

철강/비철금속 (비중확대) 반복되는 역사와 바뀌는 역사

[요약] 변수별 가정으로 보는 Top picks	2
I. 투자전략	3
II. 산업전망-철강금속	13
III. 산업전망-비철금속	27
IV. Top Picks 및 관심종목	34
POSCO (004020/매수/TP 400,000원)	
고려아연 (010130/매수/TP 385,000원)	
현대제철 (004020/매수/TP 88,000원)	
세아베스틸 (001430/매수/TP 36,000원)	
풍산 (103140/Trading Buy/TP 31,000원)	
[결론] 舊官의 귀환	39

Analyst

전승훈 (02)768-2713

sh.jeon@dwsec.com

[요약] 하반기 투자전략 및 Top picks

철강금속

2H14년
변수별
가정

상품 가격

- 상품 가격 점진적 **상승**
- 철강, 석탄은 공급 축소
- 구리, 철광석은 공급 확대
- 상승 강도 순은
철강>석탄>구리>철광석

경기

- 중국 침체 지속
- 선진국 회복

달러 인덱스

- 점진적 **반등**
- 미국 QE 축소 지속
- 미국 금리 상승 기대
- 유럽형 QE 기대

원/달러 환율

- 원화 강세
- 원화>달러 순의 강세 압력

이론적
우선순위

철광석 업체

현대제철

POSCO

세아베스틸

고려아연

풍산

개별 이슈
고려 후
최종 선호도

POSCO

철광석 업체

고려아연

현대제철

세아베스틸

풍산

Top Picks

철강 가격 상승 = 철강 주식 비중 확대

- 한국 철강 업종 지수는 철강 및 철광석 가격 상승 국면에서 KOSPI 상승률 상회
- 이는 철광석 분기 계약이 시작된 2010년 1분기 전후에도 바뀌지 않은 현상
- 철강 가격 상승이 예상된다면 철강 주식은 “비중확대”가 유효

철강 가격과 KOSPI 대비 철강 업종 지수는 동행



자료: KDB대우증권 리서치센터

철광석 가격과 KOSPI 대비 철강 업종 지수도 동행



자료: KDB대우증권 리서치센터

개별 기업 변화가 필요한 이유?

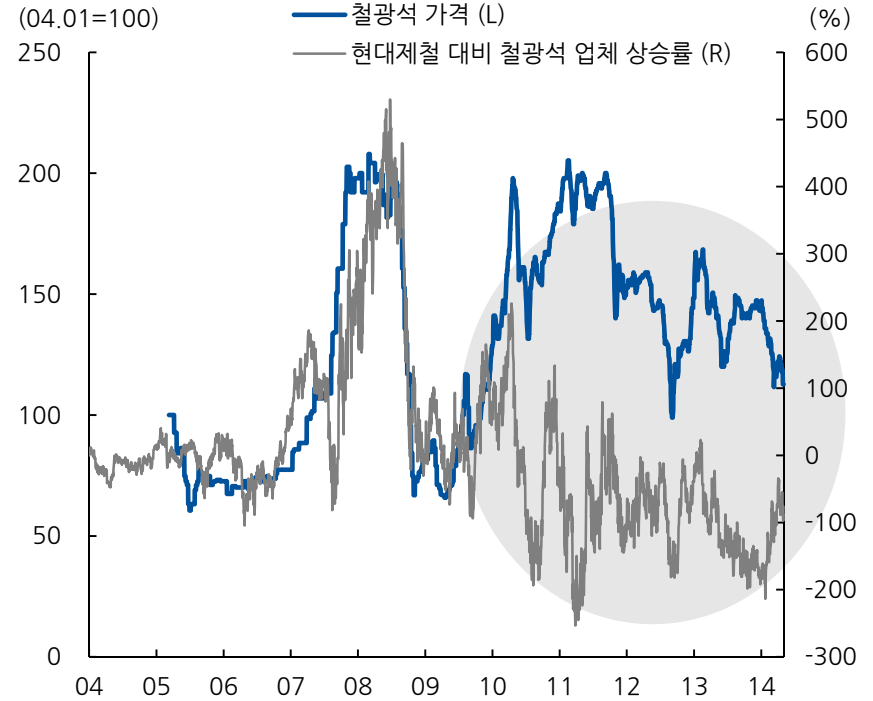
- 문제는 철광석 가격 상승 구간에서는 글로벌 철광석 업체를 매수하는 것이 유리하다는 점
- 2010년 신규 고로 가동으로 자체 변화가 시작된 현대제철의 사례에 주목
- 즉, 기업 변화가 있다면 철광석 가격 상승구간에도 철광석 업체 대신 철강 업체 매수 필요

철광석 가격과 POSCO 대비 글로벌 철광석 업체 상승률 동행



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

철광석 가격과 현대제철 대비 철광석 업체 상승률은 차별화



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

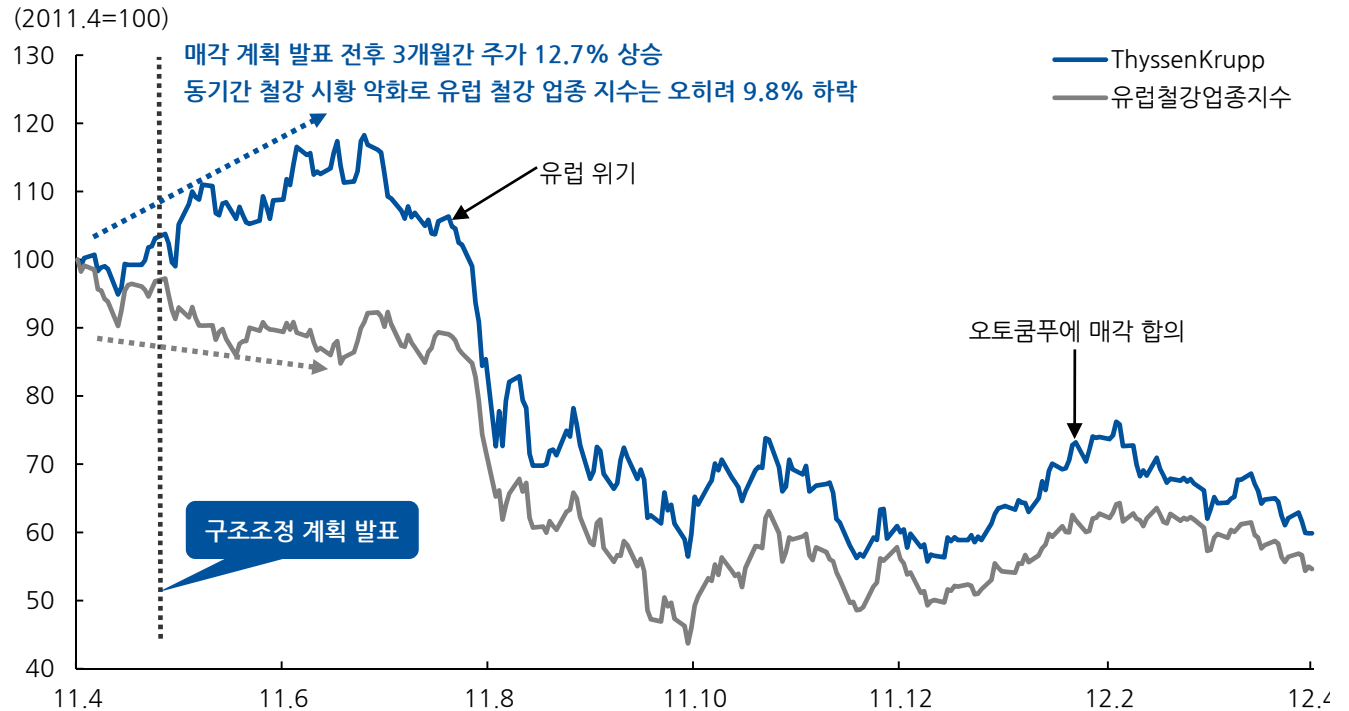
사업구조 개편으로 POSCO의 상대적 매력도 부각

TIP

ThyssenKrupp은 매출 비중 23%에 해당하는 사업부의 매각 등 구조조정 계획 발표

- POSCO는 2014년 하반기 그룹 전체적인 사업구조 개편 시작
- 저수익 자산 매각 또는 지분 축소, 사업부 효율화를 위한 합병 및 분할
- 매력도 높은 비상장 자회사의 상장 추진 시작
- 과거 ThyssenKrupp의 사례도 POSCO의 상대적 주가 매력 부각 가능성 시사

독일 최대 철강 기업인 ThyssenKrupp의 구조조정 발표 전후 주가 추이



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

POSCO와 현대제철간의 주가 관계 변화도 가능

- 일반적으로 철강 가격이 상승할 경우, Beta가 높은 현대제철이 POSCO보다 나아
- 그러나 현대제철은 기업 변화 마무리, POSCO는 변화의 시작 국면이라는 점을 고려할 필요
- Beta의 변화 가능성: 현대제철 이익의 40%는 현대차그룹향, POSCO 수출 비중 40% 돌파
- POSCO는 점차 국제 철강 시장 노출도 확대, Beta 상승 국면으로 진입할 가능성

TIP

과거 Beta
: 현대제철 > POSCO

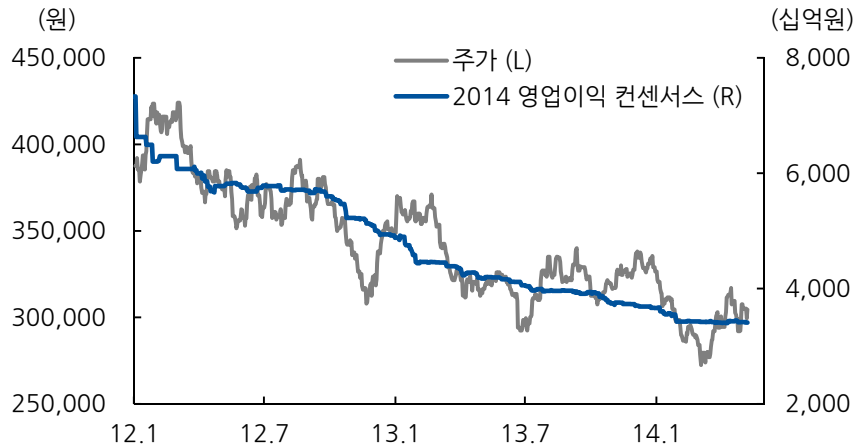
과거 철강 가격이 상승할 경우 POSCO 보다 현대제철의 상승률이 높았던 것이 사실



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

POSCO의 이익 전망치 하향 조정이 끝났다는 점도 긍정적

POSCO의 주가와 2014년 영업이익 시장 추정치



신일철주금의 주가와 2014년 영업이익 시장 추정치



Arcelormittal의 주가와 2014년 영업이익 시장 추정치



US Steel의 주가와 2014년 영업이익 시장 추정치



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

Global peer group valuations

Area		주가상승률			시가총액	매출액(십억원)		영업이익(십억원)		영업이익률		순이익(십억원)		PER(배)		PBR(배)		ROE(%)	
		-1M	-3M	YTD	(십억원)	13	14F	13	14F	13	14F	13	14F	13	14F	13	14F	13	14F
Korea	POSCO	0.5	6.3	-6.7	26,548	61,865	63,989	2,996	3,409	4.8	5.3	1,376	1,936	17.2	13.1	0.58	0.60	3.4	4.6
	현대제철	-5.6	-12.1	-23.5	7,692	13,533	16,707	763	1,157	5.6	6.9	692	703	8.1	10.7	0.58	0.6	6.0	5.3
	동국제강	-23.2	-21.0	-27.0	594	6,691	6,641	81	57	1.2	0.9	-117	-95	-	-	0.32	0.3	-4.9	-3.3
Japan	Nippon steel	-4.0	-12.8	-24.7	25,352	55,213	55,502	3,126	3,946	5.7	7.1	2,340	2,722	10.3	9.1	1.0	0.9	9.3	9.6
	JFE Holdings	-3.4	-10.3	-25.4	11,542	37,588	38,406	1,996	2,338	5.3	6.1	1,276	1,524	8.3	7.0	0.6	0.6	7.7	8.5
China, Taiwan	Baoshan iron & steel(중)	-2.5	2.9	-4.6	10,550	33,765	31,590	1,438	1,678	4.3	5.3	1,036	1,200	11.4	8.9	0.6	0.5	5.1	6.1
	Wuhan iron & steel(중)	-2.4	-2.4	-7.3	3,382	15,916	14,785	260	223	1.6	1.5	76	128	53.9	24.0	0.6	0.6	1.0	2.5
	Hebei iron & Steel (중)	-6.1	-3.7	-7.7	1,519	19,613	18,551	556	287	2.8	1.5	21	173	-	25.9	0.4	0.4	0.6	2.4
	Angang steel(중)	-5.0	-4.1	-11.8	2,858	13,380	12,364	236	289	1.8	2.3	137	173	26.6	19.1	0.4	0.4	1.6	2.0
	China steel(대)	-1.9	-1.8	-6.7	13,211	12,825	12,752	905	823	7.1	6.5	589	619	24.1	22.2	1.3	1.3	-	5.8
India	Tata steel	-1.1	4.6	-5.6	6,655	27,637	24,904	1,384	1,924	5.0	7.7	-1,448	604	-	11.3	1.1	1.1	-18.4	9.6
	SAIL	-4.9	5.9	-7.7	4,746	9,250	8,094	728	635	7.9	7.8	478	407	12.0	11.8	0.7	0.6	5.7	5.2
Europe	Arcelor-Mittal(네)	-1.0	-5.3	-8.4	27,851	86,971	84,253	1,310	3,629	1.5	4.3	-2,786	1,347	-	22.3	0.6	0.6	-5.3	2.7
	Thyssenkrupp(독)	3.9	7.8	16.8	16,611	55,744	57,000	-1,210	1,528	-2.2	2.7	-2,018	293	-	75.9	3.9	3.6	-47.2	6.9
	Salzgitter(독)	4.5	-2.7	1.7	2,684	13,438	13,959	-470	125	-3.5	0.9	-716	4	-	242.3	0.5	0.5	-14.4	0.0
	Voestalpine(오)	2.2	2.7	-3.7	8,226	16,545	16,148	1,244	1,159	7.5	7.2	639	626	12.7	13.1	1.1	1.2	9.1	9.6
U.S.A	US steel	-8.8	-0.6	-13.8	3,764	19,076	18,172	125	439	0.7	2.4	-1,831	146	-	25.2	1.1	1.1	-56.0	4.5
	Nucor	0.9	7.4	-2.5	16,948	20,858	21,019	1,017	1,467	4.9	7.0	534	762	29.9	23.0	2.2	2.1	6.8	9.4
	AK steel(미)	-9.0	4.7	-16.6	956	6,099	5,983	149	194	2.4	3.2	-51	-5	-	66.0	-	-	-	4.7
	Steel Dynamics	-3.3	9.9	-8.2	4,094	8,072	7,957	424	553	5.2	7.0	207	283	23.0	15.6	1.6	1.5	7.2	9.9
C.I.S	Severstal(러)	4.4	-5.6	-12.7	6,823	14,574	13,757	1,381	1,343	9.5	9.8	91	760	-	9.8	-	0.8	-	8.9
	Novolipetsk(러)	0.0	-19.0	-21.5	7,578	11,944	11,403	705	923	5.9	8.1	207	529	38.9	16.1	0.7	0.7	1.8	4.3
	Evrar(러)	32.7	27.6	-6.3	2,738	15,777	14,245	355	677	2.2	4.8	-571	-60	-	16.1	0.7	0.7	-10.5	-1.9
Others	Gerdau(브)	3.1	-15.3	-21.6	7,611	20,307	20,561	1,376	1,572	6.8	7.6	807	936	-	12.3	0.8	0.8	6.4	6.5
	Bluescope(호)	-0.2	11.5	8.2	3,375	8,275	7,775	-53	283	-0.6	3.6	-96	123	-	27.9	0.8	0.8	-1.7	3.0

자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

세아베스틸과 동국제강은?

- 세아베스틸은 2011년, 2012년과 같은 개별적 변화 기다려야
- 세아베스틸은 현대차그룹 이외 고객 확보 속도와 하반기 신규 사업 추진 여부에 주목
- 조선 업황의 회복으로 주가 상승을 예상한다면 동국제강 보다는 현대중공업
- 현대중공업과 동국제강의 주가 관계가 변화될 요인 아직 없어

철광석 가격 상승 구간에서 세아베스틸 대비 POSCO의 상대적 우위



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

주가 상승 기대한다면 현대중공업을 두고 동국제강 고려할 필요 없어



자료: KDB대우증권 리서치센터

과거 달러약세 구간에서 금속 가격 상승시에는 POSCO 보다는 고려아연

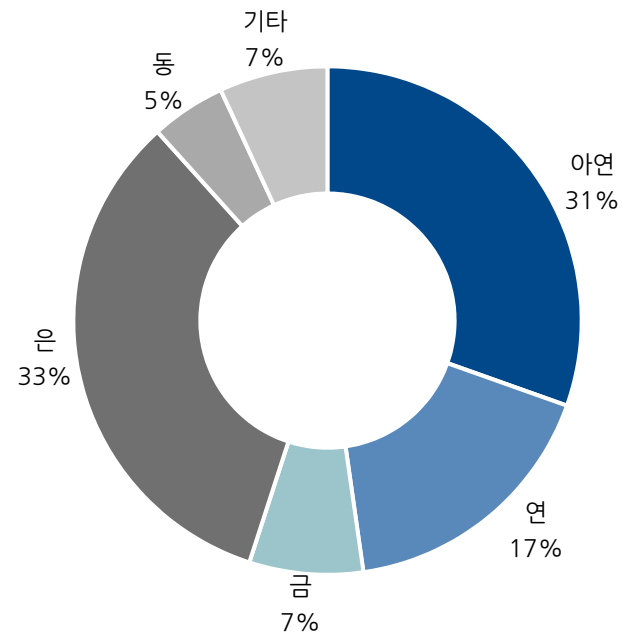
- 고려아연의 주요 매출 품목은 아연과 은
- 아연과 은 가격의 상승 국면에서는 POSCO보다 고려아연 상승률 높아
- 다만 2010년 이후 아연 변동성 축소에 이어 이제 은 가격 변동성도 축소 시작
- 고려아연의 Beta도 축소될 가능성 존재

아연, 은 가격 상승 구간에서 POSCO 대비 고려아연 상승률이 높아



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

고려아연 매출 비중: 아연과 은이 고려아연의 주요 매출 품목



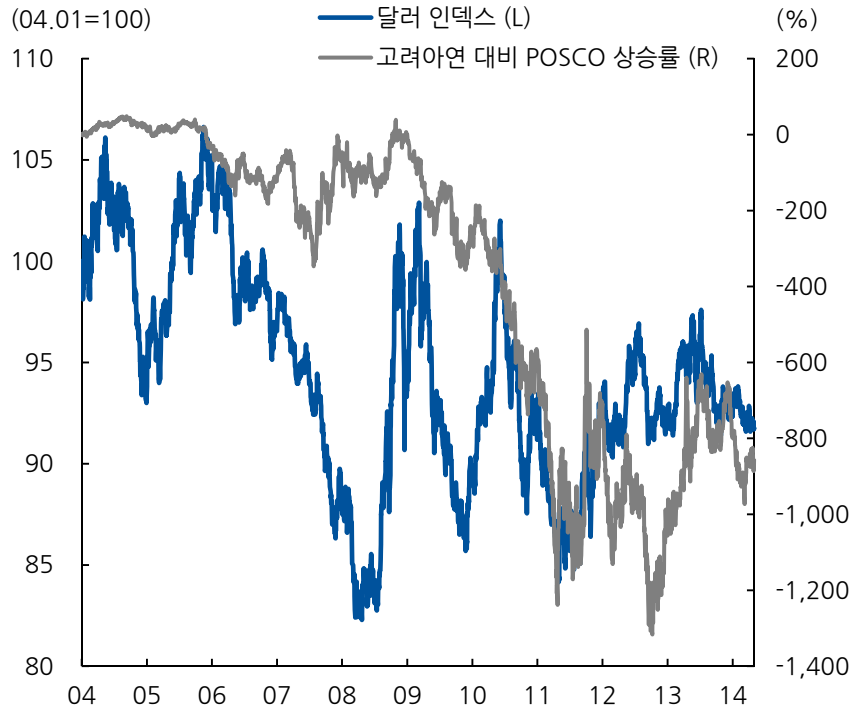
자료: 고려아연, KDB대우증권 리서치센터

환율 동향은 고려아연 보다 POSCO가 유리할 가능성 시사

“달러 강세 + 원화 강세”

- 달러 인덱스 상승 국면에서는 고려아연 보다 POSCO가 유리
- 이론적 환율 민감도는 고려아연은 원화 약세 수혜주, POSCO는 원화 강세 수혜주
- 그러나 일반적으로 원화 강세(달러 약세) 국면에서는 비철금속 가격 상승
- 이에 따라 과거에는 원화 강세 국면에서 오히려 고려아연의 주가 상승률이 높았음
- 그러나 최근 비철금속 가격 변동성 축소로 원화 강세 국면에서 POSCO의 상대적 강세 시작

달러 강세 국면에서는 POSCO 상승률이 높아



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

최근 원/달러 환율과 고려아연 대비 POSCO 상승률간 관계 변화 시작



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

여전히 풍산이 고려아연보다 우위일 이유는 부족

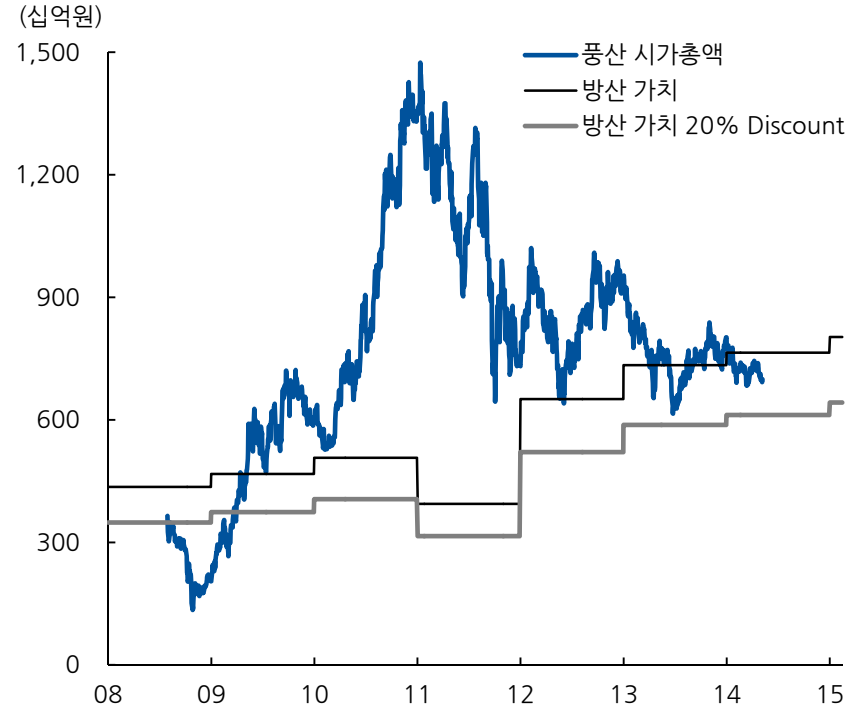
- 과거 구리 가격 상승 국면에서도 풍산 보다는 고려아연 주가 상승률이 높아
- 이러한 추이가 변화되기에는 아직 시기 상조
- 풍산 주가가 방산 사업부 가치를 하회하는 국면에서만 풍산 주식 공격적 매수 가능

구리 가격 상승 국면에서도 풍산보다 고려아연 상승률이 높아



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

풍산은 방산 사업부 성장에 따른 계단식 주가 상승을 기대해야



자료: 풍산, Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

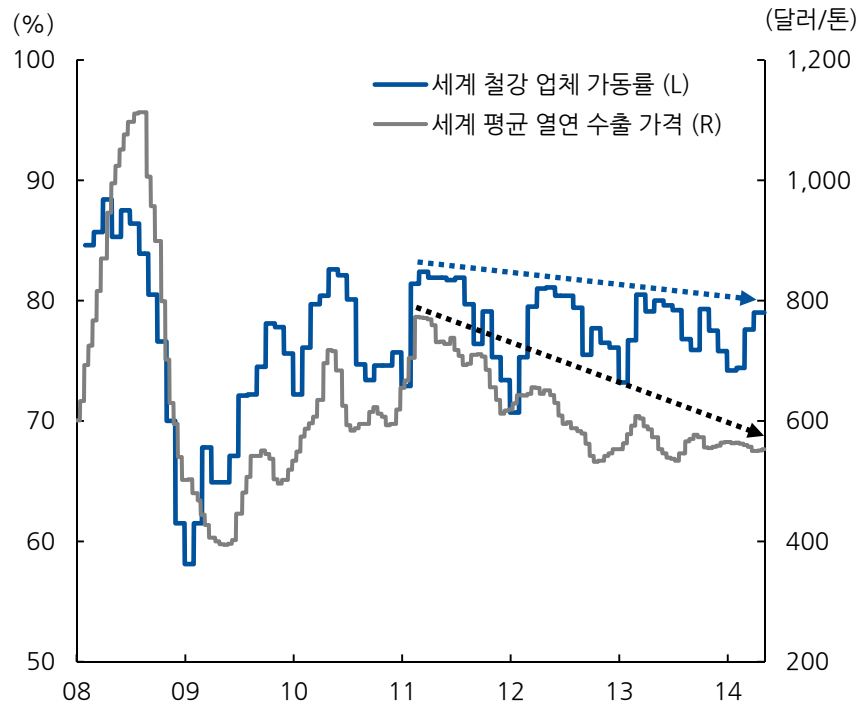
II. 산업전망: 철강금속

철강금속

철강 가격 장기 약세의 원인

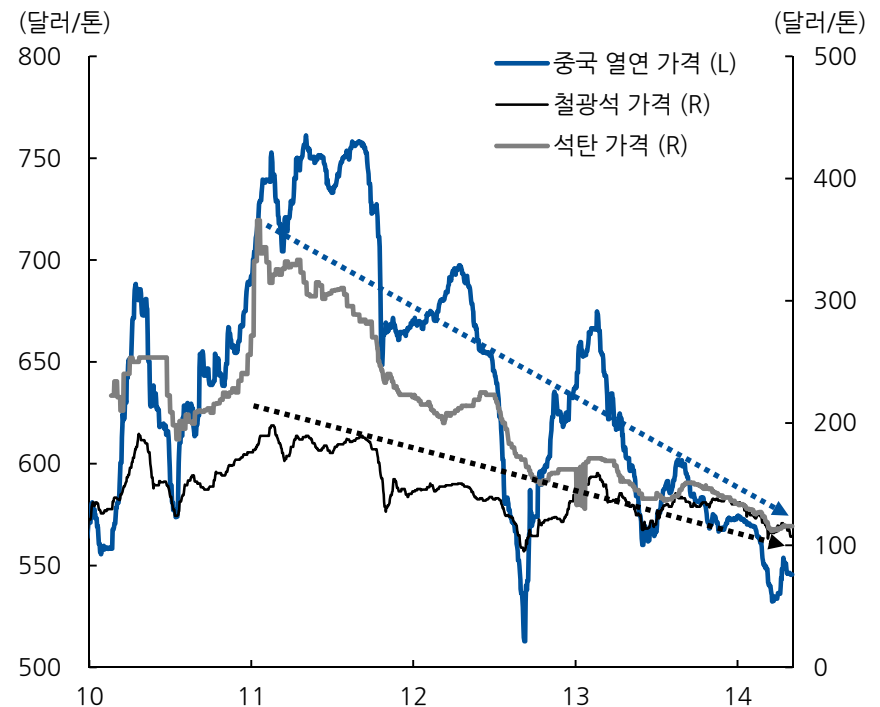
- 원인 1: 철강 생산능력 공급 과잉 확대에 의한 가동률 하락
- 원인 2: 원재료 가격 급락이 가동률 하락에 비해 더 큰 폭의 철강 가격 하락 초래
- 2010년과 2011년 호주 폭우에 따른 원재료 가격 급등이 Cost push성 철강 가격 상승 초래
- 원재료 가격 급등 요인 해소 및 공급 확대에 석탄과 철광석 가격은 각각 68.4%, 43.4% 급락
- 2011년 석탄 가격은 철광석 가격의 두 배에 달했으나 현재는 거의 유사한 수준

철강 가격과 가동률은 동행



자료: KDB대우증권 리서치센터

2011년부터 원재료 가격 급락이 철강 가격 하락폭 키워



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

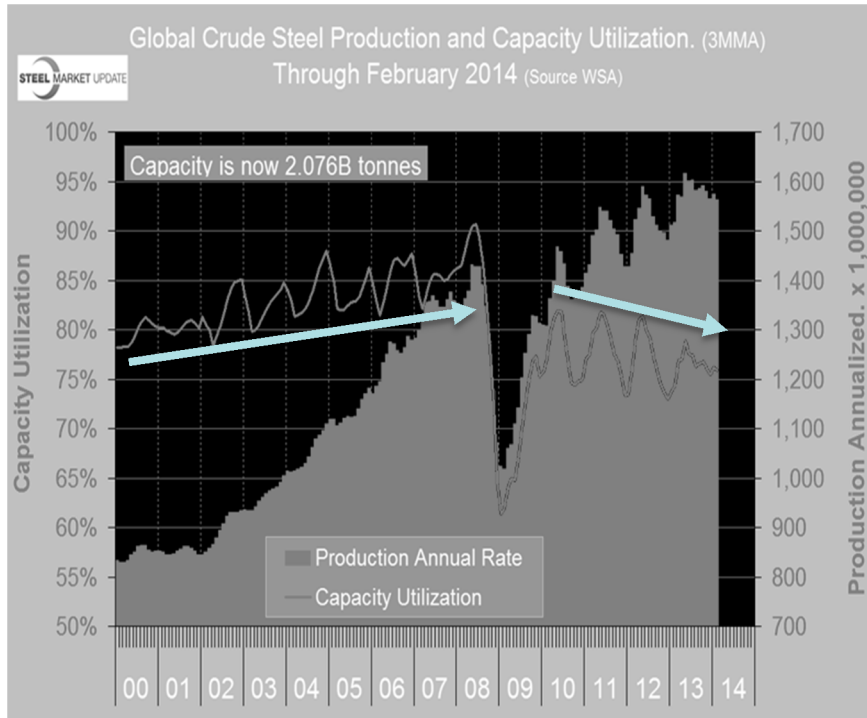
II. 산업전망: 철강금속

철강금속

철강 수급: 개선의 시작

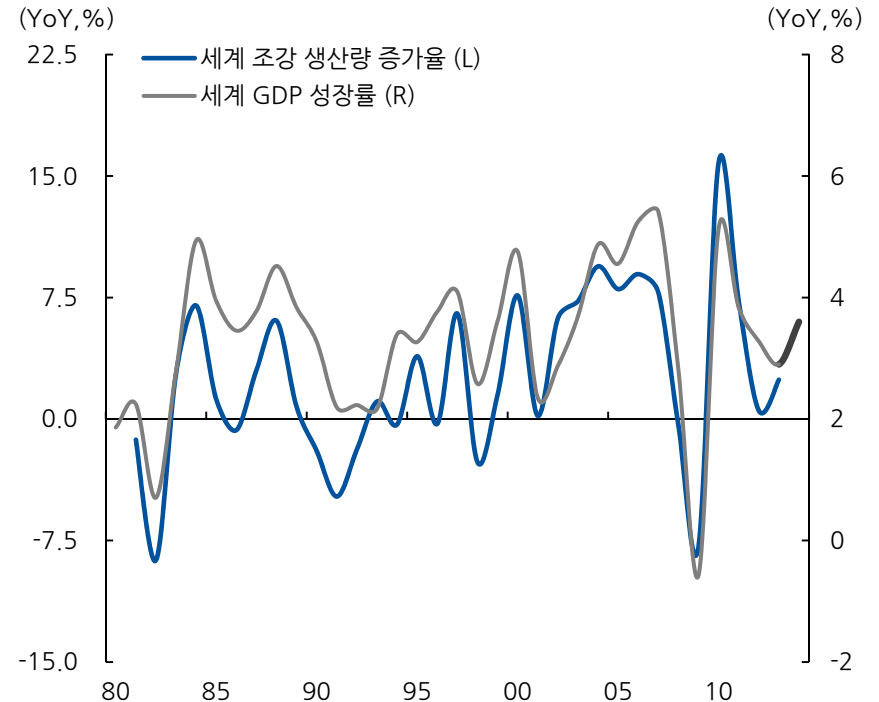
- 세계 철강 산업 가동률은 2010년부터 추세적 하락
- 가동률 상승이 가능해야 철강 가격 인상 가능
- 2% 이하의 생산능력 증가율 vs 3% 이상의 수요 증가율로 가동률 상승 예상

철강 설비 증설 속도 둔화로 가동률 상승 시작 가능성 증가



자료: STEEL MARKET UPDATE, KDB대우증권 리서치센터

세계 철강 수요 및 공급량은 세계 GDP 성장률과 동행



자료: WSD, KDB대우증권 리서치센터

II. 산업전망: 철강금속

철강금속

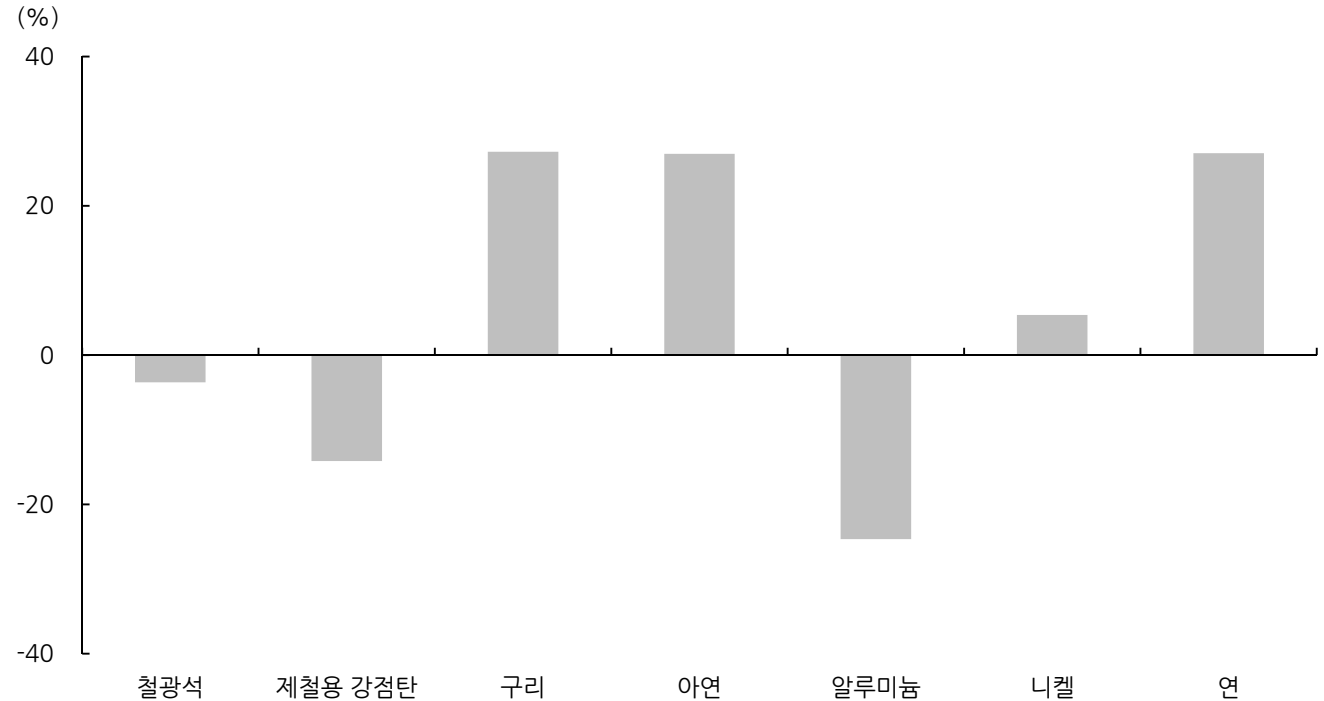
원재료 가격: 추가 하락 가능성 제한적

- 철강의 주요 원재료인 철광석과 석탄(제철용 강점탄) 가격은 생산 원가 이하로 하락
- 현재 가격 수준에서는 석탄 광산의 35%, 철광석 광산의 13%가 현금 손실 발생
- 제철용 강점탄의 경우 현재 가격에서 경제성 확보되는 신규 광산은 5% 미만
- 즉, 원재료 가격 추가 하락 가능성 제한적
- 원재료 가격 약세에 따른 철강 가격 하락 사이클은 마무리 국면에 진입

TIP

생산원가는 세계 생산
업체들의 10%가 손실이
발생하는 Cash cost임

각 상품별 생산 원가 대비 현재 가격 수준: 철광석, 석탄, 알루미늄이 적자 구간



자료: KDB대우증권 리서치센터

II. 산업전망: 철강금속

철강금속

다만, 철광석 생산능력 확대
본격화로 원재료 가격의
급등 가능성 낮아

- 2014년부터 2016년까지 세계 철광석 잉여 생산능력 확대 국면
- 향후 철강 업체 이익률을 훼손하는 철광석 가격 상승 가능성은 낮아

TIP

세계 철광석 수급은
해상 물동량 기준임

2006~2012년 세계 철강
연평균 수요 증가율 3.5%,
세계 철광석 물동량 증가율
9.5%

중국의 수입량 확대로
철광석 수입량 증가율이
철강 수요 증가율 상회

세계 철광석 수급 전망: 2016년까지 잉여 생산능력 확대 불가피

(백만톤)		2012	2013P	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
세계 철광석 공급량		1,095	1,144	1,254	1,387	1,564	1,676	1,723	1,723	1,723
신규 생산능력 증가			48	105	127	168	107	46	0	0
신규 광산 생산 손실			1	4	6	10	4	1	0	0
공급 증가율			4.5%	9.6%	10.6%	12.8%	7.1%	2.8%	0.0%	0.0%
세계 철광석 수요량										
CAGRs 가정	5.0%	1,095	1,149	1,207	1,267	1,330	1,397	1,467	1,540	1,617
	6.5%	1,095	1,166	1,242	1,322	1,408	1,500	1,597	1,701	1,812
	8.0%	1,095	1,182	1,277	1,379	1,489	1,608	1,737	1,876	2,026
잉여 생산능력										
수요 CAGRs 가정	5.0%	0	-5	47	120	234	279	256	183	106
	6.5%	0	-22	12	64	156	176	126	22	-89
	8.0%	0	-38	-23	8	75	67	-14	-153	-303

자료: KDB대우증권 리서치센터

II. 산업전망: 철강금속

철강금속

철광석 신규 광산 계획 지연
가능성도 낮아

- 철광석 신규 광산은 안정적 국가인 호주 중심으로 개발 예정
- 따라서 광산 개발 계획 차질 가능성도 낮아

신규 철광석 광산의 지역별 분포

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Australia	59.3%	69.3%	66.1%	63.9%	59.6%	58.4%	57.0%
Brazil	13.7%	12.9%	17.7%	20.1%	22.1%	21.6%	21.1%
Africa	11.3%	7.1%	8.8%	9.5%	12.3%	14.0%	16.0%
Other	15.7%	10.7%	7.4%	6.5%	6.0%	6.0%	6.0%

자료: KDB대우증권 리서치센터

II. 산업전망: 철강금속

철강금속

실제로 철강 가격의 상대적 강세는 이미 시작

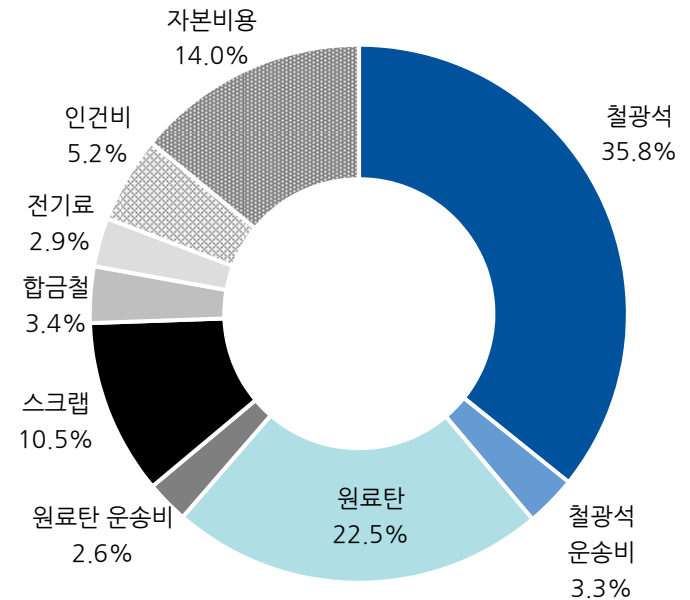
- 최근 철강 가격 방향성과 무관하게 철강 가격의 원재료 가격 대비 상대적 강세 시작
- 철강 가격의 약세 지속에도 불구하고 철강-원재료 Spread는 확대 중
- 고로 업체들의 구조적 마진 개선 가능성 시사

철강-원재료 Spread는 확대 중



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

철광석과 석탄 가격이 철강 생산 원가의 58.3% 차지



자료: KDB대우증권 리서치센터

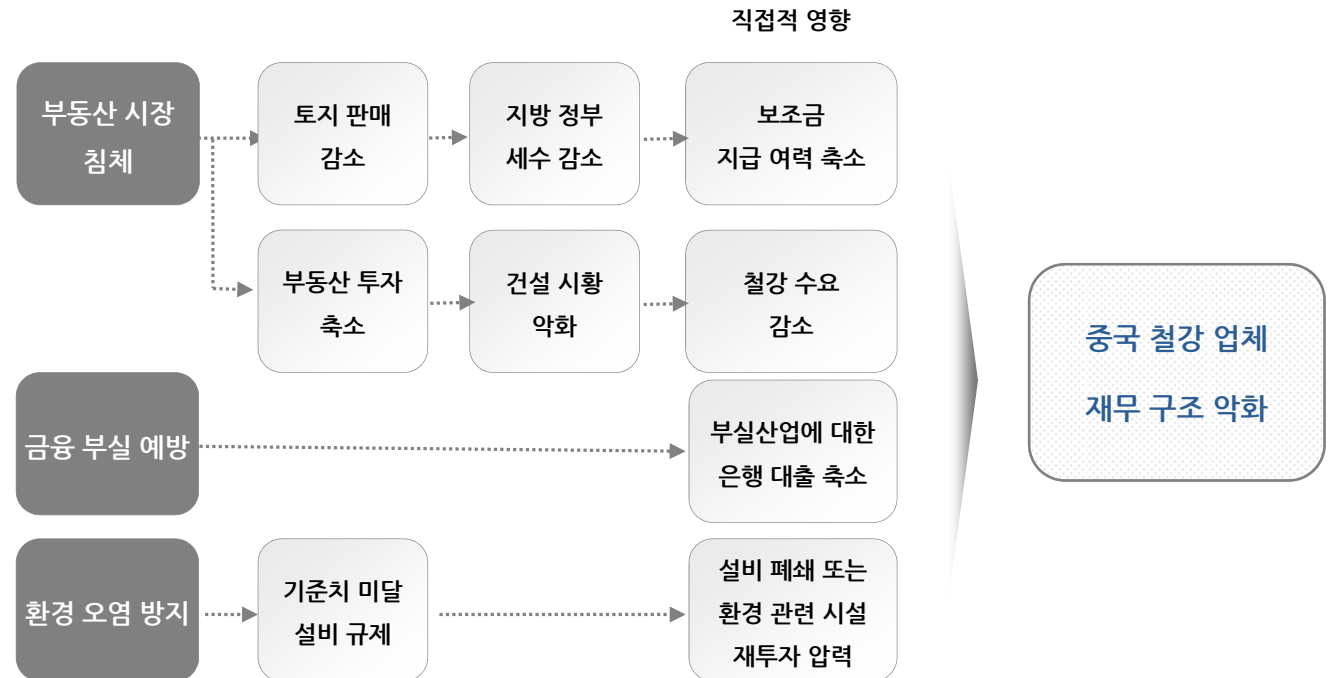
II. 산업전망: 철강금속 - 중국

철강금속

중국 철강 산업 구조조정을 일으키는 세 가지 요인

- 중국이 구조조정이 필요한 이유?
- 첫째, 베이징 미세먼지 등 환경 오염 축소 필요
- 둘째, 은행 위기로 전이되기 전 철강 기업들의 재무 건전성 확보 필요
- 여기에 수요 악화로 인한 자연스러운 구조조정도 진행 중

중국 철강 업체들의 삼중고



자료: KDB대우증권 리서치센터

II. 산업전망: 철강금속 - 중국

중국 철강 산업 구조조정 현실화

- 환경 오염 방지를 위한 구체적인 설비 축소 목표
- 철강 및 금속 관련 기업들의 고정자산 투자는 이미 전체 기업 평균을 하회

중국 지역별 철강 설비 축소 계획

Province	Target for capacity reduction (mn t)	Target year
Hebei	60.0	2017
Tangshan	40.0	2017
Shijiazhuang	4.8	2017
Chengde	0.0	2017
Zhangjiakou	3.4	2017
Qinghuangdao	5.2	2017
Langfang	1.7	2017
Baoding	1.0	2017
Cangzhou	4.5	2017
Xingtai	2.6	2017
Handan	12.0	2017
Tianjing	1.4	2017
Shanxi	6.7	2017
Shandong	22.6	2015
Jiangsu	7.0	2018
Xinjiang	1.2	2013
Zhejiang	0.8	2017
Total	99.6	

자료: KDB대우증권 리서치센터

금속 관련 기업들의 고정자산 투자는 2000년대 중반 대비 급감



자료: CEIC, KDB대우증권 리서치센터

II. 산업전망: 철강금속 - 중국

철강금속

중국 구조조정은 진행 중

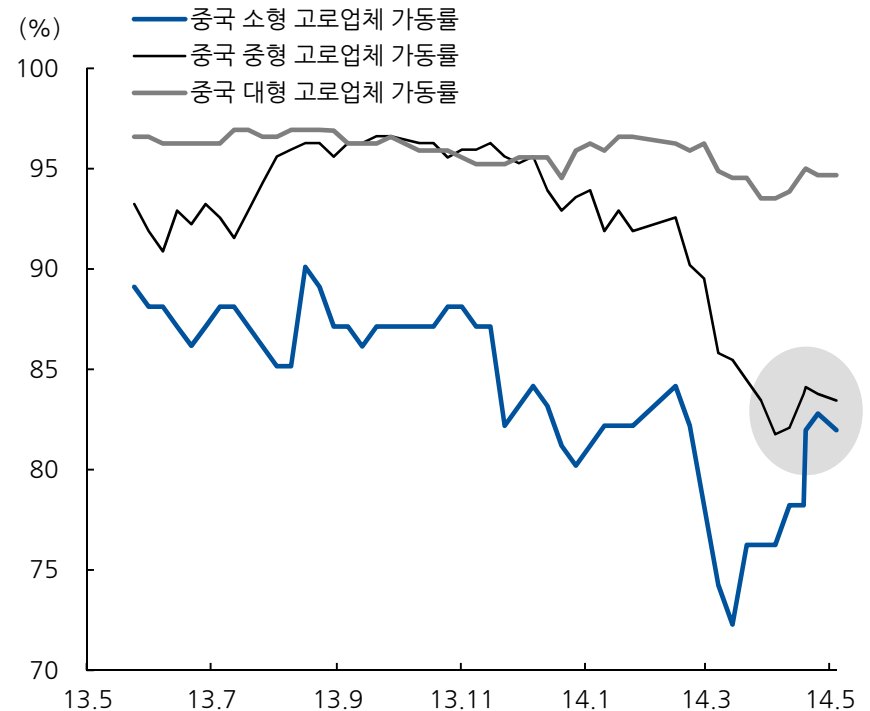
- 그 동안 지방정부 성장을 확보와 일자리 창출을 위해 철강 산업 구조조정을 지연했던 중국
- 그러나 최근 구조조정이 현실화 되고 있다는 지표가 등장하기 시작
- 철강 중심 지역의 GDP성장을 급락과 중소형 철강 업체들의 가동률 하락이 그 예

중국 철강 산업의 핵심 지역 GDP 성장률 급락: 구조조정 효과

지역	1Q14 성장률	2014년 목표치	목표치와의 차이
Heilongjiang	4.1	8.5	-4.4p
Hebei	4.2	8.0	-3.8p
Shanxi	5.5	9.0	-3.5p
Yunnan	7.7	11.0	-3.3p
Ningxia	6.9	10.0	-3.1p
Gansu	7.9	11.0	-3.1p
Tibet	9.2	12.0	-2.8p
Hainan	7.3	10.0	-2.7p
Guangxi	8.0	10.0	-2.0p
Shaanxi	9.2	11.0	-1.8p
Inner Mongolia	7.3	9.0	-1.7p
Guizhou	10.8	12.5	-1.7p
Liaoning	7.4	9.0	-1.6p

자료: CEIC, KDB대우증권 리서치센터

중국 중소형 철강 업체들 가동률의 두드러진 하락



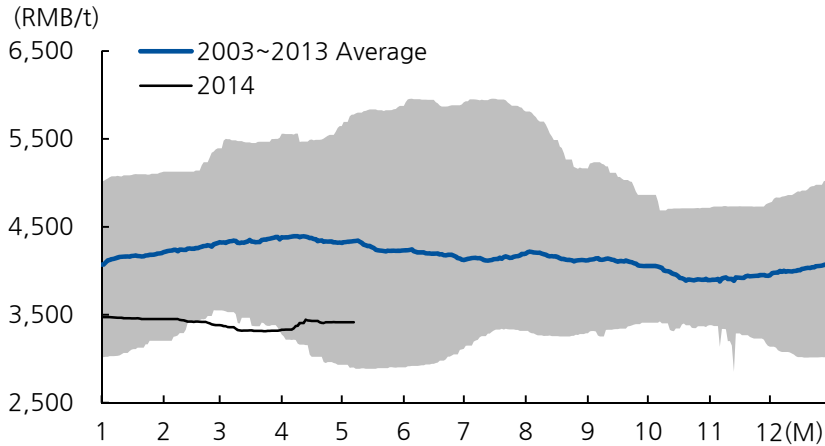
자료: Mysteel.net, KDB대우증권 리서치센터

II. 산업전망: 철강금속 - 중국

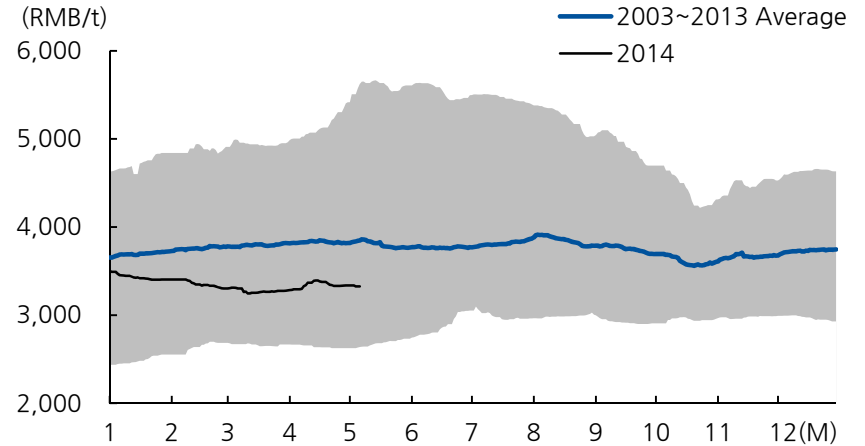
철강금속

급감한 재고량: 6월경 재고 조정 사이클 마무리, 7월~8월 Re-stocking 시작 가능

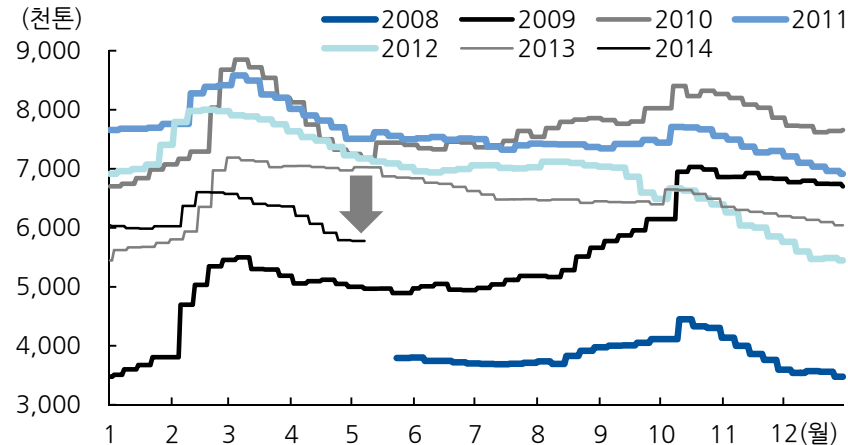
중국 열연강판 유통 가격 추이



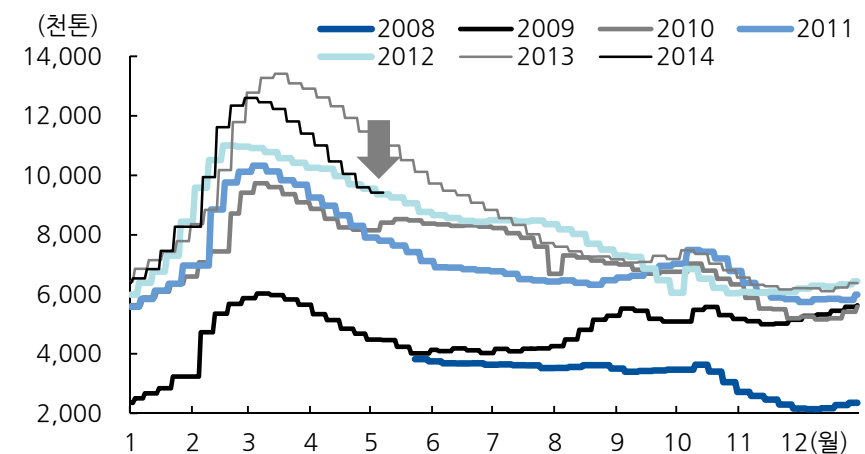
중국 철근 유통 가격 추이



중국 판재류 유통 재고량



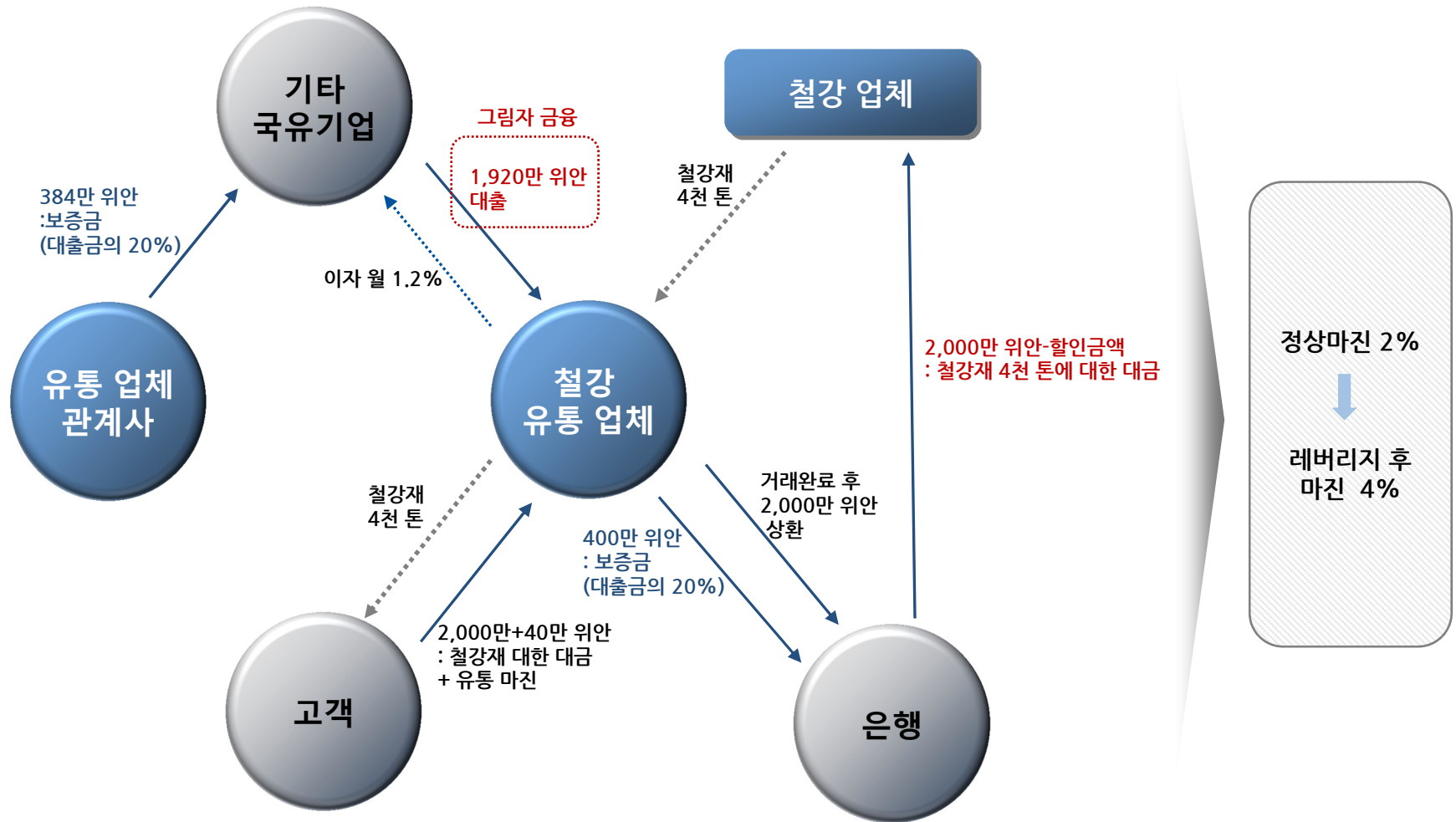
중국 봉형강류 유통 재고량



자료: Mysteel.net, KDB대우증권 리서치센터

II. 산업전망: 철강금속 - 중국

대출 규제가 유통 업체들의 재고 조정 압력이 되는 이유? 은행 또는 그림자 금융을 이용해 레버리지 80% 사용



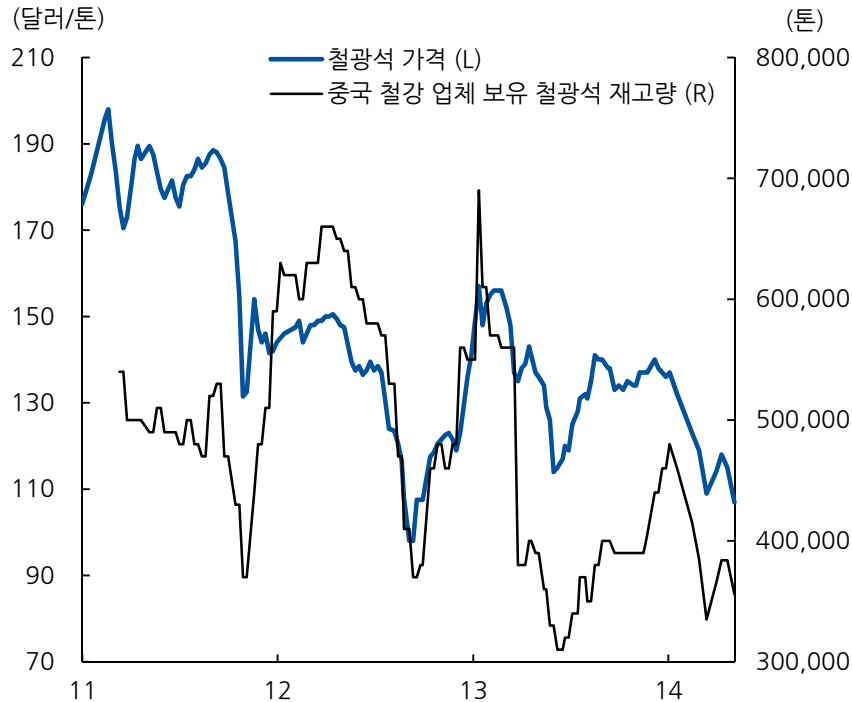
II. 산업전망: 철강금속 - 중국

철강금속

중국 돌려 막기의 마지막 증상

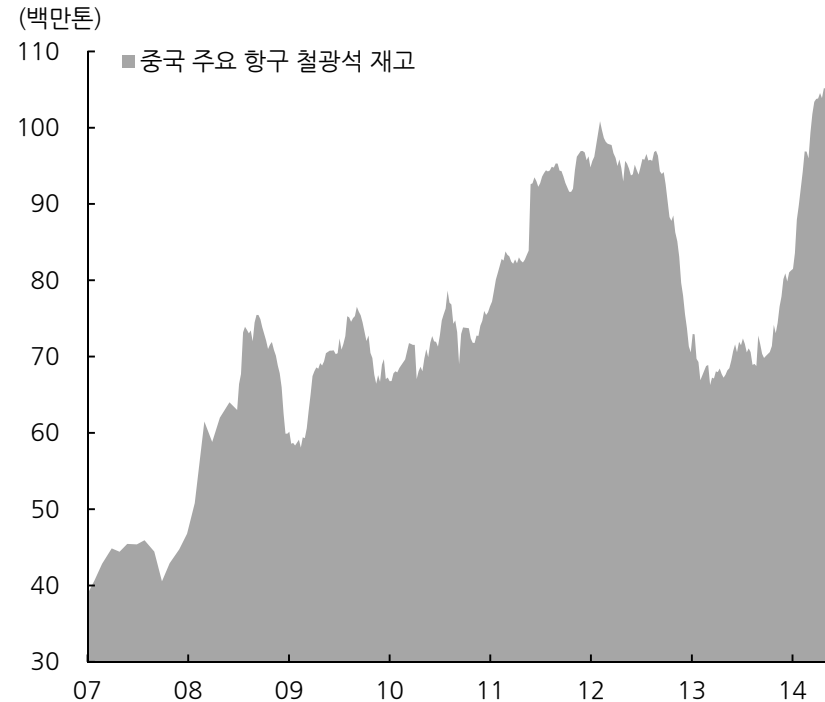
- 자금 부족으로 중국 철강 업체들은 철광석 보유량 축소 중
- 이는 산업 구조조정을 위한 중국 은행들의 철강업체에 대한 대출 축소 때문
- 이에 따라 자금 확보를 위해 철광석 항구 재고를 Financing에 활용 중
- 이는 철광석 항구 재고 급증을 초래

급감하는 중국 철강 업체들의 철광석 보유 재고량



자료: Mysteel.net, KDB대우증권 리서치센터

급증한 중국 철광석 항구 재고량



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

II. 산업전망: 철강금속 - 중국

중국 상품 시장에 유행하는 Financing관련 거래

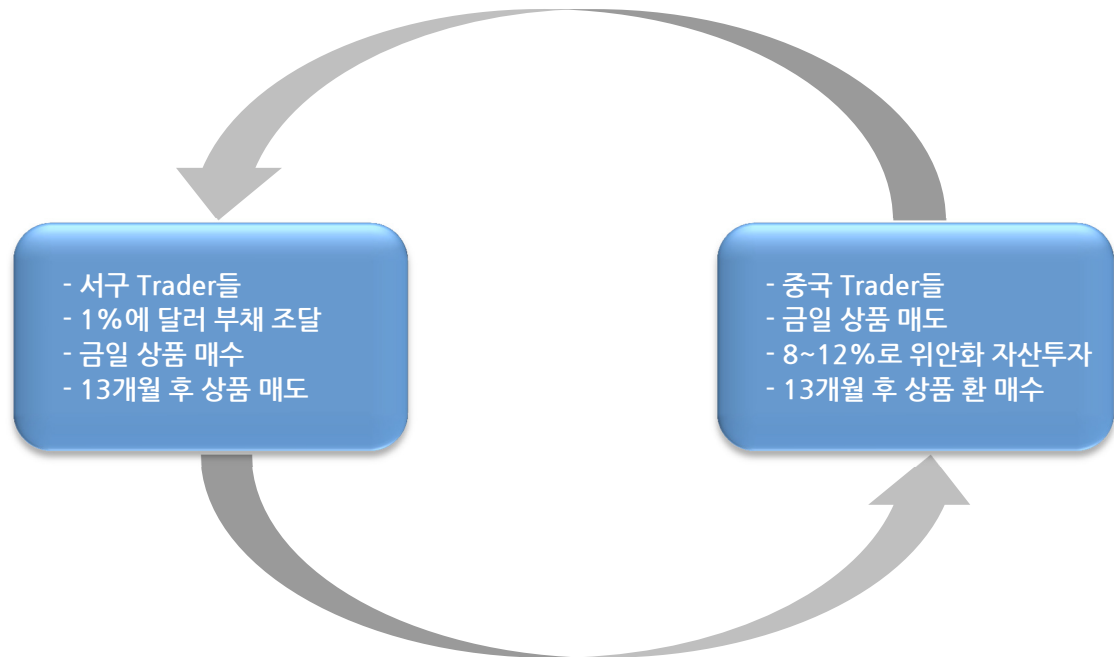
- 중국에는 금리차와 환차익을 노린 IRAS 거래 유행
- 1백만 톤 이상의 구리가 IRAS거래에 묶여있는 것으로 추정
- 철광석, 금, 알루미늄 등도 IRAS거래 확산 중
- 상품 가격 하락, 위안화 약세 또는 미국 금리 상승시 IRAS거래 청산 압력 발생

TIP

IRAS

Interest rate arbitrage
swap의 약자로 중국과 미국의
금리차, 중국 위안화와 달러의
환차익을 노리는 거래임

중국의 “IRAS” 거래 개념도



자료: KDB대우증권 리서치센터

II. 산업전망: 철강금속 - 중국

철강금속

막다른 골목에 도달한 중국 :분식 아닌 분식

- 중국에서는 이익 개선을 위해 감가상각비 조정이 유행
- 중국 1위 철강업체 뿐만 아니라 대표 기업 중 10여 개 기업들이 내용연수 확대 발표
- 현금흐름 개선이 없는 회계적 조정에 의한 이익 개선은 무의미

TIP

중국 1위 철강사인
허베이스틸도 2014년부터
내용연수 확대

:건물 25~30년을
40~45년으로
기계 10~13년을
12~22년으로

중국 철강 업체들은 이익이 급감하자 내용연수 확대를 통해 감가상각비 축소 중



자료: CEIC, KDB대우증권 리서치센터

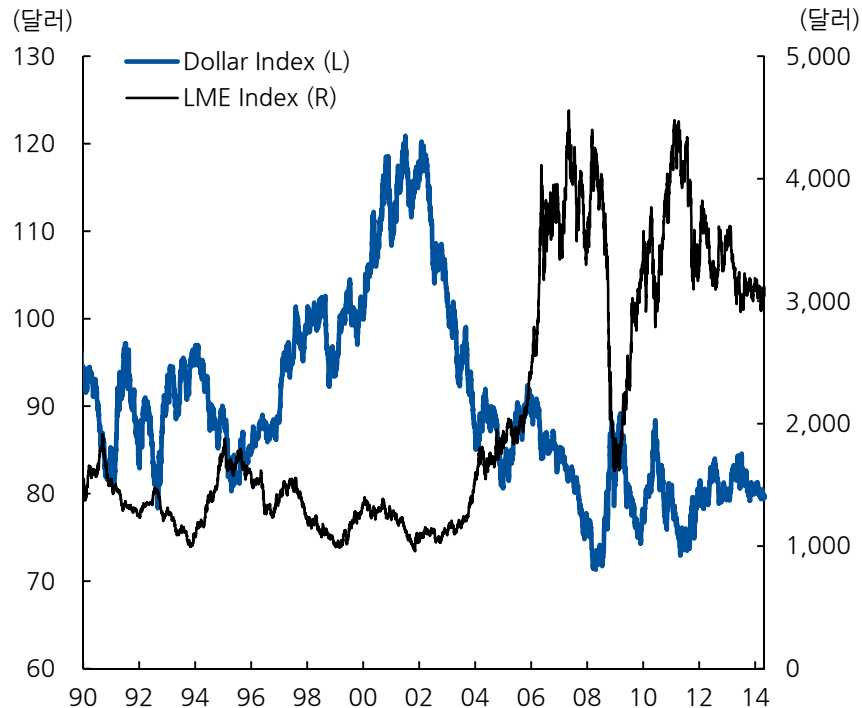
Ⅲ. 산업전망: 비철금속

철강금속

달러 강세 = 상품 가격 약세
공식은 참이자 거짓

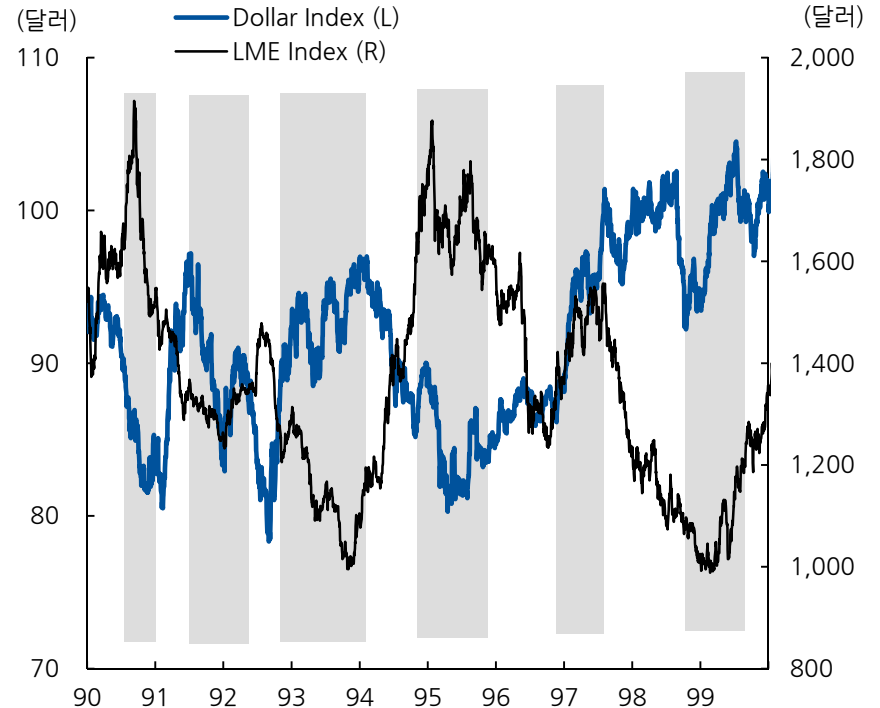
- 달러 강세 = 상품 가격 약세의 공식은 장기적 측면에서 사실
- 그러나 6개월 수준의 단기 전망에 있어서는 무의미한 공식
- 중국 효과와 QE가 없었던 90년~99년 기간 중 절반은 달러와 비철금속 가격은 동행
- 달러 강세가 비철금속 가격 상승폭을 억제할 수는 있으나 하락 시킬 가능성은 낮아

긴 그림으로 보면 달러와 비철금속 가격은 역의 상관관계



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

음영 부분은 모두 달러와 비철금속 가격이 동행 했던 시기



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

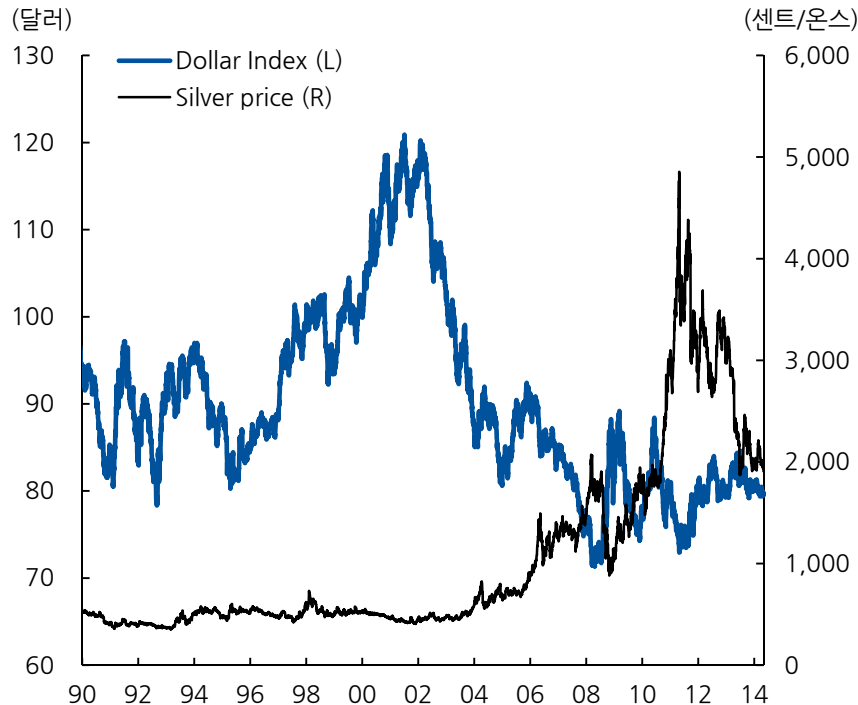
III. 산업전망: 비철금속

철강금속

달러 강세 = 귀금속 가격
약세 공식도 단기적으로는
적합하지 않아

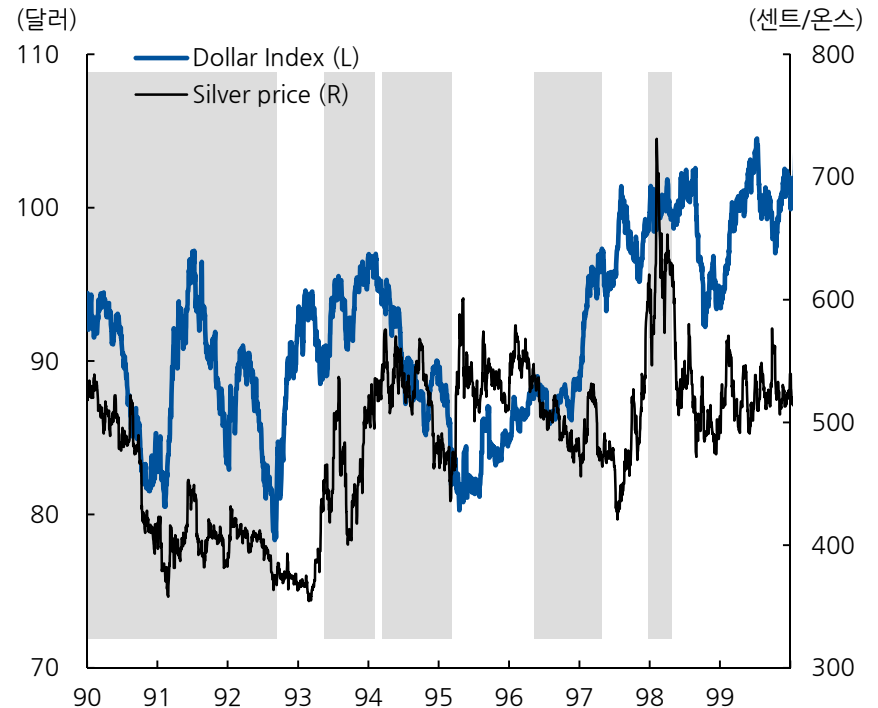
- 중국 효과와 QE가 없었던 90년~99년 기간 중 달러와 은 가격이 동행한 국면이 더 많아
- 테이퍼링 (QE축소) 효과가 약화되면서 달러와 귀금속 가격간의 역의 상관관계도 훼손될 가능성

긴 그림으로 보면 달러와 은 가격은 역의 상관관계



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

음영 부분은 모두 달러와 은 가격이 동행했던 시기



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

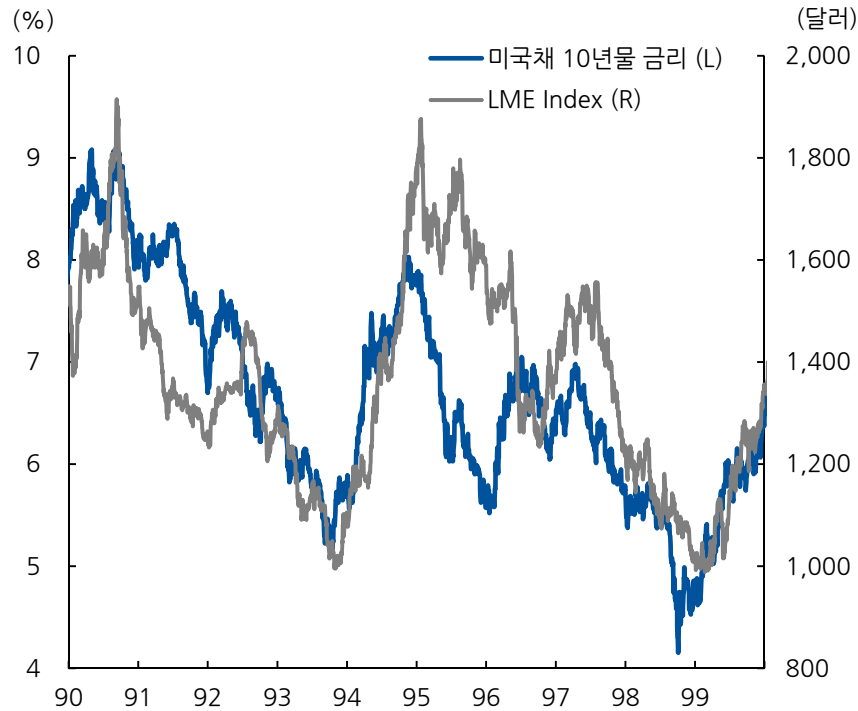
III. 산업전망: 비철금속

철강금속

경기 방향성과 인플레이션 지표가 Key

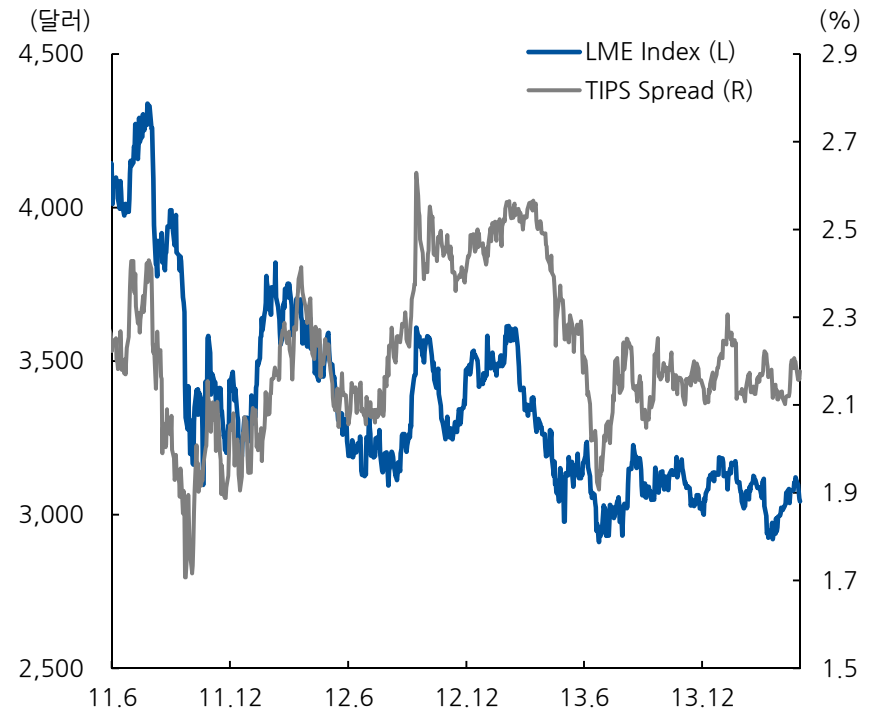
- 향후 상품 가격은 경기 방향성과 인플레이션 지표와 동행할 전망
- 즉, 달러 강세 기대감으로 상품 관련 주식을 버리는 행위는 위험
- 특히, 가파른 달러 강세가 아닐 경우 달러 강세가 상품 가격을 억누를 가능성 더욱 낮아

90년대 미국채 10년물 금리와 비철금속 가격은 동행



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

비철금속 가격은 기대인플레이션 지표와 동행 중



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

Ⅲ. 산업전망: 비철금속

철강금속

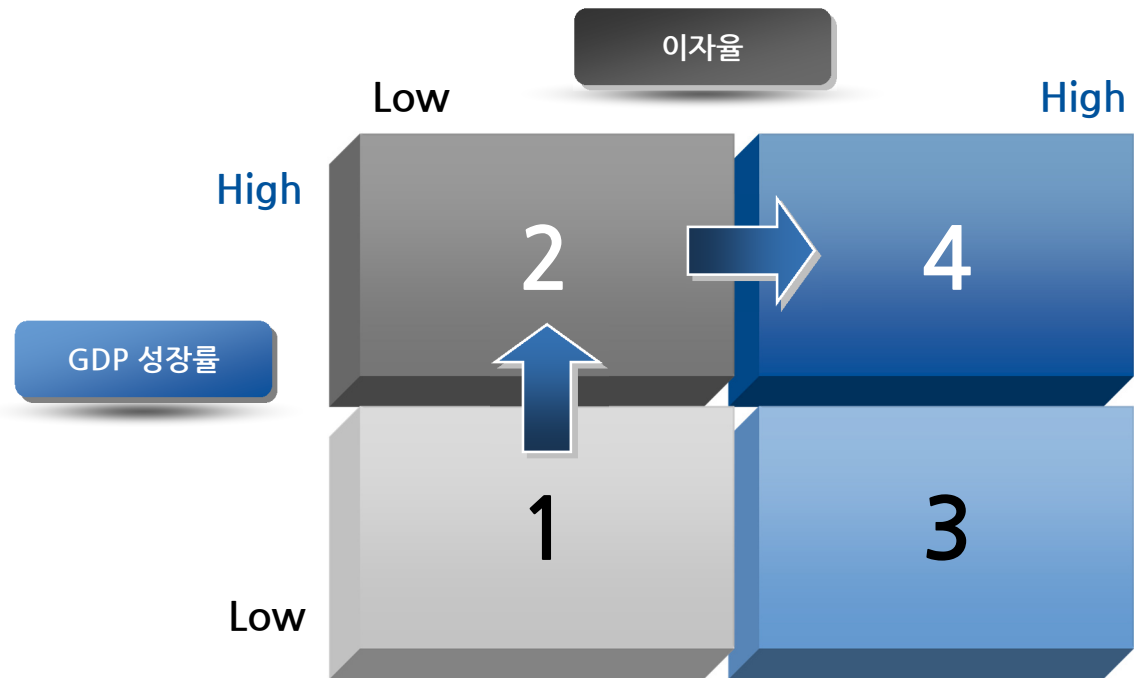
경기 환경은 점차 상품
시장에 긍정적인 방향으로
변화 가능

- 2014년 하반기는 경제성장률 개선, 낮은 이자율 유지 예상
- 이는 비철금속 가격은 상승하나 상승 탄력이 크지는 않은 국면
- 2015년은 높은 경제성장률, 이자율이 상승하는 비철금속 가격 본격 상승 국면 예상

TIP

1,2,3,4로 갈수록 상품
상승률이 높아지는 국면

경기 국면은 2014년 하반기 2국면을 거쳐 2015년 4국면으로 진입 예상



자료: KDB대우증권 리서치센터

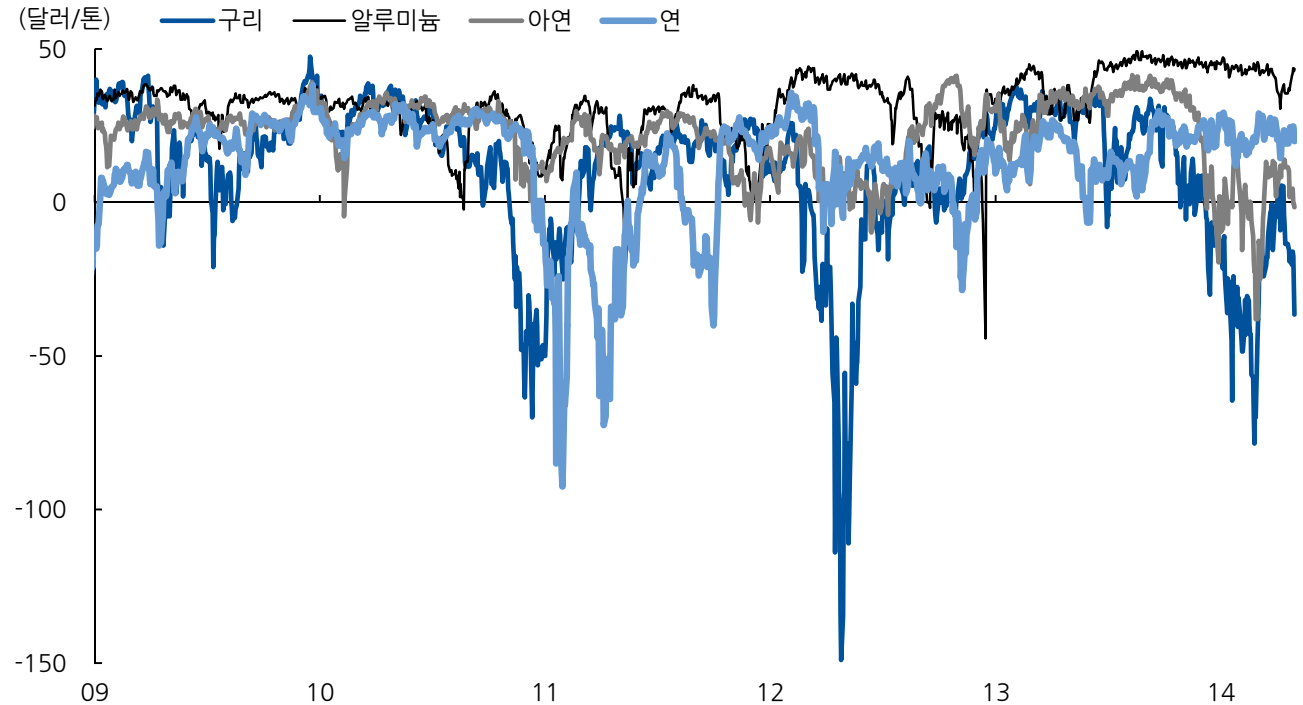
다만, 단기적으로 차익거래
청산 압력은 여전히 남아
있어

- 선-현물 Spread 확대는 현물 매수, 선물 매도의 차익 거래 유발
- Spread 축소는 차익거래 청산 촉발
- 차익거래가 청산될 경우 현물 시장은 매도 압력 받아

TIP

Spread:
3개월 선물-현물 가격 차이

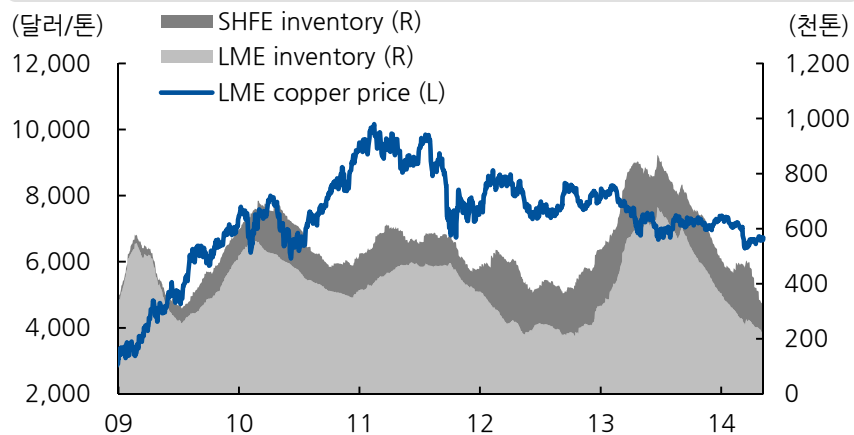
아연은 Spread 급락으로 차익거래 청산, 알루미늄과 연은 추가적으로 차익거래 청산 필요



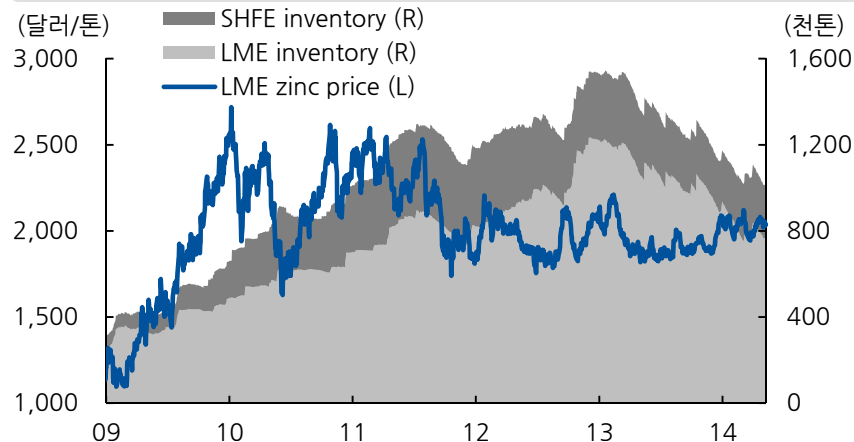
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

알루미늄과 연의 추가적 재고 조정 필요

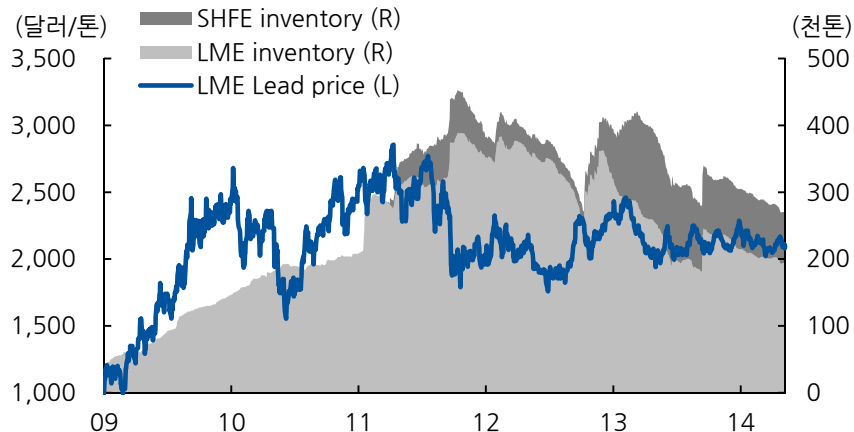
구리 가격과 재고량 추이



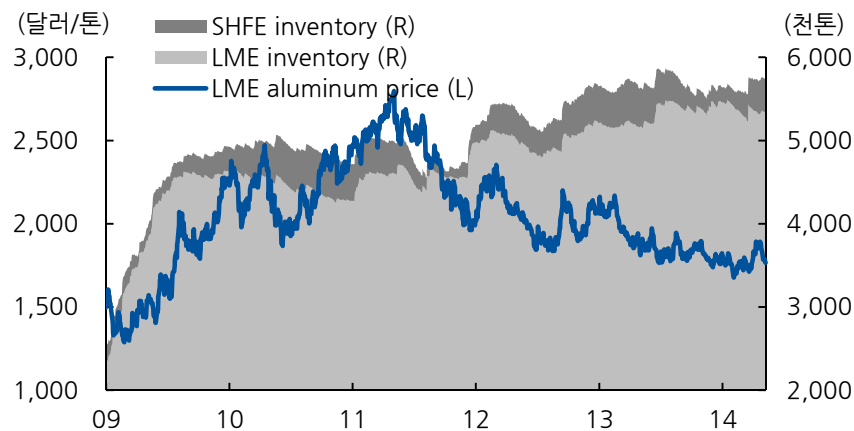
아연 가격과 재고량 추이



연 가격과 재고량 추이



알루미늄 가격과 재고량 추이

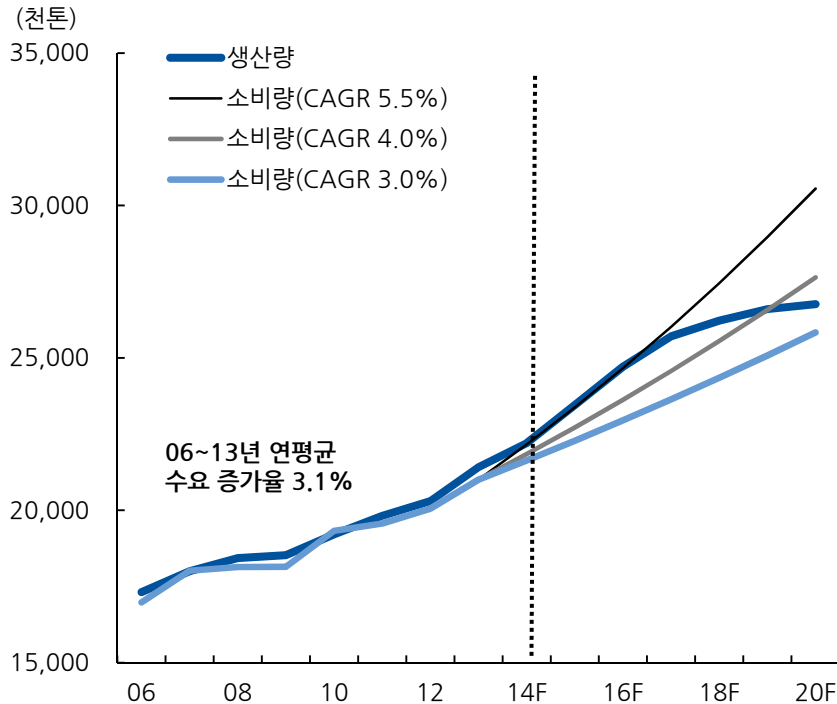


자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

단, 구리의 상대적 약세 지속될 전망

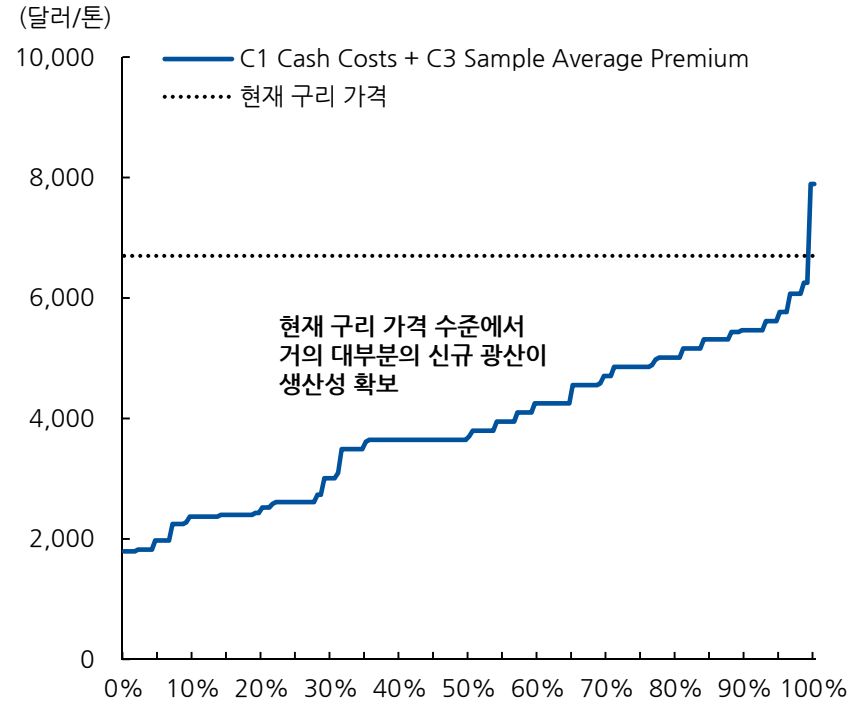
- 과거 부진했던 품목(아연, 연, 니켈, 알루미늄)의 상대적 강세 전망 여전히 유효
- 유일하게 강했던 구리는 공급 확대 진행 중
- 신규 광산도 지연은 있어도 개발 중단 가능성은 낮아
- 구리는 연평균 수요 증가율이 5.5%에 달해야 수급 균형

구리는 여전히 공급 과잉 우려 상존



자료: KDB대우증권 리서치센터

신규 광산의 생산 원가: 신규 광산의 경제성도 여전히 높은 상태



자료: KDB대우증권 리서치센터

내부적 변화와 외부적 개선

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	400,000
현재주가(14/05/09, 원)	307,000
상승여력	30%

영업이익(14F, 십억원)	3,859
Consensus 영업이익(14F, 십억원)	3,330
EPS 성장률(14F, %)	34.0
MKT EPS 성장률(14F, %)	25.4
P/E(14F, x)	14.5
MKT P/E(14F, x)	10.7
KOSPI	1,956.55

시가총액(십억원)	26,766
발행주식수(백만주)	87
유동주식비율(%)	82.3
외국인 보유비중(%)	52.3
베타(12M) 일간수익률	0.72
52주 최저가(원)	272,500
52주 최고가(원)	340,000

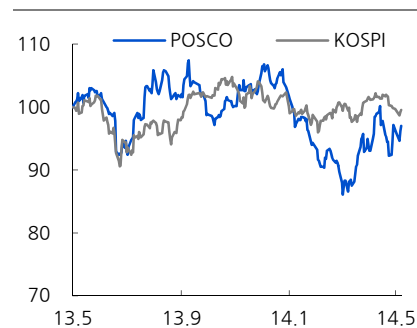
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.4	-5.5	-5.1
상대주가	0.7	-4.2	-4.0

투자포인트

- 고로 마진 회복 기대
- 소비 중심 경기 회복 = 봉형강류 보다는 판재류 중심의 시황 회복 시사
- 사업 구조 개편의 시작

Risk 요인

- 중국 경기 경착륙
- 사업 구조 개편 계획 축소



결산기 (12월)	12/11	12/12	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
매출액 (십억원)	68,939	63,604	61,865	64,951	71,342	74,693
영업이익 (십억원)	5,468	3,653	2,996	3,859	4,899	5,784
영업이익률 (%)	7.9	5.7	4.8	5.9	6.9	7.7
순이익 (십억원)	3,648	2,462	1,376	1,844	2,992	3,698
EPS (원)	41,843	28,239	15,787	21,153	34,315	42,416
ROE (%)	10.0	6.3	3.4	4.3	6.7	7.8
P/E (배)	9.1	12.4	20.7	14.5	8.9	7.2
P/B (배)	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5

주: K-IFRS 연결 재무제표 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익 2014년 5월 9일 종가 기준
자료: KDB대우증권 리서치센터

세 가지 주가 결정 변수 중 두 가지 변수의 상승 사이클

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	385,000
현재주가(14/05/09, 원)	331,500
상승여력	16%

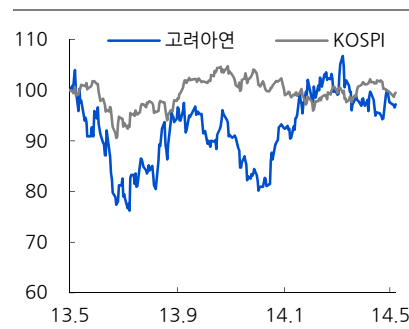
영업이익(14F, 십억원)	756
Consensus 영업이익(14F, 십억원)	675
EPS 성장률(14F, %)	32.3
MKT EPS 성장률(14F, %)	25.4
P/E(14F, x)	10.6
MKT P/E(14F, x)	10.7
KOSPI	1,956.55
시가총액(십억원)	6,255
발행주식수(백만주)	19
유동주식비율(%)	42.7
외국인 보유비중(%)	16.0
베타(12M) 일간수익률	1.38
52주 최저가(원)	260,000
52주 최고가(원)	364,000
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-1.5 7.3 -6.5
상대주가	0.6 8.8 -5.4

투자포인트

- 생산능력 확대: 2016년 생산능력 아연 +4.8%, 연 +43.3%, 은 +40.1% 증가
- 경기 회복 및 인플레이션 지표 상승으로 비철금속, 귀금속 가격 상승 예상
- 어닝 쇼크 국면의 마감

Risk 요인

- 중국 경기 경착륙
- 원화 강세



결산기 (12월)	12/11	12/12	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
매출액 (십억원)	5,556	5,498	4,818	5,059	5,586	6,261
영업이익 (십억원)	964	758	599	756	837	980
영업이익률 (%)	17.4	13.8	12.4	14.9	15.0	15.7
순이익 (십억원)	705	560	448	593	658	773
EPS (원)	37,342	29,685	23,745	31,415	34,883	40,964
ROE (%)	23.3	15.5	11.1	13.4	13.2	13.8
P/E (배)	8.1	13.6	13.4	10.6	9.5	8.1
P/B (배)	1.7	2.0	1.4	1.3	1.2	1.0

주: K-IFRS 연결 재무제표 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익 2014년 5월 9일 종가 기준
자료: KDB대우증권 리서치센터

하이브리드 기업으로의 재탄생: 철강+자동차 부품

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	88,000
현재주가(14/05/09, 원)	65,800
상승여력	34%

영업이익(14F, 십억원)	1,268
Consensus 영업이익(14F, 십억원)	1,156
EPS 성장률(14F, %)	-11.6
MKT EPS 성장률(14F, %)	25.4
P/E(14F, x)	9.2
MKT P/E(14F, x)	10.7
KOSPI	1,956.55

시가총액(십억원)	7,669
발행주식수(백만주)	117
유동주식비율(%)	57.6
외국인 보유비중(%)	17.6
베타(12M) 일간수익률	1.57
52주 최저가(원)	61,100
52주 최고가(원)	89,900

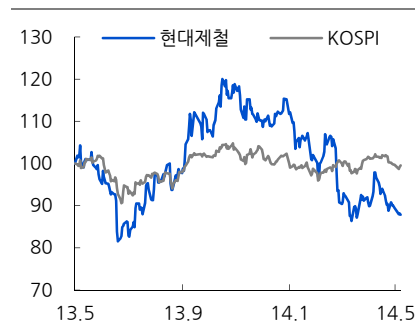
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.2	-22.1	-15.7
상대주가	-8.3	-21.0	-14.8

투자포인트

- 외형 확대: 고로 3기 가동으로 생산능력 21.8% 증가
- 고로재 비중 증가로 고로 마진 회복의 수혜: 2013년 고로재 비중 53.7%
- 현대차 그룹 실적 회복시 가장 큰 레버리지 기대: 자동차용 강판의 영업이익 비중은 40%

Risk 요인

- 원화 강세에 따른 현대차 그룹 실적 악화
- 중국 경기 경착륙



결산기 (12월)	12/11	12/12	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
매출액 (십억원)	15,260	14,893	13,533	17,358	18,286	19,624
영업이익 (십억원)	1,275	889	763	1,268	1,374	1,459
영업이익률 (%)	8.4	6.0	5.6	7.3	7.5	7.4
순이익 (십억원)	747	796	692	834	912	991
EPS (원)	8,757	9,335	8,102	7,159	7,822	8,499
ROE (%)	8.9	8.4	6.0	6.1	6.3	6.5
P/E (배)	10.9	9.4	10.7	9.2	8.4	7.7
P/B (배)	0.9	0.8	0.8	0.5	0.5	0.5

주: K-IFRS 연결 재무제표 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익 2014년 5월 9일 종가 기준
자료: KDB대우증권 리서치센터

사라져가는 우려들

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	36,000
현재주가(14/05/09, 원)	28,300
상승여력	27%

영업이익(14F, 십억원)	150
Consensus 영업이익(14F, 십억원)	154
EPS 성장률(14F, %)	8.5
MKT EPS 성장률(14F, %)	25.4
P/E(14F, x)	9.0
MKT P/E(14F, x)	10.7
KOSPI	1,956.55

시가총액(십억원)	1,015
발행주식수(백만주)	36
유동주식비율(%)	30.3
외국인 보유비중(%)	6.3
베타(12M) 일간수익률	1.43
52주 최저가(원)	21,500
52주 최고가(원)	33,650

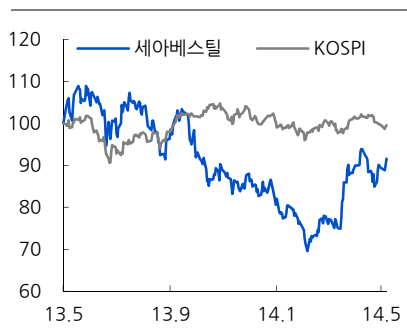
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.7	5.2	-13.6
상대주가	0.4	6.7	-12.6

투자포인트

- 단조 사업부의 적자폭 축소 시작
- 투자사이클 종료로 이익 회수기 진입: 신규 사업 또는 배당 증액 기대
- 현대차그룹 이외 자동차 기업으로 고객 다변화 시작

Risk 요인

- 해외 자동차 기업으로의 고객 다변화 실패



결산기 (12월)	12/11	12/12	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
매출액 (십억원)	2,485	2,194	2,113	2,277	2,382	2,434
영업이익 (십억원)	302	172	144	150	163	160
영업이익률 (%)	12.2	7.8	6.8	6.6	6.8	6.6
순이익 (십억원)	227	119	104	113	120	124
EPS (원)	6,317	3,323	2,900	3,146	3,358	3,454
ROE (%)	20.0	9.0	7.5	7.7	7.8	7.6
P/E (배)	7.3	8.6	8.9	9.0	8.4	8.2
P/B (배)	1.3	0.8	0.6	0.7	0.6	0.6

주: K-IFRS 별도 재무제표 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익 2014년 5월 9일 종가 기준
자료: KDB대우증권 리서치센터

동 공급 과잉 우려와 방산 가치 부각 사이의 시소 게임

(Maintain)	Trading Buy
목표주가(원, 12M)	31,000
현재주가(14/05/09, 원)	25,000
상승여력	24%

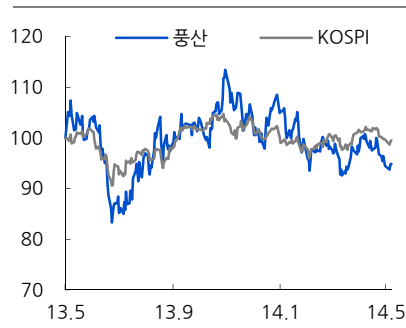
영업이익(14F,십억원)	147		
Consensus 영업이익(14F,십억원)	144		
EPS 성장률(14F,%)	36.8		
MKT EPS 성장률(14F,%)	25.4		
P/E(14F,x)	8.5		
MKT P/E(14F,x)	10.7		
KOSPI	1,956.55		
시가총액(십억원)	701		
발행주식수(백만주)	28		
유동주식비율(%)	66.6		
외국인 보유비중(%)	9.6		
베타(12M) 일간수익률	1.32		
52주 최저가(원)	21,950		
52주 최고가(원)	29,900		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.8	-12.9	-11.7
상대주가	-3.8	-11.6	-10.6

투자포인트

- 방산 사업부 가치 상승에 따른 계단식 주가 상승 기대
- 방산 사업부는 연평균 5~8% 성장 지속 가능
- 경기 회복에 따른 동 가격 상승

Risk 요인

- 동 가격 급락



결산기 (12월)	12/11	12/12	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
매출액 (십억원)	2,881	2,900	3,022	2,914	3,075	3,171
영업이익 (십억원)	99	128	133	147	166	174
영업이익률 (%)	3.4	4.4	4.4	5.0	5.4	5.5
순이익 (십억원)	41	62	60	83	86	95
EPS (원)	1,452	2,199	2,155	2,948	3,053	3,377
ROE (%)	4.3	6.5	6.2	8.1	7.8	8.1
P/E (배)	18.0	15.3	13.3	8.5	8.2	7.4
P/B (배)	0.8	1.0	0.8	0.7	0.6	0.6

주: K-IFRS 연결 재무제표 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익 2014년 5월 9일 종가 기준
자료: KDB대우증권 리서치센터

Top picks: POSCO, 고려아연

분기별 산업 환경 변수

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14
철강 가격	Negative	Negative	Positive	Positive
철강 Spread	Positive	Positive	Neutral	Positive
비철금속 가격	Positive	Negative	Positive	Positive
달러화	Positive	Positive	Neutral	Negative
중국 재고 사이클	Negative	Negative	Positive	Neutral
한국 철강 수급	Negative	Negative	Positive	Neutral

자료: KDB대우증권 리서치센터