

# 2014년 철강산업 전망

Neutral  
(Maintain)

2013. 11. 7

## 연준은 출구전략, 우리는 진입전략

장기적인 투자포인트로는 ① 글로벌 경기 회복에 따른 철강재 수요 증가, ② 글로벌 철강 설비 투자 마무리 단계, ③ 원료 증설로 인한 철강사들의 롤마진 회복 가능성 등으로 요약된다. 지난 50년의 글로벌 조강 생산능력과 과거 오일쇼크 전후를 비교해 볼 때 2014년은 업황 회복의 원년이 될 가능성이 크다. 철강재 가격과 실적 회복 측면 기준으로 단기적인 모멘텀은 부족할 수 있다. 하지만 장기적인 관점에서 현재 주가는 가장 싼 구간으로 판단된다.



철강/비철금속

Analyst 김창호

02) 3787-4979

changhokim@kiwoom.com

키움증권 

## Contents



## I. INVESTMENT SUMMARY 3

- > 속도의 문제는 있지만  
진입전략 관점이 유효 3
- > 과거 50년 글로벌 조강  
생산능력과 공급과잉 비교 3
- > 장기투자 관점에서는  
비중확대 전략도 유효 4

## II. 2013년 철강금속 업종 수익률 부진 6

- > 4년 연속 철강금속 업종  
Underperform 구간 지속 6

III. 2014년 철강금속 업종  
수익률 전망 10

- > 2014년 철강산업 회복의 원년이  
될 것으로 예상 10

## IV. 2014년 첫 번째 키워드 경기 회복 12

- > 글로벌 경기 회복에 따른 철강산업 영향 12
- > 중국 경제구조 구조적 변화 영향 16

## V. 2014년 두 번째 키워드 공급과잉 18

- > 글로벌 철강사들의 대규모 투자는  
마무리 단계 18
- > 중국 철강산업의 구조적 변화 가능성 22
- > 국내 철강산업 역시  
2013년이 상공정 투자의 마지막 31

VI. 2014년 세 번째 키워드  
원료 수급 완화 32

- > 광산 업체들의 본격적인  
중설 물량 공급되기 시작 32

VII. 2014년 철강금속  
투자이견 종합 결론 36

- > 속도의 문제는 있지만  
진입전략 관점이 유효 36

## 기업분석 37

## 연준은 출구전략, 우리는 진입전략

## &gt;&gt;&gt; 진입전략 관점이 유효

장기적으로 철강사들의 투자포인트는 ① 글로벌 경기 회복에 따른 철강재 수요 증가, ② 글로벌 철강 설비 투자는 마무리 단계에 진입, ③ 원료 증설로 인한 철강사들의 롤마진 회복 가능성 등으로 요약될 수 있을 것으로 판단된다. 2014년에는 철강금속 업종 투자기회가 늘어날 수 있으며 4년 연속 이어지고 있는 Underperform 구간이 마무리 될 수 있다고 판단된다.

## &gt;&gt;&gt; 과거 50년 조강 생산능력과 공급과잉 비교

2차 오일쇼크 이후 글로벌 조강 생산능력은 1982년이 최고 수준이었고, 글로벌 경기 회복으로 인한 철강재 수요 증가와 함께 글로벌 철강재 공급과잉폭이 축소되기 시작했다. 과거 싸이클을 감안할 때 2014년을 시작으로 글로벌 경기 회복과 함께 철강재 수급도 향후 개선될 가능성이 높다고 판단된다. 빠른 회복은 어렵지만 추가적인 수익성 악화도 제한적이다. 장기적으로 2013~2014년 수준의 실적이 철강사들 주가의 Rock Bottom으로 작용될 것으로 전망된다.

## &gt;&gt;&gt; 장기투자 관점에서 현재 주가는 싸다

과거 오일쇼크 당시 신일본제철 주가의 경우 글로벌 경기가 회복되면서 공급과잉폭이 축소되기 시작했고, 철강재 가격 상승이 함께 나타난 1987년부터 주가가 반응하기 시작했다. 현재 국내외 철강사들도 오일쇼크 시기처럼 어려운 시기를 통과하고 있는 상황으로, 2014년부터는 국내 철강업종에 대한 관심을 높여야 하는 시기라고 판단된다. 장기 투자 관점에서 현재 국내 철강사들의 밸류에이션은 매력적이라고 판단된다. 그 중에서도 경기 회복과 업황 회복을 가정한다면 P/B 0.65x 수준인 POSCO가 편해 보일 수 있는 시기이다. 단기적으로는 철강 가격과 실적 모멘텀이 부족할 수는 있지만, 장기투자 관점에서 현재 주가는 가장 싼 영역이라고 판단된다.

- > 당사는 11월 6일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- > 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- > 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- > 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

# I. Investment Summary

## >>> 속도의 문제는 있지만 진입전략 관점이 유효

2014년에는 Trading Buy 구간이 상대적으로 늘어날 것으로 예상되며, 업종 투자의견 상향 조정도 가능할 것으로 판단된다. 장기적으로 철강사들의 투자포인트는 ① 글로벌 경기 회복에 따른 철강재 수요 증가, ② 글로벌 철강 설비 투자는 마무리 단계에 진입, ③ 원료 증설로 인한 철강사들의 롤마진 회복 가능성 등으로 요약될 수 있을 것으로 판단된다.

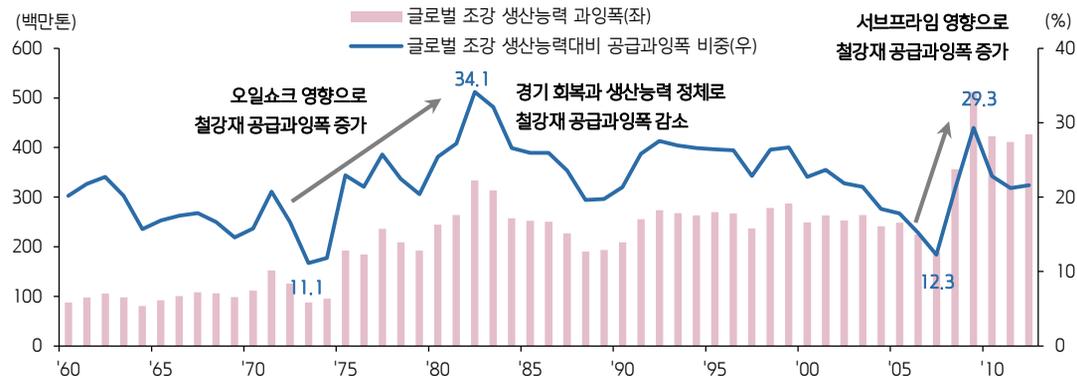
## >>> 과거 50년 글로벌 조강 생산능력과 공급과잉 비교

2012년 기준 글로벌 조강 생산능력은 약 20억톤 수준으로 공급과잉폭은 약 4억3,000만톤에 달할 것으로 추정된다. 서브프라임 영향으로 글로벌 조강 생산량이 급감하면서 2009년 글로벌 공급과잉폭은 약 5억1,000만톤에 달했다. 1982년 오일쇼크 이후 기록했던 3억3,000만톤 공급과잉폭 이후 최고 수준이다.

하지만 생산능력대비 공급과잉폭 비중은 22% 수준으로, 과거 오일쇼크 당시보다 절대적으로는 공급과잉이 심각하지만 상대적인 비중으로는 공급과잉 상황이 덜 심각하다고 할 수 있다. 또한 오일쇼크 이후처럼 더 이상의 글로벌 조강 생산능력 증가는 제한적이라고 판단된다. 당분간 중국에서도 신규 조강 생산능력은 5천만톤 전후로 신규 철강재 수요 순증량과 비슷한 규모가 될 것으로 예상되며, 국내에서도 2013년을 마지막으로 더 이상의 대규모 상공정 투자는 없을 것으로 판단된다.

2차 오일쇼크 이후 글로벌 조강 생산능력은 1982년이 최고 수준이었고, 글로벌 경기 회복으로 인한 철강재 수요 증가와 함께 글로벌 철강재 공급과잉폭이 축소되기 시작했다. 과거 싸이클을 감안할 때 2014년을 시작으로 글로벌 경기 회복과 함께 철강재 수급도 향후 개선될 가능성이 높다고 판단된다.

글로벌 철강재 생산능력 과잉폭과 생산능력대비 공급과잉폭 비중 비교



자료: WSD, WSA

오일쇼크 발생시기에 글로벌 조강 생산능력 특징과 변화는 다음과 같다.

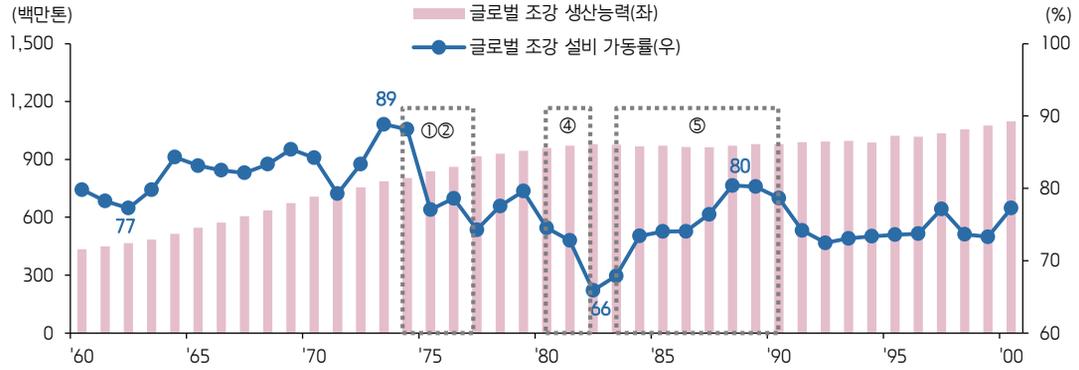
- ① 1974년 오일 발생쇼크 이후 글로벌 조강 생산량은 7억1,000만톤으로 전년대비 1.5% 증가에 그쳤다. 1974년 조강 생산능력 증가율이 미미해 가동률은 88% 수준으로 전년대비 0.7%p 감소에 그쳤다.
- ② 1975년 글로벌 조강 생산량은 6억5,000만톤으로 전년대비 8.9% 급감했다. 생산량은 급감했지만 생산능력은 오히려 증가해 가동률은 77% 수준으로 전년대비 11.2%p 급감했다. 생산능력 정체에도 불구하고 가동률 하락은 1977년까지 지속되었다.
- ③ 1차 오일쇼크가 마무리되고 글로벌 경기가 회복세로 진입하면서 1976~1979년까지 글로벌 조강 생산량과 소비량은 증가했다. 하지만 제한적인 성장에 그쳤던 반면 생산능력은 더 빠른 속도로 더해지면서 가동률은 지속적으로 낮아졌다.
- ④ 2차 오일쇼크 영향으로 글로벌 조강 생산량 증가율은 1980~1982년 3년 동안 역성장이 지속되어 왔다. 반면 글로벌 조강 생산능력은 1982년이 피크였고 가동률은 지속적으로 하락했다. 1982년 가동률은 66% 수준으로 사상 최저 수준이었으며, 글로벌 조강 생산능력 과잉폭은 3억 3,400만톤에 달했다.
- ⑤ 1983~1990년은 글로벌 경제 성장률 속도가 빨랐던 시기였다. 글로벌 경기 성장과 철강재 소비량도 증가했지만 생산능력은 정체되었던 시기로 가동률이 빠르게 회복되기 시작했다. 1982년 글로벌 조강 생산능력대비 공급과잉폭 비중이 34%에 달했지만 경기 회복과 함께 1988년에는 20% 수준까지 하락했다. 1988년 글로벌 조강 설비 가동률은 80%를 회복했으며, 2차 오일쇼크 이전 가동률 수준을 9년 만에 회복했다.

### >>> 장기투자 관점에서는 비중확대 전략도 유효

2014년은 과거 오일쇼크로 영향으로 글로벌 경기 둔화의 마지막 구간과 글로벌 경제 회복과 함께 철강재 공급과잉폭이 축소 되기 시작한, 즉 ④~⑤ 구간 사이에 놓여져 있다고 판단된다. 서브프라임 금융위기도 불구하고 글로벌 철강재 생산능력이 증가한 구간은 과거 1차 오일쇼크, 즉 ① 구간과 비슷하다고 판단된다.

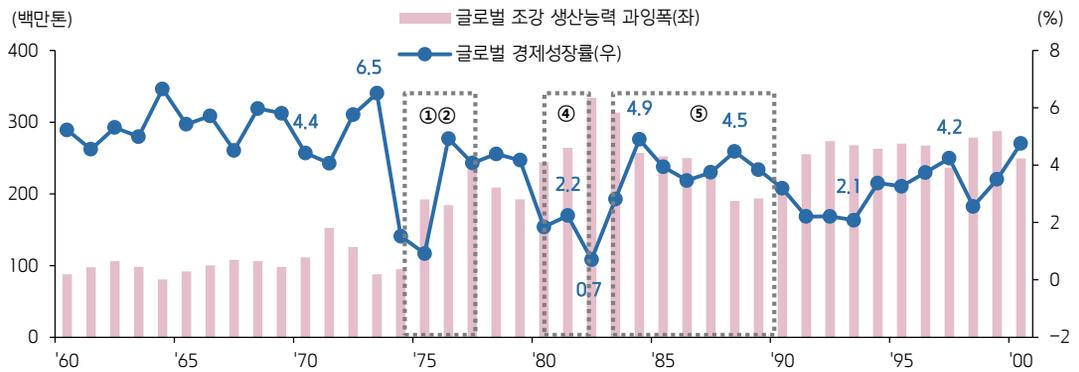
과거 신일본제철 주가의 경우 글로벌 경기가 회복되면서 공급과잉폭이 축소되기 시작했고, 철강재 가격 상승이 함께 나타난 1987년부터 주가가 반응하기 시작했다. 현재 국내외 철강사들도 오일쇼크 시기 처럼 어려운 시기를 통과하고 있는 상황으로, 2014년부터는 국내 철강업종에 대한 관심을 높여야 하는 시기라고 판단된다. 장기 투자 관점에서 현재 국내 철강사들의 밸류에이션은 매력적이라고 판단된다. 그 중에서도 경기 회복과 업황 회복을 가정한다면 P/B 0.65x 수준인 POSCO가 편해 보일 수 있는 시기이다. 단기적으로는 철강 가격과 실적 모멘텀이 부족할 수는 있지만, 장기투자 관점에서 현재주가는 가장 싼 영역이라고 판단된다.

### 글로벌 조강 생산능력과 가동률 비교



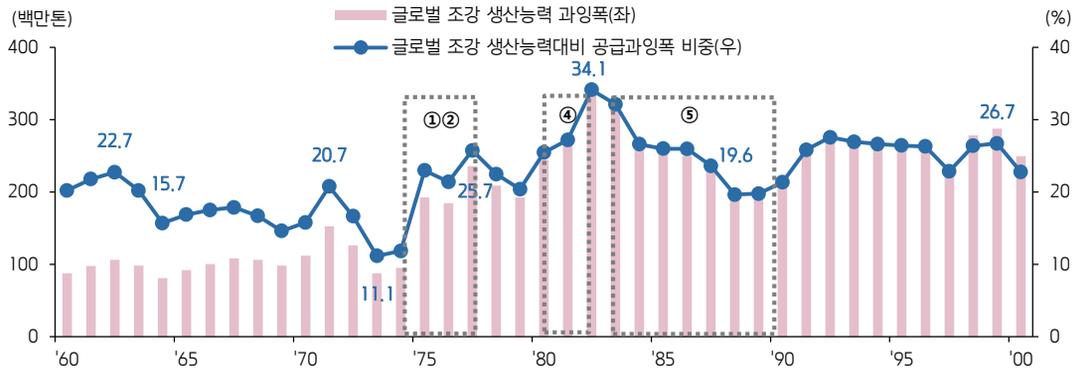
자료: WSD, WSA

### 글로벌 조강 생산능력 과잉폭과 경제 성장률



자료: WSD, WSA

### 글로벌 조강 생산능력 과잉폭과 조강 생산능력 대비 공급과잉폭 비중



자료: WSD, WSA

## II. 2013년 철강금속 업종 수익률 부진

### >>> 4년 연속 철강금속 업종 Underperform 지속

#### 수익률 부진 원인 점검

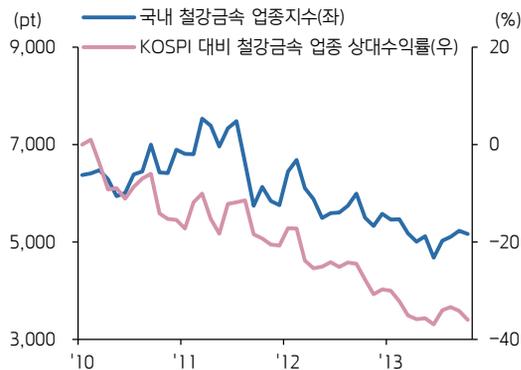
서브프라임 금융위기를 시작으로 2008년부터 업황 불황이 이어지고 있으며, 주가수익률 측면에서는 2010년부터 4년 연속 Underperform 구간이 이어지고 있다.

글로벌 철강산업 불황과 국내외 철강 업종 수익률 부진 원인은 크게 ① 글로벌 금융위기 및 중국 경기 둔화로 인한 철강재 수요량 증가율 정체, ② 원료사들의 협상력 장악으로 profit sharing에 있어 구조적 변화기에 돌입. 강(鋼, Steel Making) 업체의 이익이 철(鐵, Iron Miner) 업체로 이전 되기 시작. ③ 중국을 중심으로 국내외 공급과잉 확대, ④ 자동차를 제외한 조선업과 건설업 등 철강재 수요산업 부진 지속, ⑤ 수요 부진과 공급과잉으로 인해 내수/역내 철강사들의 과도한 경쟁으로 인한 저수익성 구조 정착 등으로 요약된다.

#### 2013년 의미 있는 Outperform 구간은 7월 단 한 차례

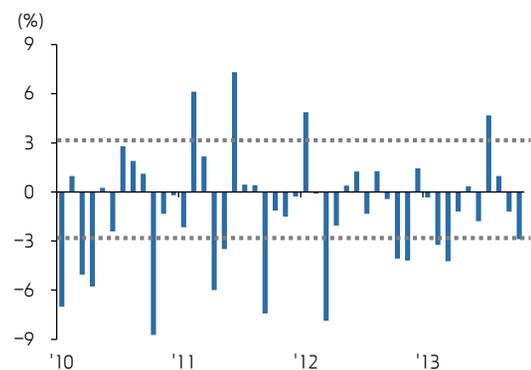
5일 기준 국내 철강금속 업종지수는 5,144.4pt로 연초대비 7.8% 하락해 KOSPI 대비 8.6%p Underperform을 기록하고 있다. 또한 2013년 월별 수익률 기준으로, 국내 철강금속 업종 지수는 KOSPI 대비 의미 있다고 판단되는 3%pt 이상의 Outperform을 기록한 구간은 7월 단 한 차례가 있었다. (철강금속 업종 Outperform 원인은 7/24 ‘호감형은 아니지만 편해지면서 이뻐 보이기 시작한다’ 보고서 참고). 2013년 역시 철강금속 업종지수는 다시 한번 Underperform하면서 4년 연속 마이너스 상대수익률을 이어갈 가능성이 높다.

#### 국내 철강금속 업종 상대수익률



자료: DataGuide

#### KOSPI 대비 국내 철강금속 업종지수 월별 수익률 비교



자료: DataGuide

### 국내 철강산업 부진 원인

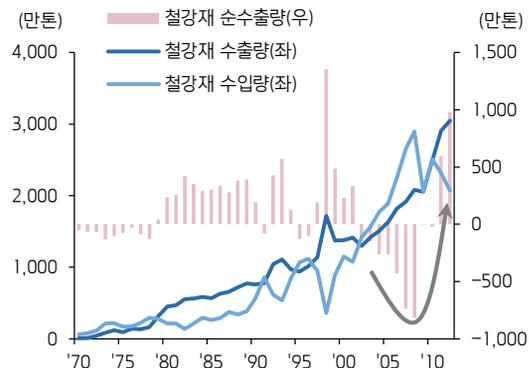
국내 철강산업의 구조적인 변화는 더욱 큰 영향을 받았다. 과거에는 글로벌 철강산업이 불황기에 진입 하더라도 국내 철강산업은 상대적으로 제한적인 불황에 그쳤었다. 그 원인은 ① 국내 경제 구조가 고 성장을 구가하는 시기에 있었으며, ② POSCO의 시장지배력으로 인해 수입재 차단 효과 및 수요처들과의 가격 협상에서 우위를 유지 할 수 있었으며, ③ 낮은 원료 가격과 안정적인 원료 조달 확보로 글로벌 철강산업 불황속에서도 최소한의 수익성을 확보할 수 있었기 때문이다.

하지만 국내 경제가 저성장 시대로 접어들면서 철강재 소비량 증가율이 둔화되고 있다. 또한 국내 철강사들의 시장지배력이 붕괴되면서 수입 철강재 영향력은 강화되고 있는 반면 원료사와 수요처들과의 가격 협상력은 약화되었고, 국내 철강산업 수익성도 약화되고 있다. 특히 지리적인 요인으로 중국의 공급과잉으로 인한 저가 판매로 가장 큰 피해를 받고 있는 국가로 분류할 수 있다.

철강재 수요는 부진한 반면 메이커들의 경쟁적인 증설이 지속되면서 국내에서도 공급과잉 현상이 나타나기 시작했다. 2010년을 기점으로, 국내 철강산업은 독과점에서 경쟁구조로, 공급자 중심에서 수요자 중심으로, 공급부족에서(순수입) 공급과잉(순수출)으로, 고급강 수입(일본산)에서 저급강 수입(중국산) 중심으로 변했다.

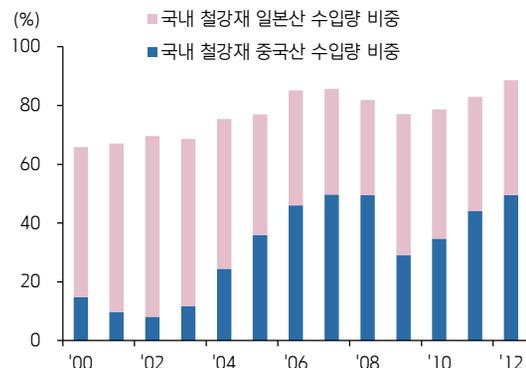
경기 사이클이 다시 정상 궤도로 진입하더라도, 서브프라임 위기 이전과 같이 철강사들의 높은 수익성이 지속되는 구조와 강력한 시장지배력이 발휘되는 시기는 당분간 찾아보기 어려울 가능성이 높다.

국내 철강재 무역수지 구조: 빠르게 순수출 국가로 전환



자료: 한국철강협회

국가별 국내 철강재 수입량 비중: 중국산 비중 급증



자료: 한국철강협회

## 국내 철강금속 업종 수익률 비교

3%p를 기준으로 한 철강금속 업종 수익률 비교: 2010년 이후 Underperform 구간이 압도적

시기	철강업종 수익률	KOSPI	철강금속	내용
2010.01	Underperform	-4.8%	-11.8%	중국 지급준비를 상향. 글로벌 중앙은행들의 출구전략 우려 확대. 철강 원료 예상 계약가격 급등.
2010.03	Underperform	6.2%	1.1%	원료 계약가격이 예상보다도 급등하면서 협상 마무리. 40 여년간 이어진 연간 계약 시스템 종료.
2010.04	Underperform	2.9%	-2.9%	POSCO 출하가격 인상 발표. 하지만 지식경제부 주요 철강사들에 가격 인상 자제 요청.
2010.10	Underperform	0.5%	-8.2%	POSCO 3분기 실적 예상보다 부진. 글로벌 철강사들 잇따라 보수적인 4분기 전망 제시.
2011.02	Outperform	-6.3%	-0.2%	국내외 인플레이션, 밸류에이션 부담감 부각. 유연탄 가격 급등에 따른 철강재 가격 인상 기대감 확대.
2011.04	Underperform	4.1%	-1.9%	정부 물가 안정 대책으로 연기된 철강재 가격 인상 단행. 수요가들 반발로 실제 가격 인상 반영 가능성 우려.
2011.05	Underperform	-2.3%	-5.8%	그리스 신용등급 강등. 이탈리아 및 남유럽 재정위기 우려 확대.
2011.06	Outperform	-2.0%	5.4%	POSCO 2분기 실적 기대감, 4~5월 2개월 동안 철강금속 업종 지수 7.6% 하락하면서 밸류에이션 매력도 확대.
2011.09	Underperform	-5.9%	-13.3%	미국 경제 성장을 둔화 및 국가 신용등급 강등. 글로벌 경기 둔화 우려 본격화. 유럽 금융위기 우려감 확대.
2012.01	Outperform	7.1%	12.0%	유럽 중앙은행 무제한 장기대출(LTRO) 효과. 이탈리아 10년 만기 국채수익률 3개월만에 5%대까지 하락.
2012.03	Underperform	-0.8%	-8.7%	BHP Billiton 중국 철강재 수요 둔화 경고. 철강사들 실수요가들 요구 대부분 수용하면서 가격 인하로 대응.
2012.10	Underperform	-4.2%	-8.3%	S&P POSCO 장기 신용등급 BBB+로 한 단계 하향 조정. POSCO 부진한 3Q 실적 발표, 4Q 가이드선 하향 조정.
2012.11	Underperform	1.1%	-3.1%	중국 철강재 가격 급락. 부진한 수요로 일부 철강사들 감산 돌입. 미국 재정절벽과 부채상환 문제 지속.
2013.02	Underperform	3.3%	0.1%	원가 부담 증가에도 불구하고 1Q 실수요향 철강재 가격 대부분 인하. 중국 원자바오 총리 부동산 투기 억제를 통한 부동산 시장 규제 강조.
2013.03	Underperform	-1.1%	-5.3%	춘절 연휴 이후 중국 철강재 재고량 부담 증가하는 등 가격 하락세. 미국 1일 자정부터 재정지출 자동삭감 조치인 시퀘스터 시작.
2013.07	Outperform	2.7%	7.4%	중국 철강재 가격 6개월만에 상승세로 전환. 하반기 양적완화 규모 축소 가능성 언급 등 글로벌 경기 회복 기대감.

자료: 키움증권 정리

## 국내 철강금속 업종 수익률 특징 분석

40여년간 이어져온 연간 계약 시스템이 붕괴된 2010년 이후 공급과잉과 함께 글로벌 철강사들의 수익성이 빠르게 악화되기 시작했다. 2010년 이후 3%p를 기준으로 KOSPI대비 철강금속 업종 수익률 비교 할 때 Underperform 구간이 압도적으로 많았다. 2010년 이후 2013년 10월까지 총 46개월 동안 Underperform 구간은 12차례, Outperform 구간은 4차례로 나타났다.

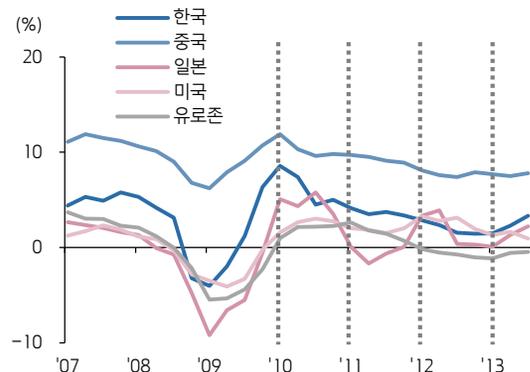
2013년 10월까지 철강금속 업종 연도별 수익률 특징은 아래와 같다.

- 2010년 철강금속 업종 상대수익률은 -26.4%p로, Outperform 구간 0차례, Underperform 구간 4차례
- 2011년 철강금속 업종 상대수익률은 -5.6%p로, Outperform 구간 2차례, Underperform 구간 3차례
- 2012년 철강금속 업종 상대수익률은 -12.4%p로, Outperform 구간 1차례, Underperform 구간 3차례
- 2013년 철강금속 업종 상대수익률은 -8.6%p로, Outperform 구간 1차례, Underperform 구간 2차례

철강금속 업종 수익률 Outperform 구간이 많지 않았지만, 글로벌 경기 회복 기대감이 높아지는 시점에서 철강재 가격이 동반 상승하는 시기에 상대적으로 높은 수익률이 기록했다.

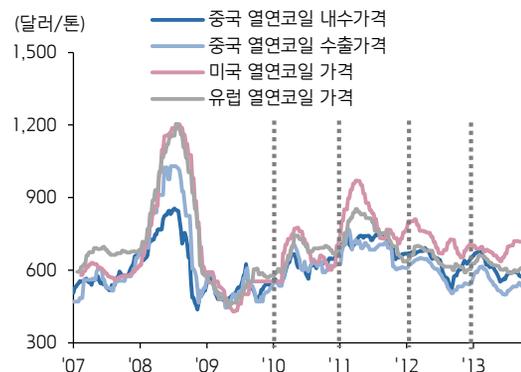
반면 2010년에는 원료 가격 급등이 부진한 철강금속 업종 수익률을 견인했다. 2011년에는 유럽 금융 위기와 미국 경제 성장률 둔화 및 국가 신용등급 강등 등 경기 둔화 우려, 2012년과 2013년에는 부진한 철강재 가격과 철강사들의 톨마진 하락으로 인한 수익성 악화가 수익률 Underperform의 주요 원인으로 작용했다.

### 글로벌 GDP 성장률 추이



자료: IMF

### 글로벌 열연강판 가격 추이



자료: Bloomberg

### III. 2014년 철강금속 업종 수익률 전망

#### >>> 2014년 철강산업 회복의 원년이 될 것으로 예상

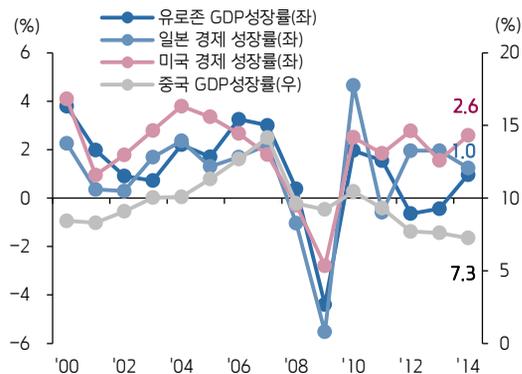
##### 최악의 시기를 통과 중

글로벌 경기 회복과 본격적인 원료 공급량 증가로 인한 수익성 회복으로 글로벌 철강산업은 2014년에 저점을 통과할 것으로 예상된다. 글로벌 철강산업 회복과 함께 국내 철강금속 업종 수익률도 4년 연속 이어진 Underperform에서 벗어날 가능성이 높다고 판단된다.

국내 철강금속 업종 수익률이 양호할 것으로 전망하는 이유는 앞서 언급한 수익률 부진 원인이 제한적이나마 이미 개선되고 있거나, 개선될 가능성이 높다고 판단되기 때문이다.

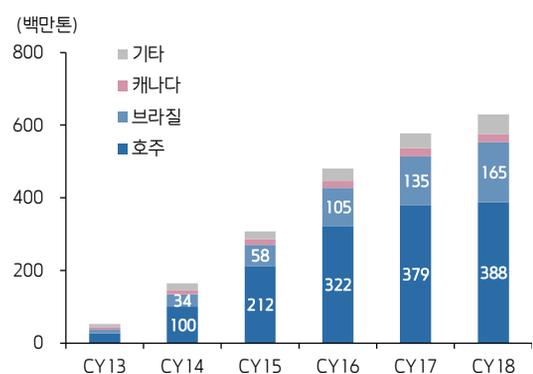
- ① 글로벌 금융위기 및 중국 경기 둔화로 인한 철강재 수요량 증가율 정체 문제는,
  - 유럽이 마이너스 성장률에서 벗어나면서 경기 회복 가능성이 높고, 미국과 중국 등 글로벌 주요 국가들의 성장을 여부에 따라 글로벌 철강재 수요량도 시차를 두고 증가할 가능성이 있다.
- ② 독점적인 협상력으로 강(鋼, Steel Making) 업체의 이익이 철(鐵, Iron Miner) 업체로 이전한 문제는,
  - 원료사들의 공격적인 증설로 2014년부터 원료 공급량이 늘어나면서, 원료사들의 일방적인 협상력이 일부나마 완화될 가능성이 높다.
- ③ 중국을 중심으로 국내외 공급과잉 확대 문제는,
  - 글로벌 철강사들의 증설 투자는 마무리 단계이다. 중국의 연간 조강 생산능력 증가분은 당분간 연평균 5천만톤 수준에 그칠 것으로 전망된다. 비록 생산능력이 지속적으로 늘어나지만, 신규 소비량 증분과 비슷한 수준이다. 최소한 공급과잉폭이 악화되지 않을 가능성이 높다. 국내 역시 2013년 9월 현대제철의 400만톤 규모의 3기 고로, 12월 POSCO의 200만톤 규모의 3호기 파이넥스를 마지막으로 당분간 대규모 상공정 투자는 없을 것으로 판단된다.

2014년 선진국 경기 회복세 이어질 것으로 전망



자료: IMF

글로벌 신규 철광석 생산능력 공급량 전망



자료: Bloomberg

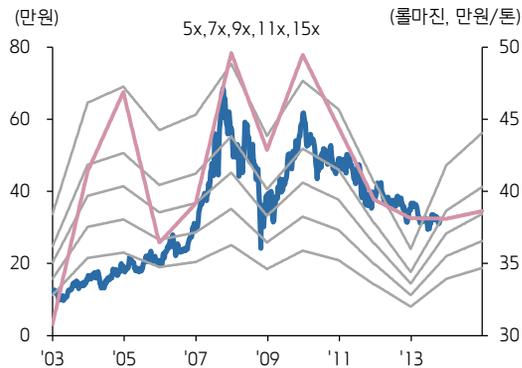
## 2014년 진입전략과 함께 Trading Buy 구간 늘어날 것으로 전망

아직까지 글로벌 경기 회복 속도가 철강재 소비량에 영향을 줄만큼 빠른 속도는 아닌 상황이라고 판단된다. 또한 글로벌 광산업체들의 공격적인 증설이 본격적으로 공급되면서 철강사들의 롤마진 회복이 예상되지만, 아직 가시성은 크지 않은 것이 사실이다. 철강산업 업황 개선 시그널이 나타나고 있지만 아직까지는 업종 투자 의견 Neutral을 유지한다.

하지만 2014년에는 철강금속 업종 진입전략에 대한 고민이 늘어날 것으로 예상된다. 또한 Cyclical 산업 특성상 경기 회복 효과와, 2014년 중 업황이 바닥권을 통과할 것이라는 기대감이 높아지면서 Rock Bottom은 보다 견고해질 수 있다. 2013~2014년을 마지막으로 더 이상의 실적 악화는 제한적이라고 판단된다. 따라서 앞으로는 연간 한 차례 정도만 있었던 Trading Buy 구간도 늘어날 수 있을 것으로 전망된다.

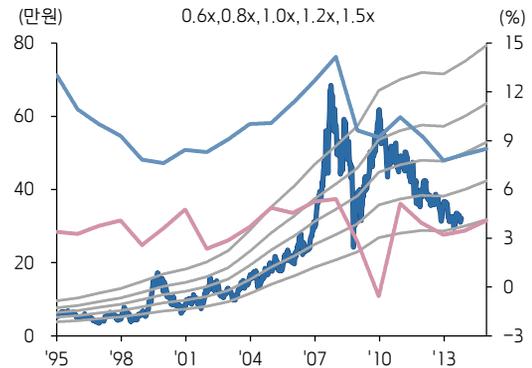
장기 투자 관점에서 현재 국내 철강사들의 밸류에이션은 매력적이라고 판단된다. 그 중에서도 경기 회복과 업황 회복을 가정한다면 P/B 0.65x 수준인 POSCO가 편해 보일 수 있는 시기이다. 단기적으로는 가격과 실적 모멘텀이 부족할 수는 있지만, 장기투자 관점에서 현재 주가는 가장 싼 영역이라고 판단된다. 2014년 중에는 5년 만에 철강금속 업종이 Outperform할 가능성이 높고 업종 투자 의견 상향이 고려될 수 있는 시기가 될 것으로 예상된다. 철강금속 업종 진입전략의 시기가 다가오고 있다.

POSCO Fwd 12M P/E 밴드와 제품 롤마진



자료: DataGuide, 키움증권 추정

POSCO Fwd 12M P/B 밴드와 경제 성장률



자료: DataGuide, IMF, 키움증권 추정  
주: 붉은색 라인은 세계경제 성장률, 파란색 라인은 중국 경제 성장률

## IV. 2014년 첫 번째 키워드 경기 회복

### >>> 글로벌 경기 회복에 따른 철강산업 영향

#### 본격적인 글로벌 경기 회복은 2015년으로 전망

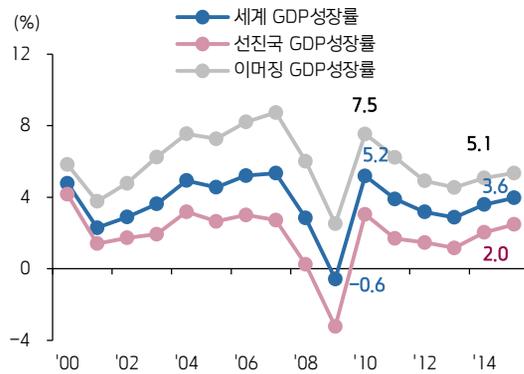
당사의 2014년 국내외 경제 및 금융시장 전망 요약은 다음과 같다.

① **2014년 제한적인 성장:** 2014년 글로벌 경제 성장률은 3.8%로 전망된다. 2014년 역시 글로벌 경제는 여전히 2008~2009년 금융위기 및 경기침체에서 완전히 벗어나지 못할 것으로 예상된다. 주요 국가의 경기부양적인 금융 및 재정 정책이 유지될 전망이며, 미국에서의 출구전략도 지연될 것으로 예상된다.

② **글로벌 경기 개선으로 국내경제 3.8% 성장:** 글로벌 경기 회복으로 연간 7% 내외의 수출 증가가 예상되며, 소비와 투자의 완만한 회복이 가능할 것으로 예상된다. 가계부채 문제 및 부동산 가격 하락 문제는 매우 느린 속도로 완화 될 것으로 전망된다.

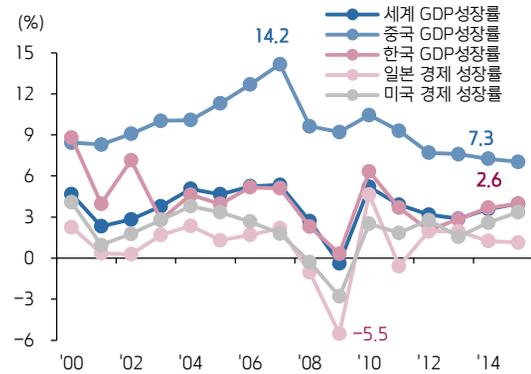
③ **글로벌 경기 리스크 요인:** 연준의 출구전략, 유로 재정위기 확산, 일본 소비세 인상 등 정치적인 불확실성이 남아있다. 또한 중국의 경착륙 가능성과 신흥국의 경기차별화도 리스크 요인이다. 중국의 SOC투자과 도시화는 지속적으로 진행되면서 경제 성장률을 지지할 것으로 전망된다.

IMF 글로벌 GDP 성장률 전망



자료: IMF

중국은 무난, 미국은 점진적인 회복으로 전망



자료: IMF

### 저성장 국면에서 2014년 철강재 소비량 제한적인 회복

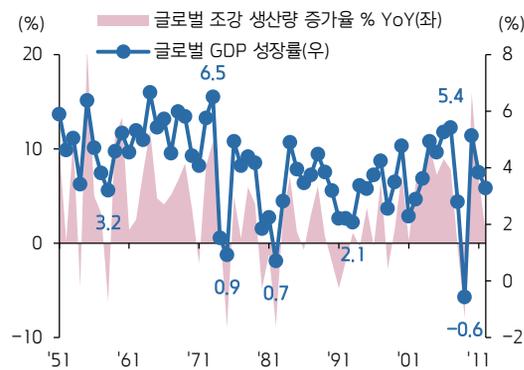
2014에도 글로벌 경기 성장은 제한적일 것으로 예상됨에 따라 2014년 글로벌 철강재 소비량 증가율도 제한적인 회복에 그칠 가능성이 높다.

철강재 소비량은 GDP와 높은 연관성을 나타내고 있다. GDP의 중심인 제조업과 건설업이 철강산업의 주요 전방산업이기 때문에 결국 장기적으로는 경기 회복이 철강재 소비를 이끌어간다. 지난 60년간의 글로벌 경제 성장률과 조강 생산량 증가율 회귀분석에 따르면 2014년 글로벌 GDP가 3.6% 성장(IMF 2014년 전망치 기준)할 경우, 글로벌 조강 생산량은 2.4% 증가할 것으로 예상된다. 2013년에 이어 저성장 국면이 이어질 가능성이 높다.

글로벌 경제 성장률과 조강 생산량 증가율 회귀분석에 따르면, 글로벌 GDP 성장률이 최소 2.9%를 유지해야 글로벌 조강 생산량이 역성장 하지 않는다. 글로벌 GDP 성장률 4.1%가 조강 생산량 탄력성 결정 구간이다. 글로벌 GDP 성장률이 4.1% 이상일 경우 글로벌 조강 생산량은 경기 성장률 보다 빠르게 증가한다.

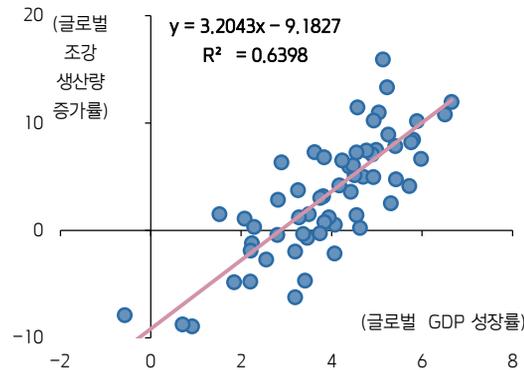
글로벌 경제 성장률과 조강 생산량 증가율 회귀분석을 최근 20년 기준으로 범위를 좁힐 경우, 글로벌 GDP 성장률이 3.6%일 경우 글로벌 조강 생산량은 4.1% 증가할 것으로 예상된다. 글로벌 GDP 성장률이 최소 2.4%를 유지해야 글로벌 조강 생산량이 역성장 하지 않는다. 글로벌 GDO 성장률 3.3%가 조강 생산량 탄력성 결정 구간이다. 글로벌 GDP 성장률이 3.3% 이상일 경우 글로벌 조강 생산량은 경기 성장률 보다 빠르게 증가한다.

글로벌 GDP 성장률과 조강 생산량 증가율 비교



자료: WSA, IMF

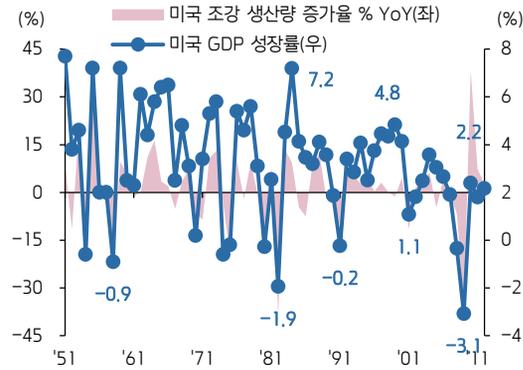
60년 글로벌 GDP 성장률과 조강 생산량 회귀분석



자료: WSA, IMF

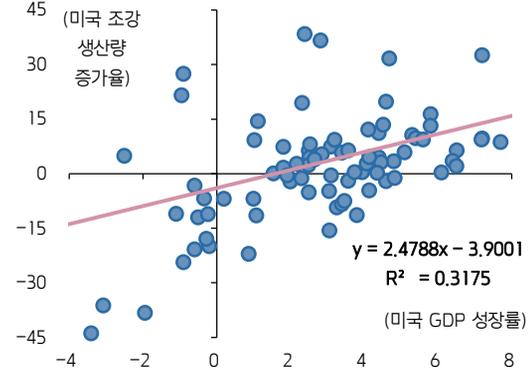
국내 철강산업은 선진 시장인 미국과 일본의 모습을 닮아갈 가능성이 크다. 철강재 소비량이 피크를 기록하고 하향되기 시작한 미국과 일본 사례를 볼 때, 철강재 소비량은 절대적으로 경제 성장률과 높은 상관성이 있다. 산업화 초기 단계인 중국의 경우 변동성이 다소 확대된다. 하지만 장기적으로 철강재 소비량은 경기에 동행하며, 경기 성장 여부에 따라 상관성은 높아질 것으로 판단된다.

미국 GDP 성장률과 조강 생산량 증가율 비교



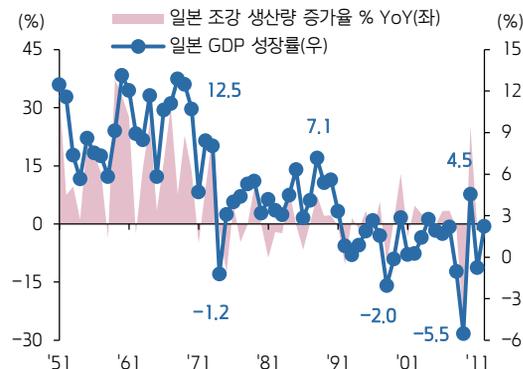
자료: WSA, IMF

60년 글로벌 미국 성장률과 조강 생산량 회귀분석



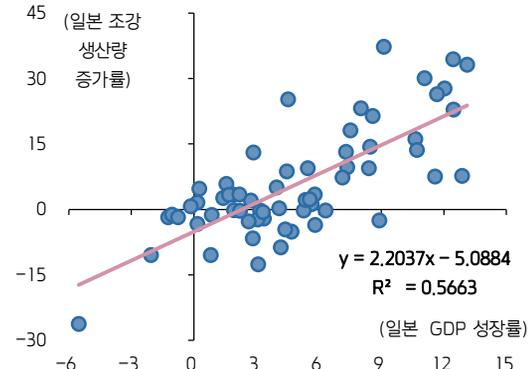
자료: WSA, IMF

일본 GDP 성장률과 조강 생산량 증가율 비교



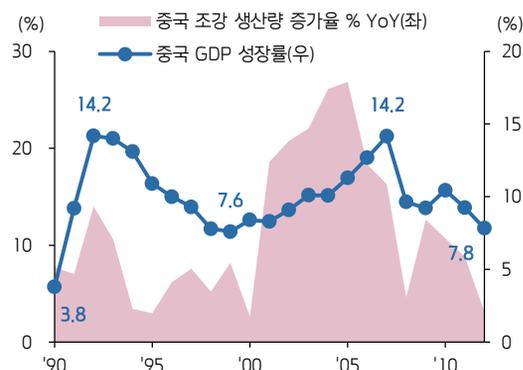
자료: WSA, IMF

60년 일본GDP 성장률과 조강 생산량 회귀분석



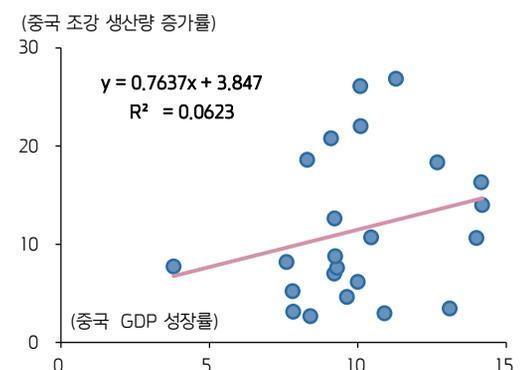
자료: WSA, IMF

중국 GDP 성장률과 조강 생산량 증가율 비교



자료: WSA, IMF

20년 중국 GDP 성장률과 조강 생산량 회귀분석



자료: WSA, IMF

## 세계철강협회 전망 비교

앞서 언급한 바와 같이 IMF의 2014년 경제 성장을 전망 3.6%를 가정을 바탕으로 60년간 회귀분석을 적용할 경우 글로벌 철강재 소비량은 2.4% 증가할 것으로 나타났으며, 20년간 회귀분석을 적용할 경우 글로벌 철강재 소비량은 4.1% 증가할 것으로 전망된다.

지난 10월 세계철강협회(WSA)는 2014년 글로벌 철강재 소비량 전망치를 발표했다. 글로벌 철강재 소비량은 3.3% 증가할 것으로 전망했는데 회귀분석에 따른 2.4~4.1% 수준과 비슷하다. 소비량 전망치 발표와 함께 주요 가정과 지난 4월 전망치를 평가했는데, 인도와 브라질 등 개발도상국들의 철강재 소비량 증가율이 당초 전망보다 크지 않았다고 언급했다. 반면 중국의 철강재 소비량 증가율은 예상외로 증가 속도가 빨라 2013년 중국의 철강재 소비량 증가율은 6.0%에 달할 것으로 전망했다.

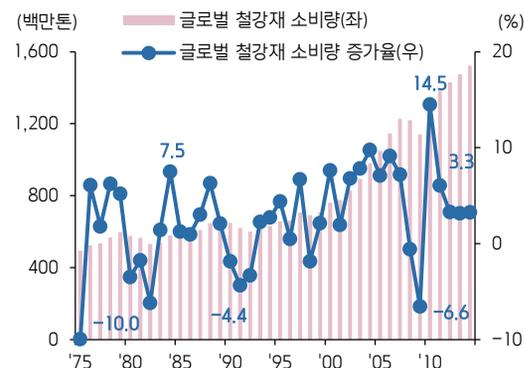
2014에도 글로벌 철강재 소비량은 제한적인 성장에 그칠 것으로 전망했으며, 선진국들의 소비량 증가율은 높아질 것으로 예상한 반면, 중국 소비량 증가율은 다소 둔화될 것으로 예측했다. 철강산업의 구조조정인 문제와, 정치적 불확실성과 금융시장 변동성 확대 등을 주요 리스크 요인으로 꼽았다.

### 2014년 세계철강협회 소비량 전망 전 지역에서 2014년에도 성장세는 제한적으로 전망

국가/지역	철강재 명목소비량 (백만톤)			소비량 증가율 (%)		
	2012	2013F	2014F	2012	2013F	2014F
세계	1,430	1,475	1,523	2.0	3.1	3.3
선진국	390	384	390	(1.7)	(1.6)	1.7
개발도상국	1,040	1,091	1,133	3.4	4.9	3.8
중국	660	700	721	2.9	6.0	3.0
중국 제외	770	775	803	1.1	0.7	3.5
EU27	140	135	138	(9.5)	(3.8)	2.1
CIS	57	59	61	4.5	3.0	3.5
중남미	47	49	51	3.1	2.8	5.0
아시아 및 오세아니아	943	986	1,016	2.8	4.6	3.0

자료: World Steel Short Range Outlook

### 글로벌 철강재 소비량과 2014년 소비량 전망



자료: WSA

### 중국 철강재 소비량과 2014년 소비량 전망



자료: WSA

## >>> 중국 경제구조 구조적 변화 영향

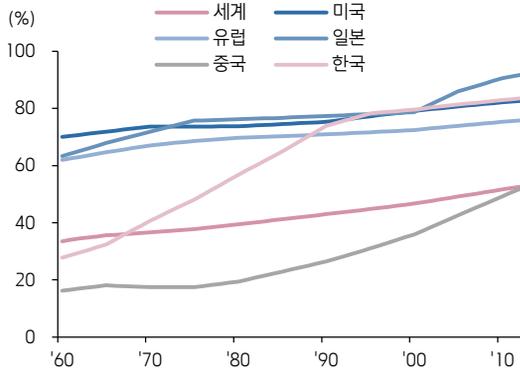
### 도시화율과 철강 소비량 영향

중국의 도시화는 둔화된 성장과 위축된 실물 경제의 해결책으로 부각되고 있으며 향후 중국 성장의 원동력 중 가장 큰 요인이다. 도시화율을 확대시킴으로써 고용 창출을 기대할 수 있으며, 지역간 계층간 불균형 해소, 호적제도 개선 및 도시민 증가 등 임금상승과 소비 확대를 기대할 수 있다.

도시화율 확대 영향은 철강산업에 긍정적이다. 도시화율이 진행될수록 건설/인프라 투자가 선행되는데, 건설/인프라 투자가 늘어날 때 철강재 소비량이 가장 빠르게 늘어나는 구간이다. 개발도상국가와 초기 경제 모델에서 철강재 소비량 증가율이 가장 높는데, 건설/인프라에 투자가 집중되고 고정자산투자 역시 가장 빠르게 늘어나는 구간이기 때문이다. 2012년 기준 중국의 도시화율은 51.8%로 다른 국가와 비교할 때 아직도 낮은 수준이며, 세계 평균 이하로 아직도 도시화율은 현재진행형이다.

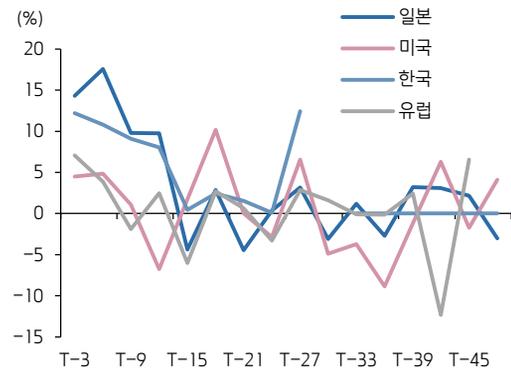
본격적으로 늘어나는 도시화율 구간을 65%라고 가정할 때 일본은 1962년부터, 미국은 1947년부터, 한국은 1985년부터, 유럽은 1967년부터이다. 국가별로 차이는 있지만 도시화율 초기 단계에서는 상대적으로 철강재 소비량이 높은 수준을 나타냈다. 중국은 65%까지 도달하려면 아직도 약 10여년이 걸릴 것으로 예상되는 만큼 도시화율은 철강재 소비량에 긍정적인 측면으로 작용될 수 있다고 판단된다.

#### 주요 국가 도시화율: 중국은 아직도 평균 이하



자료: World Bank

#### 시기별 도시화율과 철강재 소비량



자료: World Bank, WSA  
주: 3년 연평균 성장률 기준

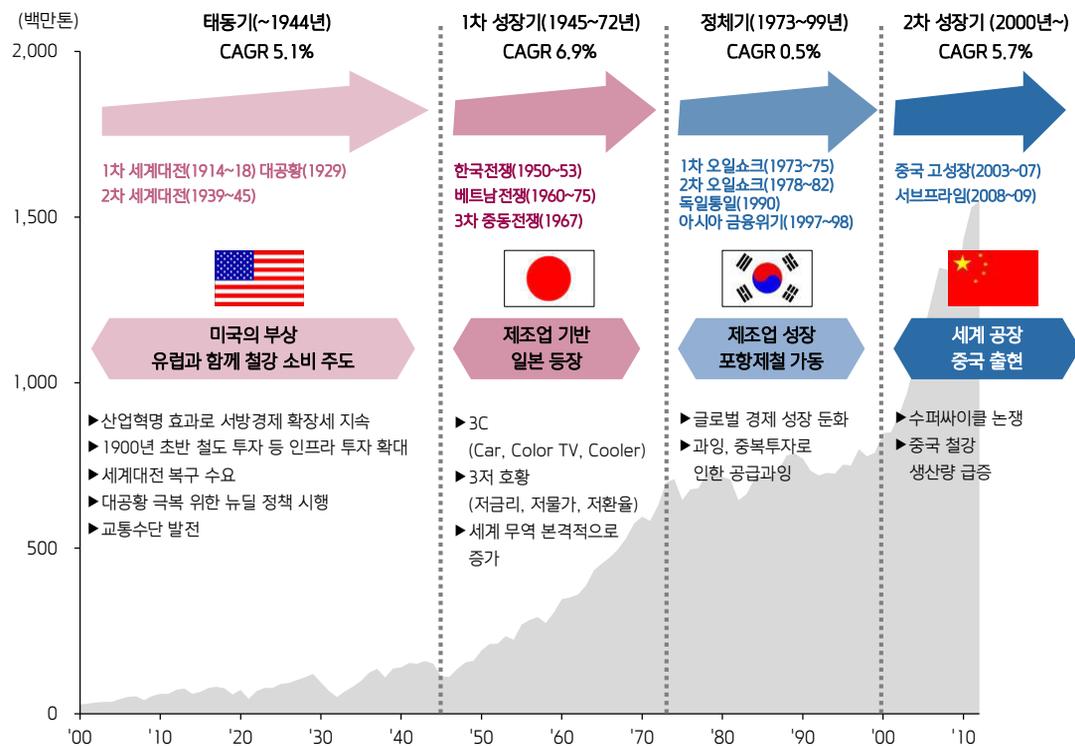
## 중국 소비 증가에 따른 철강재 소비량 영향

중국의 도시화율과 함께 장기적으로 주목받은 구조적인 영향은 고정자산투자 감소와 내수 소비량 확대 정책이다. 2012년 중국 정부가 경제 성장률 목표치를 8.0%에서 7.5%로 낮추면서 많은 관심이 집중된 바 있으며, 당일 세계 최대 광산 업체인 BHP Billiton과 Vale의 주가는 각각 2.3%, 4.5% 하락할 정도로 파급력도 컸다.

속도 중심인 양적 성장에서 질적 성장으로 바뀌는 신호탄이었으며, 투자와 수출 중심에서 내수 소비 확대와 분배로 정책이 옮겨가고 있다고 해석할 수 있다. 건설/인프라 중심의 투자에서 소비로 이동할 때 철강 소비량은 감소될 가능성이 높은 것은 사실이다. 하지만 철강 소비량이 급증했던 1945~72년에는 2차 세계대전으로 인한 전후 복구 수요도 있었지만 자동차, TV 등을 중심으로 세계 최대 경제 국가인 미국의 소비량이 가장 호황이었던 시기였다.

따라서 미국과 함께 세계 최대 경제 규모로 성장한 중국에서 소비 중심의 경제 구조로 전환될 경우, 글로벌 철강재 소비량 측면에서 부정적이지만은 않다고 판단된다. 또한 소비 중심의 경제로 전환되면서 중국 철강산업 구조는 봉형강류 중심 소비에서 판재류 중심으로 전환될 가능성이 높다. 이미 봉형강류보다 판재류 경쟁력이 높은 한국 철강산업에 보다 긍정적으로 작용할 수 있다. 과거 미국 소비 증가로 일본 철강사들이 빠르게 성장한 사례처럼, 중국의 소비 증가는 국내 철강사들에게 기회 요인이 더 클 수 있다고 판단된다.

### 글로벌 100년 조강 생산량 추이: 소비가 급증하거나 고정자산투자가 급증할 때 철강 소비량 증가



자료: WSA, 키움증권 정리

## V. 2014년 두 번째 키워드 공급과잉

### >>> 글로벌 철강사들의 대규모 투자는 마무리 단계

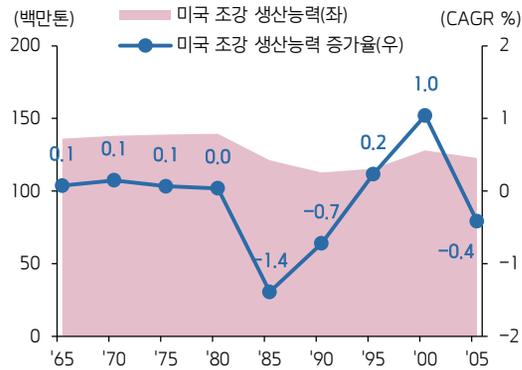
#### 오일쇼크 발생 시기에 발생한 공급과잉 특징

지난 50년간의 글로벌 조강 생산능력과 가동률을 비교할 때, 현재와 같이 공급과잉 우려가 가장 컸던 시기는 가동률이 사상 최저 수준을 기록했던 1982년 사례를 들 수 있다. 1973년과 1978년 각각 1차 오일쇼크와 2차 오일쇼크가 발생되면서 글로벌 경기 성장률은 둔화되기 시작했고, 철강재 소비량도 감소되면서 공급과잉 우려가 커지기 시작했다.

1982년까지 글로벌 조강 생산능력은 22년간 연평균 성장률은 3.8%에 달했던 반면, 글로벌 조강 생산량은 2.9%를 기록했다. 하지만 글로벌 경기 침체로 글로벌 조강 생산능력은 1982년 9억8,000만톤을 정점으로 구조조정이 시작되면서 생산능력 역시 정체기가 시작되었다.

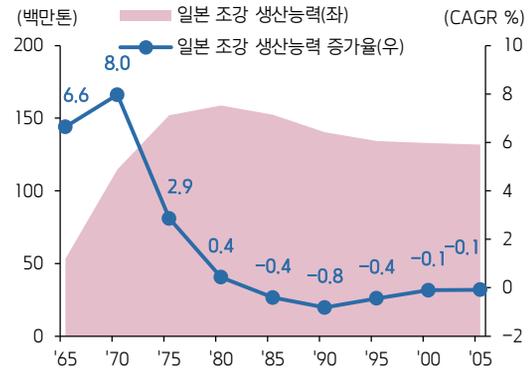
당시 주요 철강 생산 국가였던 미국은 1976년 1억4,000만톤을 정점으로 생산능력이 조정되기 시작했으며, 일본은 1977년 1억7천만톤, EU는 1980년 2억톤을 정점으로 생산능력이 소폭이나마 축소되기 시작했다. 반면 1973년 연간 103만톤 규모의 POSCO(당시 포항제철)의 포항 1기 완공을 시작으로 국내 조강 생산능력과 생산량은 빠르게 성장했던 시기로, 사실상 오일쇼크에 따른 경기 둔화 영향은 상대적으로 제한적이었다.

#### 미국 조강 생산능력과 5년간 연평균 증가율



자료: WSD

#### 일본 조강 생산능력과 5년간 연평균 증가율

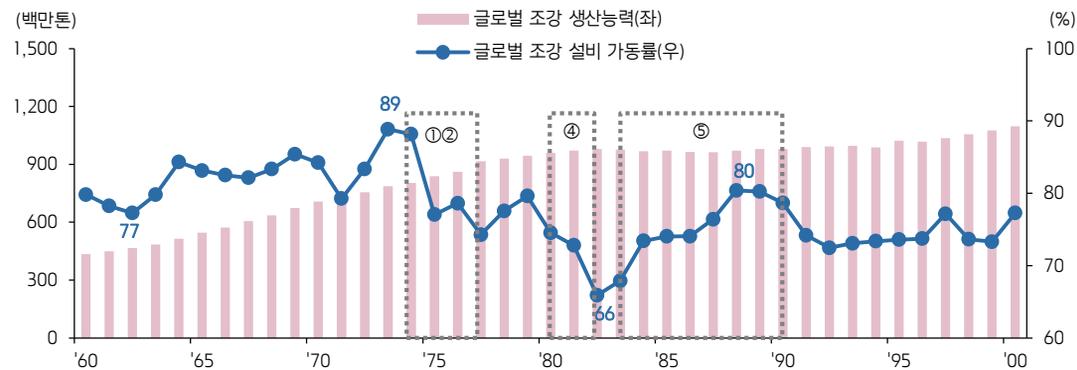


자료: WSD

오일쇼크 발생시기에 글로벌 조강 생산능력 특징과 변화는 다음과 같다.

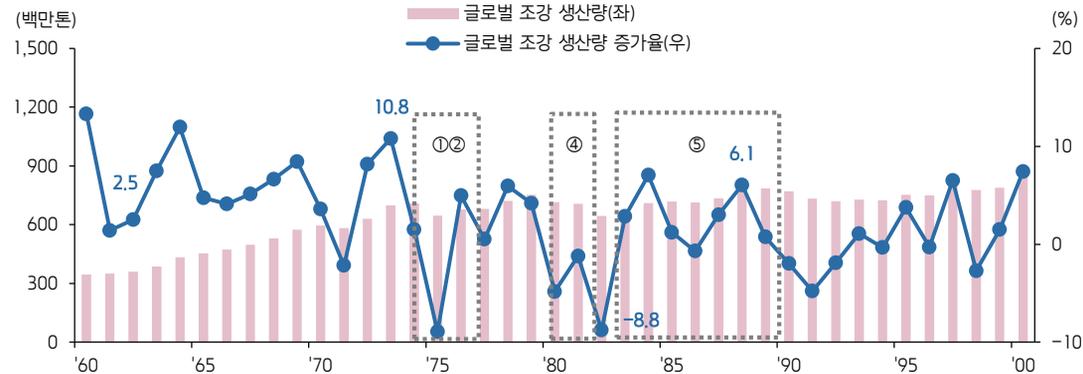
- ① 1974년 오일 발생쇼크 이후 글로벌 조강 생산량은 7억1,000만톤으로 전년대비 1.5% 증가에 그쳤다. 1974년 조강 생산능력 증가율이 미미해 가동률은 88% 수준으로 전년대비 0.7%p 감소에 그쳤다.
- ② 1975년 글로벌 조강 생산량은 6억5,000만톤으로 전년대비 8.9% 급감했다. 생산량은 급감했지만 생산능력은 오히려 증가해 가동률은 77% 수준으로 전년대비 11.2%p 급감했다. 생산능력 정체에도 불구하고 가동률 하락은 1977년까지 지속되었다.
- ③ 1차 오일쇼크가 마무리되고 글로벌 경기가 회복세로 진입하면서 1976~1979년까지 글로벌 조강 생산량과 소비량은 증가했다. 하지만 제한적인 성장에 그쳤던 반면 생산능력은 더 빠른 속도로 더해지면서 가동률은 지속적으로 낮아졌다.

글로벌 조강 생산능력과 가동률 비교



자료: WSD, WSA

글로벌 조강 생산량과 증가율 비교

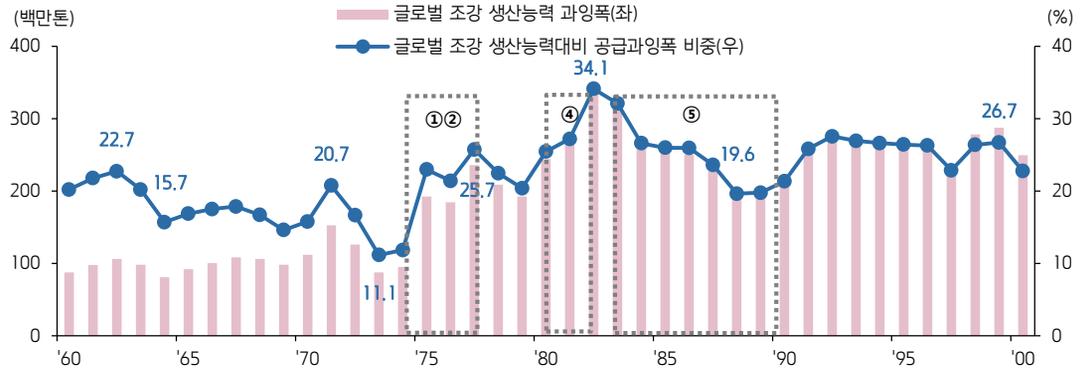


자료: WSD, WSA

④ 2차 오일쇼크 영향으로 글로벌 조강 생산량 증가율은 1980~1982년 3년 동안 역성장이 지속되어 왔다. 반면 글로벌 조강 생산능력은 1982년이 피크였고 가동률은 지속적으로 하락했다. 1982년 가동률은 66% 수준으로 사상 최저 수준이었으며, 글로벌 조강 생산능력 과잉폭은 3억 3,400만톤에 달했다.

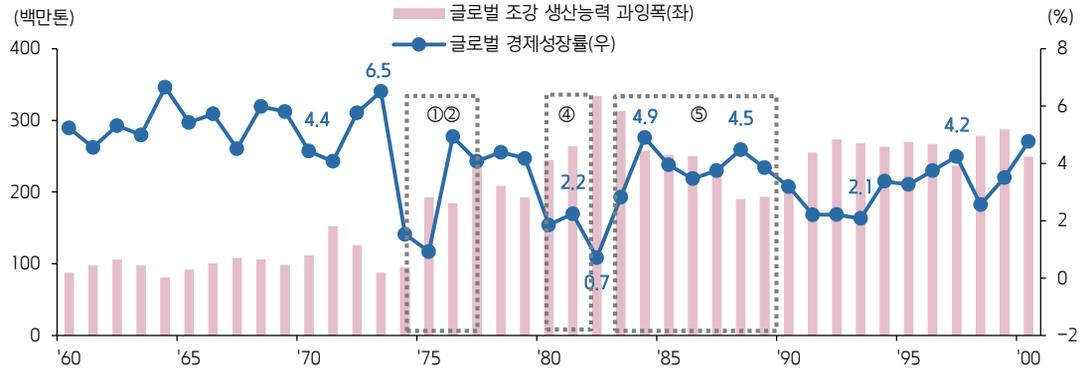
⑤ 1983~1990년은 글로벌 경제 성장률 속도가 빨랐던 시기였다. 글로벌 경기 성장과 철강재 소비량도 증가했지만 생산능력은 정체되었던 시기로 가동률이 빠르게 회복되기 시작했다. 1982년 글로벌 조강 생산능력대비 공급과잉폭 비중이 34%에 달했지만 경기 회복과 함께 1988년에는 20% 수준까지 하락했다. 1988년 글로벌 조강 설비 가동률은 80%를 회복했으며, 2차 오일쇼크 이전 가동률 수준을 9년 만에 회복했다.

글로벌 조강 생산능력 과잉폭과 생산능력대비 과잉폭 비중



자료: WSD, WSA

글로벌 조강 생산능력 과잉폭과 경제 성장률 비교



자료: WSD, WSA

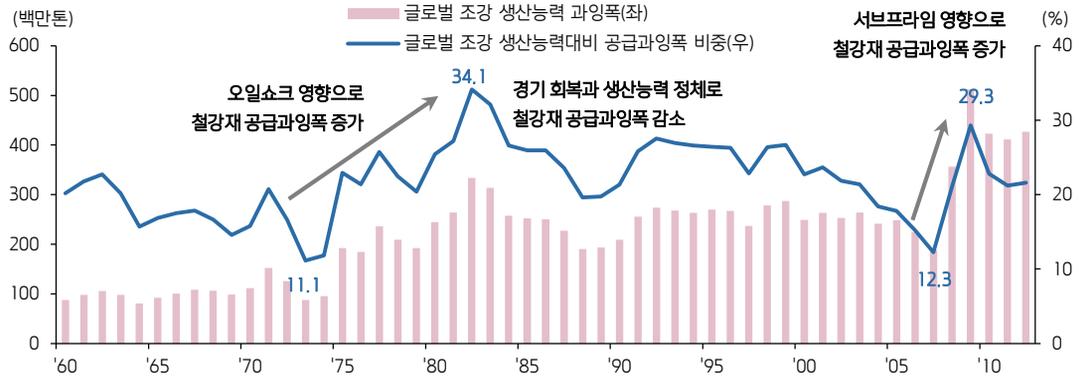
원인은 다르지만 오일쇼크 당시와 현재 서브프라임 금융위기 이후 글로벌 철강산업의 공급과잉폭이 매우 우려할만한 수준에 도달했다는 점에서는 같은 현상이라고 볼 수 있다. 글로벌 조강 생산능력대비 공급과잉폭은 절대적으로는 약 4~5억톤에 달할 것으로 추정된다. 글로벌 조강 생산량이 연간 16억톤 수준이라는 점을 감안할 때, 신규 생산능력 증가가 전혀 없다고 가정하더라도 10~20% 소비량이 늘어 야 공급과잉 우려가 완화될 수 있다.

2012년 기준 글로벌 조강 생산능력은 20억톤으로, 생산능력대비 공급과잉폭은 4억3,000만톤에 달할 것으로 추정된다. 서브프라임 영향으로 글로벌 조강 생산량이 급감하면서 2009년 글로벌 공급과잉폭은 5억1,000만톤에 달했었다. 1982년 오일쇼크 이후에 기록했던 3억3,000만톤 공급과잉폭 이후 최고 수준이다. 다만 생산능력대비 공급과잉폭 비중은 22% 수준으로, 과거 오일쇼크 당시보다 절대적으로는 공급과잉이 심각하지만 상대적 비중으로는 공급과잉 상황이 덜 심각하다고 할 수 있다.

오일쇼크 이후처럼 더 이상의 글로벌 조강 생산능력 증가는 제한적이라고 판단된다. 물론 2008년 서브프라임 위기 이후에도 글로벌 조강 생산능력은 증가하는 모습이 나타났었는데, 대규모 장차산업 특성 상 투자 기간이 길고 과거 호황이었던 시기의 수익성이 기준이 되었기 때문이다.

1차 오일쇼크 당시에도 글로벌 조강 생산능력이 증가하는 현상이 나타났었던 사실을 확인할 수 있다. 2차 오일쇼크 이후에나 글로벌 조강 생산능력이 감소되기 시작했고, 1977년부터 조강 생산능력 증가율이 둔화되기 시작했다. 서브프라임 이후 글로벌 조강 생산능력이 지속적으로 늘어났지만 높은 수준의 공급과잉폭이 유지되고 있으며, 과거 호황기의 수익성을 더 이상 기대하기 어려운 상황이다. 따라서 과거 2차 오일쇼크 이후의 모습처럼 더 이상의 철강 설비 투자와 생산능력 증가는 제한적일 것으로 예상된다.

글로벌 철강재 생산능력 과잉폭과 생산능력대비 공급과잉폭 비중 비교



자료: WSD, WSA

## >>> 중국 철강산업의 구조적 변화 가능성

### 정부의 지원으로 양적으로 빠른 속도로 발전

글로벌 조강 생산량의 약 50% 비중을 차지하고 있는 중국이기 때문에, 중국의 조강 생산능력이 증가할 경우 사실상 글로벌 철강재 공급과잉폭은 개선되기 어려운 상황이다.

철강재는 대부분 산업에 필요한 필수 소재로, 국가 기간산업이라는 특성과 함께 제조업 성장에 필수적인 중간재이다. 빠른 공업화를 통해 경제 성장 속도를 높인 중국은 안정적인 철강재 수급이 필수적이었다. 그 결과 중국 정부의 방임 아래 중국 철강 생산능력은 빠르게 증가할 수 있었으며, 2005년부터 순수출 국가로 전환되었고 역시 2005년부터 자급률 100%를 달성하였다.

### 중국 정부 정책은 방임에서 규제로 바뀌는 중

2011년 11월 최종적으로 발표된 철강산업 12차 5개년규획은 품질 제고, 에너지 절감, 산업분포, 자원 확보, 기술혁신, 산업집중도 등 6대 주요 목표를 골자로 하고 있다. 특히 구조조정 안으로는 M&A와, 낙후설비 도태 및 공급과잉이 심한 지역의 신규 생산설비 불허 계획안을 발표하였다. 또한 10대 철강사 생산 비중을 규획 기간 동안 60%까지 끌어올려 산업집중도를 높이겠다는 계획을 발표하였다.

물론 이러한 중앙정부의 의도와는 달리 구조조정 속도가 늦었던 것은 사실이다. '상유정책 하유대책(上有政策 下有對策)', 즉 중앙정부에 정책이 있다면 지방에는 대책이 있다는 의미로, 중앙정부가 중국 철강 생산능력을 줄이려고 노력했지만 실효성은 크지 않았다.

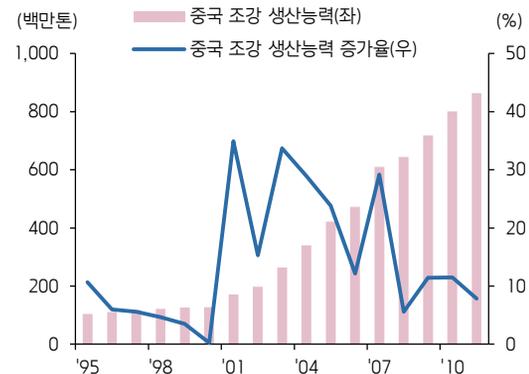
하지만 중국의 새로운 정부가 들어서면서 보다 명확한 일자를 제시한 생산능력 폐쇄 발표가 이어지고 있으며, 중국 철강산업의 저수익성 구조가 이어지면서 중국 철강사들의 투자가 감소되고 있다. 과거처럼 중국 생산능력 증가 속도는 빠르지 않을 것으로 예상된다.

### 중국 철강산업 충분한 자급률 달성



자료: WSD, WSA

### 중국 조강 생산능력 양적으로 빠른 속도로 발전



자료: WSD, WSA

### 중국 철강산업 생산능력 정점에 가까워진 것으로 판단

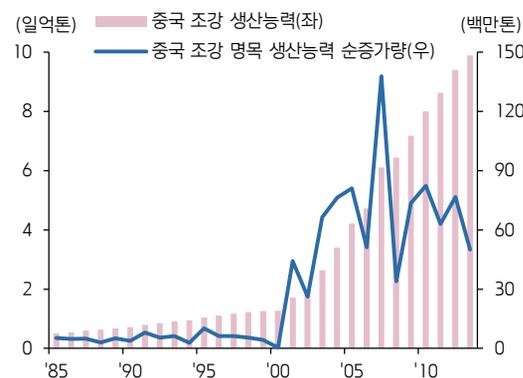
M&A와, 낙후설비 도태 및 신규 생산설비 불허를 통해 철강산업 구조조정이 진행될 것으로 예상된다. 방법의 차이는 있겠지만 최종 목표는 결국 생산능력 조정이다. 중국 정부의 적극적인 정책이 적용될 경우 생산능력이 보다 빠르게 감소되겠지만, 인위적인 조절 없이도 중국 조강 생산능력 증가율은 정점에 가까워진 것으로 판단된다.

2013년말 중국 조강 생산능력은 10억톤에 육박할 것으로 추정된다. 중국철강협회의 공식 자료에 따르면 2011년말 중국 조강 생산능력은 8억6,000만톤이 마지막 기준 자료이다. 하지만 지난 5월 중국철강협회 사무부총장인 Wang Liqun 자료에 따르면 2012년 중국 조강 생산능력은 7천만톤 증가한 9억 4,000만톤, 2013년 조강 생산능력은 5천만톤 증가한 9억 9,000만톤으로 추정된다.

중국 조강 생산능력 매우 빠른 속도로 증가했고, 현재에도 생산능력은 증가하고 있다. 하지만 중국 조강 생산능력 증가 속도가 둔화되기 시작했다. 2007년 중국 신규 조강 생산능력은 1억4천만톤 증가했지만 2010년 8,200만톤, 2013년 5,000만톤 수준으로 증가율이 둔화되고 있다. 반면 2007년 중국 신규 철강재 소비량은 4,500만톤 증가해 소비량을 감안한 실질 생산능력은 9,300만톤 증가했다. 2010년에는 중국 철강재 소비량은 3,600만톤 증가해 실질 생산능력은 4,600만톤 증가했으며, 2013년에는 실질 생산능력은 1,000만톤 수준으로 감소할 것으로 예상된다.

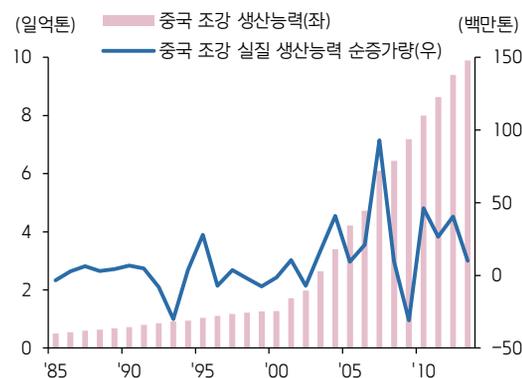
앞으로 중국의 신규 조강 생산능력이 2013년과 비슷한 5,000만톤 수준으로 제한될 경우, 신규 소비량 증가분을 감안할 때 실제 생산능력은 더 이상 크게 늘어나지 못할 것으로 예상된다.

중국 명목 조강 생산능력 순증가량



자료: CISA

중국 실질 조강 생산능력 순증가량



자료: CISA

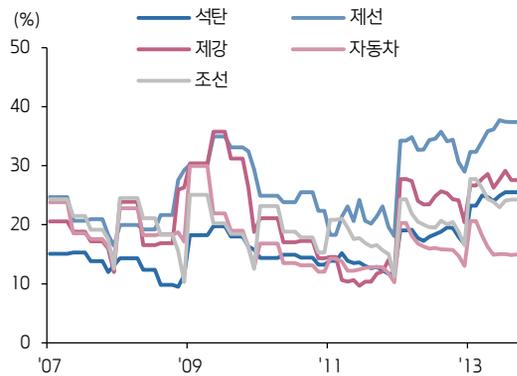
## 중국 철강산업 구조조정 가능성

중국 정부가 11차 5개년계획과, 12차 5개년계획에서 명시한 구조조정 계획보다 속도가 늦어지고 있는 것은 사실이다. 과잉투자와 중복투자로 인해 구조조정이 필요한 시점이며, 중국 정부도 구조조정의 필요성을 인식하고 있다.

하지만 아직 구체적인 구조조정 계획은 나오지 않고 있다. 공급과잉이 가장 심한 철강산업을 대상으로 한 강도 높은 구조조정 발표가 이어지고는 있지만 구체적으로 구조조정 스케줄과 구조조정 대상 설비와 폐쇄 생산능력을 명시한 경우는 드물다. 구조조정이 지연되고 있는 원인은 ① 지방정부의 생산능력 폐쇄로 성장률과 고용환경의 불안정성 확대 가능성 우려, ② 자본주의 국가에 대한 문제점을 정확히 인지하고 있는 중국 정부가 과거 자본주의 국가에서 나타났었던 오류를 범하지 않기 위해 구조조정 속도를 조절, ③ 중앙정부의 프로젝트 승인 등 국유기업 등의 정부 통제권을 약화시키고 자연스러운 구조조정을 기다리는 등 시장 기능을 강화할 계획 등으로 요약할 수 있다.

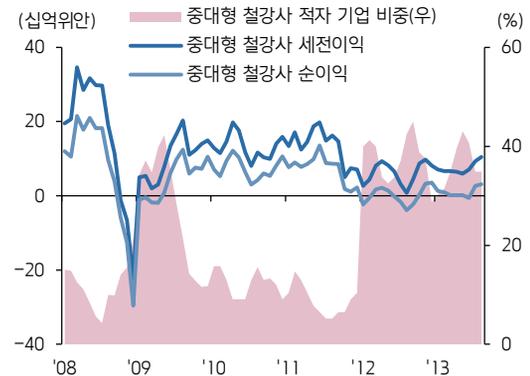
시진핑 신정부가 들어서면서 인위적인 경기 부양책 기대감이 낮아졌다. 하지만 중국 경제 성장률이 높은 수준을 유지하면서 구조조정에 따른 부작용이 최소화될 수 있는 환경이 마련된다면, 가장 빠른 구조조정 대상은 철강산업이 될 가능성이 높다. 중국 정부 발표에 따르면 2012년말 기준 철강 산업 가동률은 72%로 시멘트(74%), 조선(75%) 산업과 함께 과잉 생산능력 부작용이 가장 높은 산업 중 하나이다. 또한 중국의 최대 문제로 부각된 환경 기준에서 볼 때, 이산화탄소와 오염물질 배출 비중이 가장 높고 에너지 소비량이 높은 산업이기 때문이다.

중국 주요 산업 중 적자발생 기업 비중



자료: CEIC

중국 철강사 수익성 추이



자료: CEIC

## 중국 정부의 철강산업 구조조정 발표 내용

중국 정부가 철강산업에 대한 구조조정을 실시할 경우 다양한 방법이 있겠지만, 결국 무분별한 생산능력 확장을 규제하는 것이 최종적인 목표가 될 것이다. 지난 10년간 중국 주요 정부 부처에서 철강산업 생산능력을 규제하기 위한 다양한 정책이 발표되었지만 결론적으로 생산능력 확장을 막지는 못했다.

지난 2012년 9월 우시춘 중국철강협회 명예회장은 중국 정부의 철강 프로젝트 승인제도가 이미 유명 무실한 제도이며 진행되지 말았어야 할 프로젝트들은(내륙지방에 건설된 제철소) 이미 건설이 끝났고, 진행됐어야 할 프로젝트들은(최근 6년만에 정부 승인을 받은 연안 지역 프로젝트) 착공조차 하지 못하고 있어 산업배치가 불합리해졌다고 지적한 바 있다.

하지만 최근 중국 신정부가 들어서면서 공급과잉 산업에 대한 구조조정 에 대한 가능성이 높아지고 있으며, 일부 철강 생산능력 억제 정책에는 구체적인 시기가 포함되기 시작했다. 또한 에너지 효율성과 환경관리를 통한 구조조정 정책을 통해 과거와는 다른 차별화된 정책이 나타날 수 있다.

### 최근 10년간 주요 정부 부처에서 발표된 철강산업 생산능력 관련 거시조정 정책

시기	정부부처/공문내용	내용
2003	국무원/국무원판공청(2003) 103 호	<ul style="list-style-type: none"> <li>발전개혁위 등 정부부처에 전달한 철강, 전해알루미늄, 시멘트 산업의 무분별한 투자 억제에 대한 의견 통지</li> </ul>
2004	국무원/국무원판공청(2004) 41 호	<ul style="list-style-type: none"> <li>장쑤철본철강유한공사의 불법 건설 및 철강 항목 조사 처리 상황에 관한 국무원판공청 통보</li> </ul>
2005	국가발전개혁위원 제 35 호	<ul style="list-style-type: none"> <li>철강산업 발전정책</li> </ul>
2006	국무원(2006) 11 호 발전개혁위 공업(2006) 1084 호	<ul style="list-style-type: none"> <li>생산능력 과잉산업 구조조정 가속화에 관한 국무원 통지</li> <li>철강산업의 총량 억제, 낙후된 생산능력 도태, 구조조정 가속화에 관한 통지</li> </ul>
2007	국무원 국가발전개혁위	<ul style="list-style-type: none"> <li>철강산업 폐쇄와 낙후된 생산능력 도태에 관한 업무회의 개최(2007년 4월 27일)</li> <li>철강산업 폐쇄와 낙후된 생산능력 도태의 효과적 처리에 관한 국가발전개혁위의 통지</li> </ul>
2009	국무원판공청 공신부 원자재(2009) 191 호 국무원판공청(2009) 38 호	<ul style="list-style-type: none"> <li>철강산업 조정 및 진흥 계획</li> <li>철강산업의 급격한 생산증가 제한에 관한 긴급 통보</li> <li>일부 산업의 생산능력 과잉과 중복 건설을 억제해 건강한 산업발전을 유도하고자 국무원에서 전달한 의견 통지</li> </ul>
2010	국무원(2010) 7 호 국무원판공청(2010) 34 호 발전개혁위 공업(2010) 2600 호	<ul style="list-style-type: none"> <li>낙후된 생산능력 도태사업 강화에 관한 국무원의 통지</li> <li>에너지절약 및 온실가스 감축 확대와 철강산업 구조조정 가속화에 관한 국무원 의견</li> <li>국가발전개혁위, 국토자원부, 환경보호부의 철강항목 정리에 관한 통지</li> </ul>
2011	공신부	<ul style="list-style-type: none"> <li>철강산업의 '제12차 5개년 발전 계획'</li> </ul>
2012	공신부 공고(2012) 35 호	<ul style="list-style-type: none"> <li>철강산업 생산경영 표준조건(2012년 수정)</li> </ul>
2013	발전개혁위 공업(2013) 892 호-발표대기 국가발전개혁위, 공신부-발표대기	<ul style="list-style-type: none"> <li>생산능력 과잉산업의 무분별한 확장을 철저히 억제하기 위한 국가발전개혁위 공업정보화부의 통지</li> <li>생산능력 과잉 문제를 해결하기 위한 총체적 방안</li> </ul>

자료: 중국철강협회 [37회 철강산업발전포럼]

### 중국 정부의 철강산업 구조조정 방안 예상

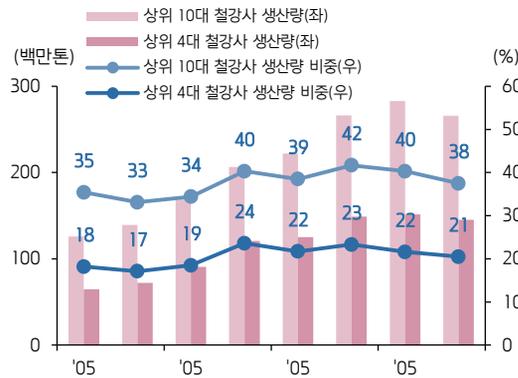
중국 정부의 철강산업 구조조정 방안은 ① 합병과 통폐합을 거쳐 상위 10대 철강사들의 산업 집중도 제고, ② 환경 규제와 에너지 절감 정책을 통한 생산능력 조절, ③ 철강 생산지역 구조 최적화, ④ 강제적인 노후설비 퇴출, ⑤ 고품질 철강재 비중을 늘리면서 양적 성장에서 질적 성장으로 전환 등으로 예상된다.

중국 정부의 의도와는 다르게 중국 철강산업의 산업 집중도는 오히려 낮아지고 있다. 중소형 철강사들의 생산능력이 무분별하게 더해진 결과로, 시장지배력이 낮아지면서 전체적으로 시장의 효율성이 낮아지고 있다. 2010년 10대 철강사들의 조강 생산량 비중은 41.7%로 2005년대비 6.3%p 상승했지만, 중소형 철강사들의 생산량이 늘어나면서 10대 철강사들의 조강 생산량 비중은 37.5%로 하락했다. 중국 정부의 목표치인 60%에 크게 미달하는 수치이다.

전체적으로 합병을 통한 구조조정 환경은 조성 중이지만 시기상조라는 의견이 대부분이다. 무엇보다 지방 정부와 피인수 대상 기업들이 극도로 꺼려하고 있으며, 오히려 수익성 악화에도 불구하고 일단 외형을 증가시켜 피인수 대상에서 피하는 정책을 우선시하고 있다.

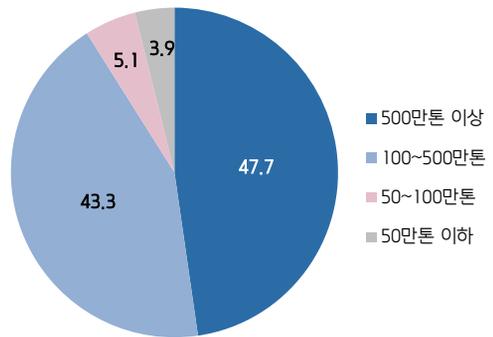
하지만 합병을 통한 모범적인 구조조정 사례도 있다. 바오강철은 2007년 신장지구 최대 철강사인 빠이강철을 인수한데 이어 광저우강철그룹과 샹오관강철그룹을 통합했다. 2008년에는 당산강철과 한단강철이 통합되면서 생산능력 기준 중국 최대 철강사인 허베이강철그룹으로 성장했다. 2008년 지난강철과 라이우강철그룹이 합병하면서 생산능력 기준 7위 철강사인 산둥강철그룹이 탄생했다.

중국 철강산업 집중도



자료: CISA

중국 철강사 생산능력 규모별 분포도



자료: CISA

중국 철강사들의 합병 및 구조조정 내역

시기	기업	구조조정 대상 및 항목
1997년	화링철강그룹	상강, 련강, 형관을 합병 및 편제
1998년	바오강그룹	상하이금속제련, 메이산철강 구조조정
1998년	타이강그룹	린펀철강 구조조정
2000년	충강그룹	충칭특수강 합병, 2005년 충칭동화특수강유한책임공사 파산 및 구조조정
2001년	젠룽그룹	지린밍청철강을 재편성해 지린젠룽철강 설립
2001년	주강그룹	란저우제철소를 재편성해 위중철강 신설
2002년	판강그룹	판강그룹 청두우평관과 청두제철소 합병 및 구조조정 거쳐 청두철강유한책임공사 설립
2004년	판강그룹	창칭특수강 구조조정
2005년	안강그룹	안강, 번강 합병
2005년	우강그룹	여강 구조조정
2005년	젠룽그룹	랴오닝신푸강 구조조정
2005년	서우강그룹	수이청철강 구조조정
2006년	사강	화이강 구조조정
2006년	마강그룹	허페이철강 구조조정
2007년	중국우량그룹공사	잉커우중판공장의 모든 국유재산을 무상으로 중국우량에 이전
2007년	안강그룹, 링강	랴오닝차오양안링공사 공동 설립
2007년	바오강그룹	신장바강 구조조정, 한강한바오공사 주식 출자
2007년	우강그룹	쿤강 구조조정
2007년	사강	허난안양용싱, 장쑤용강, 신흥특수강 구조조정
2007년	화링철강그룹	장쑤사강 구조조정
2008년	바오강그룹	구조조정 통해 광둥철강 설립, 2011년 자산 재조정
2008년	안강그룹	텐테강판에 주식 출자
2008년	서우강그룹, 탕강그룹	서우강징탕공사 공동 설립
2008년	허베이철강그룹	탕강그룹과 한강그룹을 합병 및 편제
2008년	산둥철강그룹	지강, 차이강, 산둥금속제련 합병 및 편제
2008년	우강그룹	광시류강을 구조조정해 광시강철그룹 설립
2008년	판강그룹	시창신강(그룹) 구조조정
2009년	푸싱국제	난징철강 구조조정
2009년	사강	장쑤시싱 구조조정
2009년	바오강그룹	닝보철강 구조조정
2009년	산둥철강그룹	르자오철강 구조조정
2009년	서우강그룹	구이양제철 구조조정
2009년	서우강그룹	장즈철강 구조조정
2009년	팡다특수강	장시난창철강 구조조정
2009년	신위철강	홍두제철과 난창창리철강 구조조정
2010년	번강그룹	베이타이철강공사 구조조정
2010년	안강그룹	판강그룹공사 구조조정
2010년	바오강그룹	푸젠더성니켈공사 구조조정
2010년	허베이철강그룹	스강에 주식 출자
2010년	허베이징예, 탕산송팅 등 5개 철강회사	구조조정
2010년	주장선재, 연산철강, 룡신철강, 신다철강, 신진철강 등 7개 철강회사	구조조정
2010년	텐진보하이철강그룹	텐진강관, 텐강, 텐진금속제련 등 합병 및 구조조정
2010년	서우강그룹	통화철강 구조조정
2010년	마강그룹	창장철강 구조조정
2011년	안강그룹	공신부, 푸젠산강공사 구조조정 비준
2011년	안양철강	허난평바오특수강, 안양야신철강, 안양신푸철강 구조조정
2011년	뤄량철강그룹	산시중양철강, 하이웨이철강의 구조조정으로 설립
2011년	롄윈강상신철강그룹	롄윈강상신철강, 빈신특수강, 훙타이철강, 룡장철강, 우시산산저우특수강 구조조정으로 설립
2011년	허난사강연합철강그룹	안양용싱철강, 안양화청특수강, 허난후이펑파이프, 허난리위안코크스그룹 구조조정으로 설립
2011년	허베이바오신철강그룹	바오신, 허신, 평신, 형평순주관, 룡시, 신평주조, 훙타이주조의 구조조정으로 설립
2011년	타이강그룹	산시성 상편현 싱위안그룹 구조조정
2011년	르자오철강	잉반, 르강에 일상 경영의 전면적인 관리 의뢰
2012년	탕산보하이철강그룹	궈펑이 50% 지분 보유, 루이펑, 베이강, 아오펑 등 9개 회사에서 49% 지분 보유
2012년	후베이단푸철강그룹	후베이단푸철강, 푸옌철강, 룡평철강, 이창푸룽철강의 구조조정으로 설립
2012년	징저우철강그룹	징저우첸리금속제품유한공사가 스저우순파철강유한공사와 구조조정해 설립

자료: 중국철강협회 [37회 철강산업발전포럼]

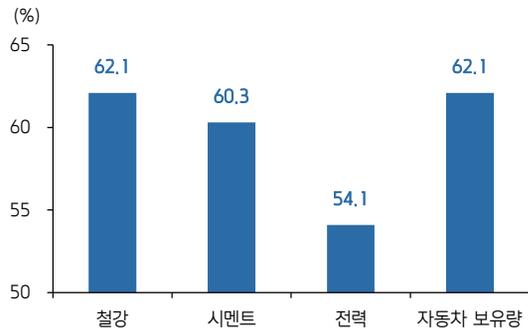
환경 규제와 에너지 절감 정책을 통한 생산능력 조절은 보다 실효성이 있을 수 있다. 환경보호부 발표에 따르면 2013년 상반기 기준 74개 도시의 평균 오염 정도를 기준으로 환경기준치 이내일 날이 54.8%, 기준치 초과 일수가 45.2%로 나타났다. 이 중 오염도 비율은 경미 25.4%, 보통 9.5%, 심각 7.5%, 위험 2.8%로 나타났다.

스모그 현상 등 환경오염이 심각한 사회 문제로 부각되고 있다. 스모그지역의 대부분은 철강, 전력, 건축자재, 시멘트 등의 중공업이 위주로 2012년 기준 주요 스모그 발생 지역 10개성(省)에서 생산된 철강재 비중은 62%로 절대적으로 비중이 높은 상황이다. 특히 환경보호부가 최근 발표한 자료에 따르면 스모그 지역이 심각한 도시 10곳 중 7곳은 허베이성에 위치한 것으로 나타났다.

또한 중국 철강 생산능력 비중의 75%에 달하는 지역이 물 부족 지역(1인당 수자원 사용가능량이 1,700㎡ 미만)에 속하는 17개 성과 시에 분포되어 있다. 허베이성의 경우 1인당 수자원 사용 가능량이 전국 평균의 1/7에 불과하지만, 중국 전체 철강 생산능력의 약 25%가 허베이성에 밀집되어 있다.

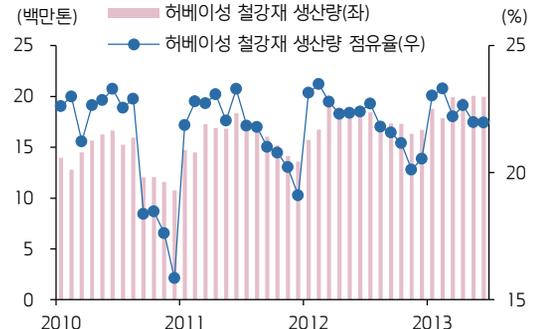
앞으로 환경보호 및 에너지 사용량 규제 정책이 늘어나면서 실효성이 높은 정책이 나올 수 있다. 중국의 주요 환경보호 정책으로는 에너지발전 12차 5개년 계획에서 명시한 에너지 총소비량 규제 목표(2015년까지 전국 에너지 총 소비량을 40억TCE로 규제하면서 평균 증가율을 4.3%로 억제), 국가환경보호부에서 2012년 10월부터 단계적으로 실시하고 있는 철강산업 오염물 배출 표준(이산화탄소 등 오염물 총량 규제 실시 및 새로운 제철공정별 오염물 배출 표준 발표), 2013년 국무원이 발표한 수자원 관리제도 심사와 수자원 총량 규제 등이 있다.

주요 스모그 발생 지역에서의 전체 생산량 비중



자료: CISA

월간 허베이성 철강재 생산량 및 비중



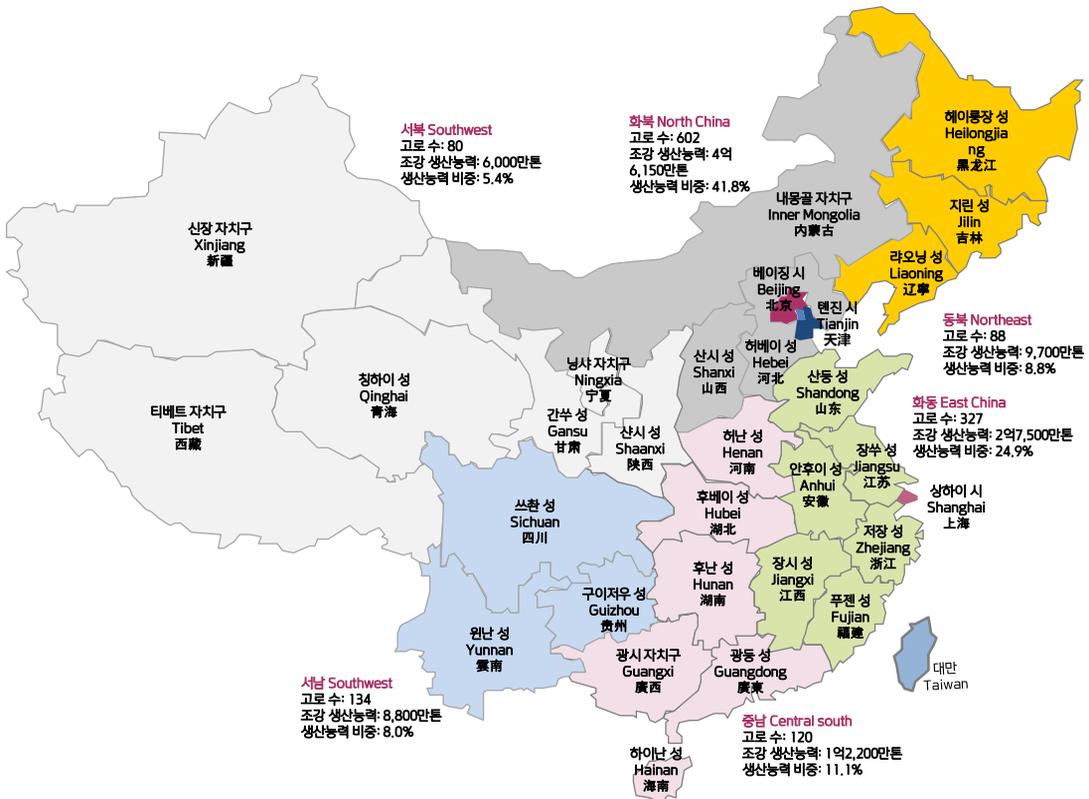
자료: CISA

철강 생산지역 구조를 최적화 하면서 철강 생산능력을 조절할 가능성도 있다. 최근 일부 중국 철강사들은 경쟁력을 강화하기 위해 연안 지역의 철강 설비 투자를 승인 받아 착공에 들어갔다. 대표적인 예가 바오강철의 담강 일관제철소와 우한강철의 방성항 일관제철소 프로젝트이다. 하지만 신규 프로젝트를 진행하기 위해서는 원칙적으로 노후설비를 폐쇄하거나 기존 도시에 있던 설비를 이전시켜야 하는 제약이 있다.

공급과잉 현상이 심한 지역에서의 신규 증설투자는 원칙적으로 불허할 계획이며, 일부 지역의 경우 기존의 등량도태 (等量淘汰, 신규로 늘어난 생산설비만큼 노후설비를 도태)보다 더 강력한 감량도태 (減量淘汰, 신규로 늘어난 생산설비 이상의 노후설비를 도태)정책도 취할 계획도 있다.

중국 발전개혁위원회에 따르면 2009년 기준 성 수도 및 직할시에 위치한 철강사는 20개, 도시형 철강사는 39개사로 총 생산능력은 2억3,000만톤에 달한다고 언급한 바 있다. 12차 5개년규획에서 중점 정책 중 하나가 철강산업 생산능력 재배치 및 조정이다. 지역간의 생산과 소비의 큰 차이로 효율성이 낮은 점 역시 철강 설비 재배치의 필요성으로 부각되고 있다. 2012년 기준 화북 지역에서 생산된 제품 중 58.2%만이 현지에서 판매되며 나머지는 다른 지역으로 판매되고 있다. 중남 지역에서는 현지 판매 비중이 66.6%, 동북 지역에서는 현지 판매 비중이 34.3%에 불과해 화북과 동북 지역이 특히 심각한 공급과잉 지역으로 나타났다. 또한 심각한 스모그 현상 등 환경규제 등을 통해 태생적으로 에너지와 오염물질 비중이 높은 철강 설비에 대한 생산능력 재배치가 가속화 될 가능성이 있다.

2014년 지역별 중국 조강 생산능력과 비중



자료: 마이스틸, 키움증권 정리

### 중국 정부의 철강산업 구조조정 실효성

이밖에 중국 정부는 강제적인 노후설비 퇴출과 철강 제품 품질 등을 강화하면서 양적 성장에서 질적 성장으로 전환하려는 노력을 지속적으로 시도할 것으로 예상된다. 12차 5개년계획 기간 동안 4,800만 톤의 노후 제선 설비와, 역시 4,800만톤의 노후 제강 설비를 폐쇄할 계획이다.

또한 최근 허베이성에서 2017년까지 6,000만톤, 2020년까지 추가로 2,000만톤의 조강 생산능력을 폐쇄할 계획이라고 발표하는 등 이전 발표보다는 구체적인 스케줄이 명시되어 있다는 점도 긍정적이다. 중앙정부와 지방정부간의 이해관계가 여전히 문제가 될 수 있지만 최근 국무원은 공급과잉 산업에 대한 생산능력 축소 정책은 중국 중앙정부가 매우 중시하고 있는 사항 중 하나라며, 지방정부에 대한 업적을 평가할 때 중국건설 억제 및 과잉 생산능력 해소 항목을 포함시킬 것이라고 언급한 바 있다.

중국 신정부의 중장기 경제계획이 논의될 것으로 예상되는 3중 전회 이후 중국 철강산업의 새로운 구조개혁안이 공표될 수 있다. 신규 개혁안에서는 기존 국영기업에 대한 규제를 넘어서 신규 생산능력 확장을 주도한 민영 철강사들까지 규제가 확대될 것으로 전망되고 있다.

하지만 여전히 중국 정부의 철강산업 구조조정 실효성에는 많은 의문이 남는 것은 사실이다. 구조조정 에 대한 효과가 본격적으로 나타나려면 아직도 많은 시간이 걸릴 것으로 예상되지만 언젠가는 분명히  $+ \alpha$  요인으로 작용될 수 있다고 판단된다. 장기적으로 중국 철강산업의 구조조정은 글로벌 철강 수급에 큰 영향이 있을 수 있으며, 중국 경제 성장률 속도가 빠를수록 구조조정 속도도 빨라질 수 있다.

## >>> 국내 철강산업 역시 2013년이 상공정 투자의 마지막

### 당분간 대규모 상공정 투자는 없을 것으로 전망

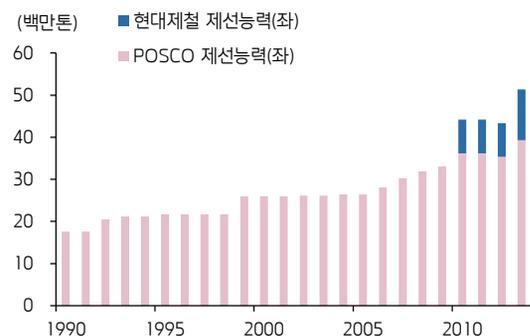
중국과 함께 국내 철강사들 역시 대규모 증설 투자가 마무리 단계에 있다. 호황기였던 2006년에는 POSCO를 중심으로 고로 개수, 파이넥스 신설 등을 통해 상공정 쇳물 생산능력이 증가했다. 하공정으로는 POSCO의 광양 열연합리화, 광양 후판공장 준공과 동국제강의 당진 후판 공장 등 판재류 중심으로 생산능력이 증가했다. 서브프라임 이후에는 현대제철의 고로 완공으로 불황기에도 국내 생산능력은 늘어났다. 2010년 1월 1기 고로 화입을 시작으로, 2013년까지 연속적으로 대규모 생산능력이 더해졌다. 8년간 이어진 국내 철강사들의 상공정 설비 투자는 2013년 12월 POSCO의 3호기 파이넥스를 완공을 끝으로 당분간 대규모 투자는 없을 것으로 전망된다.

하지만 국내 철강산업은 이미 공급과잉 시기로 진입했다. 공급과잉으로 전환되면서 공급자에서 수요가의 시대로 바뀌고 철강 제품 배분에서 영업의 시대로 전환되기 시작했다. POSCO 역시 마케팅 활동을 강화하고 있는데, 최근에는 품목 중심보다 판매 중심으로 마케팅본부를 변경한 바 있다.

따라서 대규모의 상공정 투자가 마무리되었음에도 불구하고, 당분간은 신규 증설량에 대한 판매가 부담을 줄 수 있다. POSCO의 330만톤 규모의 광양4열연 공장과 현대제철의 신규 후판 공장이 2014년에 완공 될 예정이다. 공급과잉 시기에서는 기존 제품에 가격 할인으로 유도하면서 신규 판매처를 확보해 나갈 수 밖에 없는 상황이다. 또한 국내 철강사뿐만 아니라 기존 국내 시장점유율을 잃어버린 JFE Steel 등 해외 철강사들과의 경쟁도 부담으로 작용될 수 있다.

이러한 상황이 2014년 내내 국내 철강산업의 문제점으로 작용될 수 있다. 하지만 장기적인 관점으로 볼 때, 대형 상공정 투자가 마무리된 만큼 치열했던 경쟁강도는 다소 완화될 가능성이 높으며, 가격 경쟁력 회복으로 이어질 것으로 예상된다.

### 2006년부터 연속적으로 이어진 설비 투자



자료: 한국철강협회

### 고객 서비스 강화를 위해 나선 포스코 가장 정준양 회장



자료: POSCO 주 2010년 POSCO의 Partner's Day 동영상

## VI. 2014년 세 번째 키워드 원료 수급 완화

### >>> 광산 업체들의 본격적인 증설 물량 공급되기 시작

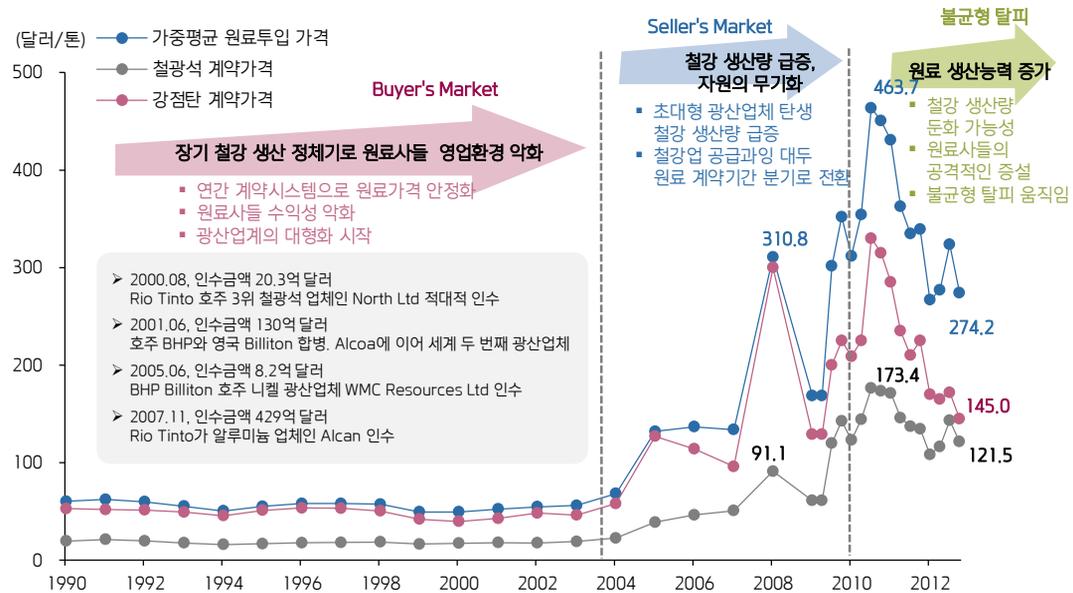
#### 철강에 이어 원료도 공급과잉 시기로 진입할 것

1차 원료 급등 구간은 2005년에 나타났는데 철광석 계약가격은 39달러/톤으로 72% 급등하였으며, 강점탄 가격은 126.9달러/톤으로 118.8% 급등했다. 2차 원료 급등은 2008년에 나타났는데, 아이언플레이션(ironflation)의 시작이었으며 가격 협상력은 원료사들에게 완전히 이양되기 시작했다. 원료사들은 철광석 계약가격을 91.1달러/톤(80% YoY), 강점탄 계약가격은 300달러/톤(213% YoY)까지 인상시키는데 성공했다. 3차 원료 급등은 2010년에 나타났는데, 원료 계약기간이 2010년 3월 공식적으로 연간에서 분기로 전환되었다. 철광석 가격은 96% 인상된 120달러/톤에 합의되었고, 강점탄 가격은 55% 인상된 200달러/톤에 합의됐다.

서비스프라임 사태로 모든 상품 가격이 급락했던 2009년을 제외하면, 철강 원료 가격은 2011년까지 약 10여년간 급등세가 진행되었다. 하지만 철강산업의 수익성 악화와 글로벌 경제 성장을 둔화, 특히 중국의 철강재 성장률이 둔화되기 시작하면서 2011년부터는 원료가격도 하락세로 전환되기 시작했다.

또한 2014년부터 원료사들의 증설 물량이 본격적으로 공급되기 시작하면서 과거와 같은 원료 가격 급등 가능성이 낮다고 판단된다.

#### 글로벌 철강 원료 및 가중평균 원료 투입 가격: 2011년부터 약세로 전환되기 시작



자료: 키움증권 정리

## 2016년까지 대형 규모의 원료 공급량 증가 예정

글로벌 광산 업체들의 증설로 인해 2016년까지 원료 공급량이 대규모로 늘어날 것으로 판단된다. 다소 실현 가능성이 낮은 호주 Atlas사의 SE Pilbra 광산 등 3,350만톤 프로젝트, 4,000만톤 규모의 호주 Koodaideri 프로젝트, 3,500만톤 규모의 콩고 Avima 프로젝트를 제외한 수치이다.

대형 고로 건설 기간은 약 30개월이 소요되지만 광산 개발 기간은 3~5년 이상 소요가 된다. 2016년까지 생산이 예정되어 있는 광산은 이미 투자가 진행중인 경우가 많아 광산 프로젝트와 공급 시기가 지연될 수는 있겠지만, 결국은 공급량 증가로 이어질 가능성이 크다고 판단된다.

### 주요 철광석 광산 증설 스케줄 예정 (단위: 백만톤)

광산 프로젝트	국가	광산업체	CY13	CY14	CY15	CY16	CY17	CY18
Pilbara (Phase 1)	호주	Rio Tinto	7	30	53	53	53	53
Pilbara (Phase 2 - Port, Rail, Power)	호주	Rio Tinto	0	0	25	50	50	50
T155	호주	Fortescue	0	25	35	55	55	55
RPG5	호주	BHP	0	10	20	30	40	40
Extension Hill Iron Ore Deposit	호주	APAC Resources	3	0	0	0	0	0
Abydos	호주	Atlas Iron	2	2	2	2	2	2
Mt Dove (Horizon 1)	호주	Atlas Iron	2	2	2	2	2	2
Mt Webber (Horizon 1)	호주	Atlas Iron	0	2	2	2	2	2
Mt Caudan Iron Ore Deposit	호주	Cazaly Resources Ltd	2	4	4	4	4	4
Balmoral South Iron Ore Deposit	호주	Clive Palmer Family	0	0	12	24	24	24
Pilbara (Flinders) Iron Ore Deposit	호주	Flinders Mines	0	0	2	5	5	5
Roy Hill	호주	Hancock Prospecting	0	0	10	25	55	55
Sino Iron Ore Project	호주	Citic Pacific	2	12	16	24	24	24
Jack Hills Expansion	호주	Mitsubishi/Crosslands	0	0	12	24	24	24
Karara	호주	Gindalbie/Angang	8	8	8	8	8	8
Marillana	호주	Wah Nam	0	0	0	5	10	19
Wilcherry Hill Iron Ore Deposit	호주	Ironclad Mining Ltd	1	2	6	6	6	6
Central Eyre	호주	Iron Road	0	0	0	0	12	12
Southern Australian Assets of WPG	호주	ARIUM	0	3	3	3	3	3
<b>호주 합계</b>			<b>27</b>	<b>100</b>	<b>212</b>	<b>322</b>	<b>379</b>	<b>388</b>
Carajas II	브라질	Vale	10	25	35	40	40	40
Minas Rio	브라질	Anglo American	0	5	15	27	27	27
Carajas Serra Sul S11D	브라질	Vale	0	0	0	30	60	90
Samarco	브라질	BHP/Vale	0	4	8	8	8	8
<b>브라질 합계</b>			<b>10</b>	<b>34</b>	<b>58</b>	<b>105</b>	<b>135</b>	<b>165</b>
Kami Iron Ore Project	캐나다	Alderon Iron Ore	0	0	2	5	8	8
Bloom Lake	캐나다	Cliffs Natural Resources	6	12	14	15	15	15
<b>캐나다 합계</b>			<b>6</b>	<b>12</b>	<b>16</b>	<b>20</b>	<b>23</b>	<b>23</b>
Mayoko	콩고	Exxaro	0	2	2	10	10	10
Pepel35	시에라리온	African Minerals	0	0	0	0	7	15
Marampa	시에라리온	Cape Lambert	2	5	5	10	10	10
Marampa	시에라리온	London Mining	3	5	5	5	5	5
Kolomela	남아공	Anglo American	5	7	9	9	9	9
Mbalam Iron Ore Deposit	카메룬	Sundance Resources	0	0	0	0	0	5
기타 합계			10	19	21	34	41	54
<b>글로벌 합계 (중국 제외)</b>			<b>53</b>	<b>165</b>	<b>308</b>	<b>481</b>	<b>578</b>	<b>629</b>
<b>글로벌 생산능력 순증</b>				<b>112</b>	<b>143</b>	<b>173</b>	<b>97</b>	<b>52</b>

자료: Bloomberg

### 철광석 가격과 한계 비용

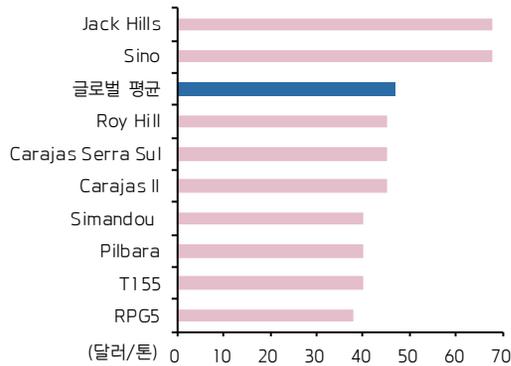
철광석 가격이 하락할 때마다 제기되는 논쟁은 광산업체들의 Cash Cost 논란이다. 하지만 글로벌 신규 철광석 생산능력이 늘어나면서, Cash Cost는 더욱 낮아지게 된다. 규모의 경제 효과와 개발중인 신규 광산 대부분이 높은 원가 경쟁력을 갖추고 있기 때문이다.

철광석 가격이 100달러/톤 이하에서도 대부분의 원료사들은 수익을 남기는 구조이다. Big3사의 철광석 Cash Cost는 평균적으로 약 45~55달러/톤 수준, Fortescue Metals Group 등과 같은 마이너 원료사들의 Cash Cost는 약 60달러/톤 수준으로 추정된다. 하지만 철광석 가격 100달러/톤 이하에서는 중국을 중심으로 경쟁력이 낮은 하위 20% 광산은 가동이 중지될 수 있다. POSCO를 포함해 국내외 철강사들이 원료 가격 급락을 예상하지 않는 가장 큰 이유이며 오히려 원료 가격 급락이 철강재 가격 급락으로 이어질 수 있어 철강사들에게도 원료 가격 급락은 반갑지 않을 수 있다.

광산 경쟁력이 낮은 중국이지만 중국에서도 대규모 철광석 증설이 예정되어 있다. 2016년까지 총 4억9천만톤의 철광석 증설이 예정되어 있으며, 62%Fe로 환산할 경우 1억2,300만톤에 달한다. 또한 1천만톤 이상 규모의 광산 비중이 57%로 중국의 철광석 증설도 원료 수급 안정화에 기여할 것으로 예상된다.

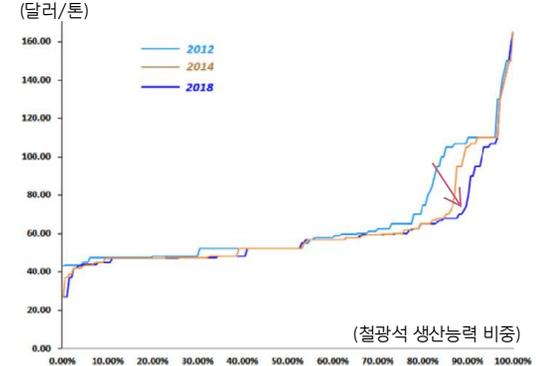
증설에 이은 공급량 증가와 수익성을 방어하기 위해 생산량을 늘리면서 원가를 줄이는 현상이 이미 원료탄 시장에서 나타나고 있다. 따라서 철광석도 생산능력이 늘어날 경우 가동률 조정이 고로 가동률 조정보다도 어려운 만큼 원료탄과 비슷한 상황이 연출 될 가능성이 높다고 판단된다.

신규 철광석 프로젝트 한계비용: 평균 48달러/톤 수준



자료: Bloomberg

신규 철광석 생산능력 증가에 따른 Cash Cost 하락



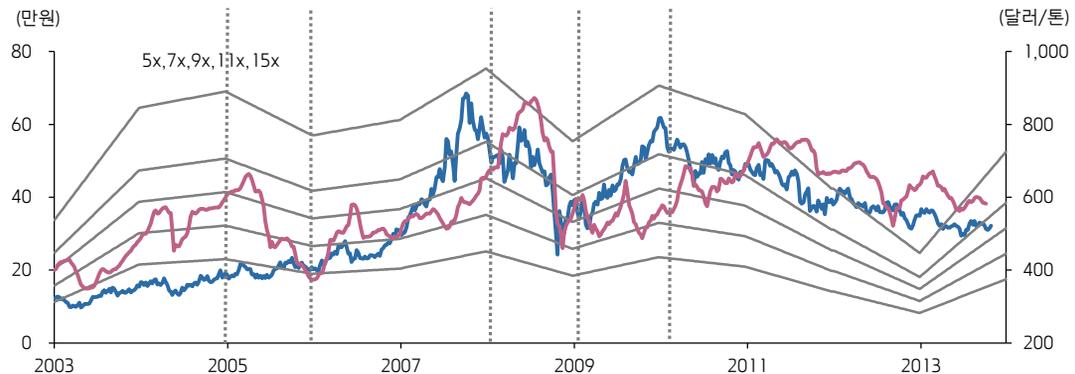
자료: Bloomberg

### 원료 가격 하락으로 인한 철강사 주가 영향

원료 가격 하락이 현실화 될 경우 두 가지 고민이 생길 수 있다. 단기적으로는 원료 가격 하락에 따른 철강재 가격 하락 가능성이다. 장기적으로는 철강재 가격과 원료 가격 변동에 따른 롤마진과 수익성 변화이다.

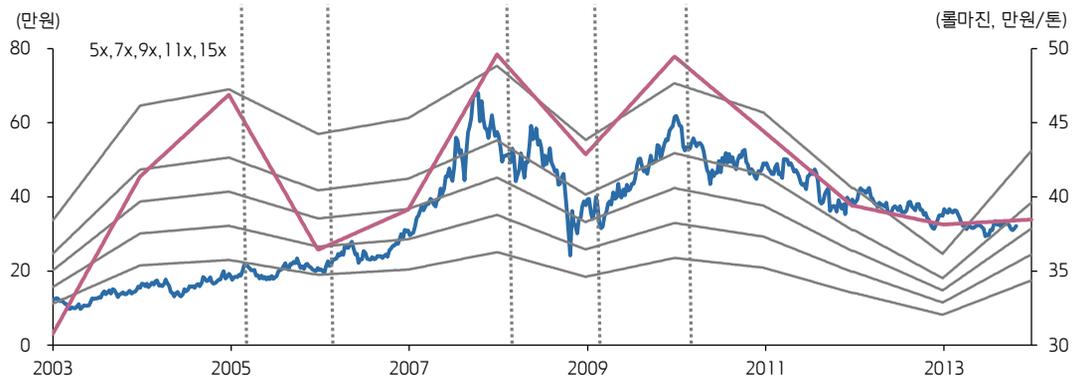
과거 POSCO 주가와 철강 가격, 롤마진을 비교할 때 꼭 철강재 가격 상승이 주가를 견인하는 것은 아니다. 물론 철강재 가격 상승이 나타나야 롤마진이 개선되는 경우가 많은 것은 사실이다. 하지만 2009~2010년 동안에는 원료 가격이 하향 안정화되었고 철강재 가격은 보험권에 그쳤으나, 롤마진 개선과 서브프라임 위기 이후 글로벌 경기 회복 기대감으로 POSCO 주가는 오히려 상승한 바 있다. 또한 2010~2011년의 경우 철강재 가격 급등에도 불구하고 롤마진이 하락하면서 POSCO 주가도 하락한 바 있다. 따라서 원료 가격 하락이 철강재 가격 급락으로 이어지지 않으면서 롤마진이 개선될 경우, 중장기적으로는 철강사들의 주가에도 긍정적인 것으로 판단된다.

#### POSCO Fwd12M PE밴드와 철강재 가격 비교



자료: DataGuide, 키움증권  
주: 철강재 가격은 중국 열연강판 유통가격 기준

#### POSCO Fwd12M PE밴드와 롤마진 비교



자료: DataGuide, 키움증권  
주: 롤마진은 열연강판 판매가격과 가중평균 원료 투입가격 스프레드

## VII. 2014년 철강금속 투자의견 종합 결론

### >>> 속도의 문제는 있지만 진입전략 관점이 유효

#### 2014년 긍정적인 투자포인트

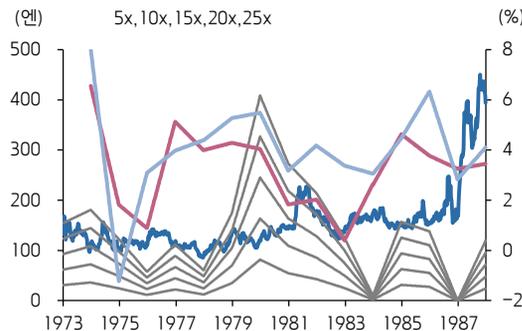
2014년에는 Trading Buy 구간이 상대적으로 늘어날 것으로 예상되며, 업종 투자의견 상향 조정도 가능할 것으로 판단된다. 장기적으로 철강사들의 투자포인트는 ① 글로벌 경기 회복에 따른 철강재 수요 증가, ② 글로벌 철강 설비 투자는 마무리 단계에 진입, ③ 원료 증설로 인한 철강사들의 롤마진 회복 가능성 등으로 요약될 수 있을 것으로 판단된다.

#### 장기 투자 관점에서는 현재 밸류에이션 매력적이라고 판단

장기적으로 긍정적인 시그널이 나타날 가능성이 높다. 하지만 아직까지 확실한 경기 회복과 철강사들의 롤마진 회복에 대한 신뢰도가 떨어지는 것도 사실이다. 철강금속 업종 투자의견을 상향하기 위해서는 현재보다 뚜렷한 글로벌 경제 성장률 혹은 원료가격 하향 안정화와 철강재 가격 상승에 따른 롤마진에서 보다 예측 가능한 가시성이 확보되어야 한다고 판단된다.

오일쇼크 전후의 신일본제철 주가, P/E 멀티플, 세계 및 일본 경제 성장률과 철강재 가격을 비교할 때, 현재와 유사한 점이 많다. 오일쇼크 충격 이후 1985년부터 글로벌 경제 성장률이 회복되었다. 또한 철강재 가격이 상승세로 전환되기 시작한 1987년부터 주가는 본격적으로 반응하기 시작했다. 현재의 경우 역시 글로벌 경기 회복이 예상되지만 철강사들의 롤마진까지 회복하기까지는 다소 모멘텀이 부족해 보인다. 2014년 철강산업 업황은 저점을 통과한 후 본격적인 회복세가 나타날 것으로 예상되지만 속도의 빠르기를 감안해 업종 투자의견 Neutral을 유지한다. 다만 주가의 추가 하락도 제한적인 상황으로 Rock Bottom도 견고해지고 있다고 보여진다. 신일본제철 주가 사례에서도 확인할 수 있듯이 장기 투자 관점에서 현재 주가는 매력적으로 보여진다고 판단된다.

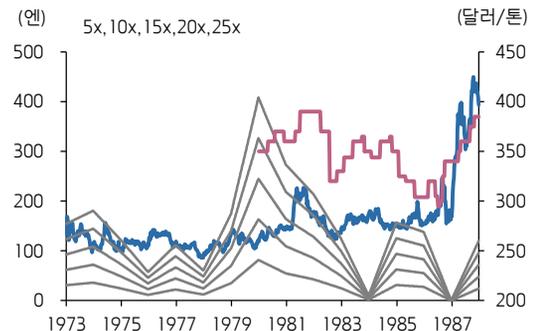
오일쇼크 전후의 신일철 주가와 Fwd12M P/E 밴드



자료: Bloomberg

주: 파란색 라인은 글로벌 경제 성장률, 붉은색 라인은 일본 경제 성장률

신일본제철 주가와 철강재 가격 Fwd12M P/E 밴드



자료: Bloomberg

주: 철강재 가격은 미국 열연강판 유통가격



## 기업분석

POSCO BUY(Maintain)/TP 400,000원  
(005490) 단언컨대 진입전략을 고민해야 하는 시기입니다

현대제철 BUY(Maintain)/TP 107,000원  
(004020) 합병으로 인한 시너지 효과 기대

POSCO (005490)



## BUY(Maintain)

주가(11/6) 325,500원

목표주가 400,000원

① 내년 상반기까지 실적 회복은 제한적일 수 있다. 하지만 더 이상 악화될 가능성도 제한적이다. ② 대우인터내셔널의 미안마 가스전과 포스코에너지의 증설 효과 등으로 연결대상 실적도 개선될 가능성이 높다. ③ 싸이클 산업 특성 상 업황이 바닥에서 개선될 경우 추가적인 측면에서 매력적으로 부각될 수 있다. 현재 주가는 14년 예상 실적대비 P/B 0.65x, P/E 10.3x 수준이다. 14년 밸류에이션 매력이 부각될 수 있는 시점이다.

### Stock Data

KOSPI (11/6)	2,013.67pt		
시가총액	283,793억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	371,000원	292,500원	
최고/최저가 대비 등락	-12.26%	11.28%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	4.2%	3.3%
	6M	2.0%	-0.6%
	1Y	-3.0%	-7.1%

### Company Data

발행주식수	87,187천주
일평균 거래량(3M)	245천주
외국인 자본율	53.93%
배당수익률(12.E)	2.5%
BPS (12.E)	477,172원
주요 주주	국민연금공단 6.1%
	신일본제철 5.0%

### Price Trend



## 단언컨대 진입전략을 고민해야 하는 시기입니다

### >>> 부진했던 2013년 실적

IFRS 별도 기준 POSCO의 2013년 영업이익은 2조 3,000억원으로 전년대비 18.0% 감소할 것으로 추정된다. 2013년 한 해 동안 철강재 판매가격이 부진했으며, 고로 보수와 화재 영향으로 판매량도 전년대비 약 100만톤 감소될 것으로 추정된다.

### >>> 2014년 실적 개선은 더디지만 회복에 초점

IFRS 별도 기준 POSCO의 2014년 영업이익은 2조 6,500억원으로 전년대비 15.8% 개선될 것으로 예상된다. 2012년 실적에는 미치지 못할 정도로 수익성 개선은 더디겠지만 업황과 실적이 바닥권에서 회복한다는 점에 초점을 맞춰야 하는 시기라고 판단된다. 대우인터내셔널의 미안마 가스전 생산과 포스코에너지의 실적 개선 효과로 연결 기준 실적 역시 개선될 가능성이 높다.

### >>> POSCO 투자포인트

POSCO 투자 의견 BUY를 유지하며 목표주가는 기존 373,000원에서 400,000원으로 상향 조정한다. Target P/B를 적용한 목표주가 산정 방식을 유지하지만, 실적과 업황이 바닥권에서 개선될 것으로 예상됨에 따라 Multiple을 0.8x로 상향 조정했다. ① 내년 상반기까지 실적 회복은 제한적일 수 있다. 하지만 더 이상 악화될 가능성도 제한적이다. ② 연결대상 실적도 개선될 가능성이 높다. ③ 싸이클 산업 특성 상 업황 바닥에서 개선될 경우 주가는 더욱 매력적으로 부각될 수 있다.

투자지표	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액(억원)	689,387	636,042	625,599	694,599	712,963
보고영업이익(억원)	54,081	36,531	29,160	34,831	42,966
핵심영업이익(억원)	54,545	36,531	30,685	37,338	45,550
EBITDA(억원)	77,208	62,169	56,936	65,368	77,222
세전이익(억원)	47,824	33,685	20,610	33,134	39,416
순이익(억원)	37,143	23,856	13,653	26,365	31,360
EPS(원)	41,843	28,239	16,011	31,505	37,473
증감율(%YoY)	-13.2	-32.5	-43.3	96.8	18.9
PER(배)	9.1	12.4	19.5	10.3	8.7
PBR(배)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	7.0	7.7	9.1	8.6	7.5
영업이익률(%)	7.8	5.7	4.7	5.0	6.0
ROE(%)	9.8	5.7	3.1	5.8	6.6
순부채비율(%)	49.3	43.2	55.8	61.7	62.7

### 부진했던 2013년 실적

IFRS 별도 기준 POSCO의 2013년 영업이익은 2조3,000억원으로 전년대비 18.0% 감소할 것으로 추정된다. 2013년 한 해 동안 철강재 판매가격이 부진했으며, 고로 보수와 화재 영향으로 판매량도 전년대비 약 100만톤 감소될 것으로 추정된다.

중국 철강재 가격이 반등하면서 열연강판을 중심으로 1분기와 3분기에 판매 가격 인상을 추진했으나, 가격 상승 효과가 지속되지는 않았다. 제품 판매가격은 전년대비 약 10만원/톤 하락하면서 수익성 악화의 가장 큰 원인으로 작용했으나 원료 투입가격 역시 약 7만원/톤 하락하면서, 추가 수익성 악화를 방어할 수 있었다.

### 2014년 실적 개선은 더디겠지만 회복에 초점

IFRS 별도 기준 POSCO의 2014년 영업이익은 2조6,500억원으로 전년대비 15.8% 개선될 것으로 예상된다. 2012년 실적에는 미치지 못할 정도로 수익성 개선은 더디겠지만 업황과 실적이 바닥권에서 회복한다는 점에 초점을 맞춰야 하는 시기라고 판단된다. 대우인터내셔널의 미얀마 가스전 생산과 포스코에너지의 실적 개선 효과로 연결 기준 실적 역시 개선될 가능성이 높다.

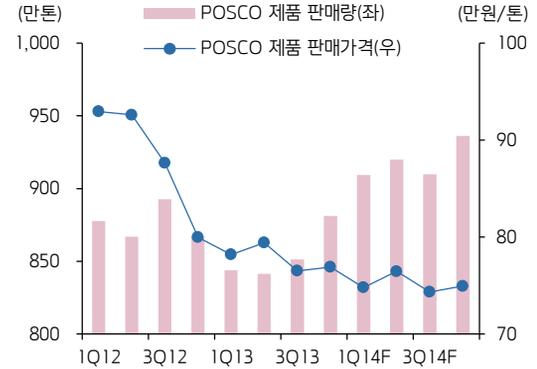
2014년 신규 파이넥스 3호기와, 광양4열연 가동으로 제품 판매량은 약 250만톤 증가할 것으로 예상된다. 증설된 일부 상공정 품목은 인도 등 해외 하공정 설비로 판매될 가능성도 있다.

#### POCO 별도 기준 영업이익 추이 및 전망



자료: DataGuide, 키움증권 추정

#### POCO 제품 판매량과 판매가격 추이



자료: POSCO, 키움증권 추정

## POSCO 투자포인트

POSCO 투자의견 BUY를 유지하며 목표주가는 기존 373,000원에서 400,000원으로 상향 조정한다. Target P/B를 적용한 목표주가 산정 방식을 유지하지만, 실적과 업황이 바닥권에서 개선될 것으로 예상됨에 따라 Multiple을 0.8x로 상향 조정했다.

① 내년 상반기까지 실적 회복은 제한적일 것으로 예상된다. 하지만 더 이상 악화될 가능성도 제한적일 것으로 판단된다. 주요 전방 산업 중 조선업 신규 수주 증가로 후판 출하량이 늘어날 것으로 예상되는 점도 긍정적이다. 국내 신규 증설 물량이 고객사에 안착될 것으로 예상되는 하반기부터는 가격 경쟁도 다소 줄어들 수 있을 것으로 판단된다. 또한 원료 투입 가격 하락으로 롤마진도 더 이상은 악화되지 않을 가능성이 높다.

② 연결대상 실적도 개선될 가능성이 높다. 대우인터내셔널의 미안마 가스전과 포스코에너지의 증설 효과 등으로 2014년 연결대상 영업이익은 전년대비 약 2,000억원 개선 될 것으로 판단된다.

③ 싸이클 산업 특성 상 업황이 바닥에서 개선될 경우 추가적인 측면에서 매력적으로 부각 될 수 있다. 현재 POSCO 주가는 2014년 예상 실적대비 P/B 0.65x, P/E 10.3x 수준이다. 국내외 철강 업황 개선 가능성과 서브프라임 금융위기 등 과거 P/B 추이를 감안할 때, P/B 0.6x(300,000원 추가) 수준에서 Rock Bottom이 형성될 가능성이 높다고 판단된다.

### POSCO 실적 추정 및 주요 가치치

		2012	2013F	2014F	1Q13	2Q13	3Q13P	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F
실적 (IFRS 연결) 십억원	매출액	63,604	62,560	69,460	14,582	15,603	15,150	17,225	16,711	17,230	17,208	18,311
	EBITDA	6,217	5,694	6,537	1,378	1,563	1,291	1,461	1,509	1,649	1,570	1,809
	영업이익	3,653	3,068	3,734	717	903	633	816	858	988	855	1,033
	영업이익률	5.7%	4.9%	5.4%	4.9%	5.8%	4.2%	4.7%	5.1%	5.7%	5.0%	5.6%
	법인세차감전이익	3,368	2,061	3,313	367	339	1,018	337	730	852	855	877
당기순이익	2,386	1,365	2,637	292	241	564	269	581	678	680	698	
실적 (IFRS 별도) 십억원	매출액	35,665	30,690	31,712	7,685	7,740	7,411	7,855	7,870	8,072	7,734	8,036
	EBITDA	4,671	4,250	4,808	1,056	1,191	922	1,081	1,105	1,233	1,127	1,343
	영업이익	2,790	2,336	2,759	581	703	443	608	630	749	604	776
	영업이익률	7.8%	7.6%	8.7%	7.6%	9.1%	6.0%	7.7%	8.0%	9.3%	7.8%	9.7%
	영업이익(별도제외)	864	732	975	136	199	190	208	228	239	251	257
영업이익률(별도제외)	3.1%	2.3%	2.6%	2.0%	2.5%	2.5%	2.2%	2.6%	2.6%	2.7%	2.5%	
판매가격 (IFRS 별도) 만원/톤	탄소강 내수 판매가격	91	80	77	81	81	79	80	77	79	76	77
	탄소강 수출 판매가격	85	74	73	74	77	73	74	73	74	72	73
	탄소강 총 평균 판매가격	88	78	76	78	79	77	78	75	77	74	75
원재료 가격 (IFRS 연결) 만원/톤, 달러/톤	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
	니켈 계약가격	17,588	15,730	13,125	17,387	17,737	13,997	13,800	13,500	13,000	13,000	13,000
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) 원	EPS	28,239	16,011	31,505	3,189	2,874	6,740	3,209	6,939	8,100	8,125	8,340
	BPS	452,524	477,172	500,324	453,821	468,921	474,092	477,172	478,516	486,291	492,318	500,324
	주당 EBITDA	71,305	65,304	74,975	15,804	17,932	14,811	16,757	17,302	18,917	18,009	20,747
주가배수 (IFRS 연결) 배, x	PER	12.4	19.5	10.3	20.4	15.1	12.8	12.3	10.3	9.9	9.2	9.2
	PBR	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
	EV/EBITDA	7.7	9.1	8.6	8.7	7.7	7.7	8.4	8.1	7.9	7.5	7.5

자료: 키움증권 추정

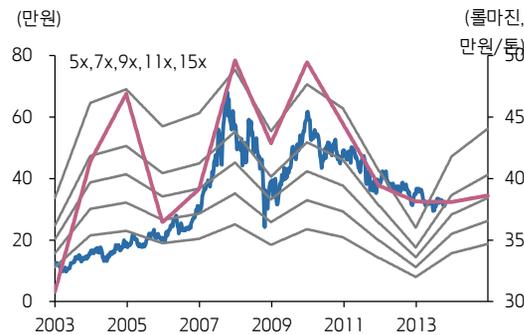
## POSCO 밸류에이션

### POSCO 밸류에이션 추이 및 추정치

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013F	2014F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F
<b>P/E</b>														
EPS	46,027	36,779	42,202	51,005	36,385	48,204	41,843	28,239	16,011	31,505	6,939	8,100	8,125	8,340
Forwarding EPS											31,505	33,024	35,366	35,552
P/E (End)	4.4	8.4	13.6	7.5	17.0	10.1	9.1	12.4	19.5	10.3	10.3	9.9	9.2	9.2
P/E (Average)	4.4	6.7	11.4	9.1	12.3	10.5	10.4	13.1	20.6	10.3	10.3	9.9	9.2	9.2
P/E (High)	5.3	8.7	18.1	11.9	17.2	13.1	12.5	15.1	23.2	10.3	10.3	9.9	9.2	9.2
P/E (Low)	3.8	5.3	6.7	4.6	8.2	8.9	8.1	10.8	18.3	10.3	10.3	9.9	9.2	9.2
<b>P/B</b>														
BPS	223,910	249,942	281,043	318,668	355,000	402,379	439,933	452,524	477,172	500,324	478,516	486,291	492,318	500,324
P/B (End)	0.90	1.24	2.05	1.19	1.74	1.21	0.86	0.77	0.65	0.65	0.68	0.67	0.66	0.65
P/B (Average)	0.90	0.99	1.71	1.46	1.26	1.26	0.99	0.82	0.69	0.65	0.68	0.67	0.66	0.65
P/B (High)	1.09	1.28	2.72	1.90	1.76	1.57	1.19	0.94	0.78	0.65	0.68	0.67	0.66	0.65
P/B (Low)	0.78	0.78	1.01	0.74	0.84	1.07	0.78	0.67	0.61	0.65	0.68	0.67	0.66	0.65
<b>EV/EBITDA</b>														
EBITDA	7,393	5,449	6,029	8,448	5,208	7,351	7,734	6,217	5,694	6,537	1,509	1,649	1,570	1,809
Forwarding EBITDA											6,537	6,850	7,240	7,491
EV/EBITDA (End)	2.1	4.7	8.2	4.1	10.2	6.6	7.0	7.7	9.1	8.6	8.1	7.9	7.5	7.5
EV/EBITDA (Average)	2.1	3.8	6.8	5.0	7.4	6.8	7.6	8.0	9.3	8.6	8.1	7.9	7.5	7.5
EV/EBITDA (High)	2.6	4.9	10.9	6.4	10.3	8.3	8.6	8.8	10.0	8.6	8.1	7.9	7.5	7.5
EV/EBITDA (Low)	1.8	2.9	4.0	2.6	4.9	5.9	6.5	7.1	8.8	8.6	8.1	7.9	7.5	7.5

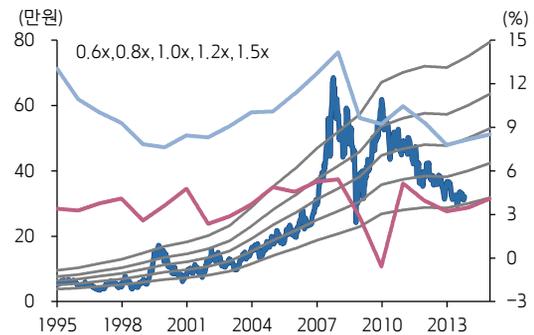
자료: DataGuide, 키움증권 추정

### POSCO Fwd 12M P/E 밴드와 제품 롤마진



자료: DataGuide, 키움증권 추정

### POSCO Fwd 12M P/B 밴드와 경제 성장률



자료: DataGuide, IMF, 키움증권 추정

주: 붉은색 라인은 세계경제 성장률, 파란색 라인은 중국 경제 성장률

**손익계산서**

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	689,387	636,042	625,599	694,599	712,963
매출원가	598,239	561,429	555,924	613,708	622,727
매출총이익	91,149	74,613	69,675	80,891	90,236
판매비및일반관리비	36,472	38,082	38,990	43,553	44,687
영업이익(보고)	54,677	36,531	29,160	34,831	42,966
영업이익(핵심)	54,677	36,531	30,685	37,338	45,550
영업외손익	-6,853	-2,846	-10,075	-4,204	-6,134
이자수익	2,162	2,788	2,463	2,610	2,671
배당금수익	1,439	1,245	879	768	768
외환이익	17,131	18,722	19,539	13,180	11,838
이자비용	7,883	8,715	6,354	6,984	7,556
외환손실	21,503	10,823	20,074	10,341	10,354
관계기업지분법손익	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	20,610	33,134	39,416
법인세비용	10,681	9,829	4,479	6,769	8,057
유효법인세율 (%)	22.3%	29.2%	21.7%	20.4%	20.4%
당기순이익	37,143	23,856	13,653	26,365	31,360
지배주주지분 당기순이익	36,481	24,621	13,959	27,468	32,672
EBITDA	77,340	62,169	56,936	65,368	77,222
현금순이익(Cash Earnings)	59,806	49,494	39,904	54,396	63,031
수정당기순이익	36,123	24,605	16,715	26,711	31,708
증감율(% YoY)					
매출액	111.6	-7.7	-1.6	11.0	2.6
영업이익(보고)	8.3	-33.2	-20.2	19.4	23.4
영업이익(핵심)	8.3	-33.2	-16.0	21.7	22.0
EBITDA	5.2	-19.6	-8.4	14.8	18.1
지배주주지분 당기순이익	0.0	-32.5	-43.3	96.8	18.9
EPS	-13.2	-32.5	-43.3	96.8	18.9
수정순이익	-14.5	-31.9	-32.1	59.8	18.7

**현금흐름표**

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동현금흐름	16,189	73,540	21,696	27,107	41,284
당기순이익	37,143	23,856	13,653	26,365	31,360
감가상각비	21,330	24,058	24,562	26,387	29,966
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	-14,865	-8,974	-4,204
기타	6,613	2,833	-3,232	-18,808	-18,023
투자활동현금흐름	-57,045	-65,611	-90,049	-64,591	-56,505
투자자산의 처분	3,358	-3,572	-8,649	-7,963	-6,591
유형자산의 처분	1,402	2,729	265	0	0
유형자산의 취득	-53,310	-70,545	-74,593	-52,387	-46,966
무형자산의 처분	-5,189	-4,373	-4,201	-2,356	-2,294
기타	-3,307	10,150	-2,871	-1,885	-655
재무활동현금흐름	51,602	-5,501	54,406	34,991	12,192
단기차입금의 증감	3,121	-10,546	18,045	15,019	5,895
장기차입금의 증감	53,218	11,229	32,792	26,151	12,476
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	-13,087	-2,493	-3,029
기초현금및현금성자산	35,210	45,987	46,805	33,718	31,224
기말현금및현금성자산	45,987	46,805	33,718	31,224	28,195
Gross Cash Flow	65,423	53,861	36,561	36,081	45,488
Op Free Cash Flow	-36,857	753	-39,165	-3,621	16,742

**대차대조표**

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	335,569	315,661	335,541	353,422	358,442
현금및현금성자산	45,987	46,805	33,718	31,224	28,195
유동금융자산	24,177	21,653	20,134	22,097	22,687
매출채권및유동채권	125,567	125,409	148,889	158,534	162,468
재고자산	122,836	105,846	114,417	121,768	124,786
기타유동비금융자산	17,002	15,948	18,383	19,799	20,305
비유동자산	448,519	476,997	559,761	621,609	677,490
장기매출채권및기타비유동채권	1,320	2,171	8,200	8,047	8,203
투자자산	90,658	77,810	87,865	93,711	99,867
유형자산	284,532	322,764	388,822	441,209	488,175
무형자산	52,449	56,624	60,715	63,071	65,365
기타비유동자산	19,560	17,630	14,160	15,572	15,881
자산총계	784,088	792,659	895,302	975,032	1,035,933
유동부채	196,054	197,750	243,216	262,770	270,484
매입채무및기타유동채무	58,956	56,561	67,230	71,725	73,515
단기차입금	95,730	77,107	89,574	95,173	97,522
유동성장기차입금	12,194	27,989	45,694	51,648	54,070
기타유동부채	29,173	36,093	40,717	44,224	45,377
비유동부채	180,736	170,614	205,620	246,295	275,223
장기매입채무및비유동채무	1,497	1,201	1,704	1,794	1,838
사채및장기차입금	163,944	145,037	167,864	194,015	206,491
기타비유동부채	15,295	24,377	36,052	50,486	66,894
부채총계	376,789	368,364	448,836	509,065	545,707
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	410,938	431,123	456,303
기타자본	-12,994	-18,386	-4,369	-4,369	-4,369
지배주주지분자본총계	383,563	394,541	416,031	436,216	461,396
비지배지분자본총계	23,736	29,753	30,435	29,751	28,830
자본총계	407,299	424,294	446,466	465,967	490,226
순차입금	200,682	183,351	249,281	287,514	307,201
총차입금	270,846	251,809	303,132	340,836	358,083

**투자지표**

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
주당지표(원)					
EPS	41,843	28,239	16,011	31,505	37,473
BPS	439,933	452,524	477,172	500,324	529,204
주당EBITDA	88,706	71,305	65,304	74,975	88,570
CFPS	18,568	84,348	24,885	31,091	47,351
DPS	10,000	8,000	8,000	8,000	8,000
주가배수(배)					
PER	9.1	12.4	19.5	10.3	8.7
PBR	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	7.0	7.7	9.1	8.6	7.5
PCFR	20.5	4.1	12.5	10.5	6.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	7.9	5.7	4.7	5.0	6.0
영업이익률(핵심)	7.9	5.7	4.9	5.4	6.4
EBITDA margin	11.2	9.8	9.1	9.4	10.8
순이익률	5.4	3.8	2.2	3.8	4.4
자기자본이익률(ROE)	9.8	5.7	3.1	5.8	6.6
투자자본이익률(ROIC)	11.3	5.1	4.2	4.6	5.1
안정성(%)					
부채비율	92.5	86.8	100.5	109.2	111.3
순차입금비율	49.3	43.2	55.8	61.7	62.7
이자보상배율(배)	6.9	4.2	4.8	5.3	6.0
활동성(배)					
매출채권회전율	9.1	5.4	4.9	4.8	4.7
재고자산회전율	7.5	5.6	5.7	5.9	5.8
매입채무회전율	22.4	13.0	11.8	11.9	11.6



ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다

**현대제철 (004020)**



**BUY(Maintain)**

주가(11/6) 88,600원

목표주가 107,000원

합병 후 시너지 효과를 반영해 예상 EPS 10,700원에 Target P/E 10x를 반영해 목표주가를 산정했다. 수익성이 높은 자동차용 냉연강판 판매가 더해지고, 합병 시너지 효과로 인해 ROE도 합병 전보다 약 3.0%p 개선된 9.5%(2015년까지 상향 될 것으로 예상된다. 현대하이스코의 설비가 그대로 더해지는 구조이기 때문에 수익성에는 큰 변동이 없을 것으로 예상된다.

**Stock Data**

KOSPI (11/6)	2,013.67pt		
시가총액	75,589억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	90,600원	61,100원	
최고/최저가 대비 등락	-2.21%	45.01%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	9.7%	8.7%
	6M	16.1%	13.1%
	1Y	13.7%	8.9%

**Company Data**

발행주식수	85,314천주	
일평균 거래량(3M)	538천주	
외국인 지분율	18.36%	
배당수익률(13.E)	0.56%	
BPS (13.E)	120,363원	
주요 주주	기아자동차 외 2	33.81%
	국민연금공단	8.05%

**Price Trend**



**합병으로 인한 시너지 효과 기대**

**>>> 성공적인 대규모 투자 마무리**

글로벌 철강 업황 불황으로 판매비중이 가장 높은 열연강판 가격 약세가 지속되면서 현대제철 실적 역시 영향을 받을 수 밖에 없었다. 하지만 9월 연간 400만톤 규모의 3기 고로가 완공되고, 자동차강판 가격이 인상되면서 하반기 실적은 당초 전망보다는 양호할 것으로 예상된다.

**>>> 2014년 합병 시너지 효과도 기대**

합병으로 인해 시너지 효과를 세 가지 측면에서 기대할 수 있다. ① 고로 투자 완공 후 더욱 큰 폭의 Product Mix 개선이 가능하다. 과거 열연강판만 생산했을 때에는 자동차용 열연강판이 늘어나면서 수익성 개선이 나타났었다. 하지만 냉연 설비를 장착하면서 보다 다양한 제품 선택이 가능해졌다. ② 재무구조 개선이 가능하다. 합병으로 인해 EBITDA 창출 속도가 보다 빨라짐에 따라 차입금 구조 개선이 보다 빨라질 수 있다. ③ 현대제철과 현대하이스코의 합병으로 중복되는 비용을 줄이면서 원가를 절감할 수 있어 수익성 개선으로 이어질 수 있다.

**>>> 현대제철 2013년 실적 전망**

현대제철 투자 의견 BUY를 유지하며 목표주가는 기존 97,000원에서 107,000원으로 상향 조정한다. 현대제철의 과도한 차입금 우려를 감안해 기존에는 SOTP 방식으로 목표주가를 산정했지만, 합병으로 인한 효과로 재무구조에 대한 우려보다는 수익 창출에 초점이 맞춰질 것으로 예상된다.

투자지표	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액(억원)	152,595	141,464	133,635	158,539	167,327
보고영업이익(억원)	12,745	8,718	7,716	11,177	13,734
핵심영업이익(억원)	12,745	8,718	7,831	11,279	13,850
EBITDA(억원)	19,771	15,930	15,186	20,415	23,493
세전이익(억원)	9,091	9,307	6,337	8,685	10,513
순이익(억원)	7,471	7,964	5,822	7,318	8,858
EPS(원)	8,757	9,335	6,457	8,162	9,880
증감율(%YoY)	-26.3	6.6	-30.8	26.4	21.0
PER(배)	10.9	9.4	13.0	10.3	8.5
PBR(배)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	8.5	10.5	11.9	9.0	7.7
영업이익률(%)	8.4	6.2	5.8	7.0	8.2
ROE(%)	8.9	8.4	5.7	6.8	7.6
순부채비율(%)	95.8	94.4	99.9	96.4	86.6

### 실적은 부진했지만 성공적인 대규모 투자 마무리

글로벌 철강 업황 불황으로 판매비중이 가장 높은 열연강판 가격 약세가 지속되면서 현대제철 실적 역시 영향을 받을 수 밖에 없었다. 하지만 지난 9월 연간 400만톤 규모의 3기 고로가 완공되고, 자동차 강판 가격이 인상되면서 하반기 실적은 당초 전망보다는 양호할 것으로 예상된다. 총 7년간 9조8,900 억원이 투자되었으며, 최종 제품 생산능력 기준으로는 열연강판 850만톤과 후판 350만톤을 생산 할 수 있다.

### 2014년 합병 시너지 효과도 기대

합병으로 인해 시너지 효과를 세 가지 측면에서 기대할 수 있다.

- ① 고로 투자 완공 후 더욱 큰 폭의 Product Mix 개선이 가능하다. 과거 열연강판만 생산했을 때에는 자동차용 열연강판이 늘어나면서 수익성 개선이 나타났었다. 하지만 냉연 설비를 장착하면서 보다 다양한 제품 선택이 가능해졌다. 즉 일반용 냉연강판처럼 수익성이 높지 않은 제품은 생산을 하지 않고 수익성이 보다 높은 소재인 열연강판을 그대로 출하하는 등 다양한 옵션이 많아졌다.
- ② 재무구조 개선이 가능하다. 현대제철도 대규모 설비 투자가 끝났으며, 현대하이스코 역시 대규모 설비 투자가 끝났다. 합병으로 인해 EBITDA 창출 속도가 보다 빨라짐에 따라 차입금 구조 개선이 보다 빨라질 수 있다.
- ③ 현대제철과 현대하이스코의 합병으로 중복되는 비용을 줄이면서 원가를 절감할 수 있어 곧바로 수익성 개선으로 이어질 것으로 판단된다.

현대제철 이제는 수익성이 높은 냉연강판을 직접 현대차에 공급. 보다 다양한 제품 선택이 가능



자료: 키움증권 정리

### 현대제철 투자포인트

현대제철 투자의견 BUY를 유지하며 목표주가는 기존 97,000원에서 107,000원으로 상향 조정한다. 현대제철의 과도한 차입금 우려를 감안해 기존에는 SOTP 방식으로 목표주가를 산정했지만, 합병으로 인한 효과로 재무구조에 대한 우려보다는 수익 창출에 초점이 맞춰질 것으로 예상된다.

합병 후 시너지 효과가 반영되는 시점의 예상 EPS 10,700원에 Target P/E 10x를 반영해 목표주가를 산정했다. 합병 후 수익성이 높은 자동차용 냉연강판 판매가 더해지고 시너지 효과로 ROE도 합병 전보다 약 3.0%p 개선된 9.5%(2015년)까지 상향 될 것으로 예상된다. 현대하이스코의 2011년 평균 P/E는 11.0x, 2012년 평균 P/E는 13.0x, 2013년 평균 P/E는 8.7x 를 적용 받은바 있다. 현대하이스코의 설비가 그대로 더해지고, 고수익성 설비만 가져올 수 있는 구조이기 때문에 수익성에는 큰 변동이 없을 것으로 예상된다.

### 합병 후 현대제철 주요 지표 변화 가능성

		합병전				합병후	
		현대제철		현대하이스코		현대제철	
		2013F	2014F	2013F	2014F	2014F	2015F
<b>실적</b> (IFRS 연결 기준) 내부거래 조정 이전 십억원	매출액	13,363	15,678	8,117	9,011	23,183	24,210
	EBITDA	1,519	1,999	664	763	2,609	2,937
	영업이익	783	1,085	479	577	1,533	1,799
	영업이익률	5.9%	6.9%	5.9%	6.4%	6.6%	7.4%
	법인세차감전이익	634	828	426	511	1,291	1,478
	당기순이익	582	697	342	410	1,085	1,241
	자기자본	10,457	11,147	2,195	2,584	12,153	13,136
<b>실적</b> (IFRS 연결 기준) 내부거래 조정 이후 십억원	매출액	13,363	15,678	8,117	9,011	18,082	18,884
	EBITDA	1,519	1,999	664	763	2,609	2,937
	영업이익	783	1,085	479	577	1,533	1,799
	영업이익률	5.9%	6.9%	5.9%	6.4%	8.5%	9.5%
	법인세차감전이익	634	828	426	511	1,291	1,478
	당기순이익	582	697	342	410	1,085	1,241
	자기자본	10,457	11,147	2,195	2,584	12,153	13,136
<b>판매량</b> (IFRS 별도 기준) 만톤	열연(HR)	764	953			303	291
	자동차용 냉연강판			395	469	469	472
	일반용 냉연강판			127	120	120	123
	후판	121	267			267	328
	총 봉형강류	629	666			666	680
<b>수익성지표</b> (IFRS 연결 기준) 원, %, 만주	EPS	6,457	7,777	4,270	5,125	9,309	10,648
	BPS	120,363	128,043	27,331	32,198	104,276	112,707
	ROE	5.7	6.5	16.9	17.2	8.9	9.4
	주식수	8,531	8,531	8,020	8,020	11,655	11,655

자료: 키움증권 추정

**손익계산서**

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	152,595	141,464	133,635	158,539	167,327
매출원가	134,459	127,299	120,026	140,431	146,270
매출총이익	18,137	14,164	13,609	18,108	21,057
판매비및일반관리비	5,392	5,446	5,777	6,830	7,207
영업이익(보고)	12,745	8,718	7,716	11,177	13,734
영업이익(핵심)	12,745	8,718	7,831	11,279	13,850
영업외손익	-3,654	588	-1,797	-2,593	-3,337
이자수익	862	571	402	453	471
배당금수익	85	100	175	128	127
외환이익	1,878	4,172	4,236	1,744	1,060
이자비용	4,034	3,462	2,878	3,519	3,575
외환손실	2,862	738	4,914	1,485	1,491
관계기업지분법손익	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	6,337	8,685	10,513
법인세비용	1,620	1,343	551	1,367	1,655
유효법인세율 (%)	17.8%	14.4%	8.7%	15.7%	15.7%
당기순이익	7,471	7,964	5,822	7,318	8,858
지배주주지분 당기순이익	7,471	7,964	5,509	6,963	8,429
EBITDA	19,771	15,930	15,186	20,415	23,493
현금순이익(Cash Earnings)	14,498	15,175	13,177	16,455	18,501
수정당기순이익	7,452	8,093	4,845	7,318	8,858
증감율(% YoY)					
매출액	49.6	-7.3	-5.5	18.6	5.5
영업이익(보고)	22.8	-31.6	-11.5	44.8	22.9
영업이익(핵심)	22.8	-31.6	-10.2	44.0	22.8
EBITDA	37.7	-19.4	-4.7	34.4	15.1
지배주주지분 당기순이익	0.0	6.6	-30.8	26.4	21.0
EPS	-26.3	6.6	-30.8	26.4	21.0
수정순이익	-27.3	8.6	-40.1	51.1	21.0

**현금흐름표**

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동현금흐름	8,231	21,821	9,518	8,295	11,960
당기순이익	7,471	7,964	5,822	7,318	8,858
감가상각비	7,003	7,083	7,148	8,903	9,383
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	-1,030	-2,520	-1,150
기타	428	-5,689	-6,420	-5,452	-5,203
투자활동현금흐름	-18,883	-26,640	-16,904	-11,898	-8,535
투자자산의 처분	-419	2,346	1,417	-184	-98
유형자산의 처분	103	175	24	0	0
유형자산의 취득	-18,171	-28,790	-18,189	-11,348	-8,229
무형자산의 처분	-395	-371	86	-167	-141
기타	0	0	-242	-199	-67
재무활동현금흐름	10,385	3,743	14,780	-6,131	-1,816
단기차입금의 증감	-6,250	-20,850	-6,290	-3,091	1,001
장기차입금의 증감	17,055	25,015	21,492	-2,619	-2,396
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-421	-421	-421	-421	-421
기타	0	0	0	0	0
현금및현금성자산의순증가	-267	-1,082	7,396	-9,733	1,610
기초현금및현금성자산	10,137	9,870	9,246	16,642	6,909
기말현금및현금성자산	9,870	8,789	16,642	6,909	8,519
Gross Cash Flow	16,627	11,936	10,548	10,815	13,111
Op Free Cash Flow	-9,063	-4,225	-4,239	4,772	11,933

**대차대조표**

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	66,188	54,866	68,893	65,402	69,624
현금및현금성자산	9,870	8,789	16,642	6,909	8,519
유동금융자산	4,515	1,851	2,120	2,304	2,402
매출채권및유동채권	25,332	20,212	22,363	25,012	26,127
재고자산	25,660	23,354	27,198	30,489	31,853
기타유동비금융자산	810	661	570	688	722
비유동자산	151,579	174,648	186,789	198,401	206,810
장기매출채권및기타비유동채권	0	0	0	0	0
투자자산	20,871	20,937	17,811	17,811	17,811
유형자산	127,059	149,820	164,662	176,009	184,239
무형자산	1,168	1,408	1,333	1,499	1,640
기타비유동자산	2,482	2,483	2,984	3,081	3,121
자산총계	217,767	229,514	255,682	263,804	276,434
유동부채	63,798	61,217	62,555	61,802	63,717
매입채무및기타유동채무	16,991	19,157	17,859	20,197	21,112
단기차입금	31,315	22,062	26,611	23,226	24,382
유동성장기차입금	12,597	16,652	14,827	14,663	14,337
기타유동부채	2,896	3,346	3,258	3,716	3,887
비유동부채	62,780	69,988	88,556	90,171	92,012
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	57,629	64,510	81,767	79,148	76,752
기타비유동부채	5,151	5,478	6,789	11,023	15,259
부채총계	126,578	131,205	151,111	151,973	155,729
자본금	4,266	4,266	4,266	4,266	4,266
주식발행초과금	1,202	1,202	0	0	0
이익잉여금	71,413	78,711	84,112	91,010	99,447
기타자본	14,308	14,131	14,309	14,309	14,309
지배주주지분자본총계	91,189	98,309	102,687	109,584	118,022
비지배지분자본총계	0	0	1,884	2,246	2,684
자본총계	91,189	98,309	104,571	111,830	120,705
순차입금	87,361	92,757	104,443	107,824	104,551
총차입금	101,746	103,396	123,205	117,037	115,472

**투자지표**

(단위: 원, 배, %)

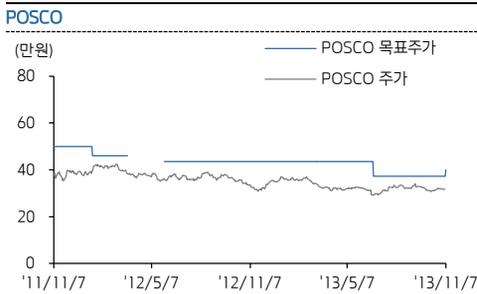
12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
주당지표(원)					
EPS	8,757	9,335	6,457	8,162	9,880
BPS	106,885	115,232	120,363	128,448	138,337
주당EBITDA	23,175	18,672	17,800	23,929	27,537
CFPS	9,648	25,577	11,156	9,723	14,019
DPS	500	500	500	500	500
주가배수(배)					
PER	10.9	9.4	13.0	10.3	8.5
PBR	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	8.5	10.5	11.9	9.0	7.7
PCFR	9.9	3.4	7.5	8.6	6.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	8.4	6.2	5.8	7.0	8.2
영업이익률(핵심)	8.4	6.2	5.9	7.1	8.3
EBITDA margin	13.0	11.3	11.4	12.9	14.0
순이익률	4.9	5.6	4.4	4.6	5.3
자기자본이익률(ROE)	8.9	8.4	5.7	6.8	7.6
투자자본이익률(ROIC)	7.2	4.5	3.9	4.7	5.4
안정성(%)					
부채비율	138.8	133.5	144.5	135.9	129.0
순차입금비율	95.8	94.4	99.9	96.4	86.6
이자보상배율(배)	3.2	2.5	2.7	3.2	3.9
활동성(배)					
매출채권회전율	8.9	6.3	6.5	6.9	6.7
재고자산회전율	6.3	5.8	5.3	5.5	5.4
매입채무회전율	16.7	19.4	18.4	18.4	18.0

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
POSCO (005490)	2011/11/02	BUY(Maintain)	500,000원
	2011/11/07	BUY(Maintain)	500,000원
담당자변경	2012/01/18	BUY(Maintain)	460,000원
	2012/02/06	BUY(Maintain)	460,000원
	2012/05/31	BUY(Reinitiate)	436,000원
	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	
2013/10/25	BUY(Maintain)	373,000원	
2013/11/07	BUY(Maintain)	400,000원	

종목명	일자	투자의견	목표주가
현대제철 (004020)	2011/11/02	BUY(Maintain)	145,000원
	2012/01/16	BUY(Maintain)	120,000원
담당자변경	2012/02/13	BUY(Maintain)	130,000원
	2012/05/31	Outperform(Reinitiate)	103,000원
	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	
2013/10/18	BUY(Maintain)	97,000원	
2013/10/28	BUY(Maintain)	97,000원	
2013/11/07	BUY(Maintain)	107,000원	

목표주가 추이 (2개년)



투자의견 및 적용기준

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		