.9	4.9	4.9	5.1	4.9	5.1
원재료 가격 (IFRS 연결 기준) 달러/톤	LME 구리 평균 가격(3개월)	7,946	7,348	6,950	7,964	7,180	7,096	7,150	7,100	7,000	6,900	6,800
	전기동 구매가격	7,694	7,488	7,064	7,931	7,390	7,319	7,330	7,176	7,080	7,084	6,917
	전기동 투입가격	7,937	7,513	7,021	7,892	7,720	7,312	7,129	7,124	7,080	6,990	6,890
환율 달러/원	USD/KRW 기말환율	1,064	1,100	1,060	1,111	1,142	1,075	1,070	1,070	1,070	1,050	1,050
	USD/KRW 평균환율	1,126	1,097	1,060	1,085	1,122	1,109	1,070	1,070	1,070	1,050	1,050
주당지표 (IFRS 연결 기준) 원	EPS	2,199	2,349	3,208	604	347	822	575	657	892	716	942
	BPS	34,435	36,518	39,296	34,765	35,119	35,939	36,518	36,730	37,627	38,348	39,296
	주당 EBITDA	6,546	6,304	7,141	1,511	1,329	1,822	1,642	1,569	1,891	1,661	2,020
주가배수 (IFRS 연결 기준) 배,x	PER	15.3	11.3	8.3	11.6	9.6	9.0	9.4	8.3	8.1	7.7	7.4
	PBR	1.0	0.7	0.7	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
	EV/EBITDA	12.0	12.0	11.0	11.8	10.7	10.5	11.2	10.2	10.1	9.7	9.9

자료: 키움증권 추정

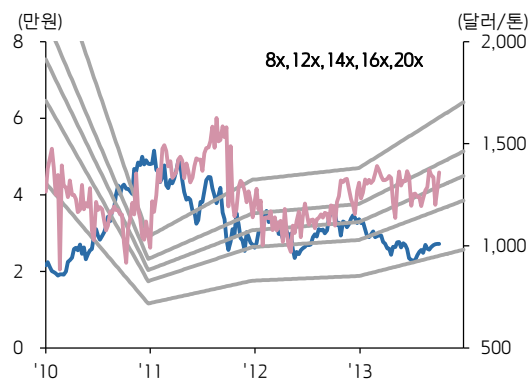
풍산 밸류에이션

풍산 밸류에이션 추이 및 추정치

	2009	2010	2011	2012	2013F	2014F	1Q13	2Q13	3Q13F	4Q13F
P/E										
EPS	5,263	5,312	1,452	2,199	2,349	3,208	604	347	822	575
Forwarding EPS							2,349	2,403	2,947	2,841
P/E (End)	4.1	9.0	18.0	15.3	11.3	8.3	11.6	9.6	9.1	9.4
P/E (Average)	3.5	6.1	26.4	13.9	11.5	8.3	12.7	10.8	8.6	9.4
P/E (High)	4.9	9.6	36.4	16.6	14.5	8.3	14.7	12.0	9.4	9.4
P/E (Low)	1.4	3.5	15.5	10.3	9.3	8.3	11.4	8.9	7.5	9.4
P/B										
BPS	30,092	34,576	33,574	34,435	36,518	39,296	34,765	35,119	35,939	36,518
P/B (End)	0.72	1.39	0.78	0.98	0.73	0.68	0.78	0.65	0.74	0.73
P/B (Average)	0.61	0.93	1.14	0.89	0.74	0.68	0.86	0.74	0.70	0.73
P/B (High)	0.87	1.48	1.58	1.06	0.93	0.68	0.99	0.82	0.77	0.73
P/B (Low)	0.24	0.53	0.67	0.66	0.60	0.68	0.77	0.61	0.61	0.73
EV/EBITDA										
EBITDA	191	213	148	183	177	200	42	37	51	46
Forwarding EBITDA							177	178	194	190
EV/EBITDA (End)	5.9	9.6	13.7	12.0	12.0	11.0	11.9	10.9	10.5	11.2
EV/EBITDA (Average)	5.4	7.5	16.0	11.6	12.1	11.0	12.3	11.4	10.3	11.2
EV/EBITDA (High)	6.6	10.0	18.8	12.5	13.2	11.0	13.1	11.8	10.6	11.2
EV/EBITDA (Low)	3.8	5.7	13.0	10.4	11.3	11.0	11.8	10.7	9.8	11.2

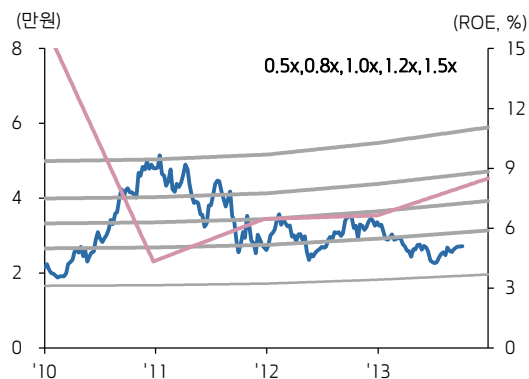
자료: DataGuide, 키움증권 추정

풍산 Fwd 12M P/E 밴드와 SHFE 전기동 프리미엄



자료: DataGuide, 키움증권 추정

풍산 Fwd 12M P/B 밴드와 ROE



자료: DataGuide, 키움증권 추정

손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	28,813	29,003	29,374	27,986	28,268
매출원가	26,766	26,619	26,940	25,285	25,381
매출총이익	2,048	2,384	2,434	2,701	2,887
판매비및일반관리비	1,059	1,106	1,208	1,168	1,181
영업이익(보고)	989	1,278	1,225	1,529	1,701
영업이익(핵심)	989	1,278	1,226	1,533	1,706
영업외손익	-324	-409	-324	-353	-446
이자수익	8	6	5	4	4
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	575	489	570	479	479
이자비용	559	575	512	503	535
외환손실	531	487	501	414	412
관계기업차분법손익	-3	-4	-4	-4	-4
투자및기타자산처분손익	5	8	4	0	0
금융상품평가및기타금융이익	778	451	494	15	4
기타	-596	-296	-380	70	16
법인세차감전이익	665	869	902	1,179	1,260
법인세비용	258	252	240	275	293
유효법인세율 (%)	38.8%	29.0%	26.6%	23.3%	23.3%
당기순이익	407	617	662	905	966
지배주주지분 당기순이익	407	616	658	899	960
EBITDA	1,483	1,834	1,767	2,001	2,215
현금순이익(Cash Earnings)	902	1,174	1,203	1,373	1,475
수정당기순이익	342	572	610	836	947
증감율(% YoY)					
매출액	31.7	0.7	1.3	-4.7	1.0
영업이익(보고)	-44.6	29.2	-4.2	24.8	11.2
영업이익(핵심)	-44.6	29.2	-4.1	25.0	11.3
EBITDA	-30.5	23.7	-3.7	13.3	10.7
지배주주지분 당기순이익	0.0	51.4	6.9	36.5	6.8
EPS	-72.7	51.4	6.9	36.5	6.8
수정순이익	-77.1	67.5	6.6	37.1	13.2

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동현금흐름	91	1,501	133	574	313
당기순이익	665	869	782	905	966
감가상각비	480	539	524	451	489
무형자산상각비	14	17	17	18	20
외환손익	156	235	178	0	0
자산처분손익	28	32	1	0	0
지분법손익	3	4	4	4	4
영업활동자산부채 증감	-488	153	-524	19	-327
기타	-769	-349	-848	-822	-839
투자활동현금흐름	-1,709	-1,298	-1,028	-1,189	-1,370
투자자산의 처분	-57	28	4	7	-56
유형자산의 처분	11	9	6	0	0
무형자산의 취득	-1,573	-1,487	-1,032	-1,171	-1,289
유형자산의 처분	-6	-1	-16	-22	-20
기타	-85	153	11	-4	-4
재무활동현금흐름	1,515	-296	905	676	850
단기차입금의 증감	-555	-2,125	422	272	503
장기차입금의 증감	2,069	1,830	483	530	487
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	-126	-140
기타	0	0	0	0	0
현금및현금성자산의순증가	-98	-119	7	61	-207
기초현금및현금성자산	449	351	233	240	301
기말현금및현금성자산	351	233	240	301	93
Gross Cash Flow	579	1,348	657	555	640
Op Free Cash Flow	-961	130	-115	492	201

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	14,248	13,556	15,591	15,590	15,864
현금및현금성자산	351	233	240	301	93
유동금융자산	280	98	212	205	211
매출채권및유동채권	4,547	4,509	5,517	5,476	5,648
재고자산	8,968	8,668	9,555	9,540	9,842
기타유동비금융자산	102	49	68	68	70
비유동자산	12,017	12,776	13,699	15,291	16,932
장기매출채권및기타비유동채권	7	6	40	37	38
투자자산	117	116	146	143	144
유형자산	10,387	11,079	11,905	13,076	14,365
무형자산	268	265	281	303	324
기타비유동자산	1,238	1,310	1,326	1,732	2,061
자산총계	26,265	26,332	29,290	30,881	32,796
유동부채	10,797	9,250	12,110	12,385	12,935
매입채무및기타유동채무	1,487	1,551	1,498	1,500	1,548
단기차입금	6,085	4,994	5,709	5,762	5,948
유동성장기차입금	2,459	1,668	2,974	3,237	3,496
기타유동부채	766	1,037	1,929	1,886	1,943
비유동부채	6,036	7,408	6,922	7,454	7,985
장기매입채무및비유동채무	5	3	3	3	3
사채및장기차입금	5,036	6,267	5,519	6,049	6,536
기타비유동부채	996	1,139	1,400	1,401	1,446
부채총계	16,834	16,658	19,032	19,838	20,921
자본금	1,401	1,401	1,401	1,401	1,401
주식발행초과금	5,134	5,134	5,134	5,134	5,134
이익잉여금	3,061	3,353	3,889	4,668	5,494
기타자본	-188	-239	-191	-191	-191
지배주주지분자본총계	9,409	9,650	10,234	11,012	11,839
비지배자본자본총계	23	24	24	30	37
자본총계	9,432	9,674	10,258	11,043	11,875
순차입금	13,044	12,633	13,750	14,542	15,676
총차입금	13,676	12,963	14,202	15,048	15,981

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
주당 지표(원)					
EPS	1,452	2,199	2,349	3,208	3,426
BPS	33,574	34,435	36,518	39,296	42,244
주당 EBITDA	5,293	6,546	6,304	7,141	7,903
CFPS	323	5,356	475	2,046	1,117
DPS	400	450	450	500	600
주가배수(배)					
PER	18.0	15.3	11.3	8.3	7.8
PBR	0.8	1.0	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	13.7	12.0	12.0	11.0	10.5
PCFR	81.1	6.3	56.1	13.0	23.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.4	4.4	4.2	5.5	6.0
영업이익률(핵심)	3.4	4.4	4.2	5.5	6.0
EBITDA margin	5.1	6.3	6.0	7.2	7.8
순이익률	1.4	2.1	2.3	3.2	3.4
자기자본이익률(ROE)	4.3	6.5	6.6	8.5	8.4
투자자본이익률(ROIC)	3.2	4.1	3.9	4.8	5.0
안정성(%)					
부채비율	178.5	172.2	185.5	179.7	176.2
순차입금비율	138.3	130.6	134.0	131.7	132.0
이자보상배율(배)	1.8	2.2	2.4	3.0	3.2
활동성(배)					
매출채권회전율	7.6	6.6	6.2	5.5	5.5
재고자산회전율	3.8	3.3	3.2	2.9	2.9
매입채무회전율	27.7	21.8	22.2	21.7	21.5



ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다

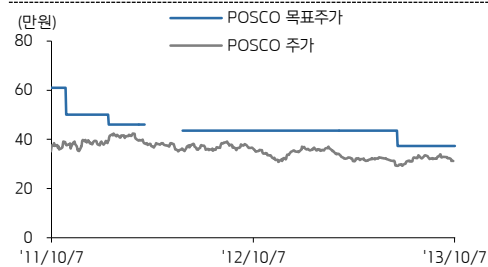
투자 의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
POSCO (005490)	2011/08/03	BUY(Maintain)	610,000원
	2011/11/02	BUY(Maintain)	500,000원
	2011/11/07	BUY(Maintain)	500,000원
	2012/01/18	BUY(Maintain)	460,000원
	2012/02/06	BUY(Maintain)	460,000원
	2012/05/31	BUY(Reinitiate)	436,000원
담당자변경	2012/06/04	BUY(Maintain)	436,000원
	2012/06/29	BUY(Maintain)	436,000원
	2012/07/05	BUY(Maintain)	436,000원
	2012/07/25	BUY(Maintain)	436,000원
	2012/08/29	BUY(Maintain)	436,000원
	2012/10/10	BUY(Maintain)	436,000원
	2012/10/24	BUY(Maintain)	436,000원
	2012/11/05	BUY(Maintain)	436,000원
	2012/11/09	BUY(Maintain)	436,000원
	2013/01/24	BUY(Maintain)	436,000원
	2013/01/30	BUY(Maintain)	436,000원
	2013/02/15	BUY(Maintain)	436,000원
	2013/03/07	BUY(Maintain)	436,000원
	2013/03/28	BUY(Maintain)	436,000원
	2013/04/26	BUY(Maintain)	436,000원
	2013/05/27	BUY(Maintain)	436,000원
	2013/06/25	BUY(Maintain)	373,000원
	2013/07/24	BUY(Maintain)	373,000원
	2013/07/26	BUY(Maintain)	373,000원
	2013/09/09	BUY(Maintain)	373,000원
	2013/10/08	BUY(Maintain)	373,000원
동국제강 (001230)	2011/11/02	Outperform(Downgrade)	33,000원
	2012/02/01	Outperform(Maintain)	33,000원
담당자변경	2012/08/29	Marketperform(Reinitiate)	17,000원
	2012/09/13	Marketperform(Maintain)	17,000원
	2012/10/10	Marketperform(Maintain)	17,000원
	2013/01/07	Marketperform(Maintain)	17,000원
	2013/01/24	Marketperform(Maintain)	15,000원
	2013/02/06	Marketperform(Maintain)	13,000원
	2013/03/07	Marketperform(Maintain)	13,000원
	2013/03/20	Marketperform(Maintain)	13,000원
	2013/07/24	Marketperform(Maintain)	13,000원
	2013/10/08	Marketperform(Maintain)	14,000원
고려아연 (010130)	2011/07/19	Outperform(Maintain)	500,000원
	2011/08/01	Outperform(Maintain)	500,000원
	2011/10/26	BUY(Upgrade)	390,000원
	2011/11/02	BUY(Maintain)	390,000원
담당자변경	2013/07/24	BUY(Reinitiate)	380,000원
	2013/10/08	BUY(Maintain)	380,000원
풍산 (103140)	2011/08/17	BUY(Maintain)	50,000원
	2011/11/02	BUY(Maintain)	43,000원
	2012/02/22	BUY(Maintain)	39,000원
	2013/07/24	BUY(Reinitiate)	30,000원
	2013/09/25	BUY(Maintain)	32,000원
	2013/10/08	BUY(Maintain)	32,000원

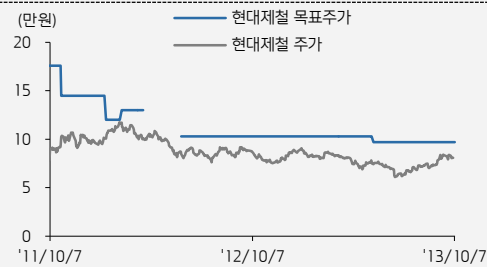
종목명	일자	투자 의견	목표주가
현대제철 (004020)	2011/09/20	BUY(Maintain)	176,000원
	2011/10/28	BUY(Maintain)	145,000원
	2011/11/02	BUY(Maintain)	145,000원
	2012/01/16	BUY(Maintain)	120,000원
	2012/02/13	BUY(Maintain)	130,000원
	2012/05/31	Outperform(Reinitiate)	103,000원
담당자변경	2012/06/04	Outperform(Maintain)	103,000원
	2012/06/21	Outperform(Maintain)	103,000원
	2012/07/30	Outperform(Maintain)	103,000원
	2012/08/16	Outperform(Maintain)	103,000원
	2012/08/29	Outperform(Maintain)	103,000원
	2012/09/27	Outperform(Maintain)	103,000원
	2012/10/10	Outperform(Maintain)	103,000원
	2012/10/29	Outperform(Maintain)	103,000원
	2012/11/05	Outperform(Maintain)	103,000원
	2012/11/09	BUY(Upgrade)	103,000원
	2013/01/07	BUY(Maintain)	103,000원
	2013/01/24	BUY(Maintain)	103,000원
	2013/02/01	BUY(Maintain)	103,000원
	2013/02/20	BUY(Maintain)	103,000원
	2013/03/07	BUY(Maintain)	103,000원
	2013/04/02	BUY(Maintain)	103,000원
	2013/05/13	BUY(Maintain)	97,000원
	2013/05/27	BUY(Maintain)	97,000원
	2013/07/03	BUY(Maintain)	97,000원
	2013/07/24	BUY(Maintain)	97,000원
	2013/07/29	BUY(Maintain)	97,000원
	2013/08/12	BUY(Maintain)	97,000원
	2013/09/02	BUY(Maintain)	97,000원
	2013/10/08	BUY(Maintain)	97,000원
현대하이스코 (010520)	2011/08/29	BUY(Upgrade)	55,000원
	2011/11/02	BUY(Maintain)	55,000원
	2011/11/07	BUY(Maintain)	55,000원
	2011/12/05	BUY(Maintain)	55,000원
	2012/02/13	BUY(Maintain)	55,000원
	2012/08/29	Outperform(Reinitiate)	52,000원
담당자변경	2012/10/10	Outperform(Maintain)	52,000원
	2012/11/02	Outperform(Maintain)	52,000원
	2012/11/05	Outperform(Maintain)	52,000원
	2012/11/09	Outperform(Maintain)	52,000원
	2013/01/02	Outperform(Maintain)	52,000원
	2013/01/24	Outperform(Maintain)	52,000원
	2013/01/29	Outperform(Maintain)	48,000원
	2013/04/25	Outperform(Maintain)	35,000원
	2013/05/15	Outperform(Maintain)	35,000원
	2013/07/24	Outperform(Maintain)	40,000원
	2013/10/08	Outperform(Maintain)	46,000원

목표주가 추이 (2개년)

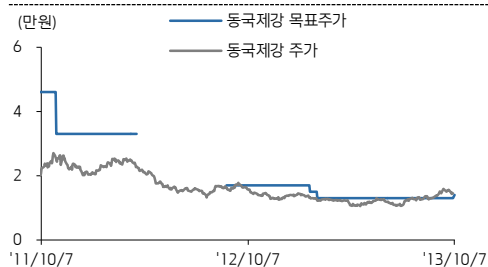
POSCO



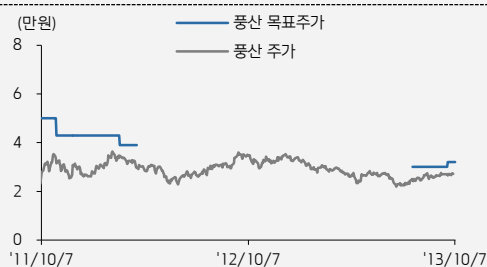
현대제철



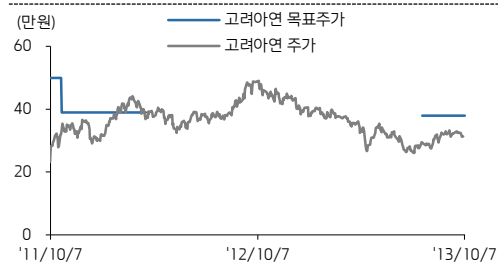
동국제강



풍산



고려아연



현대하이스코



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10 ~ +20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10 ~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10 ~ -20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		