



CONTENTS

[요약] 철강금속 “비중확대”, 비철금속 “중립”	3
I. 2014 투자전략	4
II. 2014 전망: 철강금속	18
III. 2014 전망: 비철금속	41
IV. Top Picks	51

[투자전략 요약]

철강금속: 비중확대 비철금속: 중립

TIP

철강금속 Key drivers

- 1) 글로벌 공급 과잉 축소 시작
- 2) 중국외 지역의 수요 개선
- 3) 고로 업체 원가 부담 완화
- 4) 중국 환경 문제
- 5) 일본의 Consolidation

중국의 경착륙만 없다면 다섯 가지 변수의 수혜 기대

비철금속 Key drivers

- 1) 달러화 강세 환경
- 2) QE축소
- 3) 경기회복

이 세 가지 사이에서의 저울질

투자전략 및 Top picks

2014년 철강업종 투자의 핵심은 주가 상승률이 매우 부진했던 POSCO를 포트폴리오내에 얼마나 편입할 것인가와 비철금속관련 업체들을 언제 매수하느냐가 될 전망이다. 당사는 철강업황의 턴어라운드 시작될 것으로 예상한다. 또한 2014년에는 5년 만에 처음으로 철강업종지수가 KOSPI 시장 지수 상승률을 상회할 것으로 전망한다. 4년 연속 철강업종 지수가 KOSPI 지수 상승률을 하회한 것은 역사상 처음이다.

당사는 2010년 5월 업종 투자의견을 중립으로 하향한 이래 3년 6개월 만에 처음으로 철강 업종 투자의견을 “비중확대”로 상향 조정한다. 다만 비철금속 업종은 달러화 강세 환경에서 주가 상승률이 높을 가능성이 낮아 “중립”을 유지한다.

가장 큰 수혜가 예상되는 업체는 판재류 중심의 사업구조를 가지고 있는 고로업체들이 될 전망이다. 이에 따라 고로 생산 탄소강 비중이 79%에 달하는 POSCO와 고로 생산 판재류 비중이 증가하고 있는 현대제철을 최선호주로 제시한다. 전반적인 경기 반등에도 불구하고 낮은 가동률, 국내 주택 건설 등의 약세로 봉형강류 마진은 2015년 이후에나 개선이 시작될 것으로 예상한다. 고려아연은 QE축소 시작 이후 바닥이 확인될 전망이다. 풍산은 현재 방산 사업부 가치 수준에 거래되고 있다는 점이 매력이다. 역시 QE축소 전후 매수할 것을 권고한다.

철강금속

글로벌 철강 설비 증설 축소로 수급이 개선되기 시작하고 철광석 공급 증가에 따라 고로 업체들의 원가 압박이 완화될 전망이다. 또한 중국의 공기 오염 심화에 따라 중국 철강 업체들은 환경 관련 설비를 재투자 해야 할 가능성이 높다. 이는 중국 업체들의 생산원가 상승을 야기해 한국 철강 업체들에게 수혜가 될 가능성이 있다. 일본 철강 업체들의 합병에 따른 상위 업체들의 시장점유율 상승은 우리에게 악재가 아닌 호재다. 일본 철강 업체들이 철강 가격 인상을 시도하고 있기 때문이다.

철강 수요는 경기의 함수다. 철강 시황 악화가 공급 확대 때문이라고만 생각하는 것은 오해의 일부다. “까마귀 날자 배 떨어진 꺾”이다. 단순히 글로벌 경제 성장률이 2011년~2013년 3년 연속 하락했기 때문이다. 따라서 2014년에 4년만에 처음으로 글로벌 경기 회복이 시작된다면 철강 시황도 개선될 가능성이 높다. 철강은 1) 공급 과잉으로 경기가 회복되어도 개선이 어렵다. 2) 광산업체 대비 가격 결정력이 없다. 3) 중국이 모든 것을 결정한다. 이러한 기억들과의 전쟁이 시작된다.

비철금속

비철금속 가격도 경기의 함수다. 구리와 같이 공급 확대가 시작되는 품목은 상대적으로 상승률이 부진할 가능성이 높다. 그러나 경기 개선에도 불구하고 공급 확대로 가격이 하락하는 경우는 드물다. 또한 비철금속 가격이 기대인플레이션과 동행한다는 측면에서 QE축소가 시작된 이후 진바닥을 확인할 가능성이 높다. 다만 달러화 강세 환경이 예상되어 상대적 수익률은 부진할 가능성이 상존한다.

I. 2014년 투자전략

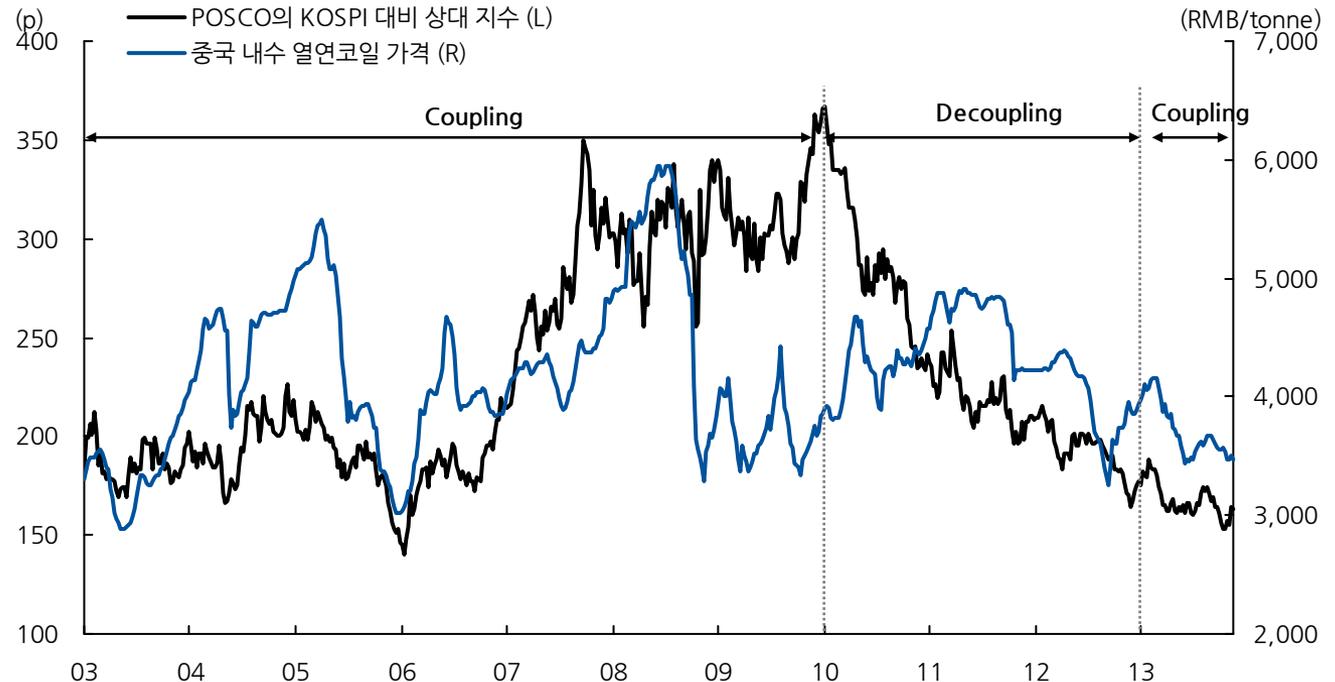
Theme 1. POSCO의 부활

대표 고로 업체인 POSCO의 주가 상승률은 일반적으로 중국 철강 가격이 상승하는 국면에서 KOSPI 지수 상승률을 상회한다. 그러나 2010년부터 2012년까지는 철강 가격 움직임과 무관하게 POSCO 주가가 시장 수익률을 하회했다. 글로벌 철강 공급 과잉 심화, 원재료 공급 부족에 따른 원가 압박, 경쟁 업체인 현대제철의 고로 사업 진출 등 때문이다. 그러나 2013년부터는 다시 POSCO의 상대 주가가 철강 가격과 동행하기 시작했다. 이제 시장은 세 가지 De-rating의 그림자에서 벗어나기 시작한 모습이다. 2014년에는 철강 가격 상승과 함께 POSCO 주가가 시작수익률을 상회하는 흐름을 보일 것으로 예상된다.

TIP

POSCO의 KOSPI 대비 상대 주가는 일반적으로 중국 철강 가격과 동행

POSCO의 KOSPI대비 상대 주가는 2013년 부터 다시 중국 철강 가격과 동행하기 시작



자료: Mysteel, Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

I. 2014년 투자전략

2014년 철강 업종 지수의 시장수익률 상회 기대

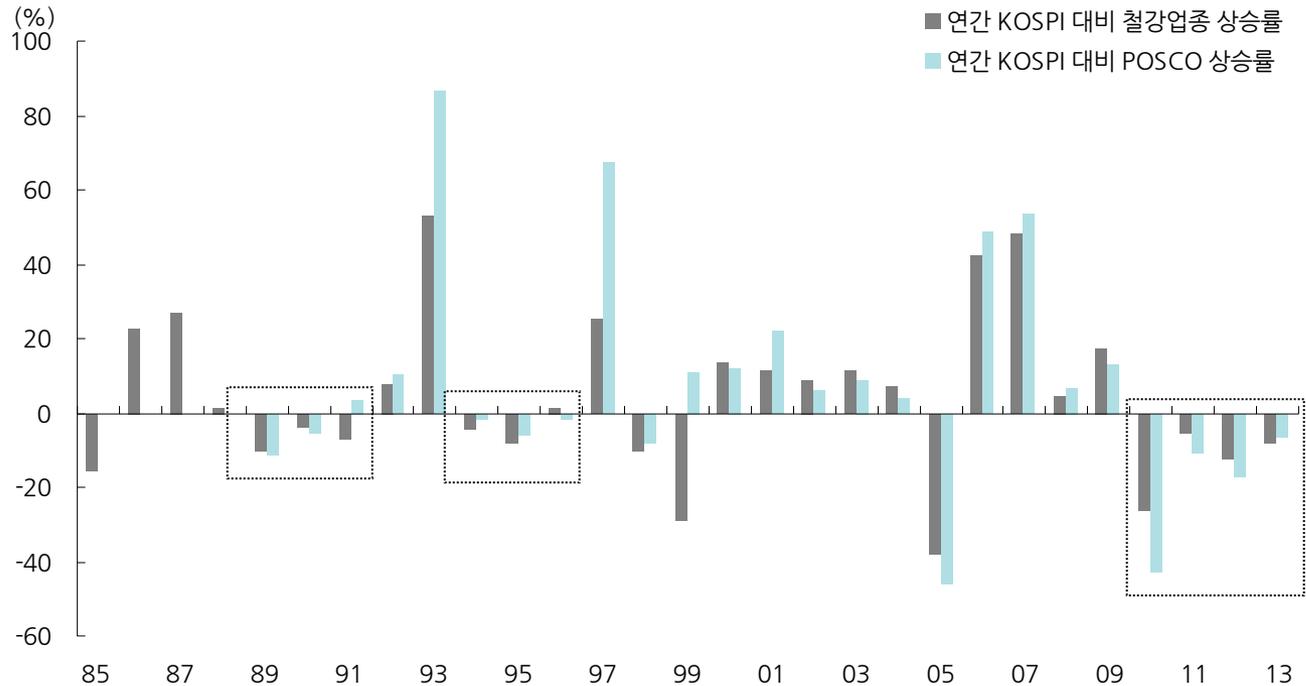
한국 철강 업종 지수는 2013년을 포함하면 4년 연속 KOSPI 상승률을 하회하고 있다. 이는 역사상 처음 겪는 일이다. 80년대 후반 3년 연속 시장수익률을 하회한 후 92년과 93년에 급등한 바 있으며 90년대 중반에 3년 연속 시장수익률을 하회한 후 97년 또다시 급등한 바 있다.

구조적 불황이 명확한 산업이라 할 지라도 지나친 주가 약세 이후에는 일시적 반등 사이클이라도 강하게 나타날 수 있다는 점도 고려해볼 사항이다.

TIP

철강업종 지수 상승률이 4년 연속 KOSPI 상승률을 하회한 것은 역사상 처음

역사상 처음으로 한국 철강업종 지수는 4년 연속 KOSPI 연간 상승률 하회할 전망



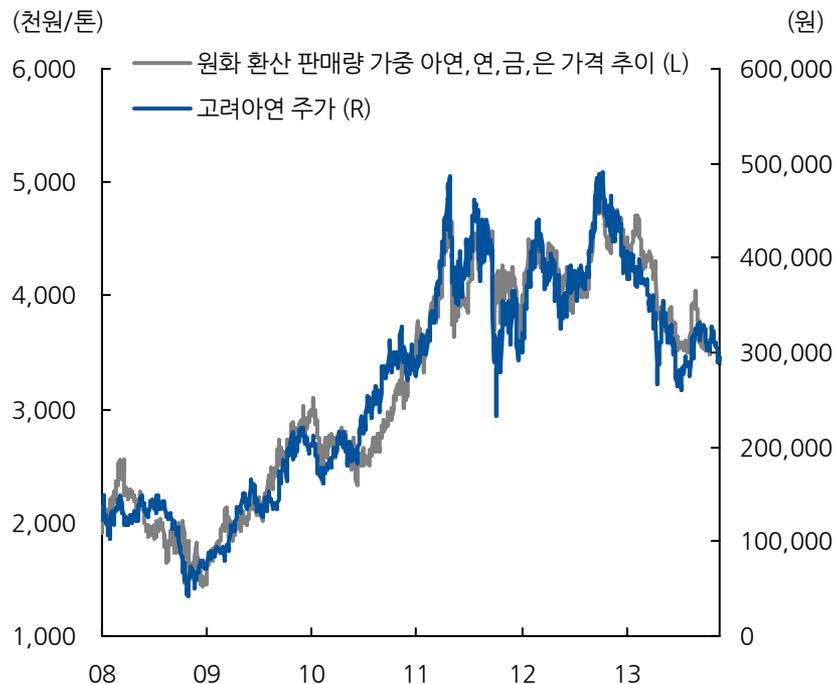
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

I. 2014년 투자전략

Theme 2. 비철금속 주식 언제 살 것인가?

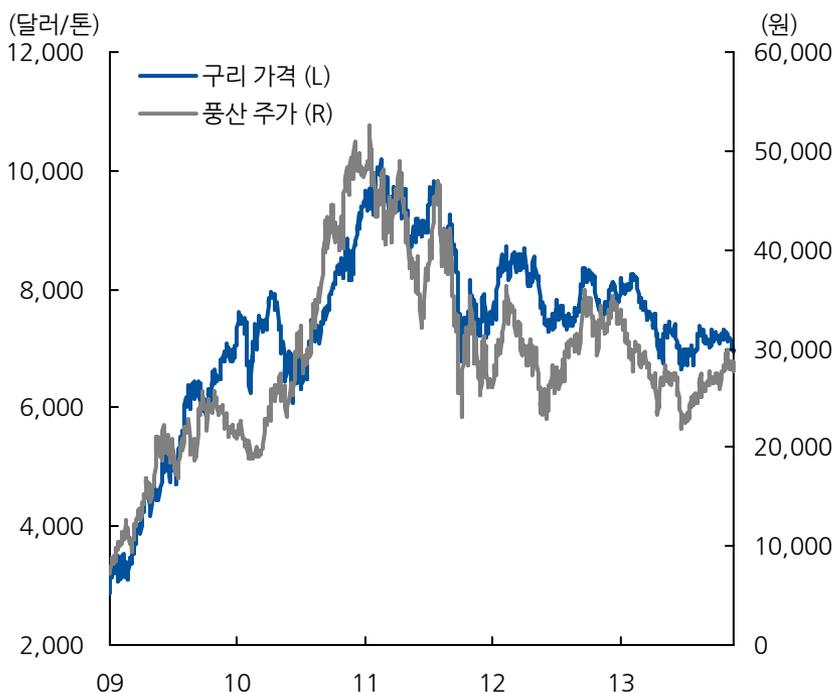
2014년 수익률 극대화를 위한 두 번째 화두는 비철금속 관련 주식을 언제 매입할 것인가이다. 고려아연과 풍산 모두 두 기업이 판매하는 비철금속 가격 추이와 두 기업의 주가가 동행하는 모습일 보인다. 두 기업의 KOSPI 대비 상대주가 또한 비철금속 가격 추이와 동행하는 모습을 보인다. 즉, 비철금속 가격이 상승하는 국면에서 절대주가와 상대주가 모두 상승이 가능하다는 의미다. 즉, 두 기업에 대한 주식 투자를 위해서는 기업 자체에 대한 분석 보다 두 기업이 판매하는 상품의 향후 가격 전망이 선행되어야 한다.

고려아연 주가는 주요 상품 가격 추이와 동행



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

풍산 주가도 구리 가격 추이와 대체로 동행



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

I. 2014년 투자전략

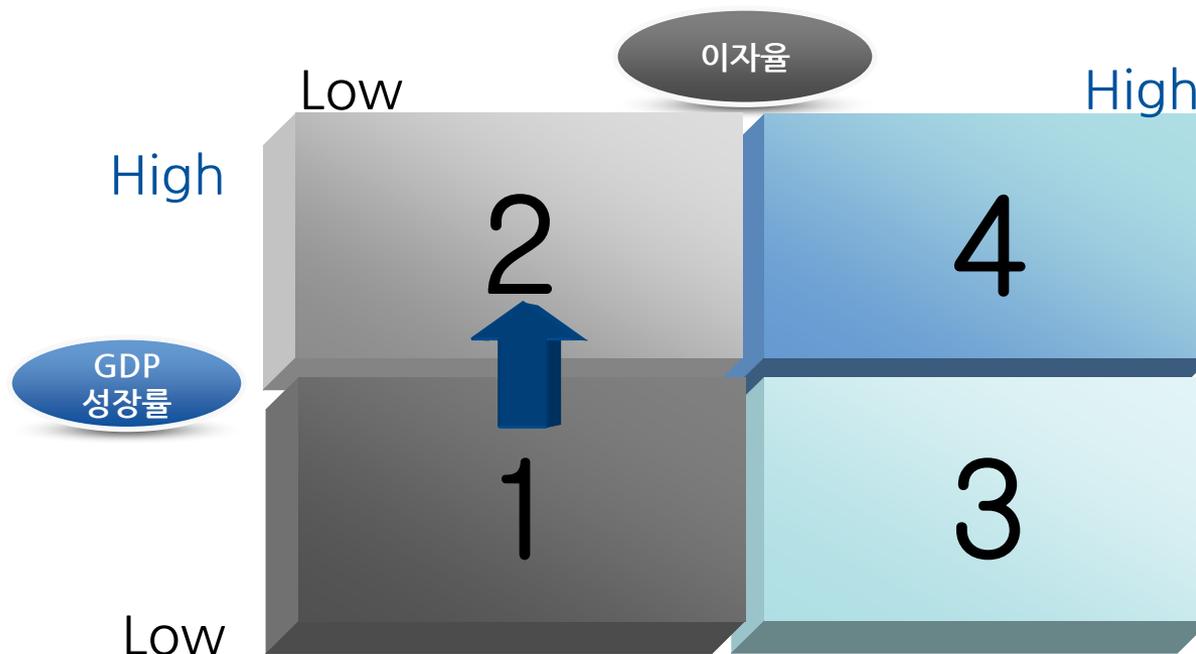
비철금속 시장은 2014년에 1국면에서 2국면으로

비철금속 가격 상승률은 경제 국면별로 다르다. 경제성장률이 낮고 이자율도 낮은 경기 바닥 국면에서는 주식, 국채, 회사채보다 수익률이 낮다. 2013년이 그러한 국면이다. 이자율은 낮은 상태에 머무르나 경제성장률이 높아지는 국면인 제 2국면이 되면 비철금속 가격은 상승하기 시작하나 여전히 주식 및 회사채 수익률 보다는 높지 않다. 2014년은 이러한 제 2 국면이 진행될 것으로 예상된다. 비철금속 상승률이 높은 구간은 물가가 상승하면서 금리가 상승하는 구간이다. 이러한 구간은 2015년 이후에나 도래할 것으로 예상된다.

TIP

사분면에서 1,2,3,4로 갈수록
상품 상승률이 높아지는 순

높은경제성장률 + 낮은 이자율 구간에서 비철금속 상승률은 주식, 회사채보다 상승률 낮아



자료: KDB대우증권 리서치센터

I. 2014년 투자전략

비철금속 관련주식은 Buy & Hold보다 Trading 영역

또한 달러화 강세 환경에서는 경기가 회복되더라도 비철금속 및 비철금속 관련 주식들은 철강 주식들의 주가 상승률을 상회하기 어렵다. 따라서 비철금속 관련 주식들은 여전히 Trading이 필요한 주식이다. 즉, 매수 타이밍이 중요하다. 금융위기 이래 상품 가격은 달러 인덱스와 역의 상관성이 높았다. 이는 QE 효과다. 따라서 QE 축소가 이루어지고 난 이후 점진적으로 상품 가격은 달러 인덱스와 역의 상관성이 축소되고 경기 회복에 따른 가격 상승이 나타날 수 있을 것으로 판단한다. 따라서 **비철금속 관련 주식들을 길게 보유할 수 있는 시기는 QE축소가 시작된 이후가 될 전망이다.**

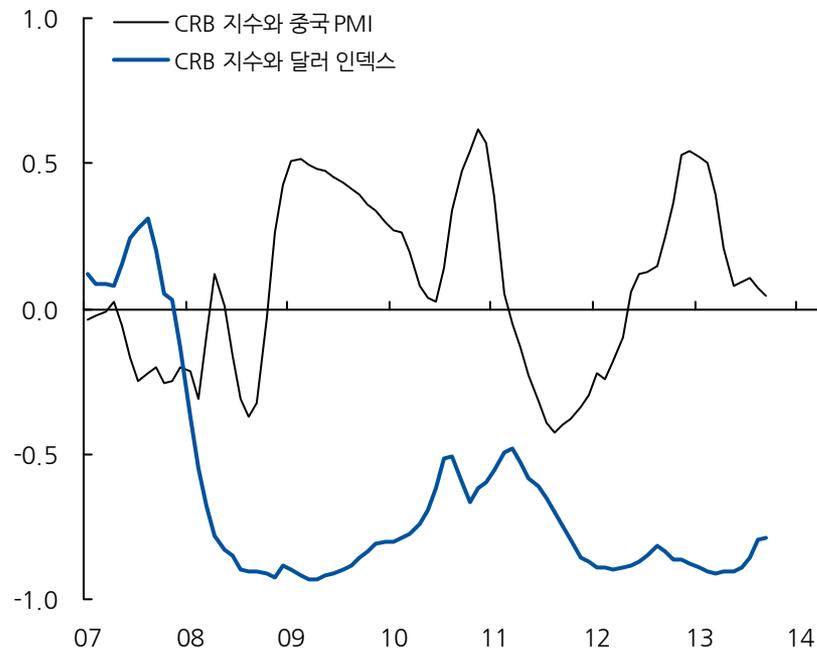
경기회복과 달러화 강세가 동반되는 시기 비철금속은 상대적 약세

시기	열연강판	구리	아연	알루미늄	금	
83~84년	+0.0	-13.0	+17.2	-10.6	-14.7	
96~97년	+19.0	-1.7	+25.7	+8.3	-14.4	
99~00년	+22.9	+16.2	+4.2	+13.1	+0.1	

자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

상품 가격은 경기 지수 보다 달러 인덱스와 상관성 더 높아

(상관계수, ρ)



주: 24개월 이동 상관 추이, 자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

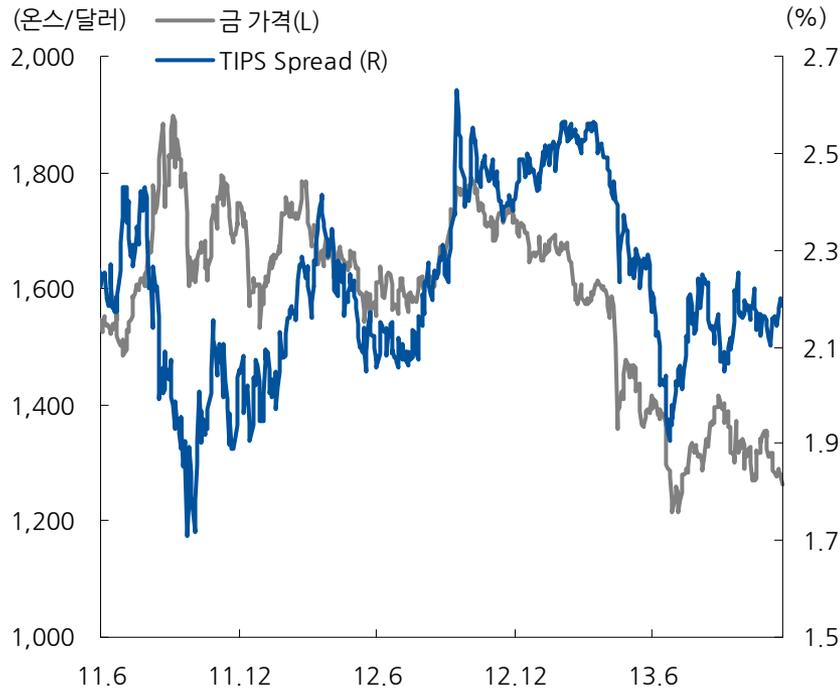
I. 2014년 투자전략

QE축소가 시작된 후 본격적인 가격 반등 기대

QE축소가 시작된다는 의미는 경제가 디플레이션 압박에서 벗어났음을 시사하는 것이다. QE축소로 물가상승률이 하락한다면 이는 QE축소가 잘못된 것이다. 따라서 QE축소가 시작되면 일시적으로 달러화 강세와 금속 가격 하락이 나타날 수 있으나 중장기적인 흐름에서 금속 가격은 상승을 시작할 것으로 예상된다.

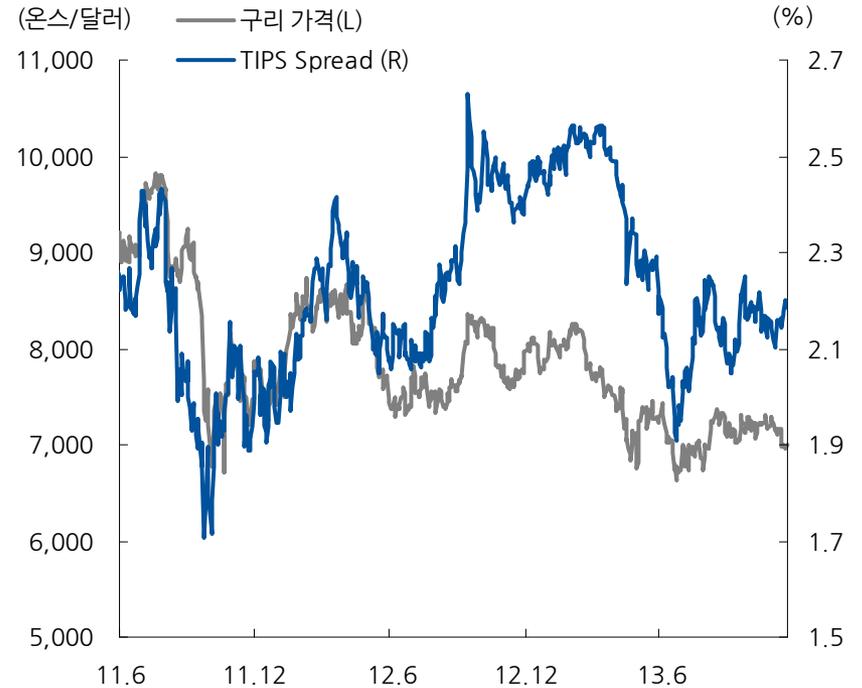
실제로 금 및 구리 가격은 기대인플레이션 지표와 동행한다. 디플레이션 압박에서 벗어나고 경기가 회복되기 시작하면 기대인플레이션 지표는 상승흐름을 보일 것이다. 이는 곧 금속 가격 상승을 시사한다.

금 가격과 기대인플레이션 지표는 동행



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

구리 가격도 기대인플레이션 지표와 동행



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

I. 2014년 투자전략

Cyclical 산업 Valuation

시클릭 산업은 전형적으로 이익 전망치가 주가에 후행하는 산업이다. 이에 따라 국면별 주가, 이익전망, P/E의 모습이 달라진다. 상승사이클이 시작되는 첫 국면에서는 이익 전망은 하락하는 가운데 주가만 상승하면서 P/E가 상승한다. 2국면에서는 이익 전망치 상향 조정이 본격화 되면서 주가 상승에도 불구하고 P/E가 하락하기 시작한다. 3국면에서는 이익 전망치 상향 조정은 지속되나 주가가 급등하면서 P/E는 상승한다. 4국면에서는 이익 전망치는 상향 조정되고 있으나 주가가 하락하기 시작하면서 P/E가 하락한다. 5국면에서는 주가의 하락속도가 이익 전망치 하향 조정 속도보다 빠르다. 마지막 6국면에서는 이익전망치 하향 조정속도가 주가의 하락 속도보다 빨라진다.

TIP

Cyclical산업 Valuation
순환주기는 P/E가 높다고 주식
매수를 주저할 필요가 없음을
시사

주가, 이익전망치, P/E로 본 Valuation사이클

국면	주가방향	이익전망		P/E ratio
1단계	↑	↓	⇒	↑
2단계	↑	↑↑	⇒	↓
3단계	↑↑	↑	⇒	↑
4단계	↓	↑	⇒	↓
5단계	↓↓	↓	⇒	↓
6단계	↓	↓↓	⇒	↑

자료: KDB대우증권 리서치센터

I. 2014년 투자전략

현재는 상승 사이클 제 1 국면이 시작된 국면

2010년 1분기부터 시작된 철강 주식의 하락 사이클은 2013년 하반기에 완료되었다고 판단한다. 현재는 상승 제 1국면으로 이익 추정치 하향 조정이 마지막으로 진행되는 국면이다. 시황 및 주가가 최소한 바닥을 확인했다는 기대감과 더 이상 매도할 투자자가 없다는 이유로 주가는 상승하나 여전히 현재 시점에서는 시황 전망이 불투명하여 투자자들이 공격적으로 주식을 매수할 수 없는 국면이다. 실제로는 가장 용기를 내어 주식 매수를 시작해야 하는 국면이라고 판단한다.

TIP

제 1국면에서 주가 상승에도 불구하고 여전히 이익 전망치는 하향 조정되면서 P/E가 상승한다.

이는 투자자들로 하여금 주식을 비싸보이게 한다.

주가, 이익전망치, P/E로 본 Valuation사이클



자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

I. 2014년 투자전략

Valuation 부담 어떻게 극복할 것인가?

TIP

COE(Cost of Equity)가 하락하는 국면에서는 ROE 대비 기업의 적정한 P/B가 상승하게 된다.

일반적으로 철강 업체들의 P/B는 ROE 추이와 동행하는 경향이 있다. 매우 교과서적인 움직임이다. 문제는 예상 ROE대비 적정 P/B 수준이 얼마인 가이다. 일반적으로 철강 업체들의 Target P/B=ROE/COE로 추정한다. 시클리컬 산업 특성상 영구성장률을 “0”으로 가정하는 것이다.

특이한 점은 투자자들은 COE(Cost of Equity)를 대략 10%로 가정하는 경향이 있다는 점이다. 만약 COE를 10%로 가정하면 ROE가 10%일 때 적정 P/B는 1.0배, ROE가 7%일 때 적정 P/B는 0.7배가 된다. ROE가 7%를 기록하는 기업의 P/B는 0.7배를 넘어설 수 없다고 생각하는 편견에 빠질 수 있다.

그러나 시장이 고속 성장이 끝나고 금리가 하향 안정화 되는 국면에 진입하면 COE는 낮아진다. 과거 ROE 수준과 P/B를 이용하면 주식시장에서 생각하고 있는 COE 수준을 계산할 수 있다. 이를 우리는 Implied COE라 부른다.

이를 통해 과거 선진국 철강업체들의 Implied ROE를 계산해보면 **선진 철강 업체들의 역사적 Implied COE는 평균 5.8%로 이머징 평균인 11.8%보다 크게 낮다.** 만약 현재 투자자들을 지배하고 있는 생각대로라면 선진국 철강 업체들은 P/B가 고작 0.3배에서 0.5배 수준에서만 거래되고 있어야 할 것이다. 그러나 현실은 그렇지 않다.

I. 2014년 투자전략

COE하락으로 적정 P/B 상승할 전망

특히 한국의 POSCO와 현대제철의 역사적 Implied COE는 14%를 넘어선다. 한국시장의 구조적 저금리 환경, 주식투자 수익률 기대치 하락으로 향후 현대제철을 포함한 한국 철강 업체들의 COE 축소에 따른 적정 P/B 상승이 예상된다. 과거의 COE 수준을 향후에도 가치 평가의 기준으로 삼는다면 한국 철강 업체들의 P/B가 예상 ROE대비 비싸다는 생각에 사로잡힐 수 있다. 주의가 필요하다.

TIP

성장률 하락, 금리 하락, 주식에 대한 요구 수익률 하락이 COE 하락 초래

선진국 철강 업체들의 Implied COE가 이머징 업체들 보다 낮아

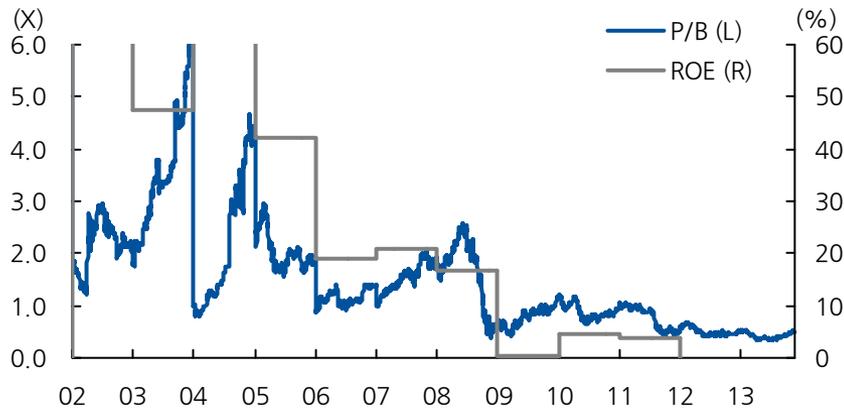
국가분류	기업명	Implied COE (%)	데이터 시작 연도	
선진국	Arcelormittal (유럽)	5.1	2001	
	신일철주금 (일본)	2.7	1990	
	JFE (일본)	8.4	2003	
	US Steel (미국)	6.4	1994	
	Nucor (미국)	6.6	1990	
	선진국 평균		5.8	
	이머징	POSCO (한국)	14.0	1990
현대제철 (한국)		14.1	1990	
허베이 (중국)		7.2	2000	
보산강철 (중국)		9.5	2001	
무한강철 (중국)		7.0	2001	
Gerdau (브라질)		17.3	1991	
Jindal (인도)		13.6	2000	
이머징 평균			11.8	

자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

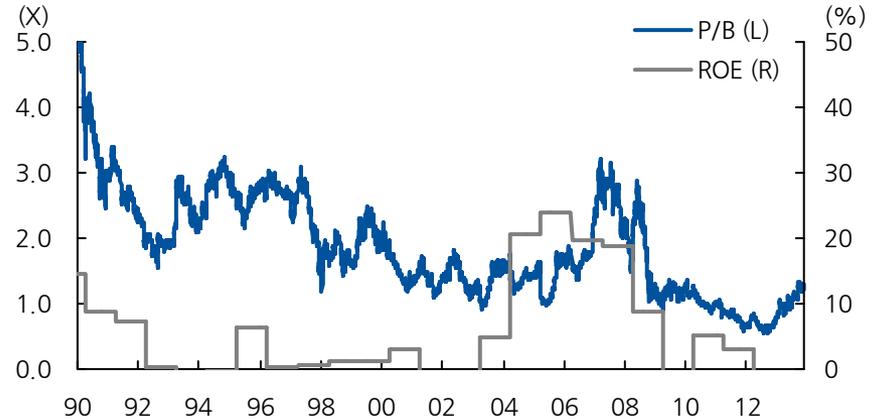
I. 2014년 투자전략

대표 선진국 철강 업체들의 P/B와 ROE 추이

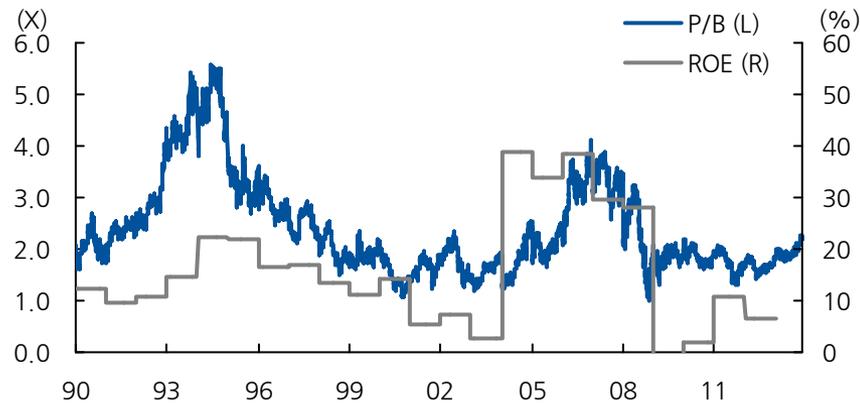
Arcelormittal



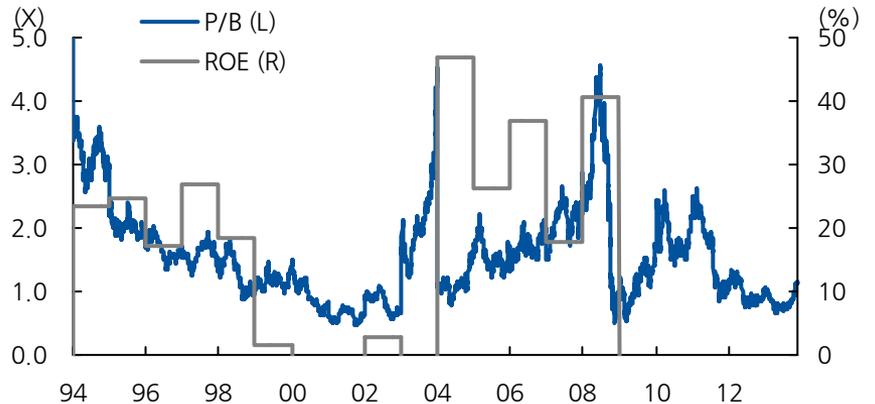
신일철 주금



Nucor



US Steel

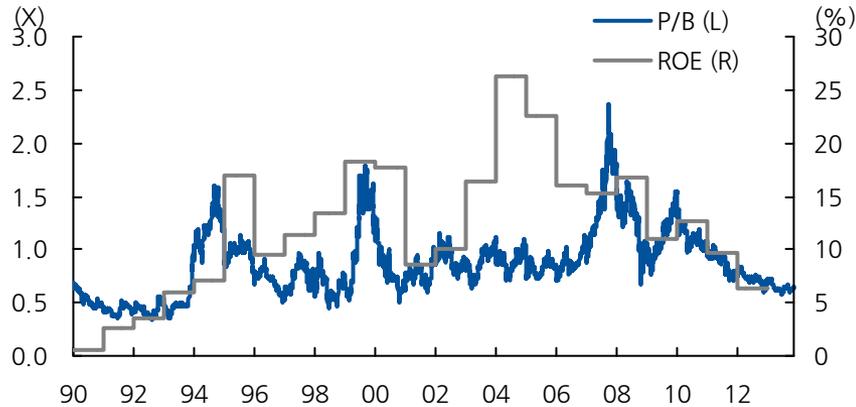


자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

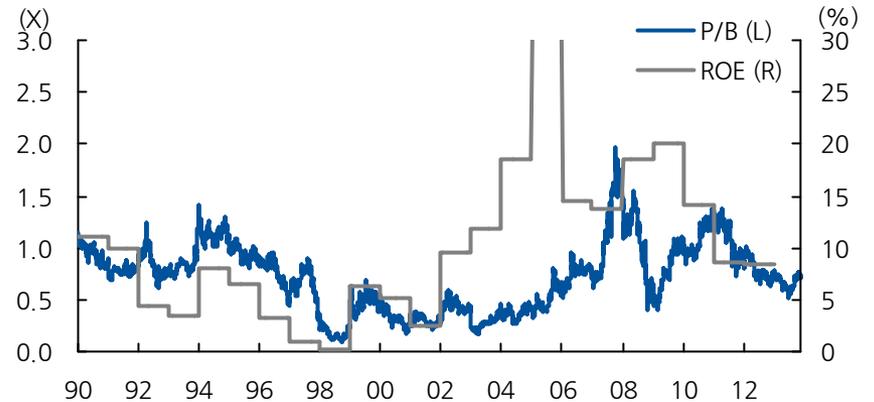
I. 2014년 투자전략

한국 및 이머징 철강 업체들의 P/B와 ROE 추이

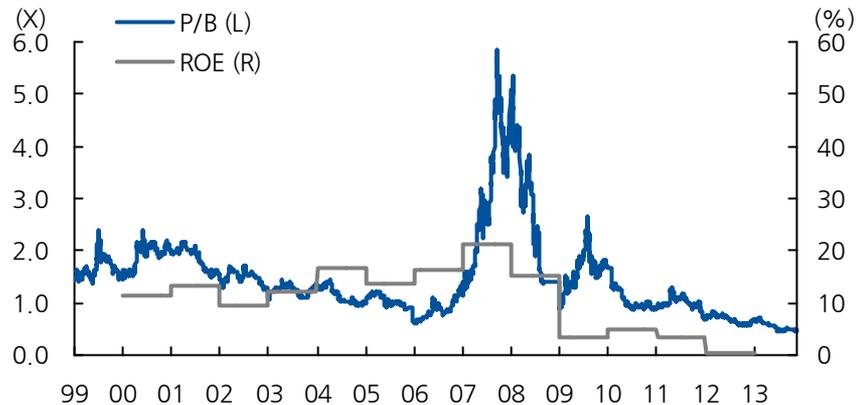
POSCO



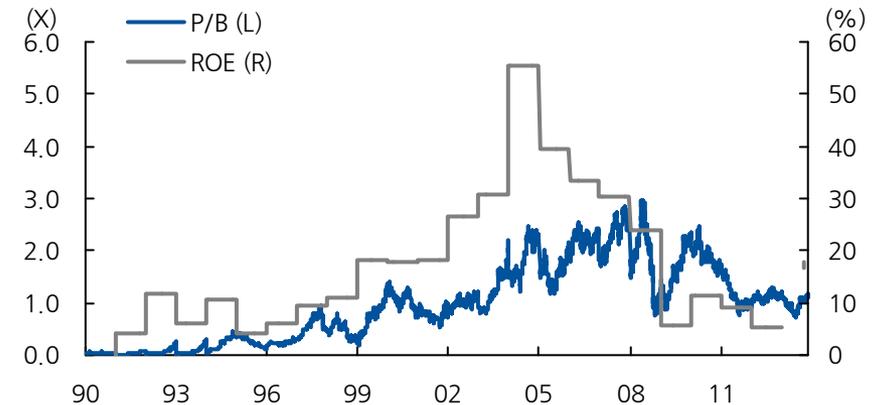
현대제철



허베이강철



Gerdau



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

I. 2014년 투자전략

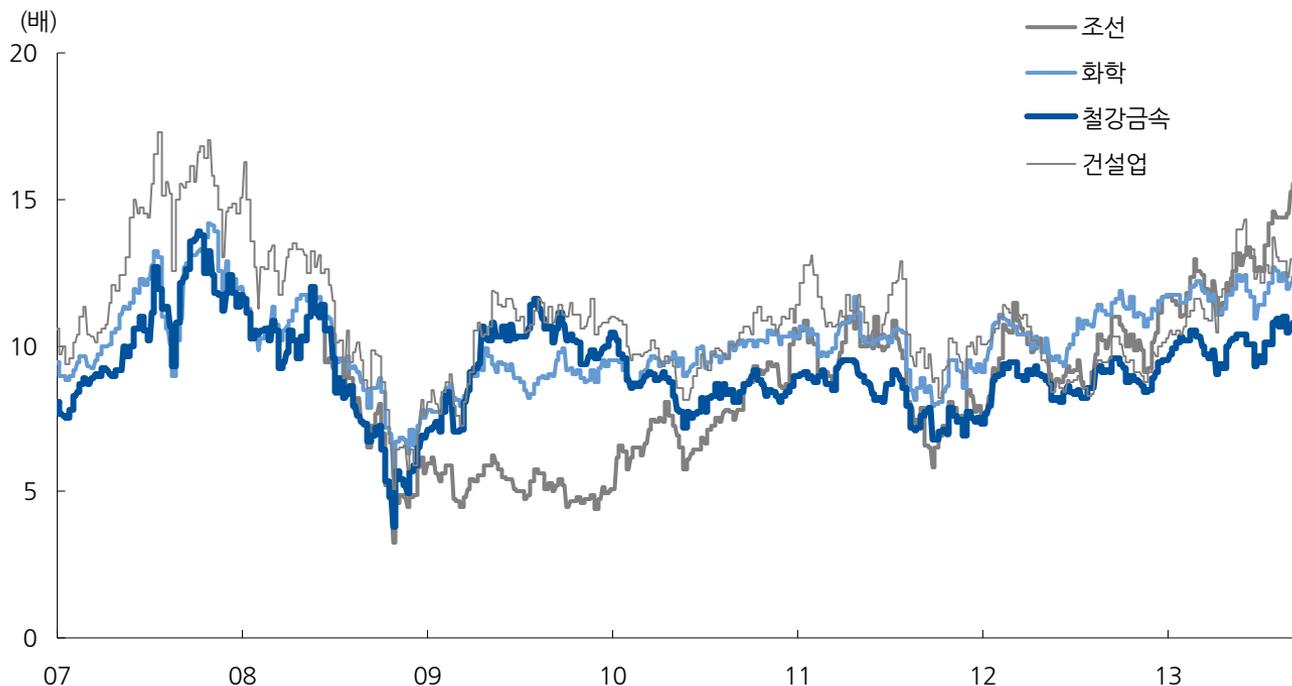
시클릭얼 산업내 가장 매력적인 Valuation

현재 시클릭얼 산업 내에서도 철강 업종의 Valuation이 가장 매력적이다. 현재의 Gap 수준이 지속될 수 없다고 판단한다. 그 이유는 시클릭얼 산업들의 주가 상승이 경기 개선 기대감이라면 철강 설비 증설 속도 둔화 등을 감안할 때 철강 산업만 개선되지 않는다고 판단할 근거가 없기 때문이다.

TIP

12개월 P/E는
조선>건설>화학>철강의
순서로 높아

12개월 P/E수준은 시클릭얼 산업내 철강 업종이 가장 낮아



자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

I. 2014년 투자전략

Global peer group valuation 비교

Area	주가상승률		시가총액	매출액(십억원)		영업이익(십억원)		영업이익률		순이익(십억원)		PER(배)		PBR(배)		ROE(%)		
	-1M	-3M	(십억원)	13F	14F	13F	14F	13F	14F	13F	14F	13F	14F	13F	14F	13F	14F	
Korea	POSCO	4.1	0.5	28,597	61,722	65,987	3,171	3,752	5.1	5.7	1,774	2,508	15.2	10.6	0.7	0.6	4.5	6.0
	현대제철	-4.0	18.9	7,235	13,442	15,785	760	1,048	5.7	6.6	567	696	12.6	10.3	0.7	0.6	5.6	6.6
	동국제강	-15.0	3.4	835	6,869	6,999	66	102	1.0	1.5	-120	-57	-	-	0.3	0.4	-4.7	-1.2
Japan	Nippon steel	0.0	17.2	34,111	58,088	58,712	3,260	4,251	5.6	7.2	2,397	2,939	9.1	11.4	1.2	1.1	9.0	10.0
	JFE Holdings	-4.0	4.4	15,289	39,005	40,227	2,009	2,629	5.1	6.5	1,235	1,591	11.5	8.8	0.8	0.8	7.6	9.1
China, Taiwan	Baoshan iron & steel(중)	-1.4	2.0	11,917	31,703	32,849	1,559	1,880	4.9	5.7	1,165	1,351	10.2	9.0	0.6	0.6	5.5	6.4
	Wuhan iron & steel(중)	-1.7	1.3	4,115	15,917	16,205	231	309	1.5	1.9	131	183	31.6	22.5	0.7	0.6	1.6	2.8
	Maanshan iron & steel(중)	-1.7	7.9	2,324	12,997	13,695	10	250	0.1	1.8	33	111	65.2	22.6	0.6	0.6	-0.1	2.0
	Angang steel(중)	3.6	0.3	4,110	13,334	13,909	251	377	1.9	2.7	171	225	24.1	17.7	0.5	0.5	2.1	2.3
	China steel(대)	-3.8	-1.0	13,846	12,666	13,401	819	933	6.5	7.0	554	617	25.1	22.1	1.3	1.3	5.3	6.0
India	Tata steel	17.6	49.8	6,338	24,212	25,477	1,751	1,949	7.2	7.7	574	695	11.1	9.1	1.0	1.0	9.5	10.6
	SAIL	10.9	48.2	4,565	7,915	8,913	738	903	9.3	10.1	405	499	11.1	9.0	0.6	0.6	5.4	6.1
Europe	Arcelor-Mittal(네)	4.8	26.8	29,878	85,039	88,522	2,092	3,707	2.5	4.2	-823	1,743	-	20.3	0.6	0.6	-1.5	2.8
	Thyssenkrupp(독)	3.3	21.0	13,875	52,758	54,568	1,169	2,036	2.2	3.7	-194	746	-	17.8	3.7	3.2	-15.7	19.7
	Salzgitter(독)	-3.6	14.6	2,753	13,806	14,204	-295	162	-2.1	1.1	-463	49	-	39.6	0.5	0.5	-9.3	1.2
	Voestalpine(오)	1.6	11.0	8,798	16,384	16,973	1,260	1,427	7.7	8.4	679	805	13.3	11.3	1.3	1.2	9.9	11.1
U.S.A	US steel	14.7	50.4	4,168	18,732	19,825	112	495	0.6	2.5	-590	147	-	29.6	2.1	2.0	-5.8	6.1
	Nucor	3.8	13.4	17,725	20,186	21,507	983	1,846	4.9	8.6	479	1,035	37.2	16.8	2.2	2.1	6.0	12.7
	AK steel(미)	21.7	53.7	746	5,874	6,201	118	231	2.0	3.7	-88	22	-	33.6	-	-	-15.7	-2.2
	Steel Dynamics	4.6	18.5	4,442	7,869	8,204	428	682	5.4	8.3	205	349	22.4	13.3	1.7	1.6	7.6	11.8
C.I.S	Severstal(러)	-0.3	13.9	8,323	14,506	15,161	1,112	1,308	7.7	8.6	505	745	17.4	11.7	1.1	1.0	6.0	8.1
	Novolipetsk(러)	-8.2	5.3	10,389	12,575	12,988	742	898	5.9	6.9	478	571	23.2	9.3	1.1	0.9	3.6	4.5
	Evsraz(러)	-12.8	-1.4	2,847	15,373	15,598	613	727	4.0	4.7	-202	36	-	9.3	1.1	0.9	-4.0	0.2
Others	Gerdau(브)	12.4	8.7	13,888	19,188	21,393	1,282	1,840	6.7	8.6	666	1,049	21.3	13.6	1.1	1.0	4.5	7.1
	Bluescope(호)	12.0	11.2	2,965	8,266	8,979	250	388	3.0	4.3	116	221	25.2	13.4	0.7	0.7	2.8	5.3

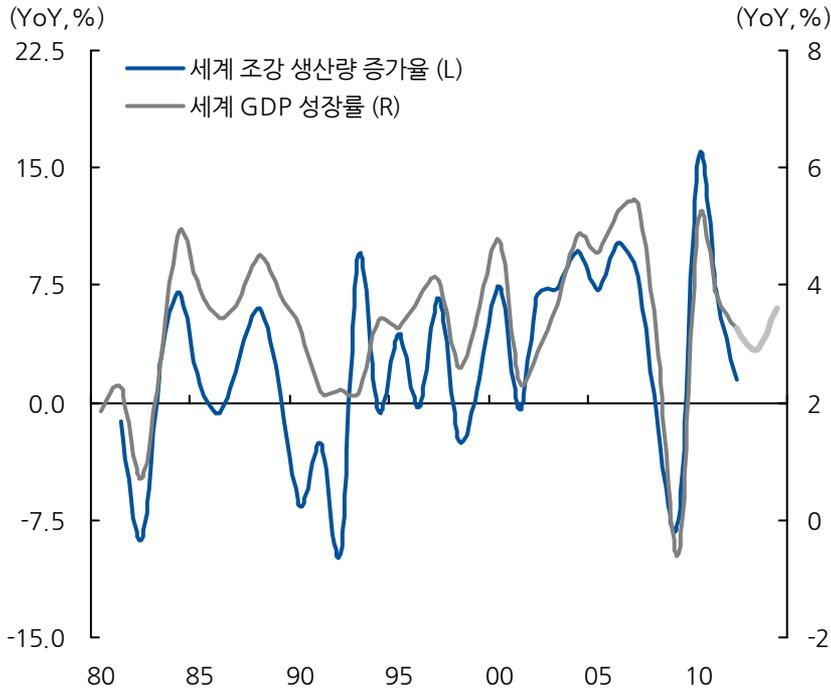
자료: Bloomberg Consensus, KDB대우증권 리서치센터
 주: 2013년 11월 20일 종가 기준

II. 2014 전망: 철강금속

오지 않았던 수급 개선, 그러나 가능성은 더 높아져

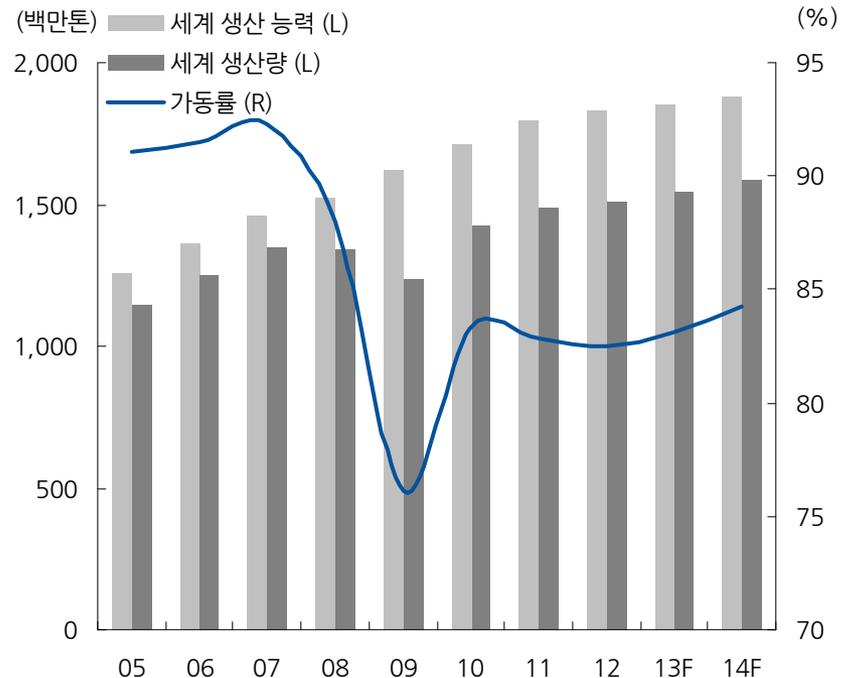
당사는 글로벌 경기 회복에 따른 철강 수요 회복과 철강 설비 증설 속도 둔화로 철강 업종 가동률 상승이 시작될 것이라 생각한다. 이러한 아이디어는 2013년 상반기에도 피력한 바 있다. 그러나 예상보다 글로벌 철강 산업 수급 개선 시점이 지연되고 있다. 가장 근본적인 원인은 철강 설비 증설량이 예상보다 많았기 때문이 아니다. 철강 수요 성장률과 동행하는 세계 경제 성장률이 당초 예상보다 낮았기 때문이다. 만약 2014년에는 예상과 같이 세계 경제 성장률이 2013년보다 높아진다면 당사가 예상하는 철강 산업 수급 개선은 현실이 될 전망이다. 2014년 생산능력 증가율은 2%, 수요 증가율은 3%를 예상한다. 지연 된 것과 오지 않는 것은 다르다.

세계 철강 수요 및 공급량은 세계 GDP 성장률과 동행



자료: IMF, WSA, KDB대우증권 리서치센터

경기 회복과 철강 설비 증설 속도 둔화로 철강 업종 가동률 상승 시작



자료: WSA, KDB대우증권 리서치센터 추정

II. 2014 전망: 철강금속

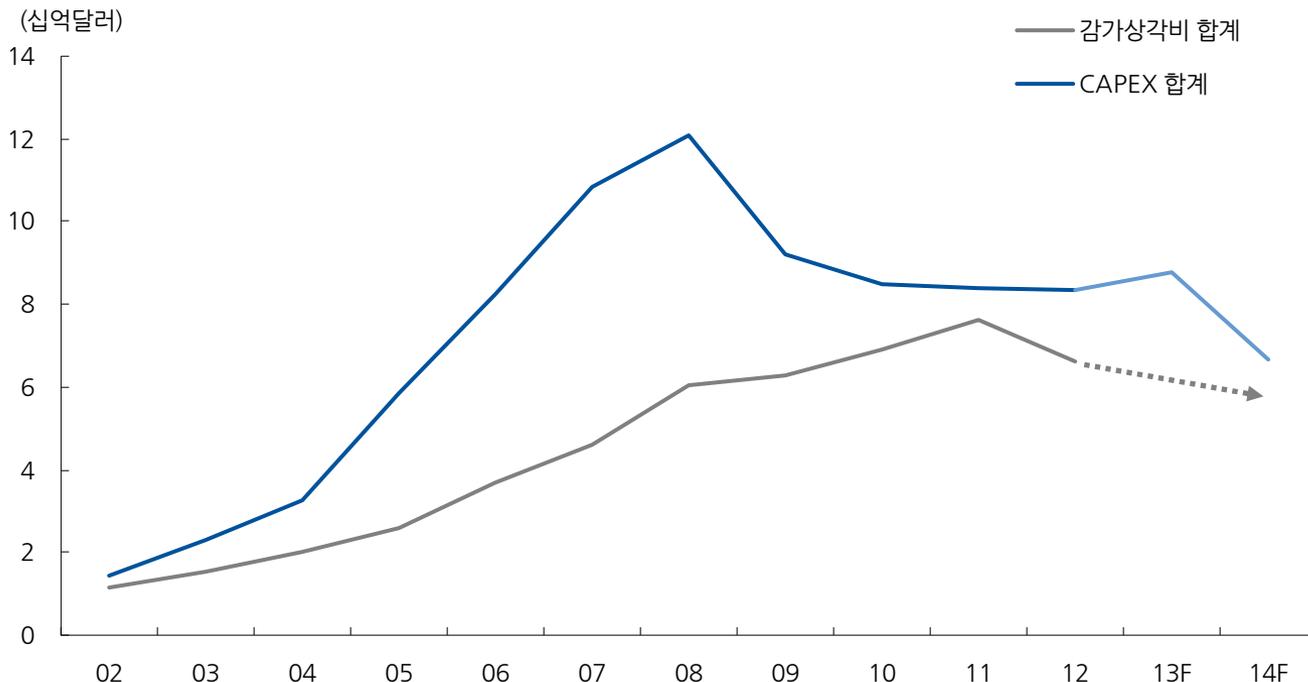
중국 감가상각비 감소의 시사점?

중국 철강 업체들의 투자는 2009년부터 축소가 시작되었고 감가상각비 감소는 2012년부터 시작되었다. 감가상각비 감소는 두 가지 시사점이 있다. 첫째, 신규 설비 가동이 축소되기 시작했음을 알리는 신호다. 이 경우 증설 사이클은 끝났다고 판단할 수 있다. 둘째, 영업이익을 늘리기 위해 감가상각 내용연수를 늘려 감가상각비를 축소하는 것이다. 실제로 2012년부터 대표기업들의 EBITDA 감소폭이 영업이익 감소폭을 상회했다. 이는 2011년 이전에는 없었던 현상이다. 두 가지 모두 철강 산업이 바닥을 통과하고 있는 시그널들 중의 하나임에는 분명하다.

TIP

중국 주요 12개 철강 상장 기업 투자비와 감가상각비 추이

중국 대표 철강 업체들 신규 설비 가동 축소되기 시작



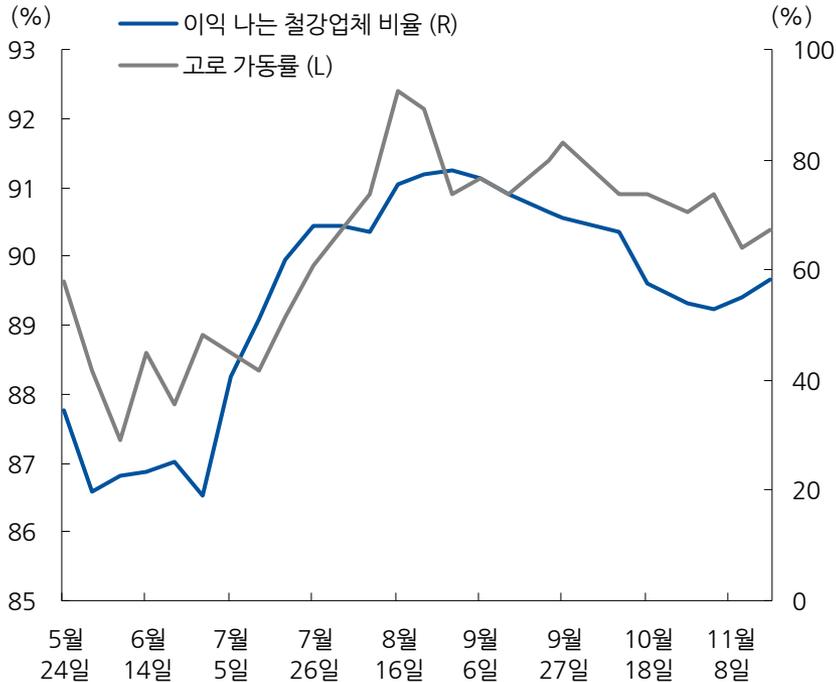
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

II. 2014 전망: 철강금속

본질은 과잉 “생산”이 아닌 과잉 “설비”와 수요 부진

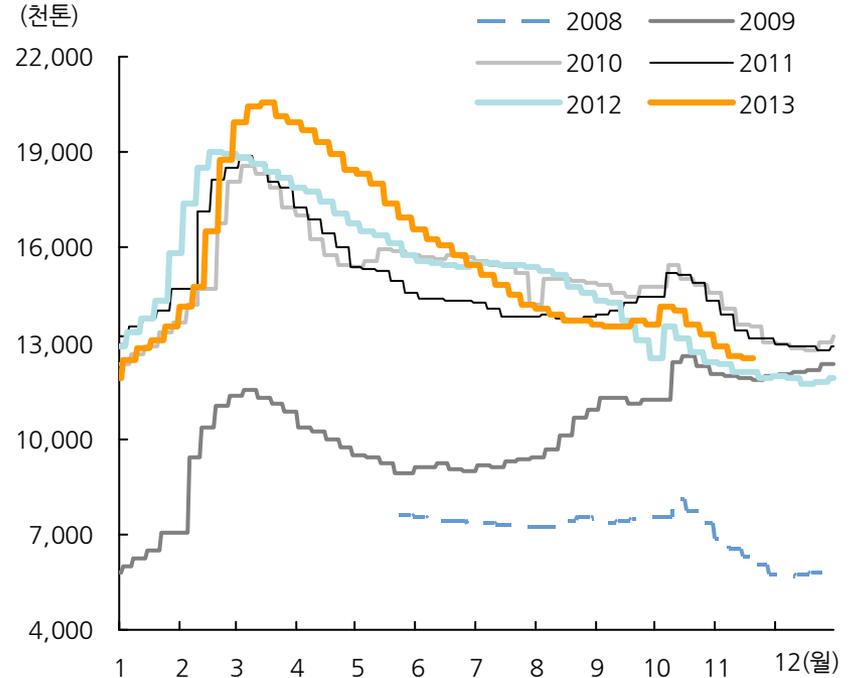
투자자들의 가장 큰 우려는 중국의 과잉 생산이다. 그러나 당사는 과잉 생산이 본질이 아니라고 판단한다. 생산은 수요의 함수일 뿐이다. 실제로 중국 철강 생산량의 70%에 해당하는 업체들을 대상으로 한 주간 단위의 가동률 조사에 따르면 그들의 가동률은 철강 업체들의 이익 수준과 동행한다. 즉, 수요가 개선되는 국면에서는 철강 가격 상승으로 이익도 개선되며 가동률도 동시에 상승한다. 이러한 흐름은 가동률이 상승해 공급이 증가했다고 끝나는 것이 아니라 수요 개선이 멈출 때 까지 지속된다. 만약 생산 증가가 과잉 재고를 유발해 가격 약세를 초래했다면 2013년 8월 중국 고로 가동률이 고점을 기록한 시점에 중국 내 과잉재고가 존재했어야 하나 실제로는 그렇지 않았다.

수요가 증가하는 국면에서는 철강사 이익과 가동률은 동시에 증가



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

중국 월별 철강 유통 재고량은 2010년과 2011년 수준 이하

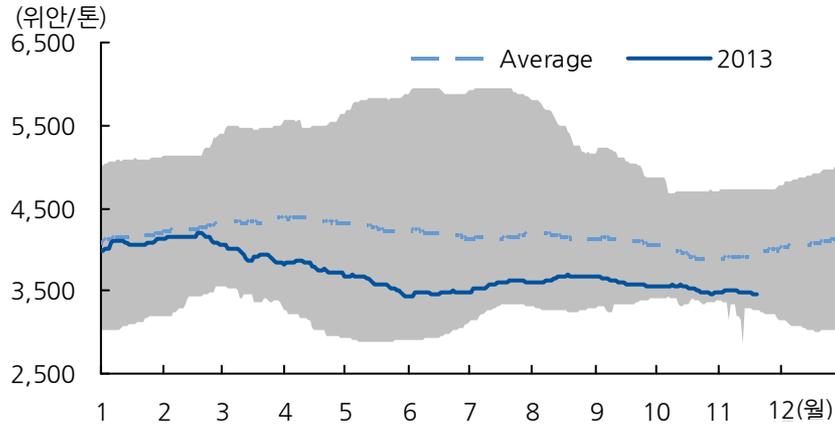


자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

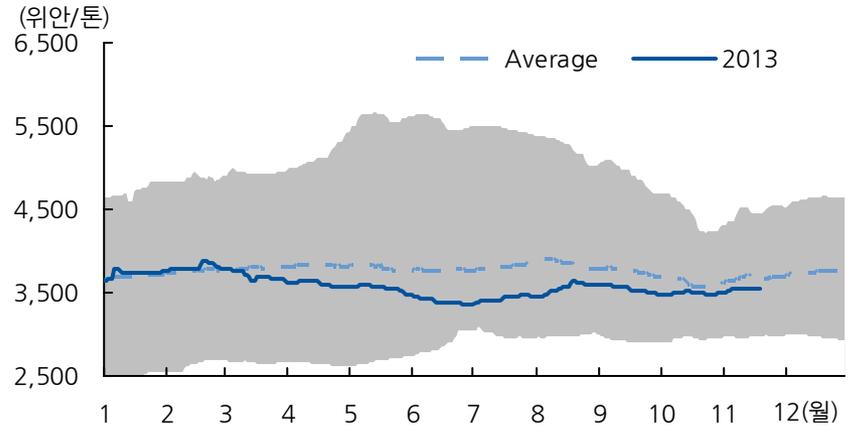
III. 2014 전망: 철강금속

2003년 이래 중국 철강 유통 가격 및 재고 동향

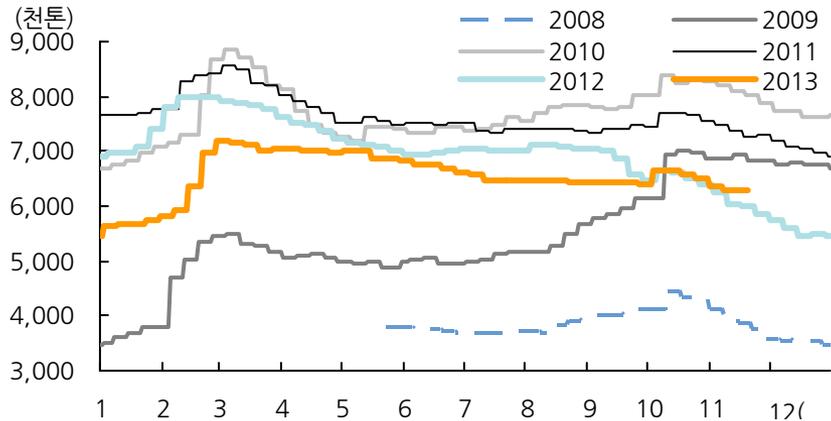
중국 열연가격은 10년 Band 하단에 도달



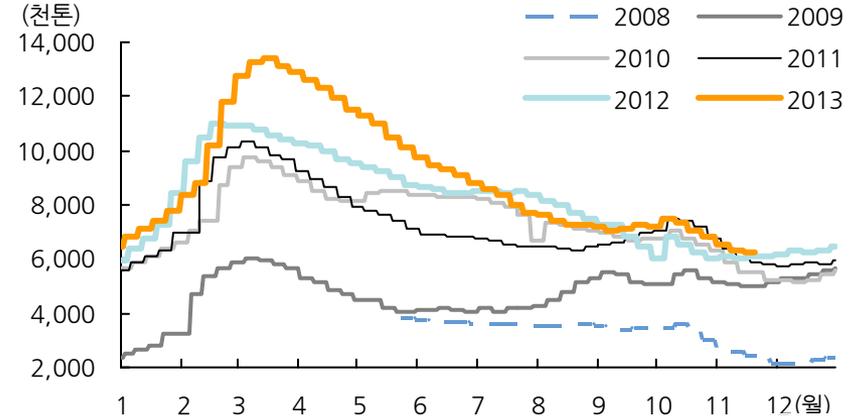
철근 가격은 열연 보다는 높은 수준



중국 판재류 유통 재고량은 4년래 최저치



봉형강류 유통 재고량은 상반기 급증 후 급격히 조정 중



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

II. 2014 전망: 철강금속

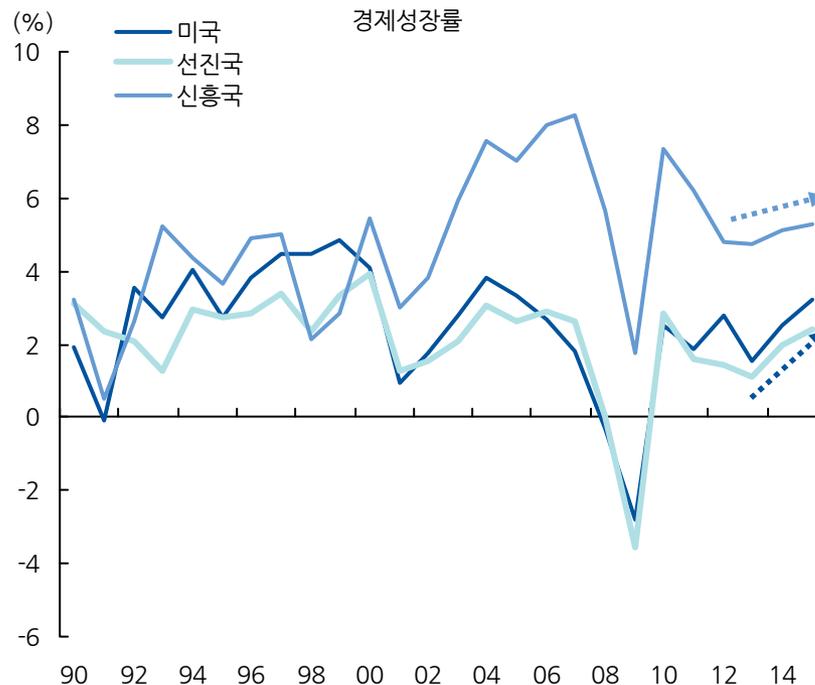
수요 증가의 핵심은 중국 이외 지역

철강 산업은 중국 관련 산업이다. 중국이 세계 철강 수요의 47%를 차지하고 있기 때문이다. 그러나 2014년에는 중국 이외 지역이 수요측면의 핵심 변수로 등장할 전망이다. 2013년에는 북미, 유럽 등의 수요 부진으로 중국 이외 지역의 철강 소비 증가율이 0.7%에 불과할 전망이다. 2014년에는 선진국의 건설 및 설비 투자 증가, 경기 개선이 글로벌 철강 수요 개선을 견인할 전망이다. 중국 수요 증가율이 2013년 6.0%에서 2014년 3.0%로 감소하나 중국 외 지역 수요 증가율은 2013년 0.7%에서 2014년 3.5%로 증가할 전망이다. 중국의 경착륙 가능성만 배제한다면 글로벌 철강 산업은 선진국 경기 회복의 수혜를 받을 가능성이 높다.

중국 이외 지역이 철강 수요 견인할 전망

	철강재 소비량(백만톤)			전년대비 증감율(%)		
	2012	2013F	2014F	2012	2013F	2014F
EU(27)	140	135	138	-9.5	-3.8	2.1
기타 유럽	35	37	38	4.3	5.5	4.6
CIS	57	59	61	4.5	3.0	3.5
NAFTA	132	132	136	8.4	0.2	3.2
중남미	47	49	51	3.1	2.8	5.0
아프리카	27	28	30	7.9	4.3	8.2
중동	49	49	53	-1.3	1.3	6.3
아시아-오세아니아	943	986	1,016	2.8	4.6	3.0
중국	660	700	721	2.9	6.0	3.0
세계 (중국 제외)	770	775	803	1.1	0.7	3.5
세계	1,430	1,475	1,523	2.0	3.1	3.3
선진국	390	384	390	-1.7	-1.6	1.7
이머징	1,040	1,091	1,133	3.4	4.9	3.8

경기 개선폭도 신흥국 보다는 선진국이 클 것으로 예상



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

II. 2014 전망: 철강금속

현실화 되지 않았던 원재료
공급 확대,
그러나 이 또한 단지 지연된
이슈일 뿐

철강의 원재료인 철광석 생산능력 증설은 예정대로 이루어졌다. 그러나 2013년에는 브라질 기상 악화에 따른 생산 감소, 인도의 철광석 생산 및 수출 규제에 따른 철광석 수출 감소 지속으로 철광석 공급 증가 효과가 나타나지 않았다. 2014년부터는 세계 주요 철광석 업체들의 생산능력 증가가 본격적으로 생산으로 이어지고, 인도 역시 외화 벌이를 위해 철광석 수출을 재개할 가능성이 높아 철광석 공급 증가가 현실이 될 전망이다. 2013년에는 세계 4대 철광석 기업의 철광석 생산능력 증가 폭은 철광석 연간 수요의 7% 수준이었다. 철광석 업체들은 생산량 확대를 통해 단위당 생산 원가를 낮추려 하고 있다. 이는 자연스럽게 철광석 공급 확대로 이어질 전망이다.

TIP

Vale

: 철광석 생산량 2013년
320백만톤에서 2017년에는
402백만톤으로 증가

Rio Tinto

: 2013년에 생산능력
237백만톤에서 290백만톤
증설 완료, 향후 360만톤까지
증설할 계획

FMG

: 2013년에 생산능력
115만톤에서 155만톤으로
증설 완료

세계 철광석 수급 전망: 2014년부터 본격적으로 잉여 물량 증가 시작

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
세계 철강 생산량	1,304	1,205	1,393	1,491	1,513	1,575	1,630	1,679	1,729
		-7.6%	15.6%	7.1%	1.5%	4.1%	3.5%	3.0%	3.0%
스크랩 Base	375	297	371	429	426	441	456	470	484
스크랩 Base 비중	29%	25%	27%	29%	28%	28%	28%	28%	28%
철광석 Base	929	908	1,022	1,062	1,087	1,134	1,174	1,209	1,245
		-2.2%	12.6%	3.9%	2.3%	4.3%	3.5%	3.0%	3.0%
세계 철광석 수요	1,498	1,464	1,648	1,713	1,753	1,829	1,893	1,950	2,008
		-2.2%	12.6%	3.9%	2.3%	4.3%	3.5%	3.0%	3.0%
세계 철광석 생산	1,535	1,499	1,679	1,756	1,800	1,888	1,967	2,040	2,092
		-2.3%	12.0%	4.6%	2.5%	4.9%	4.2%	3.7%	2.5%
중국 철광석 (62% Fe 기준)	337	290	367	367	371	401	399	399	399
		-13.9%	26.6%	0.0%	1.1%	8.1%	-0.5%	0.0%	0.0%
중국외 철광석 생산	1,198	1,209	1,312	1,389	1,429	1,487	1,568	1,641	1,693
		0.9%	8.5%	5.9%	2.9%	4.1%	5.4%	4.7%	3.2%
철광석 잉여 생산량	37	35	31	43	47	59	74	90	84

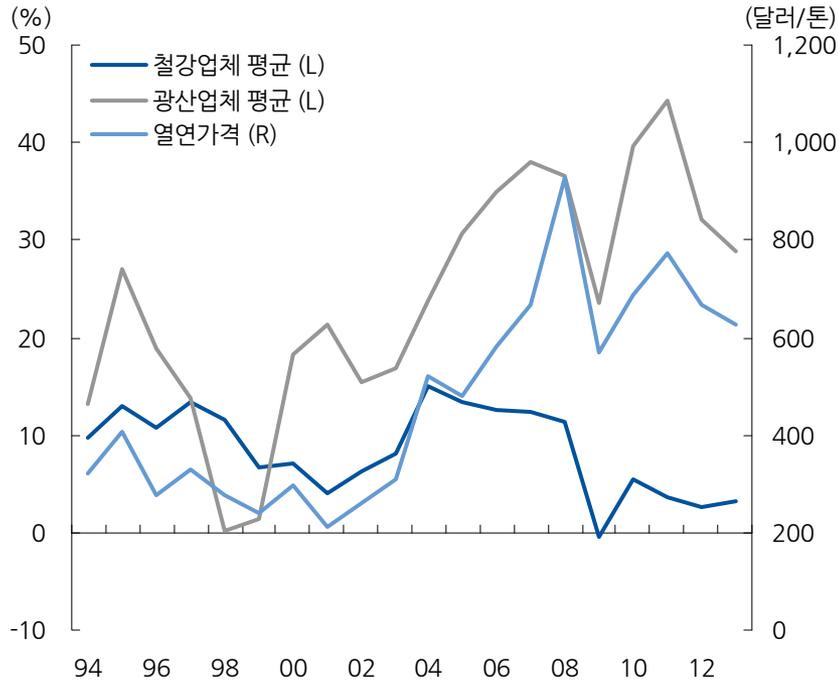
자료: 각 사 자료 종합, KDB대우증권 리서치센터 추정

II. 2014 전망: 철강금속

이익 재분배 전망 유효: 광산에서 철강으로

당사는 지난 4년간 철강 업체들이 겪어왔던 이익률의 구조적 하락을 향후 3년간 광산업체들이 경험할 것으로 예상한다. 반대로 철강 업체들은 이익률 정상화를 경험할 전망이다. 또한 과거에 중국 중심의 철강 산업 성장은 '철광석 생산이 되지 않는 곳에서의 철강 생산'이었기에 철강 공급 과잉과 철광석 부족 현상을 야기했다. 중국 철강 업체들의 철광석 광산 보유율이 낮기 때문이다. 실제로 세계 철강 가격 고점은 2008년이었으나 철강 업체 평균 이익률은 이미 2004년에 Peak를 기록했다. 그러나 미주, 유럽 철강 업체들의 철광석 자급율은 높다. 따라서 선진국 주도의 철강 수요 개선이 나타나면 글로벌 철강 업체들의 이익률을 훼손하지 않는 시황 개선이 될 전망이다.

철강업체와 광산업체 이익률은 점차 수렴하기 시작할 저망



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

철강 Spread 반대 시작될 전망



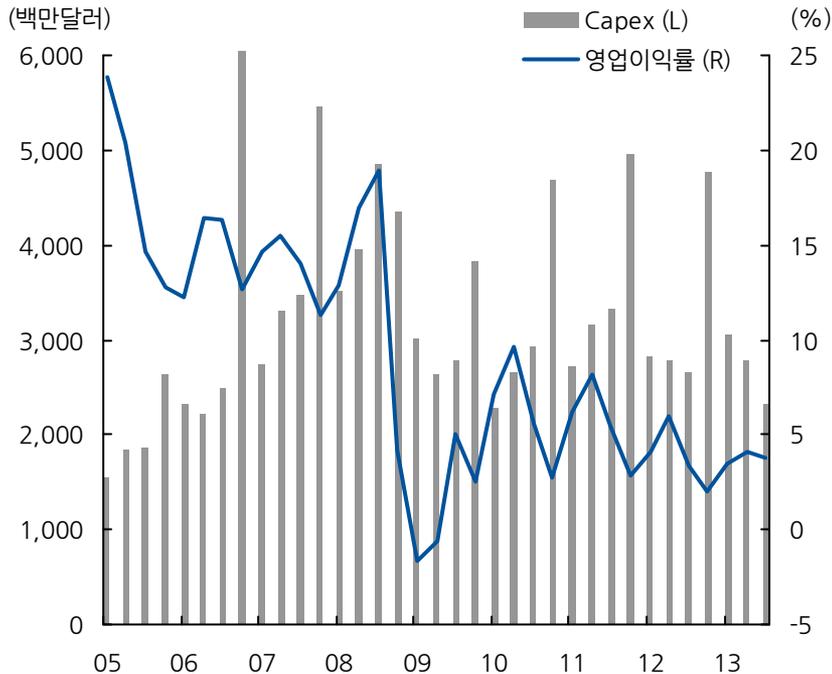
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

II. 2014 전망: 철강금속

투자비 추이도 가격 협상력 변화 가능성을 시사

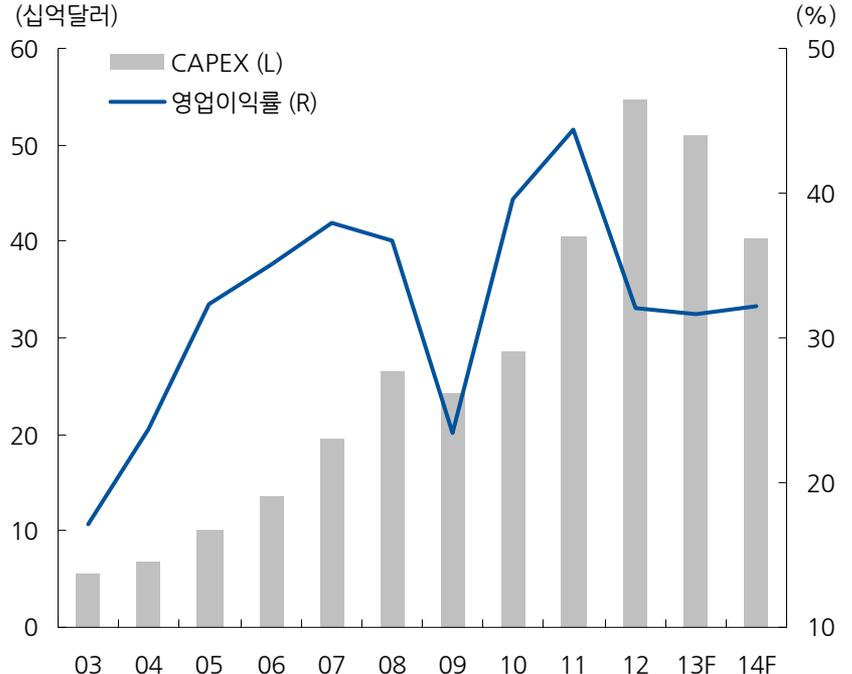
수급 변화를 가장 정확하게 예측할 수 있는 Data가 업체들의 투자비 추이다. 투자와 설비 가동간의 시차가 존재하기 때문이다. 철강업체들의 경우 이미 2009년부터 투자비가 감소했다. 2013년에는 2012년보다 또 다시 투자비가 축소되고 있다. 이익 감소 때문이다. 반면 광산업체들의 투자비는 2012년까지도 급증했다. 2013년부터 소폭 감소하기 시작할 전망이다. 업체들의 투자비 추이도 향후 철강 생산능력 증가속도 보다 광산업체들의 생산능력 증가 속도가 빠를 것임을 시사한다.

주요 철강업체들의 투자비는 이미 2009년부터 축소



주: CAPEX가 급증한 분기는 M&A 영향으로 실질 투자 아님
 자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

광산 업체들의 투자비는 2012년까지도 급증



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

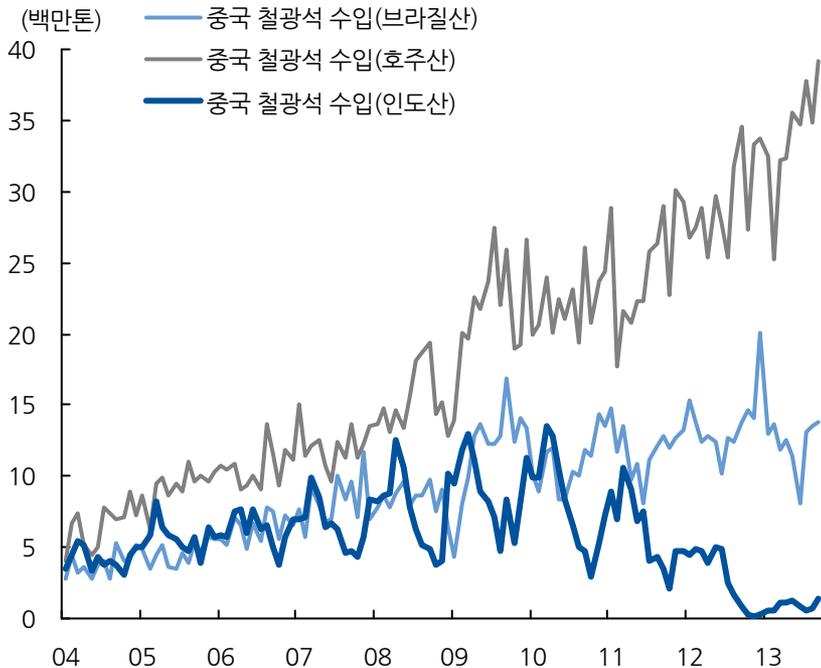
II. 2014 전망: 철강금속

다만 본격적인 철광석 공급 증가 효과는 3월 이후부터

철광석 공급 증가 효과가 가격에 본격적으로 영향을 미치는 시점은 2014년 3월 이후가 될 전망이다. 이는 계절적 요인이다. 세계 1위의 철광석 생산 국가인 호주는 11월~2월 우기가 도래한다. 이에 따라 철광석 및 석탄 생산량은 일시적으로 둔화된다. 이는 연말,연초 철광석 가격 상승 움직임을 초래한다.

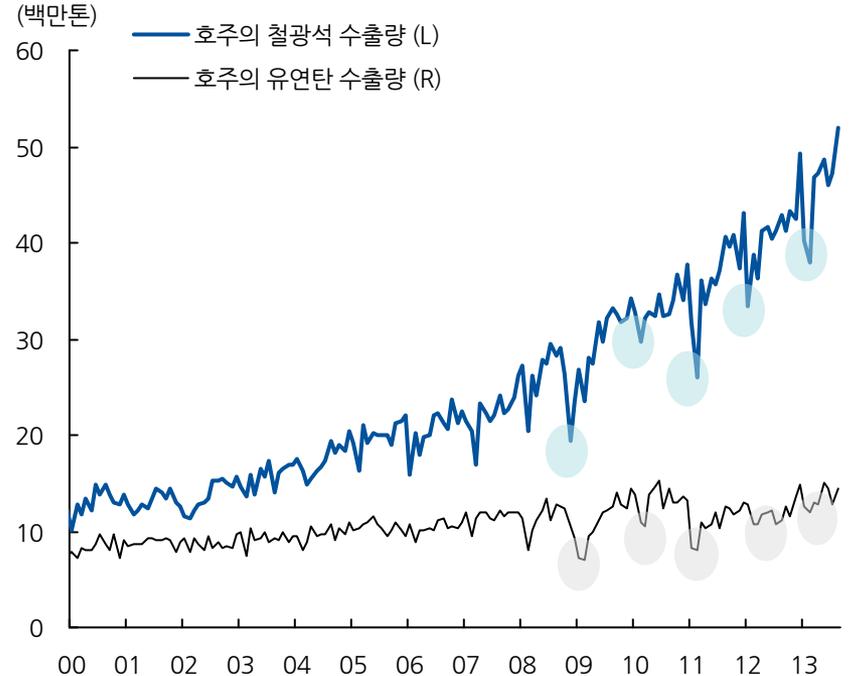
이미 인도산 철광석의 수출은 증가하기 시작했다. 생산이 중단되었던 광산의 재가동 및 수출에 걸리는 시간을 고려하면 인도산 철광석의 수출량도 2014년부터 본격적으로 회복될 것으로 전망한다.

인도산 철광석 귀환의 시작



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

다만 계절적 요인으로 본격적인 공급 증가는 3월 이후부터



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

II. 2014 전망: 철강금속

원재료의 절대 가격 하락이 아닌 상대적 약세가 필요

투자자들의 가장 많은 우려 중 하나는 원재료 가격이 하락하면 그것이 철강 가격을 끌어내려 결국 이익이 악화될 것이라는 점이다. 이는 수요산업이 특별한 호황을 보이는 상황이 아니라면 사실이다. 실제로 2011년 이래 고로 원가의 35%를 차지하는 석탄은 공급 확대로 가격이 하락했다. 2011년 철광석 보다 두 배에 거래되었던 석탄 가격은 현재 철광석 가격과 유사한 수준까지 하락했다. 그럼에도 불구하고 고로 업체들의 이익률은 상승하지 못했다. 그 이유는 철강 가격 하락 때문이다. 즉, 우리에게 필요한 것은 원재료 가격의 큰 폭 하락이 아니라 경기 회복으로 철강 가격은 상승하고 원재료 가격은 철강 가격보다 상대적으로 약세를 보여주는 것이다.

TIP

2011년에는 석탄이 원가 압박의 주요 원인이었으나 석탄은 이미 공급 과잉 시작

공급 확대로 이미 제철용 Coking coal(석탄) 가격은 하락 완료



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

II. 2014 전망: 철강금속

다행히 철광석 가격 급락할 가능성 낮아

당사는 철광석 가격 급락으로 철강 가격을 끌어내릴 가능성은 낮다고 판단한다.

그 이유는 1) 철강업체 보유 철광석 재고량이 낮은 수준이다. **현재 중국 철강 업체들이 보유한 철광석 재고 보유량은 2011년과 2012년 저점 수준에 불과하다.** 2) 중국 철광석 항구 재고량도 매우 낮은 수준이다. **중국 철광석 수입량 대비 철광석 항구 재고량은 금융 위기 당시 수준보다도 낮다.**

철광석 재고량은 과거 Band 저점 수준에 불과



자료: Mysteel, KDB대우증권 리서치센터

중국 철광석 항구 재고량도 매우 낮은 수준



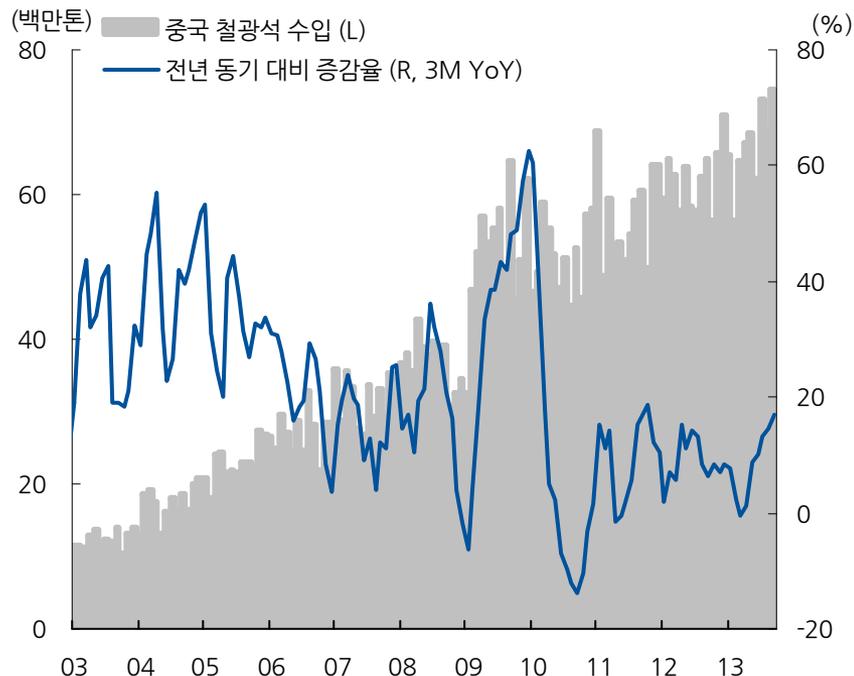
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

II. 2014 전망: 철강금속

철광석 가격 약세로 중국 철광석 생산은 정체

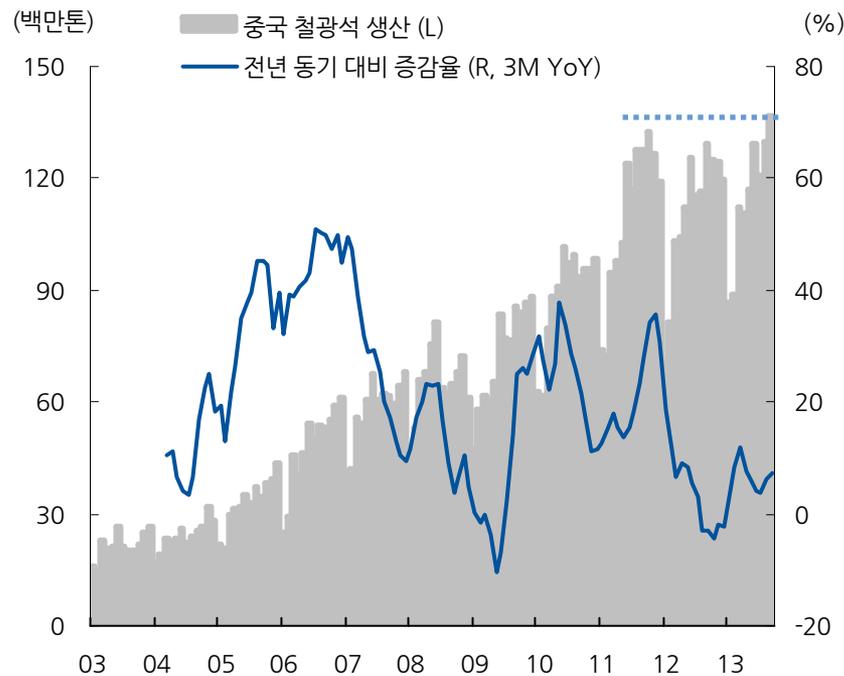
또한 2) 중국 철광석 생산량이 정체를 보일 가능성이 높다. 중국은 현재도 철강의 30%를 중국산 철광석으로 부터 생산하고 있다. 현재의 철광석 가격에서는 중국산 철광석 생산이 가파르게 증가하기 어렵다. 철광석 가격이 하락할 경우 중국산 철광석 생산은 감소할 가능성이 높다. 이것이 철광석 가격의 급락을 억제해 줄 요인이다.

중국의 해외 철광석 수입량은 지속적으로 증가



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

중국의 철광석 생산량은 2011년 이래 정체



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

II. 2014 전망: 철강금속

철강 산업 회복 촉진 요소:

1. 중국의 환경 문제

역사적으로 시황의 중대한 변곡점은 의외의 변수들이 만들곤 했다. 중국의 환경 문제도 그 중 하나가 될 가능성이 높다. 특히 경제 수준이 발전할 수록 건강에 대한 관심도는 높아질 수 밖에 없다. 중국은 친환경 설비가 제대로 갖추어지지 않은 공장들과 자동차 등이 오염물질 유발의 주요 원인이다. 특히 베이징 공기 오염의 주범 중 하나는 허베이 지역의 철강 공장들이다. 허베이 지역은 중국 철강 생산 설비의 36%가 위치한 곳이다. 중국은 환경 기준치에 미달한 철강 공장들을 폐쇄하거나 환경 기준치에 합당한 수준으로 추가 투자를 강제할 가능성이 높다. 공장 폐쇄는 물론이고 추가 투자가 시행되더라도 이는 중국 철강 생산 비용을 증가시켜 중국 외 철강 기업들에게 호재다.

2013년 10월 중국 국무원에서 대기오염방지 계획 발표

항목	관련 내용
오염 농도	2017년까지 PM10 미세 먼지 농도를 10% 이상 절감 특히 PM 2.5 먼지의 경우 지역별로 절감 목표 설정 북경, 천진, 허북: 25% 절감; 장강삼각주: 20%; 주강삼각주: 15%
산업 조정	에너지 고소비 및 오염배출 산업에 대한 신규증설 규제 지속 철강/시멘트/알루미늄/평판유리 등 21개 산업 구조조정을 1년 앞당겨 완료
차량	오염배출량이 환경기준에 미달하는 황색표지 차량을 비롯 노후 차량 폐차 2005년 이전 등록 노후 차량을 500만대 폐차 북경, 상해, 광주 3대 도시의 자동차 보유량 제한
석탄 의존도	에너지 소비에서의 석탄의존도 65% 미만 달성(현재 67%) 해당 과정에서 비화석연료 비중 13% 확대, 원전 발전용량 5천만 KW로 확대
저유황 휘발유	2017년까지 저유황 휘발유 보급, 2013년 말까지 국가 4단계 표준 휘발유 사용 2015년 말까지 북경/천진/허북, 장강삼각주, 주강삼각주 지역에서는 5단계 표준휘발유 사용
기타	2014년까지 북경/천진/허북, 장강삼각주, 주강삼각주에 오염 예보시스템 구축 2015년까지 기타 지역에 오염 예보시스템 구축 매일 공기 오염도가 가장 심한 10개 도시, 가장 양호한 10개 도시 명단 발표

자료: KDB대우증권 리서치센터

베이징 미세먼지 원인 중 하나는 허베이성의 철강 공장들



자료: KDB대우증권 리서치센터

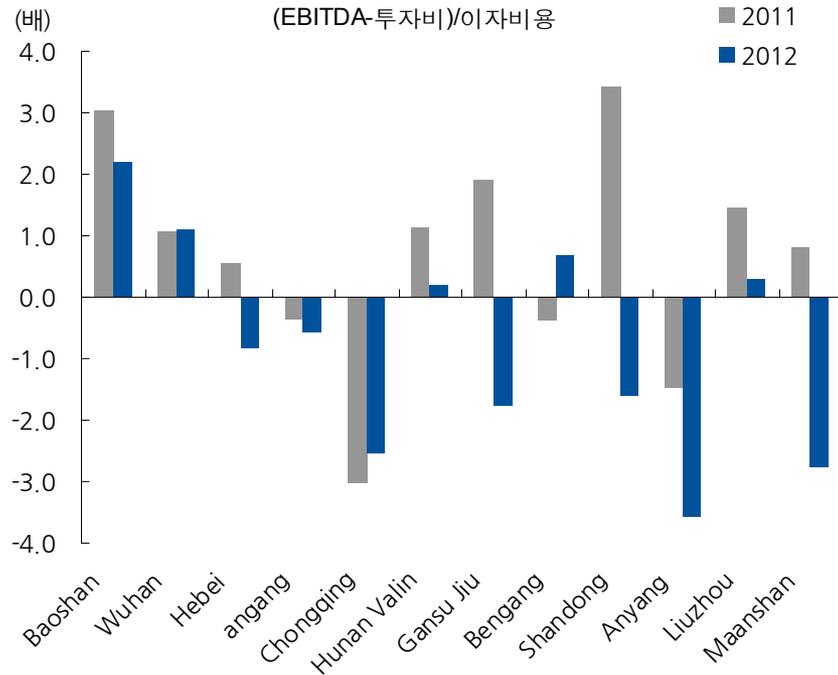
II. 2014 전망: 철강금속

철강 산업 회복 촉진 요소:

2. 시스템 리스크를 촉발할 수 있는 중국 철강업체들

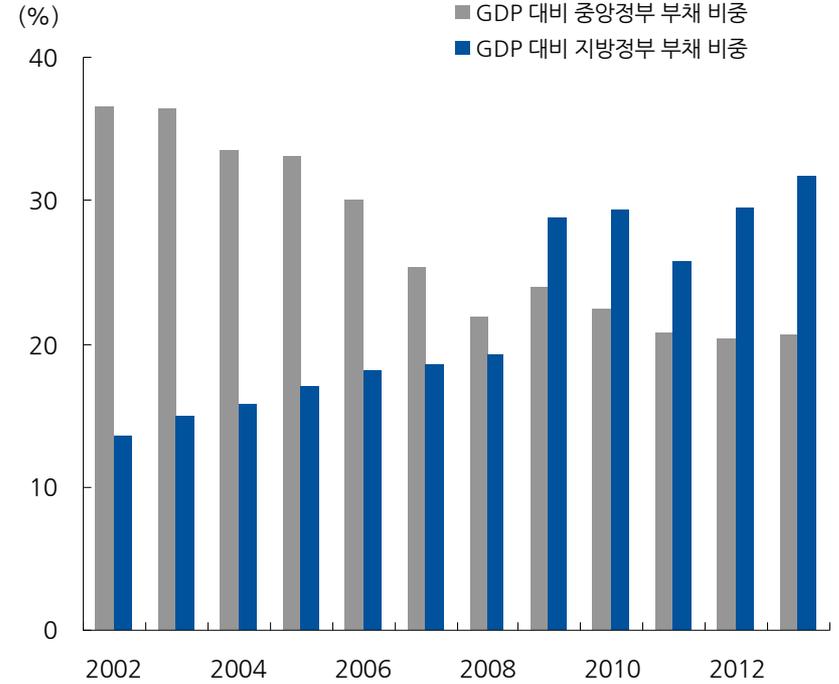
중국 철강 업체들은 현재 EBITDA로 투자와 이자지급을 할 수 없다. 지방 정부의 보조금이나 추가 차입이 필요하다. 그 동안 중국 지방 정부는 지방 GDP 성장을 목표치를 달성하고 일자리를 창출하기 위해 재무구조가 취약한 철강 업체들에게 지속적으로 보조금을 지급해 왔으나 이제 지방 정부도 보조금을 지속적으로 지급할 수 없는 상황에 도달했다. 자금 여력이 풍부한 중앙 정부는 구조조정 대상 지방 업체들을 도울 의지가 없다. 만약 철강 업체들이 파산하기 시작하면 이는 은행 부실화를 유발해 중국 금융 시스템 전체의 위험 요인이 될 수 있다. 인건비 등 고정비 축소가 어려워 철강 가격 인상 등 이익 증가를 통한 EBITDA 확대를 노릴 가능성이 크다.

급격히 악화되고 있는 중국 철강 업체들의 현금흐름



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

중국 지방 정부는 더 이상 보조금을 지원할 자금 여력이 없어



자료: CEIC, KDB대우증권 리서치센터

II. 2014 전망: 철강금속

구조조정은 중국만의 이슈가 아니야

글로벌 철강 소비의 8.9%를 차지하는 미국도 경기 회복 및 수요 개선에도 불구하고 구조조정을 단행하고 있다. 북미 지역에서 총 7.7백만톤의 판재류 생산 설비가 폐쇄되었다. 이는 2008년에서 2011년사이 증설된 설비를 상쇄하고도 남는 물량이다. 대부분의 설비들이 2009년 이래 실질적으로 가동을 멈춘 상태였으나 언제든 재가동 될 수 있다는 불안감이 시장을 누르고 있었다. Overhang 이슈가 소멸된 것이다.

이미 미국의 판재류 가동률은 90%를 넘고 있어 설비 폐쇄는 미국 판재류 생산업체들의 가격 결정력 상승으로 이어질 수 있다. 이미 미국 열연 가격은 중국 산에 비해 205달러, 일본산에 비해 85달러나 높게 거래되고 있다.

고로 2기에 달하는 설비를 폐쇄한 미국

기업명	설비	생산능력 (백만톤)
US Steel	Hamilton	2.0
	Sparrows Point	3.0
RG Steel	Warren Steel	1.4
	Sheeling-Pittsburgh	1.3
합계		7.7

자료: 각사 자료, KDB대우증권 리서치센터

미국 철강 업종 가동률 구조적 개선 기대



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

II. 2014 전망: 철강금속

미국의 유정용 강관 증설, 강관 업체들에게는 악재이나 판재류 업체들에게는 호재

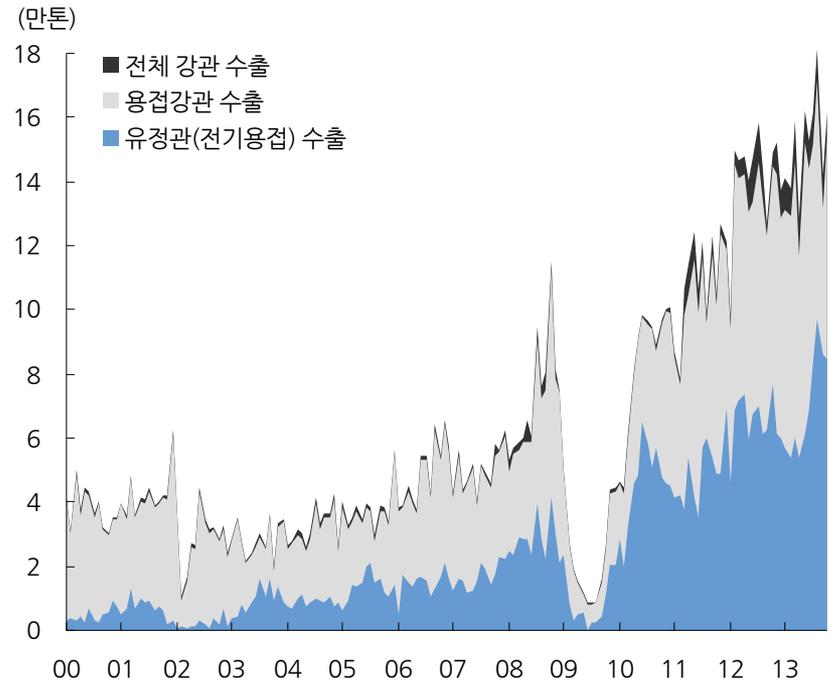
미국은 Shale gas 및 Shale oil 개발 증가에 힘입어 유정용 강관 증설 속도를 높이고 있다. 이는 향후 한국의 강관 업체들의 수익성 악화 요인이 될 수 있으나 세계 판재류 생산 업체들에게는 수요 증가 요인이다.

유정용 강관 생산에는 고급 열연 및 후판이 사용된다. 미국 강관 업체들이 한국산 판재류를 직접 구매하지 않더라도 간접적으로 판재류 수급에 일정부분 기여할 가능성이 높다는 점도 긍정적이다.

지속적으로 유정용 강관(OCTG) 증설 중인 미국

기업명	유형	생산능력 (천톤)	완공 시기
Lakeside Steel	Welded	192	2011
Evrax NA	Welded	100	2012
Boomerang	Welded	360	2012
V&M	Seamless	500	2013
OMK	Welded	200	2013
Welded Tube o	Welded	300	2014
Prolamsa	Welded	300	2014
Borusan Mann	Welded	300	2014
TPCO	Seamless	500	2015
Benteler Steel/	Seamless	320	2015
Tenearis	Seamless	600	2016
Alita USA	Welded	150	2015
합계		3,822	

2010년 이래 한국의 미국향 강관 수출은 급증



자료: 각사 자료, KDB대우증권 리서치센터

자료: CEIC, KDB대우증권 리서치센터

II. 2014 전망: 철강금속 - 한국

한국도 2014년 철강 수요 반등

한국은 2012년과 2013년 연속으로 철강 소비량이 감소했다. 이는 후판 소비량 감소 영향이 크다. 2013년에 선박 건조량이 11.7% 감소 할 것으로 예상되고 자동차 생산량도 2.9% 감소할 것으로 예상되기 때문이다. 2014년은 자동차 생산 회복, 후판 소비 바닥 확인으로 철강 소비량이 소폭 반등할 것으로 예상된다.

TIP

이례적인 2년 연속 4~5% 수준의 수요 감소

한국은 판재류 소비 감소 속도 둔화로 전체 소비 증가 예상

철강재 총계	2008	2009	YoY (%)	2010	YoY (%)	2011	YoY (%)	2012	YoY (%)	2013F	YoY (%)	2014F	YoY (%)
총수요	79,358	65,952	-16.9	77,271	17.2	85,482	10.6	85,917	0.5	80,359	-6.5	82,488	2.6
명목소비	58,571	45,411	-22.5	52,390	15.4	56,391	7.6	54,069	-4.1	51,170	-5.4	51,660	1.0
수출	20,787	20,541	-1.2	24,881	21.1	29,091	16.9	30,485	4.8	29,189	-4.3	30,828	5.6
생산	64,357	56,919	-11.6	65,942	15.9	72,283	9.6	72,051	-0.3	68,818	-4.5	70,797	2.9
수입	15,001	9,033	-39.8	11,329	25.4	13,199	16.5	12,502	-5.3	11,542	-7.7	11,691	1.3
판재류	2008	2009	YoY (%)	2010	YoY (%)	2011	YoY (%)	2012	YoY (%)	2013F	YoY (%)	2013F	YoY (%)
총수요	45,412	36,309	-20.0	45,587	25.6	51,201	12.3	49,247	-3.8	45,791	-7.0	46,990	2.6
명목소비	30,623	21,880	-28.6	28,063	28.3	30,640	9.2	27,673	-9.7	25,127	-9.2	24,830	-1.2
수출	14,789	14,429	-2.4	17,524	21.4	20,561	17.3	21,574	4.9	20,664	-4.2	22,160	7.2
생산	37,104	31,177	-16.0	39,683	27.3	43,774	10.3	42,709	-2.4	40,315	-5.6	41,630	3.3
수입	8,308	5,132	-38.2	5,903	15.0	7,427	25.8	6,537	-12.0	5,476	-16.2	5,360	-2.1
봉형강류	2008	2009	YoY (%)	2010	YoY (%)	2011	YoY (%)	2012	YoY (%)	2013F	YoY (%)	2013F	YoY (%)
총수요	25,125	20,968	-16.5	22,316	6.4	23,727	6.3	23,949	0.9	23,862	-0.4	24,363	2.1
명목소비	22,619	17,738	-21.6	19,109	7.7	20,423	6.9	21,012	2.9	20,844	-0.8	21,190	1.7
수출	2,506	3,230	28.9	3,207	-0.7	3,304	3.0	2,937	-11.1	3,018	2.8	3,173	5.1
생산	19,791	18,299	-7.5	18,191	-0.6	19,444	6.9	19,519	0.4	19,480	-0.2	20,020	2.8
수입	5,334	2,669	-50.0	4,125	54.6	4,283	3.8	4,430	3.4	4,382	-1.1	4,343	-0.9

자료: POSRI, KDB대우증권 리서치센터 추정

II. 2014 전망: 철강금속 - 한국

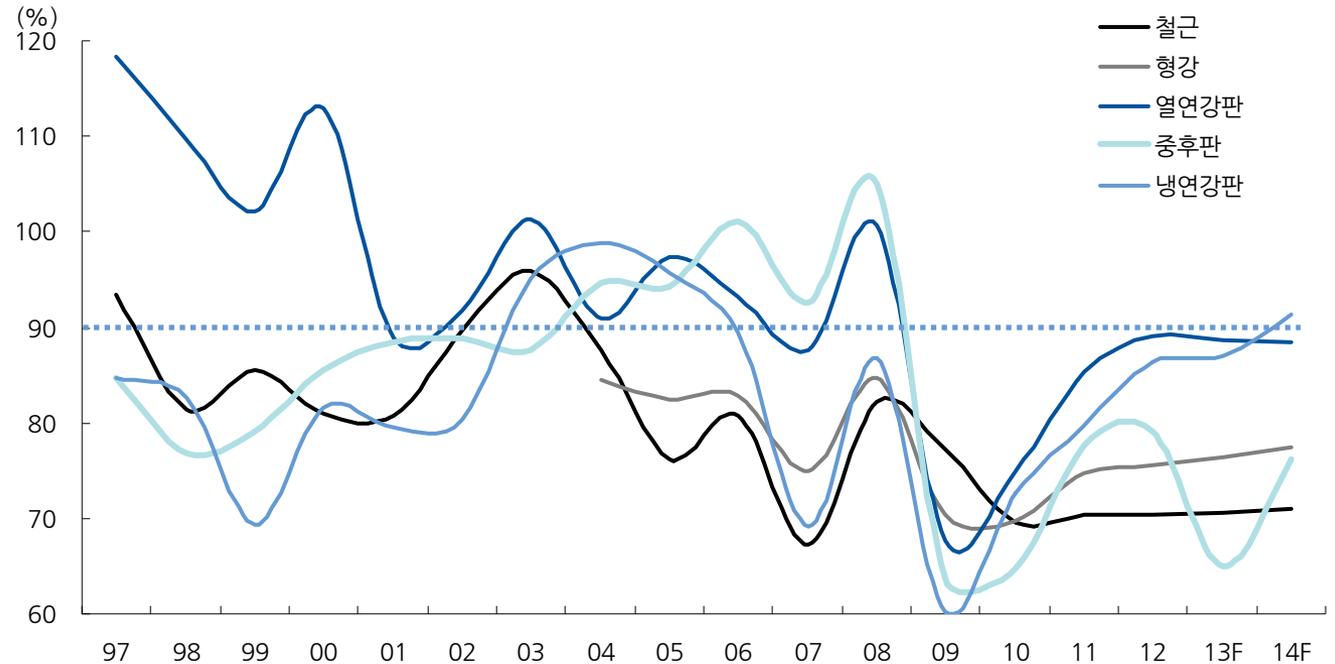
봉형강류 보다는 판재류에 주목

품목별로는 향후 판재류가 봉형강류 보다 상대적으로 가동률이 높을 것으로 예상된다. 현재도 상대적으로 수급이 타이트한 열연 강판 이익률은 7~8%, 가동률이 낮은 후판과 봉형강류는 각각 2~3%와 3~4%에 불과하다. 2014년에도 품목간 이익률 격차는 현재와 유사한 수준을 유지할 것으로 판단한다.

TIP

가동률이 높을수록 가격 협상력 증가

한국 철강 시장에 판재류가 봉형강류 보다 가동률 높아



자료: 한국철강협회, KDB대우증권 리서치센터 추정

II. 2014 전망: 철강금속 - 한국 수요 산업

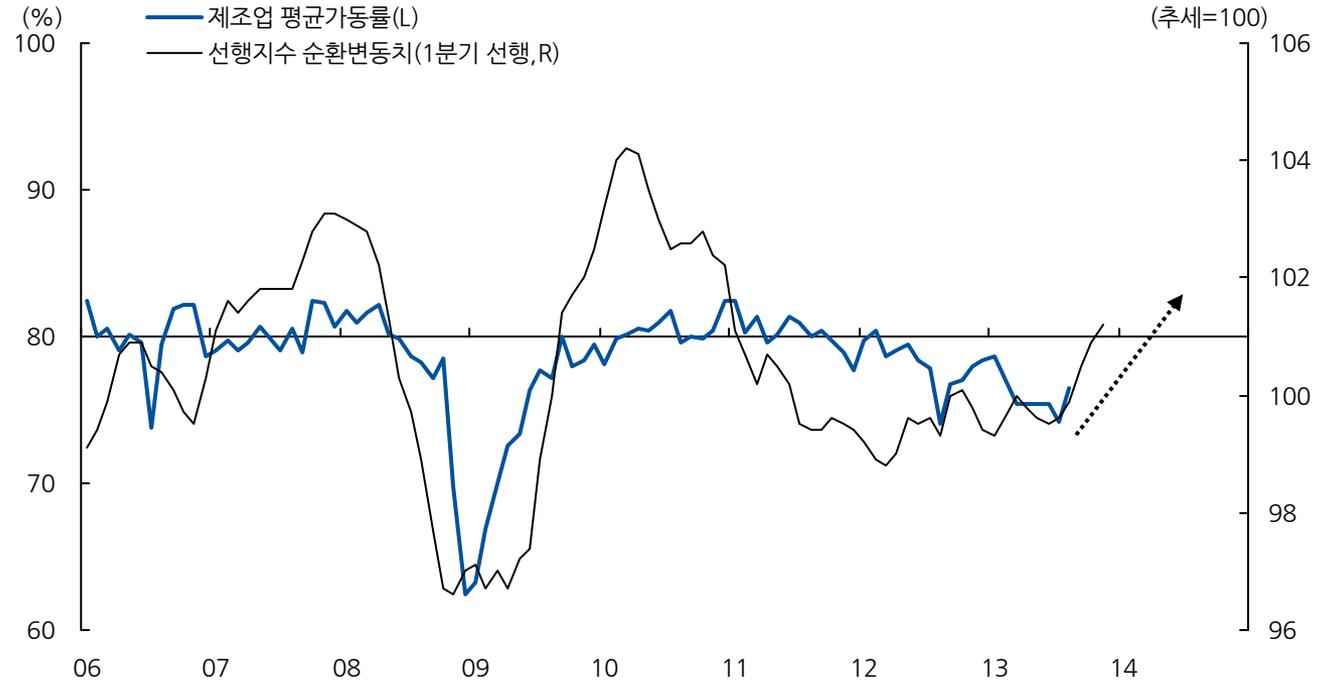
제조업 전반적인 설비투자 유인 점진적 회복 예상

한국의 설비 투자는 2012년부터 감소세를 지속하고 있다. 그러나 향후 제조업 설비투자는 경기 개선에 따라 점진적으로 회복될 것으로 예상된다. **제조업 평균 가동률에 선행하는 경기선행지수 순환변동치는 향후 제조업 가동률이 상승할 것으로 예고하고 있기 때문이다.** 늦어도 2014년 하반기부터는 설비 투자의 점진적 회복이 예상된다.

TIP

가동률이 80% 이상 되어야 설비 투자 유인 발생

제조업 가동률 상승 이후 설비 투자 증가 예상



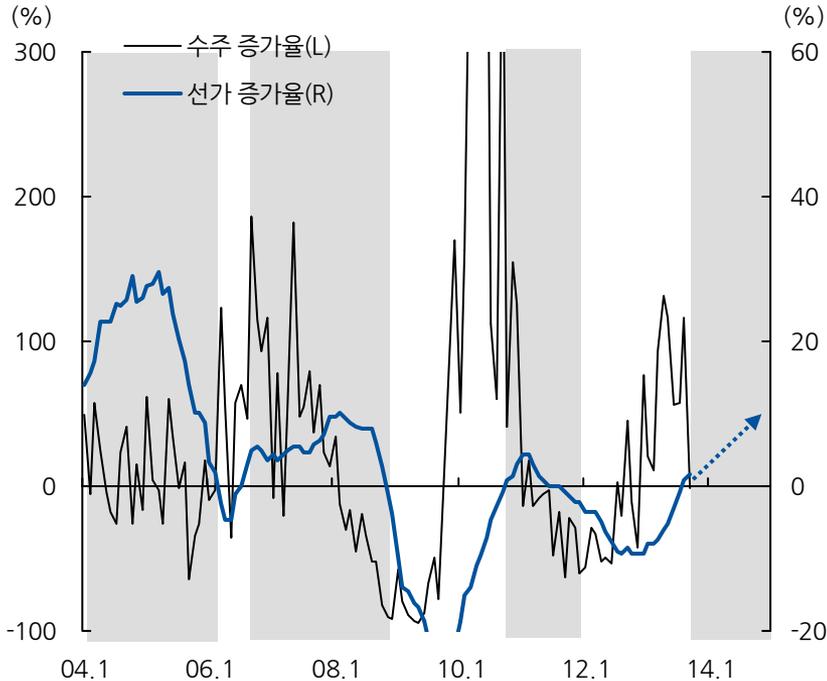
자료: 통계청, KDB대우증권 리서치센터

II. 2014 전망: 철강금속 - 한국 수요 산업

철강 수요 침체의 원흉이었던 후판 수요 회복의 시작

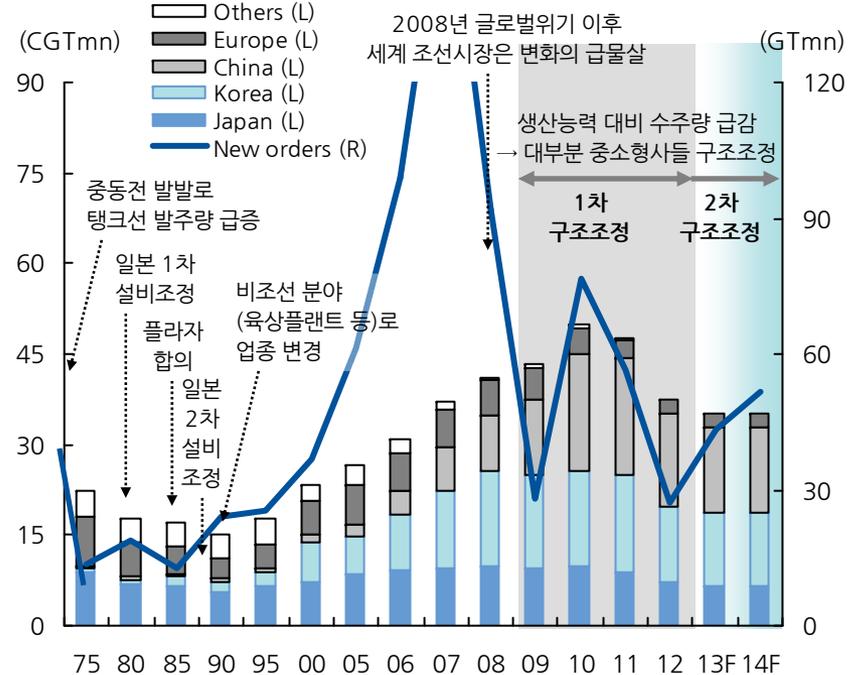
판재류 수요 감소의 주요 원인이었던 후판 수요는 2014년 2분기 바닥을 통과할 전망이다. 선박 건조능력 감소 등 구조조정도 마무리단계에 진입했고 수주량 증가로 2014년 수주량은 4년만에 처음으로 연간 건조능력을 상회할 것으로 예상되기 때문이다. 조선사들의 현재 수주 잔고는 1.2년치이며 2014년 초에는 2년치를 확보할 것으로 예상된다. 특히 수주 증가율에 후행하는 선가가 본격적으로 상승하기 시작해 후판 마진 확대가 가능한 국면으로 진입할 것으로 예상된다.

선가 반등 시작



자료: Clarkson, KDB대우증권 리서치센터

2014년에는 수주량이 선박 건조능력 상회할 전망



자료: Clarkson, KDB대우증권 리서치센터

II. 2014 전망: 철강금속 - 한국 수요 산업

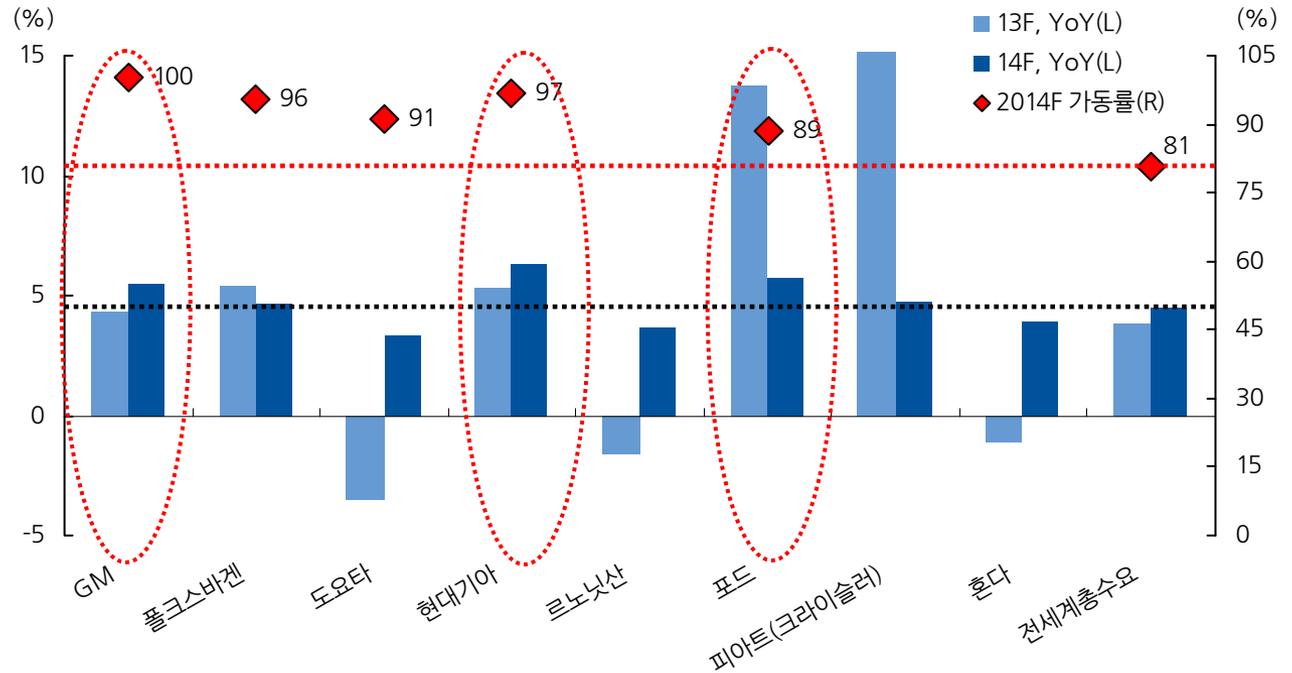
자동차 생산량 증가 지속

2014년 세계 자동차 수요 성장률은 4.5%, 한국의 현대기아차 생산 증가율은 6.4%로 예상된다. 특히 한국의 인접 국가인 도요타와 혼다 등 일본 업체들의 생산 증가는 한국 철강 업체들에게도 호재다. 이는 일본 철강 업체들의 철강재 밀어내기 수출을 축소시키고 아시아 철강 가격 인상에 긍정적 역할을 하기 때문이다.

TIP

2014년 자동차 세계 수요 성장률 +4.5% vs 현대기아차 +6.4%

(백만대, %)	2014F 출고	13F, YoY	14F, YoY	2014F 가동률
GM	10.2	4.3	5.5	100
폴크스바겐	9.6	5.4	4.7	96
도요타	9.0	-3.5	3.4	91
현대기아	8.0	5.3	6.4	97
르노닛산	7.1	-1.6	3.7	N/A
포드	6.8	13.8	5.8	89
피아트(크라이슬러)	5.2	17.5	4.8	N/A
혼다	3.6	-1.1	3.9	N/A



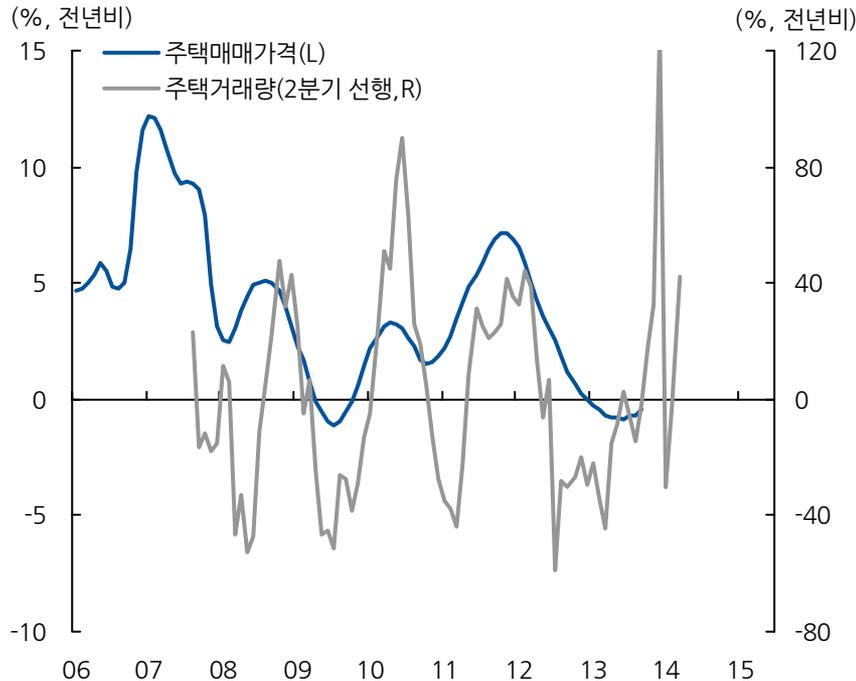
자료: Ward's Auto, 일본 Fourin, 각사 자료, 각종 자료 종합, KDB대우증권 리서치센터

II. 2014 전망: 철강금속 - 한국 수요 산업

그러나 봉형강 시장의 강한 회복을 기대하기에는 시기 상조

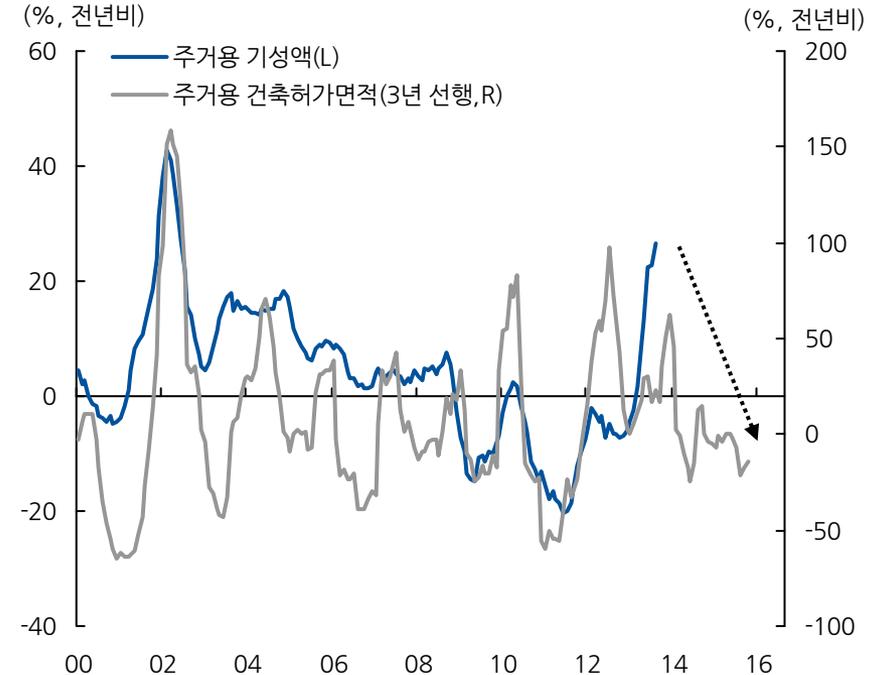
봉형강 제품 수요를 결정하는 요소는 한국 부동산 시장이다. 다행스럽게도 한국 부동산 가격은 바닥을 확인하고 있는 것으로 판단된다. 그러나 그 원인 중 하나가 2014년까지 주택 건설 투자가 감소하기 때문이다. 즉, 공급 축소에 따른 원인이 크다. 따라서 2014년에는 부동산 시장 회복이 봉형강 수요 회복으로 직결 되기는 쉽지 않을 것으로 예상된다. 주택 건설 투자는 부동산 가격이 상승하고 난 이후인 2015년 하반기 부터나 회복되기 시작할 가능성이 크다. 이것이 여전히 봉형강 보다는 판재류에 주목해야하는 이유 중 하나다.

한국 부동산 가격도 회복 예상



자료: 국토해양부, KDB대우증권 리서치센터

그러나 2014년에는 주택 건설 투자 감소 예상



자료: 통계청, 국토해양부, KDB대우증권 리서치센터

II. 2014 전망: 철강금속 - 환율

원/달러 환율 움직임도 우호적

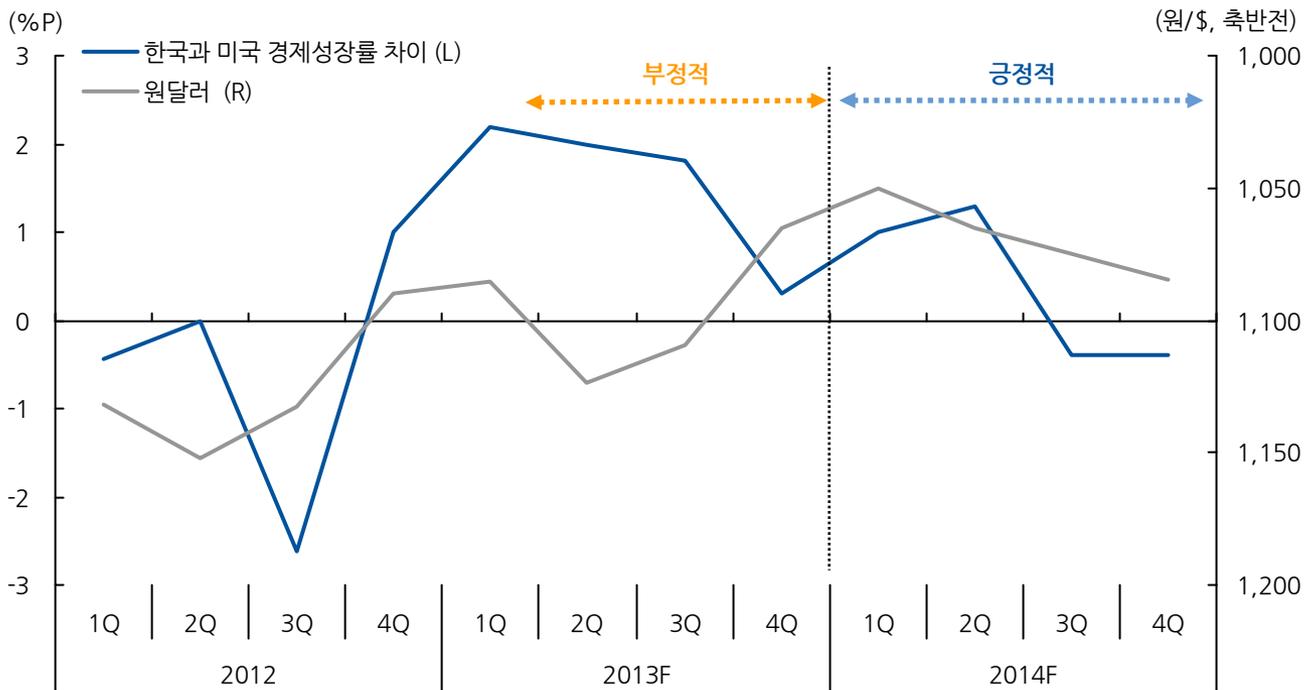
달러 대비 원화 환율은 2014년 상반기까지 강세를 유지한 후 2014년 하반기에 절하되기 시작할 것으로 예상된다. 한국 철강 업체들에게는 원화가 절상되어 유지된 상태에서 절하가 진행되는 국면이 유리하다. 반면 원화가 절하된 상태에서 절상이 되는 국면에서는 불리하다. 이는 기본적으로 철강업체들이 달러 수출액 보다 수입액이 많아 원화 강세가 유리하기 때문이다. 또한 원화가 절하되는 국면에서는 투입원가 상승 속도보다 수출 가격 상승 속도가 빨라 이익이 일시적으로 개선된다. 이러한 측면에서 2014년은 전반적으로 원/달러 환율이 연간 전체적으로 철강 업체들에게 유리한 모습을 보여줄 전망이다.

TIP

철강 업체들에게 유리한 환율 움직임?

1. 원화 절상 상태 유지
2. 원화 단기적 절하 진행

2014년 달러 대비 원화 가치는 상반기 절상 상태 유지 후 하반기 소폭 절하 예상

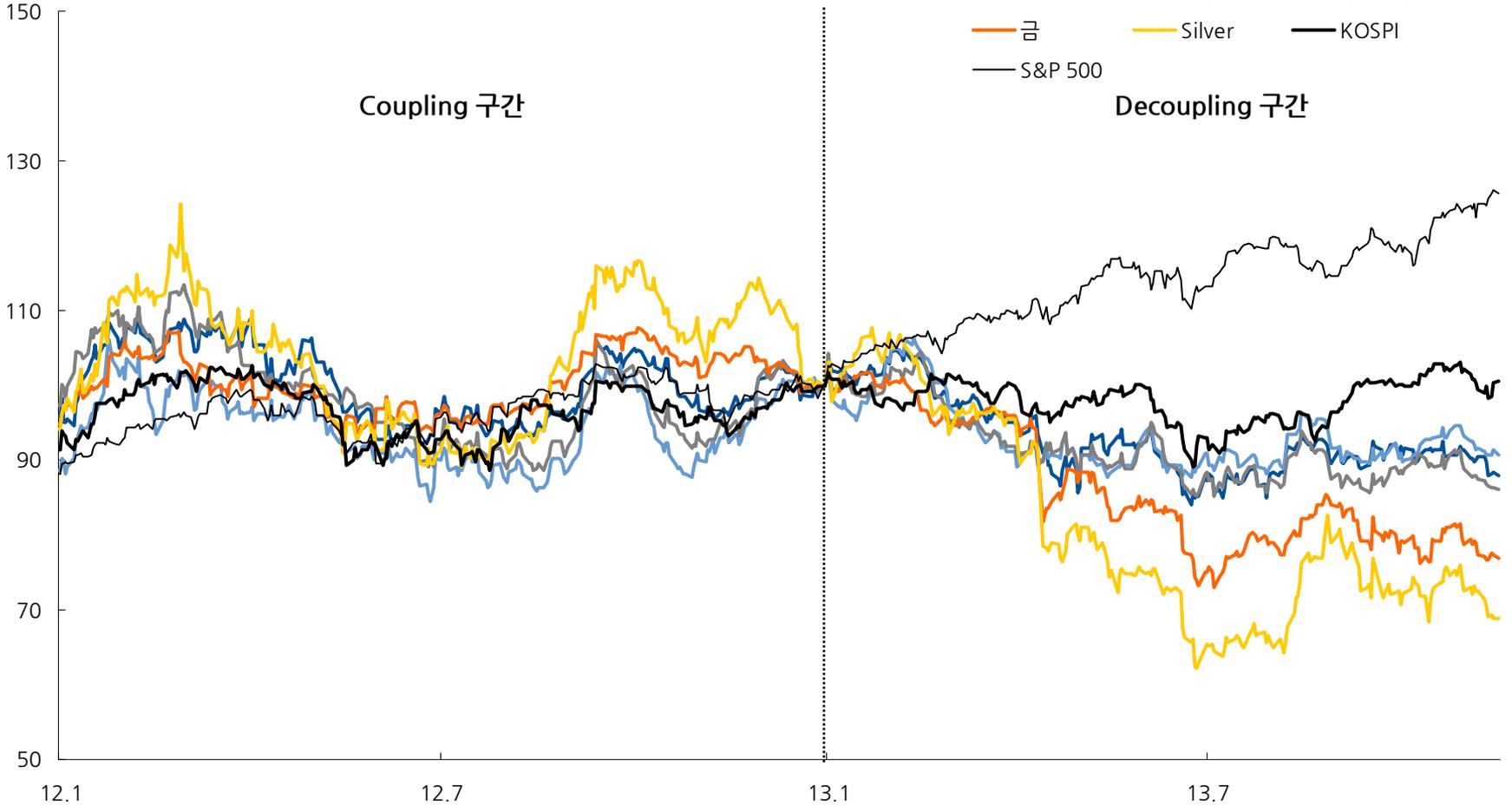


자료: 한국은행, KDB대우증권 리서치센터 추정

III. 2014 전망: 비철금속

QE 축소 우려에 따른 극심한 차별화 그 후

(2012.1.1=100)



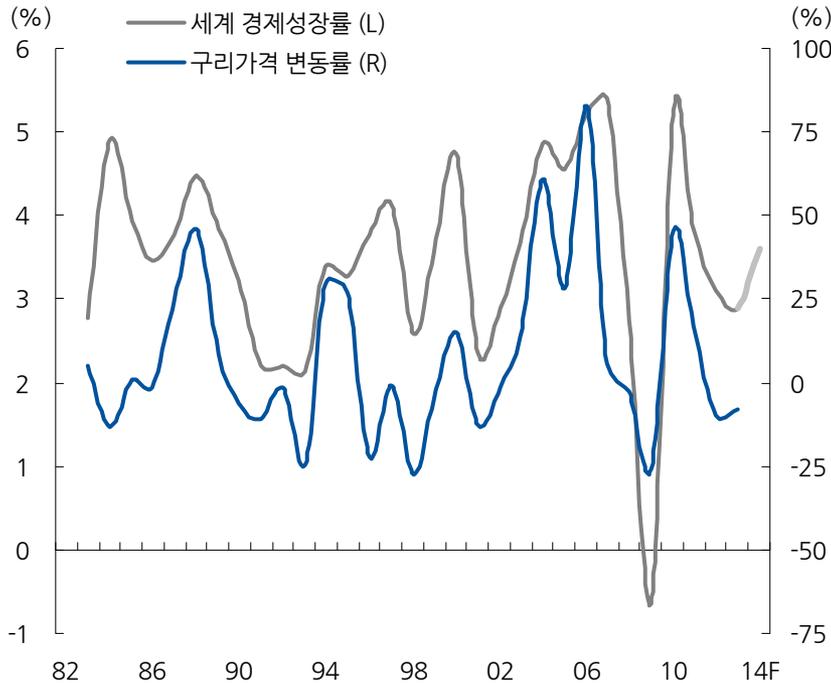
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

III. 2014 전망: 비철금속

공급이 증가해서 경기가 좋아져도 가격이 하락한다? 글썄...

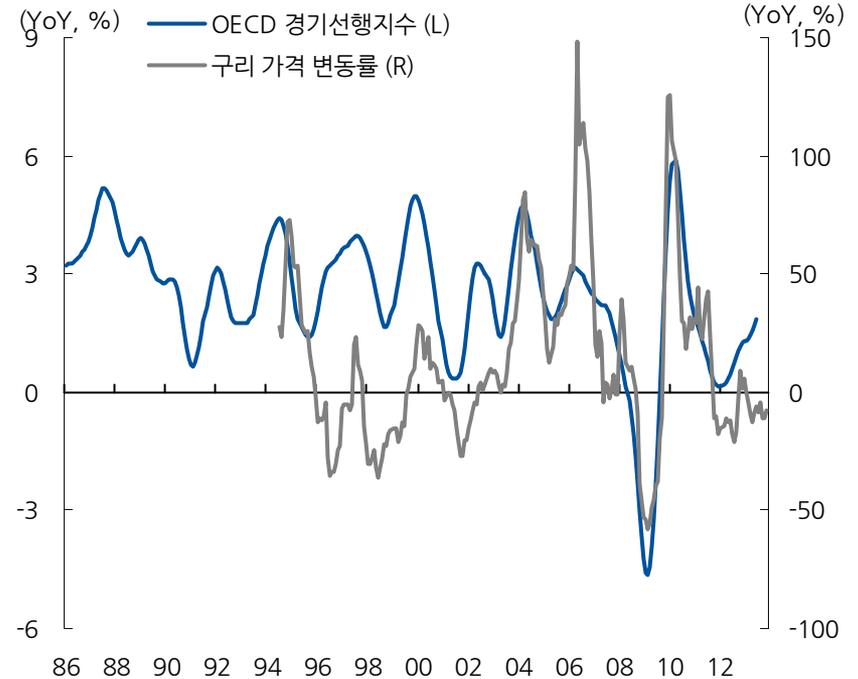
기본적으로 비철금속 가격은 경기 방향성과 동행한다. 비철금속 자체적인 수급 보다 경기 방향성이 더 중요하다. 품목별 수급 요인은 가격 상승폭이나 하락폭을 결정하는 요인으로 작용하며 가격 방향성은 경기 방향성이 결정하는 것이다. 이러한 관점에서 2014년 글로벌 경기 회복을 가정할 경우 비철금속 평균 가격은 2013년 대비 상승할 가능성이 높다. 대표적인 비철금속 제품인 구리의 경우 세계 경제 성장률이 3%를 상회하면 평균 가격이 전년 대비 상승하는 경향을 보인다.

구리 가격 상승률은 세계 경제성장률과 동행



자료: IMF, Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

구리 가격 변동률은 OECD 경기선행지수와도 상관성 높아



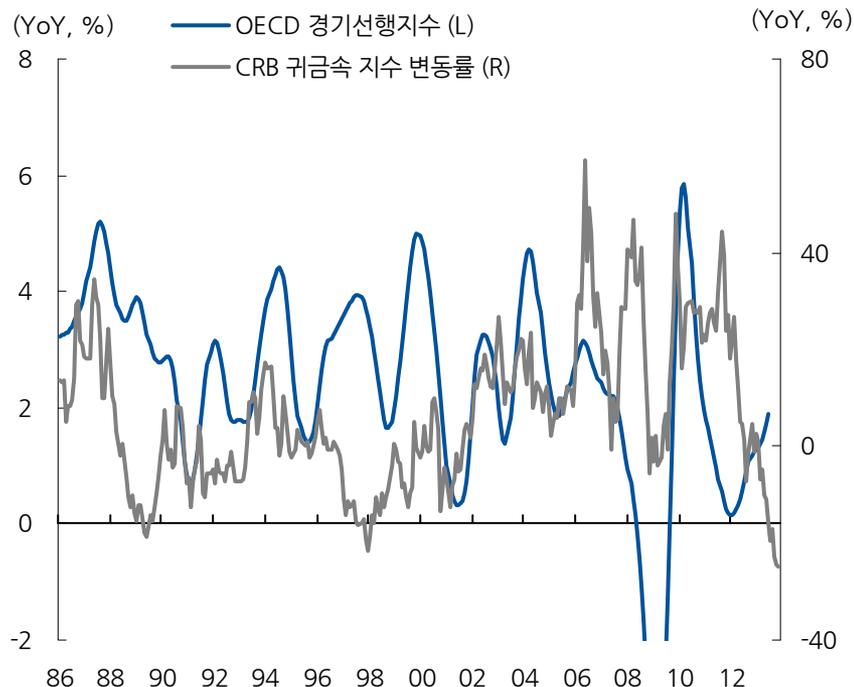
자료: OECD, Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

III. 2014 전망: 비철금속

그러나 귀금속 가격은 경기지수와 상관성 떨어져

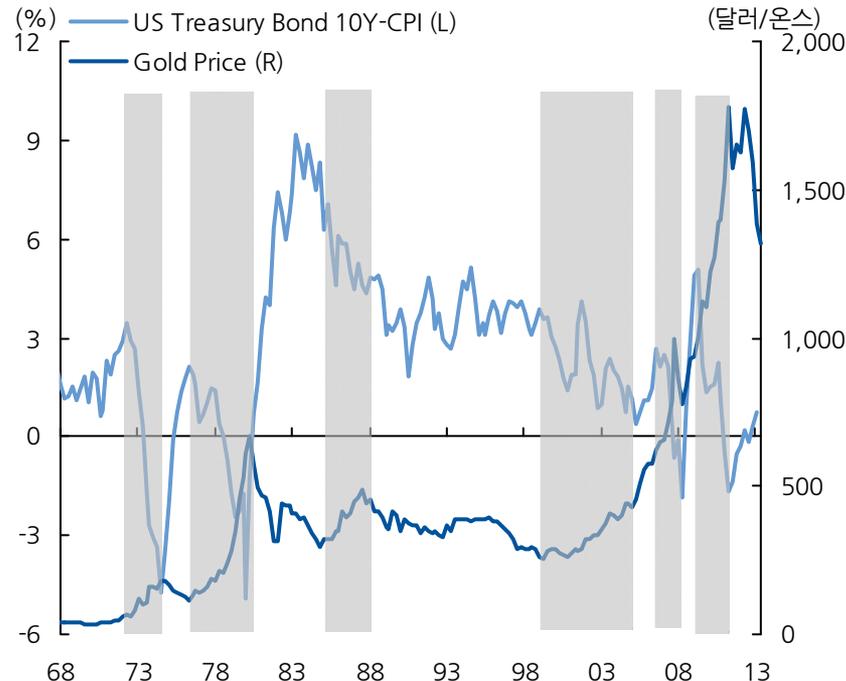
귀금속 가격의 경우 경기지수와 상관관계가 떨어진다. 경기지수와 동행하는 국면이 있고 그렇지 않은 국면이 있다. 귀금속 가격은 일반적으로 미국의 실질 금리가 하락하는 구간에서 가파른 상승을 보이는 경향이 있다. 특히 실질 금리가 "0" 이하로 하락하면 귀금속 가격은 급등한다. 그러나 현재는 실질금리가 상승하고 있다. 향후에도 실질 금리가 "0"이하로 전환될 가능성이 높지 않아 귀금속 가격의 급등 가능성은 낮다고 판단한다.

경기지수와 동행하지 않는 귀금속 가격



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

귀금속 가격은 실질 금리가 하락하는 구간에서 상승



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

III. 2014 전망: 비철금속

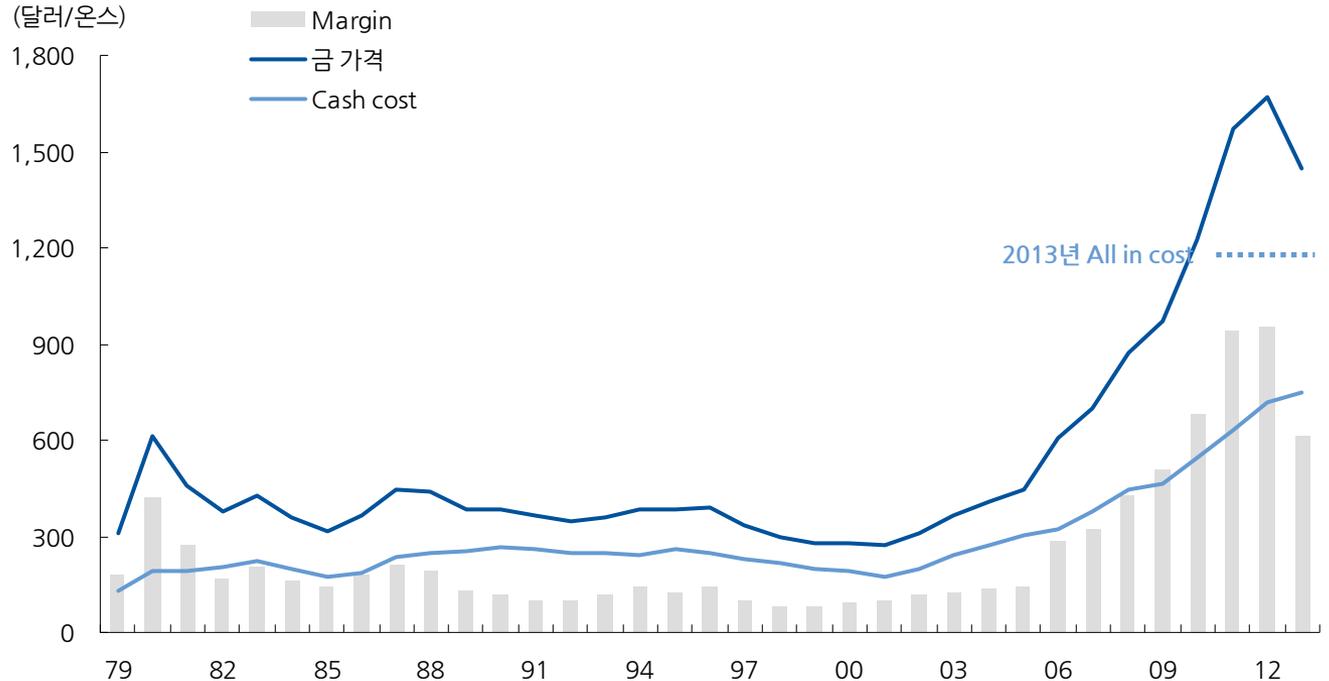
Cash cost가 가격을 지지해 줄 것이란 환상

일반적으로 상품 가격이 하락할 경우 광산 생산 원가가 가격을 지지해줄 것이라는 기대가 있다. 이는 귀금속 시장에서는 통하지 않을 가능성이 높다. 그 이유는 1) 귀금속은 부식이 되지 않고 환금성이 높아 미리 생산해 두어도 문제가 없고, 2) 가격이 하락하면 생산원가도 빠르게 감소하기 때문이다. 실제로 금 가격 약세에도 불구하고 2013년 세계 금 광산 생산량은 사상 최고치를 기록할 가능성이 높다. 또한 가격 하락으로 광산들이 이익 유지를 위해 생산량을 증가시키고 있다. 생산원가는 재 투자비를 모두 포함한 All in cost가 2012년 1,228달러에서 현재 1,200달러로 하락했고 Cash cost도 2013년 1분기 796달러에서 2분기에는 769달러로 하락했다.

TIP

금 생산 원가의 50%는 인건비로 금 가격이 하락할 경우 생산 원가도 동시에 하락

세계 평균 금 생산 Cash cost는 700달러 수준으로 현재수준인 1200달러보다 크게 낮아



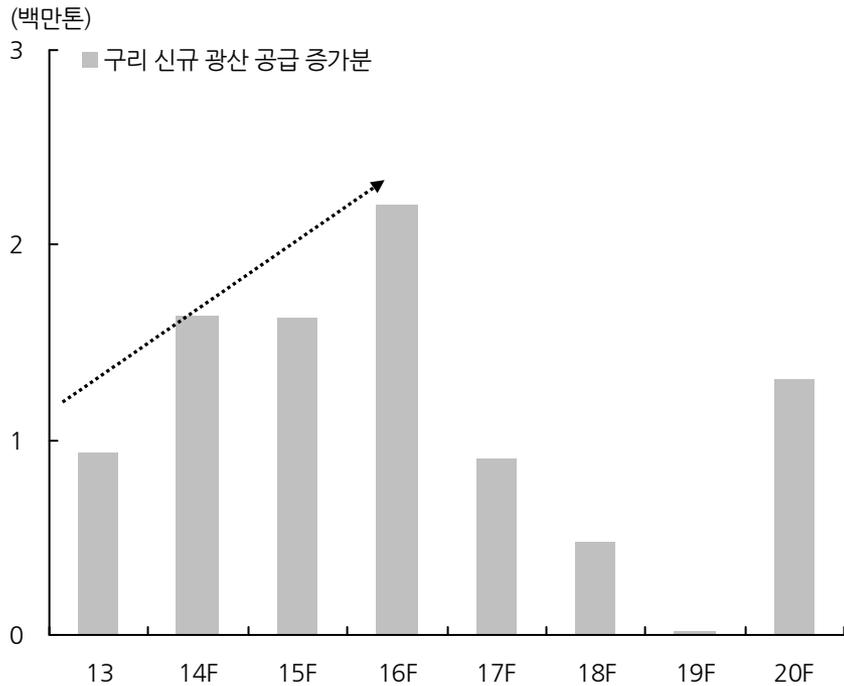
자료: KDB대우증권 리서치센터 추정

III. 2014 전망: 비철금속

구리와 귀금속의 상대적 부진 조금 더 이어질 전망

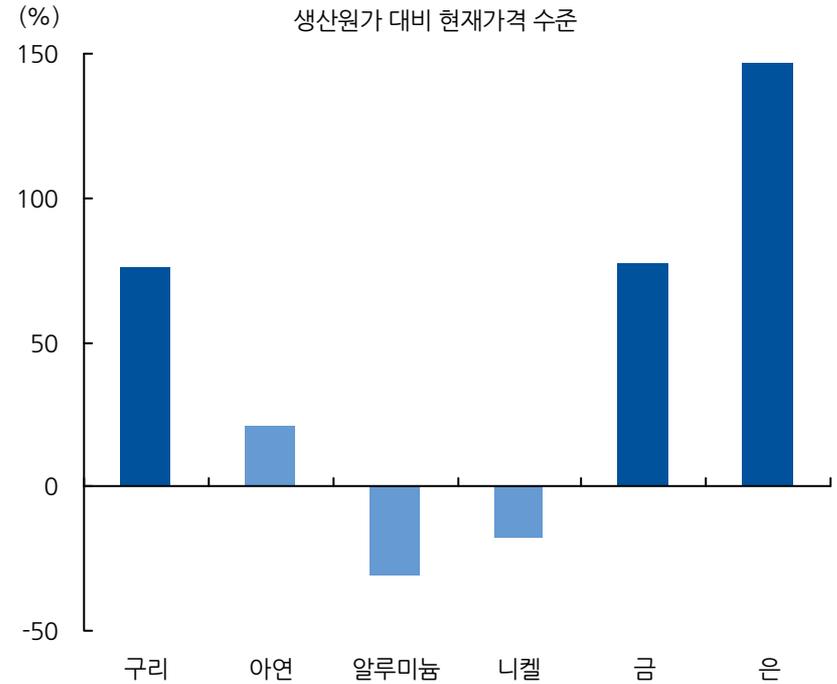
품목별로는 공급 증가 우려가 본격화되기 시작하는 구리의 상대적 부진이 예상된다. 이미 공급 과잉 상태에 있어 가격 수준이 광산들의 평균 Cash cost 수준 근처에 머무르고 있는 아연, 알루미늄, 니켈과는 달리 구리는 광산 개발 지연으로 여전히 Cash cost 대비 높은 수준에 있다. 2014년부터 신규 광산의 가동이 본격화 될 전망이다. 문제는 구리는 가격이 생산원가에 비해 높은 수준에 있어 가격이 하락하더라도 광산들의 감산 가능성이 낮다. 따라서 구리 가격은 경기가 개선되는 경우 다른 품목들에 비해 상승 속도가 느릴 가능성이 높고 경기가 하락하는 경우 다른 품목들에 비해 빠른 속도로 가격이 하락할 가능성이 있다.

가파르게 증가하는 구리의 신규 광산



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

구리 가격이 하락해도 감산 가능성 낮아



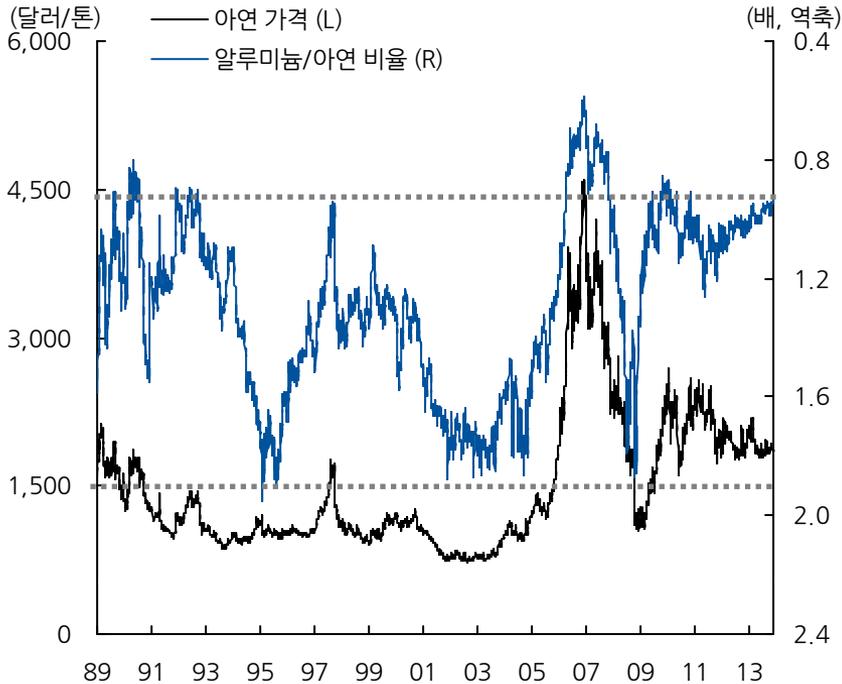
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

III. 2014 전망: 비철금속

어느 품목도 나홀로 강세 어려워

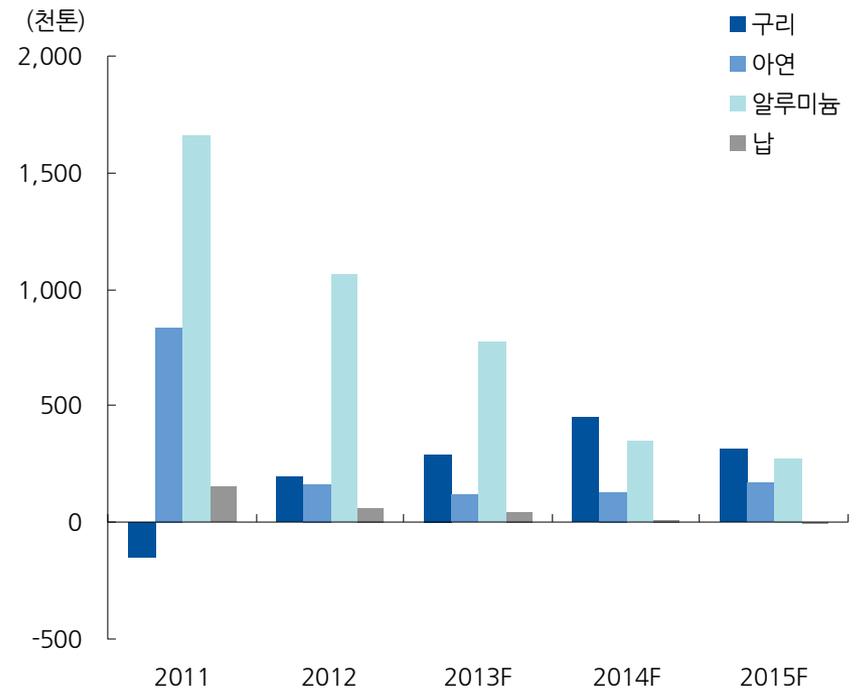
수급 측면에서 보면 구리는 잉여 생산량이 확대될 것으로 예상되나 아연은 현재 상태 유지, 알루미늄과 납은 수급 개선이 시작될 것으로 예상된다. 알루미늄과 아연은 대체재라는 관점에서 알루미늄 가격 반등 없이 아연 가격의 상승은 지속되기 힘들다. 따라서 **아연 가격이 반등하기 위해서는 알루미늄 수급도 동시에 개선되어야 한다.** 실제 현재 아연 가격은 알루미늄 가격 약세가 발목을 잡고 있는 형국이다. 아연 가격이 매우 낮은 수준에 있음에도 불구하고 **아연 대 알루미늄 가격 비율은 현재 아연 가격의 추가 상승이 어려움을 시사하고 있다.** 즉, 알루미늄 가격 상승이 아연 가격 반등의 선결 조건이다.

알루미늄에 발목잡힌 아연



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터 추정

잉여 생산량 추이: 수급이 개선되는 품목과 악화되는 품목

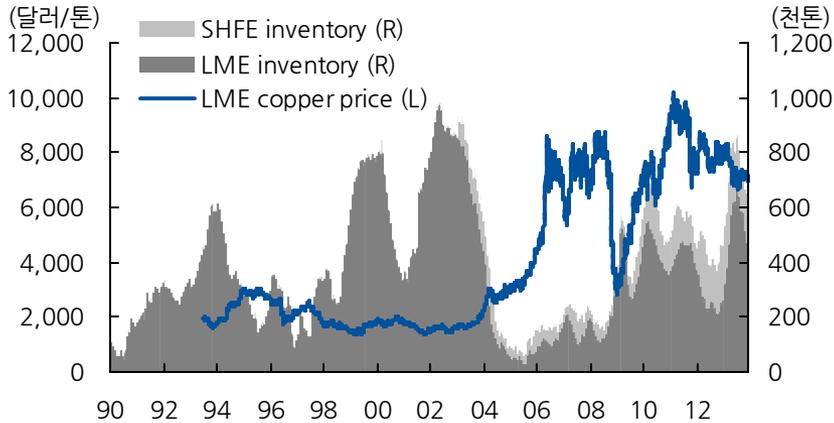


자료: Brookhunt, ICSG, WMBS, Wood Mackenzie, ILZSG, IAI, KDB대우증권 리서치센터 추정

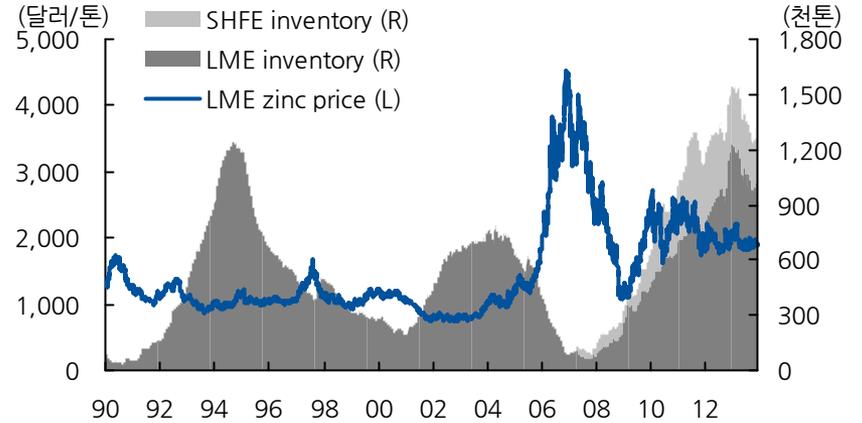
III. 2014 전망: 비철금속

LME (London Metal Exchange) 창고에 쌓인 막대한 재고: 재고 정책 변화 불러 일으켜

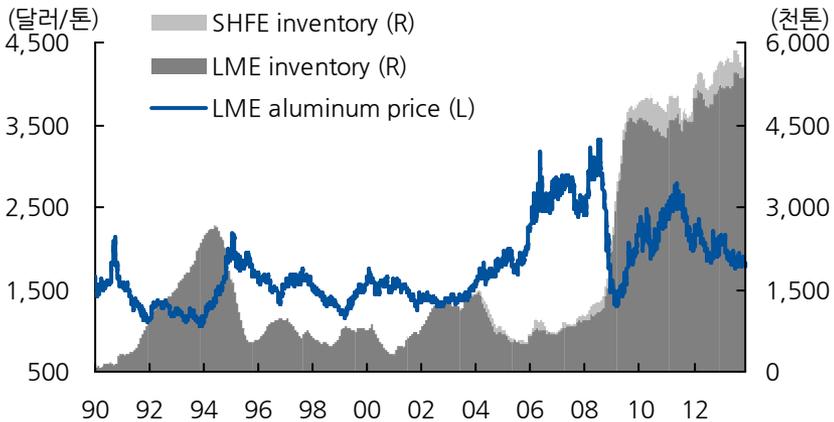
상대적으로 높지 않은 구리 재고량



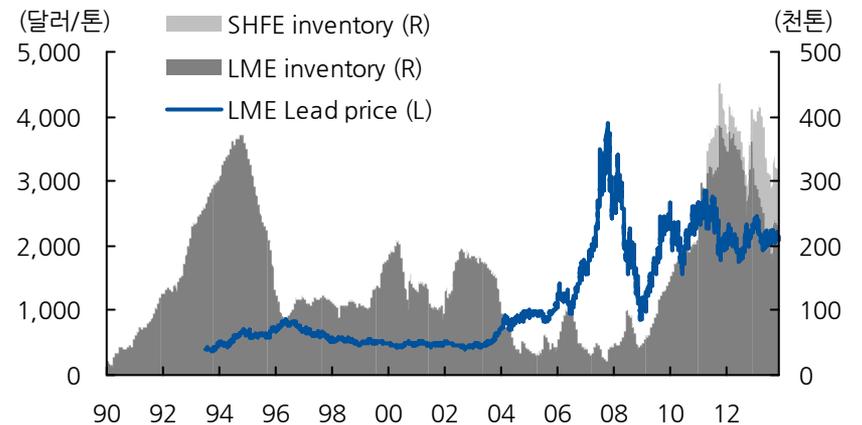
감소중이나 여전히 높은 수준의 아연 재고



높은 수준 유지하고 있는 알루미늄 재고



감소 중인 납 재고

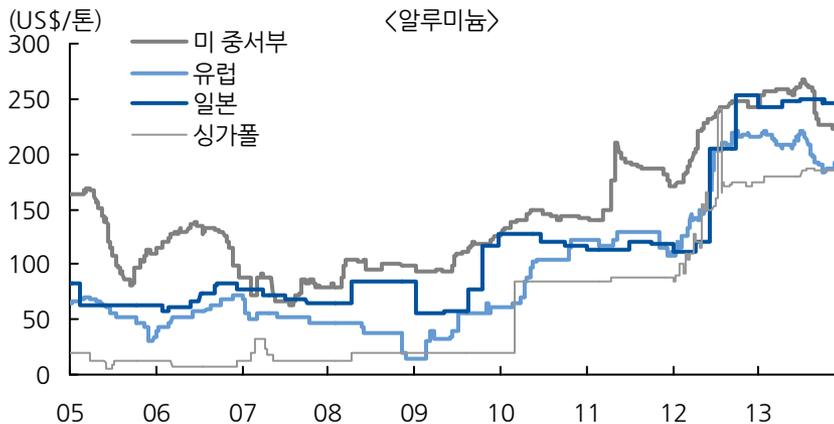


자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

III. 2014 전망: 비철금속

LME 창고에 재고 정체로 공급 과잉에도 불구하고 급등한 현물 프리미엄

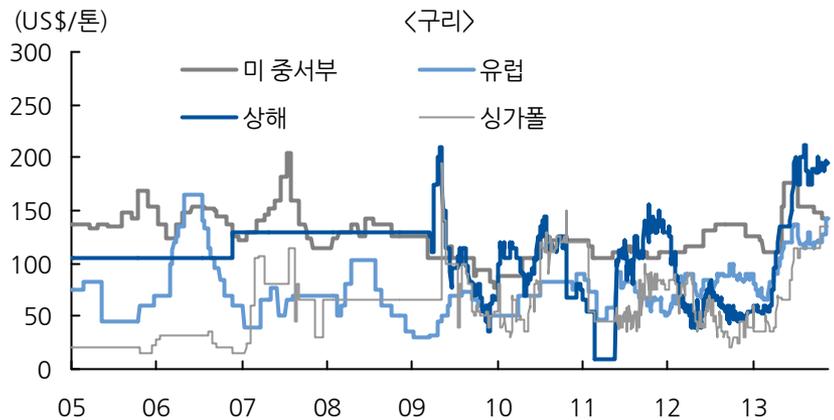
급등 후 소폭 조정을 보인 알루미늄 프리미엄



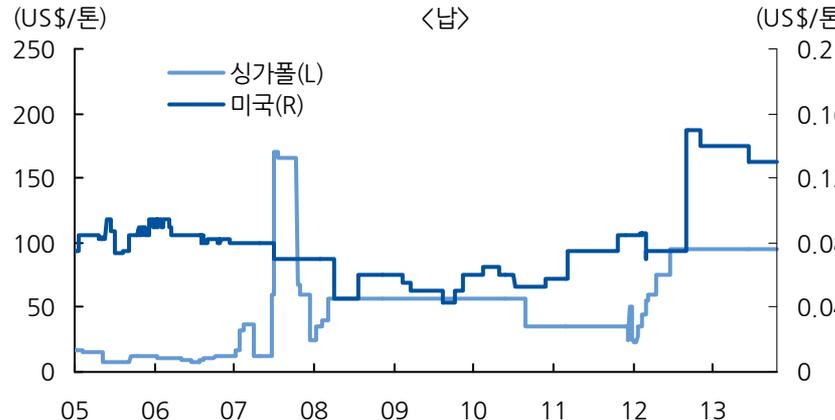
같은 흐름의 아연 프리미엄



구리 프리미엄도 최근 상승



납 프리미엄도 강세



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

III. 2014 전망: 비철금속

그러나 창고 정책 변화 영향은 제한적

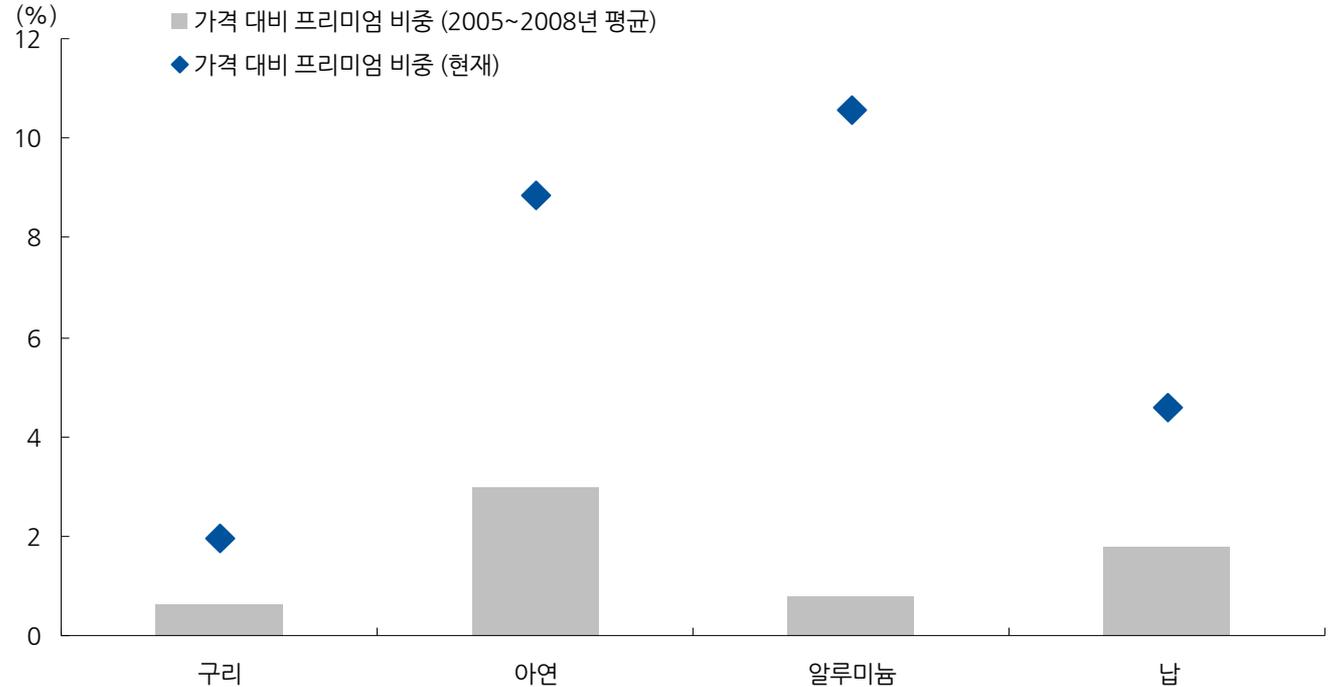
TIP

현물 프리미엄은 일반적으로 수요가 강할때 나타나는 현상

그러나 현재의 프리미엄 강세는 LME창고 재고가 금융 거래에 묶여 있어 출고가 제대로 이루어지지 않아 발생한 현상

그 동안 저금리로 인해 투자자들은 선물 매도, 현물 매수의 차익거래 포지션을 잡고 매수한 현물을 창고에 보관해두었다. 금융 관련 거래다. 그 결과 현물 프리미엄은 급등했다. 이것이 바로 현물 프리미엄은 올라가는데 가격은 상승하지 않은 특이한 현상이 나타난 원인이다. 이를 바로 잡기 위해 LME는 2014년 4월부터 재고 방출 대기 시간이 50일을 넘어서는 창고들에 대해 재고 입고량 보다 출고량을 1,500톤씩 많이 가져갈 것을 지시했다. 이는 공급 부담으로 작용할 수 있다. 그러나 이는 현물 프리미엄을 떨어뜨려 경쟁력 없는 제련사들의 감산을 초래할 전망이다. 따라서 LME창고의 재고 방출이 비철 가격 하락으로 이어질 가능성은 낮다.

아연과 연의 프리미엄 급등 현상이 두드러져



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터 추정

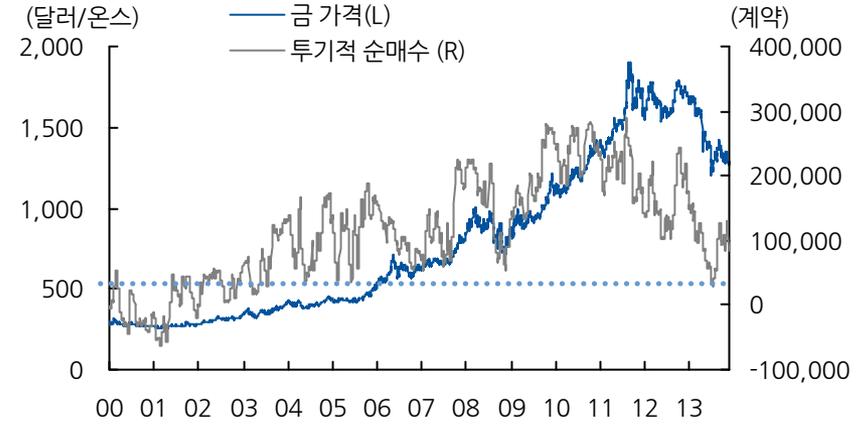
III. 2014 전망: 비철금속

상품 시장에 거품은 모두 빠져 있는 상태

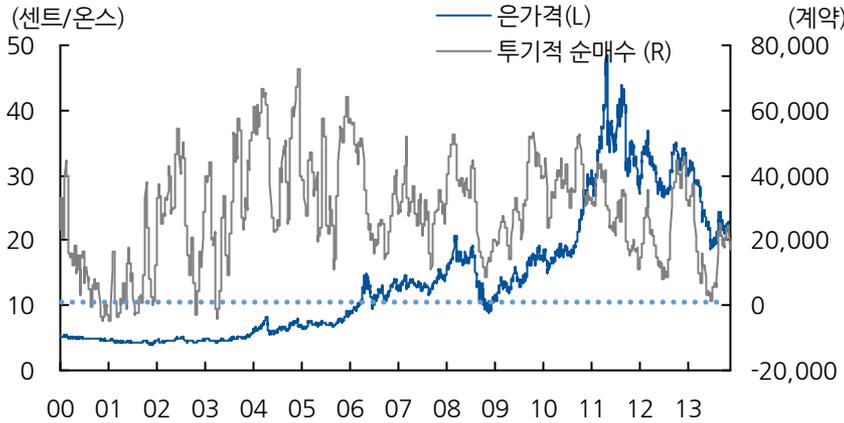
구리의 투기적 순매수 밴드 하단으로 감소



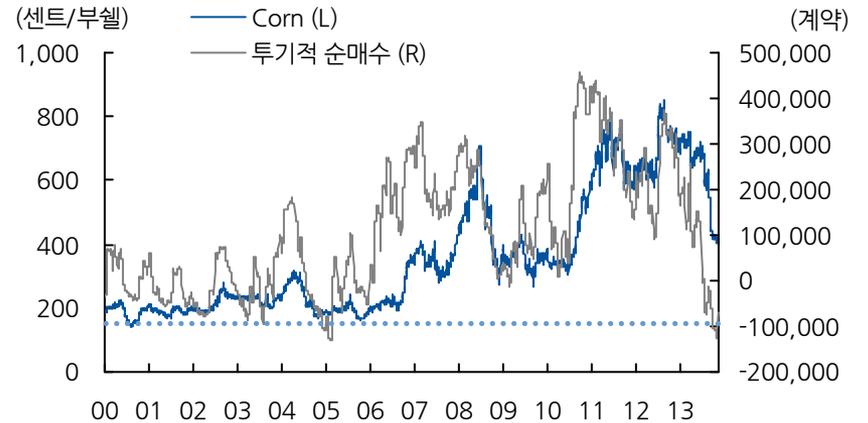
금의 투기적 순매수도 과거의 낮은 수준으로 회귀



은의 투기적 순매수도 낮은 수준



옥수수의 투기적 순매수는 급감



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

IV. Top Picks: POSCO (005490 / 매수 / TP 430,000원)

왕의 귀환

• 투자포인트

- 1) 고로 업체 마진 회복 기대
- 2) 친환경 설비, 높은 원가 경쟁력으로 중국 환경 이슈의 수혜
- 3) 시황 회복 예상되는 탄소강 판재류가 차지하는 비중이 매출액의 79%
- 4) 포스코에너지, 대우인터내셔널, 포스코ICT, 포스코캠텍 등 비철강 자회사 실적 개선 시작

• Risk 요인

중국 경기 경착륙, 국내 조선사 후판 수주량 급감

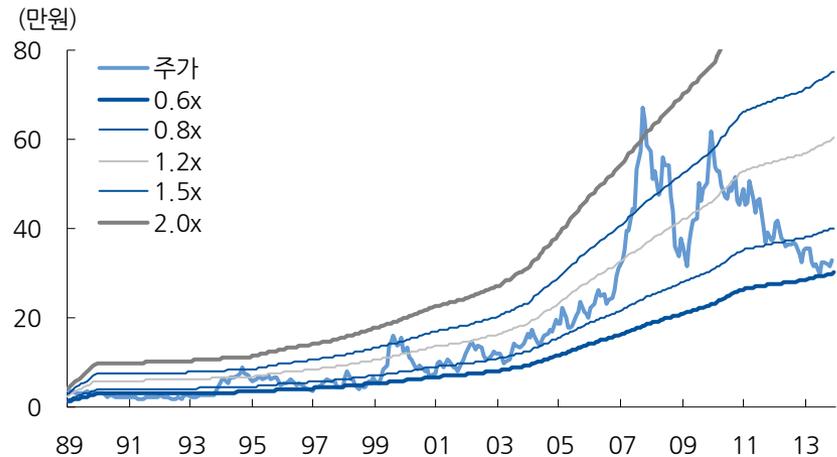
수익예상과 투자지표

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	32,582	39,172	35,665	30,898	34,447	35,653
영업이익(십억원)	4,785	4,330	2,790	2,368	3,486	3,810
영업이익률 (%)	14.7	11.1	7.8	7.7	10.1	10.7
순이익(십억원)	3,784	3,189	2,500	1,877	2,945	3,172
EPS (원)	43,405	36,575	28,669	21,528	33,782	36,378
ROE (%)	11.3	8.7	6.5	4.6	6.9	7.0
P/E (배)	11.2	10.4	12.2	15.0	9.6	8.9
P/B (배)	1.1	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6

현재주가(13/11/21, 원)	323,500	KOSPI	1,993.78
상승여력	33%	시가총액(십억원)	28,205
영업이익(13F, 십억원)	2,368	발행주식수(백만주)	87
Consensus 영업이익(13F, 십억원)	2,375	유동주식비율(%)	85.4
EPS 성장률(13F, %)	-24.9	외국인 보유비중(%)	53.7
MKT EPS 성장률(13F, %)	14.5	베타(12M, 일간수익률)	0.8
P/E(13F, x)	15.0	52주 최저가(원)	286,000
MKT P/E(13F, x)	11.2	52주 최고가(원)	374,500

주: K-IFRS 별도 재무제표 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익
자료: KDB대우증권 리서치센터

P/B Band



자료: KDB대우증권 리서치센터

IV. Top Picks: POSCO (005490 / 매수 / TP 430,000원)

예상 포괄 손익계산서

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	35,665	30,898	34,447	35,653
매출원가	31,042	26,712	29,071	29,949
매출총이익	4,623	4,186	5,376	5,705
판매비와관리비	1,833	1,818	1,890	1,895
조정영업이익	2,790	2,368	3,486	3,810
영업이익	2,790	2,368	3,486	3,810
비영업손익	333	-73	115	155
순금융비용	278	213	248	242
관계기업등 투자손익	-10	2	0	0
세전계속사업손익	3,122	2,295	3,601	3,965
계속사업법인세비용	623	418	656	793
계속사업이익	2,500	1,877	2,945	3,172
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	2,500	1,877	2,945	3,172
지배주주	2,500	1,877	2,945	3,172
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	2,300	2,050	3,118	3,344
지배주주	2,300	2,050	3,118	3,344
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	4,671	4,330	5,747	6,072
FCF	3,330	888	984	1,452
EBITDA마진율 (%)	13.1	14.0	16.7	17.0
영업이익률 (%)	7.8	7.7	10.1	10.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.0	6.1	8.6	8.9

예상 재무상태표

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	12,610	12,092	12,861	13,425
현금 및 현금성자산	1,753	2,066	2,197	2,411
매출채권 및 기타채권	4,468	3,934	4,203	4,350
재고자산	5,404	5,321	5,684	5,883
기타유동자산	55	130	137	140
비유동자산	39,711	42,641	44,494	46,377
관계기업투자등	1,937	2,336	2,336	2,336
유형자산	22,167	23,922	25,257	26,592
무형자산	294	365	375	384
자산총계	52,320	54,732	57,355	59,801
유동부채	4,544	5,375	5,554	5,651
매입채무 및 기타채무	1,805	1,774	1,895	1,961
단기금융부채	2,135	2,763	2,763	2,763
기타유동부채	604	838	896	927
비유동부채	8,612	7,612	7,615	7,617
장기금융부채	7,566	6,476	6,476	6,476
기타비유동부채	906	949	953	954
부채총계	13,156	12,987	13,169	13,268
지배주주지분	39,165	41,746	44,186	46,533
자본금	482	482	482	482
자본잉여금	1,228	2,225	2,225	2,225
이익잉여금	39,843	41,212	43,480	45,655
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	39,165	41,746	44,186	46,533

IV. Top Picks: POSCO (005490 / 매수 / TP 430,000원)

예상 현금흐름표

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	5,777	4,591	4,631	5,027
당기순이익	2,500	1,877	2,945	3,172
비현금수익비용가감	2,168	2,502	2,802	2,901
유형자산감가상각비	1,841	1,914	2,200	2,200
무형자산상각비	40	49	61	63
기타	353	-326	-20	14
영업활동으로인한자산및부채의변동	1,420	586	-460	-252
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	83	497	-269	-147
재고자산 감소(증가)	1,741	83	-363	-199
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-397	-33	121	66
법인세납부	-311	-374	-656	-793
투자활동으로 인한 현금흐름	-2,560	-3,658	-3,453	-3,447
유형자산처분(취득)	-2,466	-3,719	-3,535	-3,535
무형자산감소(증가)	-93	-71	-71	-71
장단기금융자산의 감소(증가)	727	310	0	0
기타투자활동	-729	-178	153	159
재무활동으로 인한 현금흐름	-2,603	-620	-1,047	-1,366
장단기금융부채의 증가(감소)	-1,426	-744	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-733	-618	-678	-997
기타재무활동	-444	588	-370	-370
현금의증가	615	313	131	214
기초현금	1,138	1,753	2,066	2,197
기말현금	1,753	2,066	2,197	2,411

예상 주당가치 및 Valuation

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	12.2	15.2	9.7	9.0
P/CF (x)	7.0	7.5	5.5	5.3
P/B (x)	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA (x)	8.1	8.2	6.1	5.8
EPS (원)	28,669	21,528	33,782	36,378
CFPS (원)	50,245	44,034	59,716	62,330
BPS (원)	473,261	502,050	529,920	556,746
DPS (원)	8,000	8,000	10,000	10,000
배당성향 (%)	24.7	25.5	27.1	25.1
배당수익률 (%)	2.3	2.4	3.1	3.1
매출액증가율 (%)	-9.0	-13.4	11.5	3.5
EBITDA증가율 (%)	-23.5	-7.3	32.7	5.7
영업이익증가율 (%)	-35.6	-15.1	47.3	9.3
EPS증가율 (%)	-21.6	-24.9	56.9	7.7
매출채권 회전율 (회)	8.6	7.9	9.0	8.9
재고자산 회전율 (회)	5.7	5.8	6.3	6.2
매입채무 회전율 (회)	30.0	29.3	29.5	29.1
ROA (%)	4.8	3.5	5.3	5.4
ROE (%)	6.5	4.6	6.9	7.0
ROIC (%)	7.3	6.4	8.7	9.1
부채비율 (%)	33.6	31.1	29.8	28.5
유동비율 (%)	277.5	225.0	231.6	237.6
순차입금/자기자본 (%)	17.9	15.7	14.5	13.3
영업이익/금융비용 (x)	7.1	7.1	9.4	10.3

IV. Top Picks: 현대제철 (004020 / 매수 / TP 103,000원)

끝나지 않은 Transforming

• 투자포인트

- 1) 현대하이스코와의 합병으로 두 번째 수익구조 변화
: 시황에 따라 열연, 냉연간 선택적 생산을 통해 수익구조 안정화
- 2) 생산능력 증가에 따른 외형 확대: 고로 3기 가동으로 21.8% 증가
- 3) 고로재 비중 증가: 생산능력 중 고로재 비중 2010년 27.0%, 2012년 43.6%, 2013년 53.7%
- 4) 고로재 중 수익성 높은 자동차용 비중 증가: 2012년 38.1%, 2013년 48.3%
- 5) 수익성 낮은 건설용 매출 비중 감소: 2012년 40%, 2013년 37%, 2014년 35%

• Risk 요인

중국 경기 경착륙, 국내 조선사 후판 수주량 급감, 국내 건설경기 악화

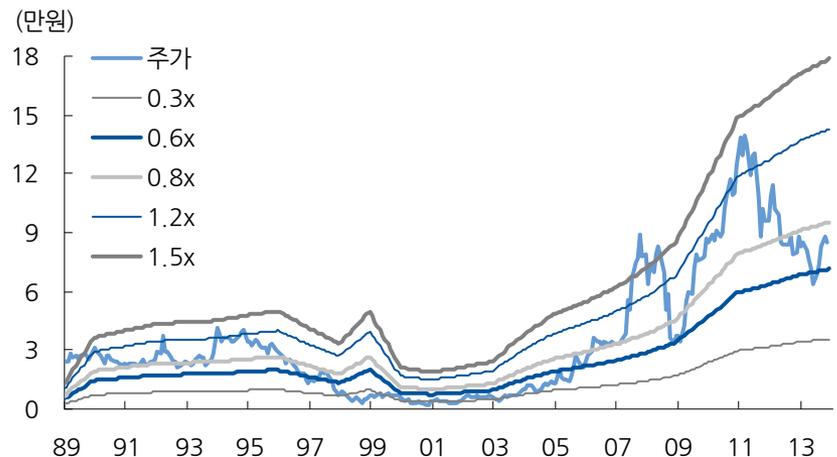
수익예상과 투자지표

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	10,236	15,260	14,146	13,622	17,346	17,953
영업이익(십억원)	1,059	1,275	872	785	1,295	1,481
영업이익률 (%)	10.4	8.4	6.2	5.8	7.5	8.3
순이익(십억원)	922	747	796	635	791	962
EPS (원)	10,812	8,758	9,335	7,447	9,274	11,270
ROE (%)	12.3	8.5	8.4	6.3	7.4	8.3
P/E (배)	11.5	10.9	9.4	11.2	9.0	7.4
P/B (배)	1.3	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6

현재주가(13/11/21, 원)	83,700	KOSPI	1,993.78
상승여력	23%	시가총액(십억원)	7,141
영업이익(13F, 십억원)	785	발행주식수(백만주)	85
Consensus 영업이익(13F, 십억원)	772	유동주식비율 (%)	65.0
EPS 성장률(13F, %)	-20.2	외국인 보유비중 (%)	18.7
MKT EPS 성장률(13F, %)	14.6	베타(12M, 일간수익률)	1.5
P/E(13F, x)	11.2	52주 최저가(원)	60,100
MKT P/E(13F, x)	11.1	52주 최고가(원)	91,000

주: K-IFRS 연결 재무제표 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익
자료: KDB대우증권 리서치센터

P/B Band



자료: KDB대우증권 리서치센터

IV. Top Picks: 현대제철 (004020 / 매수 / TP 103,000원)

예상 포괄 손익계산서

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	14,146	13,622	17,346	17,953
매출원가	12,730	12,264	15,399	15,799
매출총이익	1,416	1,358	1,947	2,154
판매비와관리비	545	573	652	675
조정영업이익	872	785	1,295	1,479
영업이익	872	785	1,295	1,481
비영업손익	59	-72	-346	-331
순금융비용	289	256	389	369
관계기업등 투자손익	18	5	0	0
세전계속사업손익	931	713	950	1,150
계속사업법인세비용	134	62	142	173
계속사업이익	796	651	807	978
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	796	651	807	978
지배주주	796	635	791	962
비지배주주	0	15	16	16
총포괄이익	754	548	807	978
지배주주	754	533	791	962
비지배주주	0	15	16	16
EBITDA	1,593	1,557	2,269	2,455
FCF	-414	-1,187	848	1,279
EBITDA마진율 (%)	11.3	11.4	13.1	13.7
영업이익률 (%)	6.2	5.8	7.5	8.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.6	4.7	4.6	5.4

예상 재무상태표

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	5,487	6,445	7,477	8,612
현금 및 현금성자산	879	851	1,330	2,257
매출채권 및 기타채권	2,021	2,548	2,810	2,908
재고자산	2,335	2,752	3,036	3,142
기타유동자산	66	79	87	90
비유동자산	17,465	18,762	18,667	18,562
관계기업투자등	220	111	111	111
유형자산	14,982	16,201	16,051	15,901
무형자산	141	176	191	203
자산총계	22,951	25,206	26,144	27,173
유동부채	6,122	6,304	6,477	6,571
매입채무 및 기타채무	1,916	2,202	2,342	2,424
단기금융부채	3,872	3,788	3,788	3,788
기타유동부채	334	315	347	359
비유동부채	6,999	8,408	8,408	8,408
장기금융부채	6,467	7,937	7,937	7,937
기타비유동부채	473	396	396	396
부채총계	13,121	14,712	14,885	14,979
지배주주지분	9,831	10,322	11,071	11,990
자본금	427	427	427	427
자본잉여금	320	311	311	311
이익잉여금	7,871	8,464	9,213	10,133
비지배주주지분	0	172	188	204
자본총계	9,831	10,494	11,259	12,194

IV. Top Picks: 현대제철 (004020 / 매수 / TP 103,000원)

예상 현금흐름표

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	2,564	1,250	1,738	2,166
당기순이익	796	651	807	978
비현금수익비용가감	907	931	1,462	1,477
유형자산감가상각비	708	753	950	950
무형자산상각비	13	19	24	26
기타	-45	133	28	28
영업활동으로인한자산및부채의변동	989	-141	-389	-116
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	546	-370	-262	-98
재고자산 감소(증가)	217	-297	-284	-106
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	199	535	140	82
법인세납부	-127	-191	-142	-173
투자활동으로 인한 현금흐름	-2,578	-1,776	-783	-763
유형자산처분(취득)	-2,862	-1,940	-800	-800
무형자산감소(증가)	-37	-38	-38	-38
장단기금융자산의 감소(증가)	259	139	0	0
기타투자활동	62	62	55	75
재무활동으로 인한 현금흐름	-94	453	-476	-476
장단기금융부채의 증가(감소)	417	878	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-42	-42	-42	-42
기타재무활동	-469	-382	-434	-434
현금의증가	-108	-28	478	927
기초현금	987	879	851	1,330
기말현금	879	851	1,330	2,257

예상 주당가치 및 Valuation

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	9.4	11.4	9.1	7.5
P/CF (x)	4.9	5.1	4.1	3.7
P/B (x)	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA (x)	10.6	11.7	7.8	6.8
EPS (원)	9,335	7,447	9,274	11,270
CFPS (원)	17,788	16,492	20,687	22,705
BPS (원)	113,783	119,121	127,731	138,360
DPS (원)	500	500	500	500
배당성향 (%)	5.3	6.6	5.3	4.4
배당수익률 (%)	0.6	0.6	0.6	0.6
매출액증가율 (%)	-7.3	-3.7	27.3	3.5
EBITDA증가율 (%)	-19.4	-2.3	45.8	8.2
영업이익증가율 (%)	-31.6	-10.0	65.0	14.3
EPS증가율 (%)	6.6	-20.2	24.5	21.5
매출채권 회전율 (회)	6.3	6.1	6.6	6.4
재고자산 회전율 (회)	5.8	5.4	6.0	5.8
매입채무 회전율 (회)	19.5	17.3	17.5	17.0
ROA (%)	3.6	2.7	3.1	3.7
ROE (%)	8.4	6.3	7.4	8.3
ROIC (%)	4.5	3.9	5.7	6.4
부채비율 (%)	133.5	140.2	132.2	122.8
유동비율 (%)	89.6	102.2	115.4	131.1
순차입금/자기자본 (%)	94.4	101.6	90.4	75.9
영업이익/금융비용 (x)	2.5	2.6	3.0	3.4

IV. Top Picks: 고려아연 (010130/ Trading Buy / TP 350,000원)

2014년 중 결정적 매수 기회가 온다

- 투자포인트
 - 1) 장기적 생산능력 확대
: 현재 대비 2016년 생산능력 아연 +4.8%, 연 +43.3%, 동 +8.6%, 은 +40.1%
 - 2) QE축소 시작 이후 세 가지 바닥이 확인될 전망
: 귀금속 가격, 비철금속 가격, 원/달러 환율
 - 3) 4분기 연속 어닝쇼크를 유발했던 원재료 문제 등 해결

- Risk 요인
달러화 강세

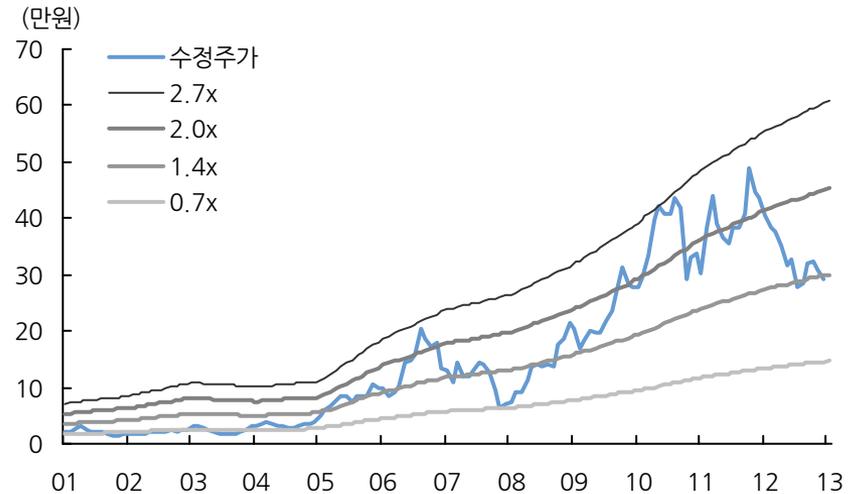
수익예상과 투자지표

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	3,838	5,556	5,498	4,888	5,277	5,436
영업이익(십억원)	684	964	758	626	790	832
영업이익률 (%)	17.8	17.3	13.8	12.8	15.0	15.3
순이익(십억원)	549	705	560	475	616	660
EPS (원)	29,086	37,342	29,685	25,190	32,660	34,986
ROE (%)	22.4	23.1	15.5	11.7	13.5	12.8
P/E (배)	9.5	8.1	13.6	11.1	8.6	8.0
P/B (배)	1.9	1.7	2.0	1.3	1.1	1.0

현재주가(13/11/21, 원)	280,500	KOSPI	1,993.78
상승여력	25%	시가총액(십억원)	5,293
영업이익(13F, 십억원)	626	발행주식수(백만주)	19
Consensus 영업이익(13F, 십억원)	620	유동주식비율 (%)	42.6
EPS 성장률(13F, %)	-15.1	외국인 보유비중 (%)	14.1
MKT EPS 성장률(13F, %)	14.6	베타(12M, 일간수익률)	1.4
P/E(13F, x)	11.1	52주 최저가(원)	251,500
MKT P/E(13F, x)	11.1	52주 최고가(원)	452,000

주: K-IFRS 연결 재무제표 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익
자료: KDB대우증권 리서치센터

P/B Band



자료: KDB대우증권 리서치센터

IV. Top Picks: 고려아연 (010130/ Trading Buy / TP 350,000원)

예상 포괄 손익계산서

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	5,498	4,888	5,277	5,436
매출원가	4,600	4,121	4,340	4,457
매출총이익	898	767	937	978
판매비와관리비	140	142	147	147
조정영업이익	758	626	790	832
영업이익	758	626	790	832
비영업손익	-6	17	45	63
순금융비용	-39	-42	-68	-83
관계기업등 투자손익	-5	-3	-3	-3
세전계속사업손익	751	643	836	895
계속사업법인세비용	183	162	213	228
계속사업이익	568	481	623	667
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	568	481	623	667
지배주주	560	475	616	660
비지배주주	8	6	6	7
총포괄이익	566	545	686	731
지배주주	558	512	653	696
비지배주주	8	33	34	34
EBITDA	883	768	923	959
FCF	125	413	330	366
EBITDA마진율 (%)	16.1	15.7	17.5	17.7
영업이익률 (%)	13.8	12.8	15.0	15.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	10.2	9.7	11.7	12.2

예상 재무상태표

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	2,523	2,938	3,293	3,683
현금 및 현금성자산	475	701	1,000	1,348
매출채권 및 기타채권	386	304	317	326
재고자산	997	1,012	1,056	1,087
기타유동자산	14	15	16	16
비유동자산	2,417	2,671	2,932	3,197
관계기업투자등	43	41	38	35
유형자산	1,706	1,938	2,157	2,380
무형자산	78	81	82	84
자산총계	4,941	5,609	6,225	6,880
유동부채	626	813	831	845
매입채무 및 기타채무	260	304	317	326
단기금융부채	269	388	388	388
기타유동부채	98	121	127	131
비유동부채	329	347	347	347
장기금융부채	62	56	56	56
기타비유동부채	254	274	274	274
부채총계	955	1,160	1,178	1,191
지배주주지분	3,859	4,282	4,846	5,454
자본금	94	94	94	94
자본잉여금	58	57	57	57
이익잉여금	3,713	4,100	4,627	5,199
비지배주주지분	127	167	201	235
자본총계	3,986	4,449	5,047	5,689

IV. Top Picks: 고려아연 (010130/ Trading Buy / TP 350,000원)

예상 현금흐름표

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	459	786	671	703
당기순이익	568	481	623	667
비현금수익비용가감	332	288	300	293
유형자산감가상각비	123	140	130	125
무형자산상각비	2	2	2	2
기타	-66	-16	-11	-11
영업활동으로인한자산및부채의변동	-169	170	-39	-28
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-135	89	-13	-10
재고자산 감소(증가)	-122	-9	-43	-32
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	81	40	13	10
법인세납부	-272	-152	-213	-228
투자활동으로 인한 현금흐름	-543	-549	-271	-253
유형자산처분(취득)	-303	-344	-349	-349
무형자산감소(증가)	-6	-4	-4	-4
장단기금융자산의 감소(증가)	-538	-297	0	0
기타투자활동	304	96	81	99
재무활동으로 인한 현금흐름	-236	-14	-101	-101
장단기금융부채의 증가(감소)	-134	87	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-90	-88	-88	-88
기타재무활동	-12	-11	-12	-12
현금의증가	-328	226	299	349
기초현금	803	475	701	1,000
기말현금	475	701	1,000	1,348

예상 주당가치 및 Valuation

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	13.6	11.6	8.9	8.3
P/CF (x)	11.2	8.9	7.3	7.0
P/B (x)	2.0	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA (x)	7.9	5.9	4.6	4.1
EPS (원)	29,685	25,190	32,660	34,986
CFPS (원)	36,312	32,708	39,674	41,737
BPS (원)	203,209	222,651	252,470	284,617
DPS (원)	5,000	5,000	5,000	5,000
배당성향 (%)	15.8	18.6	14.3	13.4
배당수익률 (%)	1.2	1.7	1.7	1.7
매출액증가율 (%)	-1.1	-11.1	8.0	3.0
EBITDA증가율 (%)	-17.9	-13.0	20.2	4.0
영업이익증가율 (%)	-21.4	-17.4	26.3	5.3
EPS증가율 (%)	-20.5	-15.1	29.7	7.1
매출채권 회전율 (회)	23.3	19.3	20.4	20.3
재고자산 회전율 (회)	5.9	4.9	5.1	5.1
매입채무 회전율 (회)	29.6	20.6	20.4	20.3
ROA (%)	11.9	9.1	10.5	10.2
ROE (%)	15.5	11.7	13.5	12.8
ROIC (%)	21.8	16.2	19.3	18.7
부채비율 (%)	24.0	26.1	23.3	20.9
유동비율 (%)	403.1	361.2	396.1	436.1
순차입금/자기자본 (%)	-20.0	-26.1	-29.0	-31.8
영업이익/금융비용 (x)	68.2	58.1	63.6	67.0

IV. Top Picks: 풍산 (103140/ Trading Buy / TP 31,000원)

장기 투자 시작 시점이 다가오기 시작하다

- 투자포인트
 - 1) 방산 사업부 가치가 주가의 지지 요인
: 방산 가치 수준에 머무르고 있는 시가 총액
 - 2) 향후 방산 사업부는 연평균 8~10% 성장 지속
 - 3) 동 광산 생산능력 증가에도 불구하고 QE축소 시작 이후 동 가격 바닥 확인할 전망

- Risk 요인
달러화 강세, 동 가격 급락

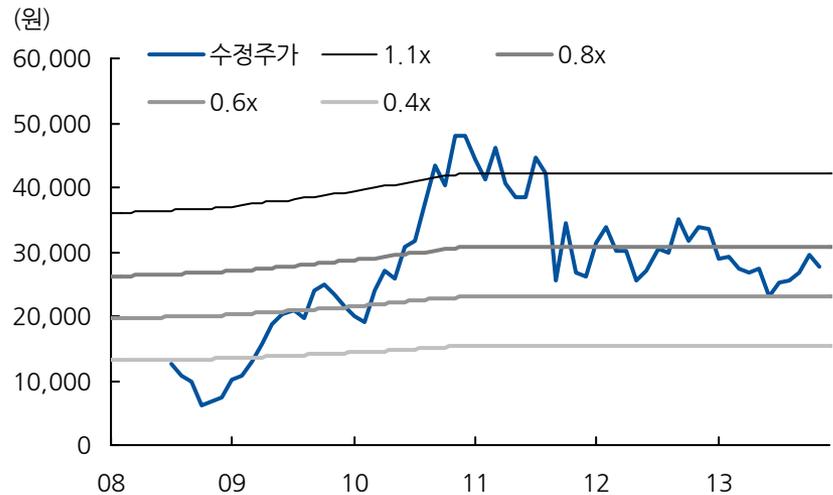
수익예상과 투자지표

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	2,708	2,881	2,900	2,989	3,079	3,140
영업이익(십억원)	241	99	128	142	171	178
영업이익률 (%)	8.9	3.4	4.4	4.8	5.6	5.7
순이익(십억원)	153	41	62	66	87	93
EPS (원)	5,458	1,452	2,199	2,344	3,111	3,334
ROE (%)	17.3	4.3	6.5	6.6	8.2	8.2
P/E (배)	8.8	18.1	15.3	11.6	8.7	8.1
P/B (배)	1.5	0.8	1.0	0.8	0.7	0.7

현재주가(13/11/21, 원)	27,150	KOSPI	1,993.78
상승여력	14%	시가총액(십억원)	761
영업이익(13F, 십억원)	142	발행주식수(백만주)	28
Consensus 영업이익(13F, 십억원)	148	유동주식비율(%)	66.6
EPS 성장률(13F, %)	6.6	외국인 보유비중(%)	12.1
MKT EPS 성장률(13F, %)	14.6	베타(12M, 일간수익률)	1.3
P/E(13F, x)	11.6	52주 최저가(원)	21,500
MKT P/E(13F, x)	11.1	52주 최고가(원)	35,900

주: K-IFRS 연결 재무제표 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익
자료: KDB대우증권 리서치센터

P/B Band



자료: KDB대우증권 리서치센터

IV. Top Picks: 풍산 (103140/ Trading Buy / TP 31,000원)

예상 포괄 손익계산서

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	2,900	2,989	3,079	3,140
매출원가	2,662	2,727	2,790	2,842
매출총이익	238	261	289	298
판매비와관리비	111	119	118	120
조정영업이익	128	142	171	178
영업이익	128	142	171	178
비영업손익	-41	-36	-58	-57
순금융비용	57	53	61	60
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	87	106	113	122
계속사업법인세비용	25	40	26	28
계속사업이익	62	66	87	94
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	62	66	87	94
지배주주	62	66	87	93
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	35	71	92	99
지배주주	35	71	92	99
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	183	201	236	244
FCF	77	-146	143	108
EBITDA마진율 (%)	6.3	6.7	7.7	7.8
영업이익률 (%)	4.4	4.8	5.6	5.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.1	2.2	2.8	3.0

예상 재무상태표

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	1,356	1,614	1,679	1,756
현금 및 현금성자산	23	66	148	195
매출채권 및 기타채권	451	517	511	521
재고자산	867	1,002	991	1,011
기타유동자산	5	6	6	6
비유동자산	1,278	1,316	1,330	1,343
관계기업투자등	1	1	1	1
유형자산	1,108	1,155	1,162	1,168
무형자산	27	26	25	24
자산총계	2,633	2,930	3,009	3,099
유동부채	925	1,186	1,186	1,191
매입채무 및 기타채무	155	143	142	145
단기금융부채	670	937	937	937
기타유동부채	100	106	108	110
비유동부채	741	719	719	719
장기금융부채	626	600	600	600
기타비유동부채	41	40	40	40
부채총계	1,666	1,905	1,905	1,910
지배주주지분	965	1,023	1,102	1,186
자본금	140	140	140	140
자본잉여금	495	495	495	495
이익잉여금	335	389	462	541
비지배주주지분	2	2	2	3
자본총계	967	1,025	1,104	1,189

IV. Top Picks: 풍산 (103140/ Trading Buy / TP 31,000원)

예상 현금흐름표

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	218	4	227	191
당기순이익	87	78	87	94
비현금수익비용가감	126	143	149	150
유형자산감가상각비	54	57	63	64
무형자산상각비	2	2	2	2
기타	-12	-5	0	0
영업활동으로인한자산및부채의변동	15	-171	17	-25
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-14	-53	6	-10
재고자산 감소(증가)	11	-119	11	-20
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	20	-13	-2	3
법인세납부	-10	-46	-26	-28
투자활동으로 인한 현금흐름	-129	-94	-70	-69
유형자산처분(취득)	-148	-96	-70	-70
무형자산감소(증가)	0	-1	-1	-1
장단기금융자산의 감소(증가)	3	0	0	0
기타투자활동	16	3	1	2
재무활동으로 인한 현금흐름	-98	133	-76	-76
장단기금융부채의 증가(감소)	-30	142	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-11	-13	-14	-14
기타재무활동	-58	-54	-62	-62
현금의증가	-12	43	82	46
기초현금	35	23	66	148
기말현금	23	66	148	195

예상 주당가치 및 Valuation

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	15.3	11.8	8.9	8.3
P/CF (x)	8.0	6.2	5.1	4.9
P/B (x)	1.0	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA (x)	12.4	11.5	9.4	8.9
EPS (원)	2,199	2,344	3,111	3,334
CFPS (원)	4,184	4,449	5,432	5,673
BPS (원)	33,494	35,580	38,413	41,467
DPS (원)	450	500	500	500
배당성향 (%)	20.5	21.3	16.1	15.0
배당수익률 (%)	1.3	1.8	1.8	1.8
매출액증가율 (%)	0.7	3.0	3.0	2.0
EBITDA증가율 (%)	23.7	9.6	17.5	3.3
영업이익증가율 (%)	29.2	11.1	20.5	4.3
EPS증가율 (%)	51.4	6.6	32.8	7.2
매출채권 회전율 (회)	6.6	6.5	6.2	6.3
재고자산 회전율 (회)	3.3	3.2	3.1	3.1
매입채무 회전율 (회)	21.8	23.0	24.9	25.3
ROA (%)	2.4	2.4	2.9	3.1
ROE (%)	6.5	6.6	8.2	8.2
ROIC (%)	4.1	3.8	5.4	5.6
부채비율 (%)	172.2	185.7	172.6	160.7
유동비율 (%)	146.6	136.1	141.5	147.4
순차입금/자기자본 (%)	130.6	141.2	123.8	111.1
영업이익/금융비용 (x)	2.2	2.6	2.8	2.9

Compliance Notice

- 당사는 조사분석 대상 기업과 다음과 같은 이해관계가 있습니다. POSCO: 자사주 금전신탁 위탁 법인. 현대제철, POSCO: 회사가 LP업무를 수행하는 ELW. 현대제철, POSCO, 고려아연: 회사가 LP업무를 수행하는 ELW의 기초자산 발행법인. 현대제철, POSCO, 고려아연: 회사가 LP업무를 수행하는 주식을 발행한 법인. 현대제철, POSCO, 고려아연: 회사가 발행한 ELW의 기초자산 발행 법인.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인합니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 투자 의견 분류 및 적용 기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(---), 목표주가(===), Not covered(▣))
▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10% 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)

