

철강산업

Overweight

Aug 20, 2014

Top Picks

종목명	투자의견	목표주가(12M)
POSCO	Buy	420,000 원



철강/비철금속 연구원 남광훈
3771-9015, aniyes@iprovest.com

오랫동안 기다리셨습니다!

철강업종에 대해 투자 의견 ‘비중확대’로 커버리지 개시.

1) 철광석 가격 하락에 따른 Margin 개선, 2) 판가인하 제한·가격 회복에 따른 실적 개선, 3) 글로벌 대비 차별적인 국내 철강산업의 수급 개선 근거. 4년간 간절히 기다리던 Show time. 이 기회를 놓치지 말아야!

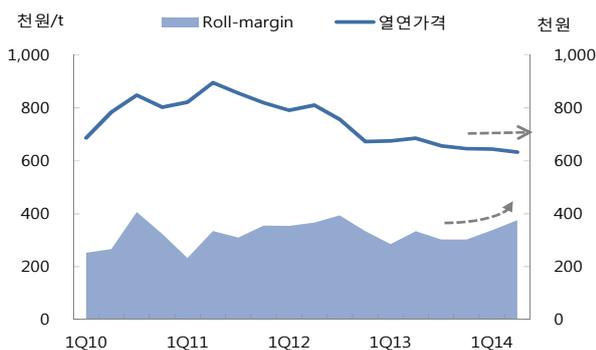
1) ‘14년 생산능력 확대에 따른 철광석 가격 하락으로 큰 폭 Margin 개선 가능. 현재 철광석 가격 90\$/t수준으로 ‘10년 이후 최저치. 철강업체 실적 개선 가시화 확신.

2) 원재료 공급 증가와 전방 수요 개선으로 철강업체들의 가격 결정권 회복 가능. 현재 철강 가격 ‘10년 이후 최저 수준, 가격 상승으로 철강업체 실적 개선세 뚜렷.

3) 글로벌 대비 국내 철강 산업 수급 매력도 증가. 자동차·건설 회복에 따른 전방 수요 차별화 및 공급 경쟁 완화로 인해 글로벌 대비 수급 개선 더 매력적.

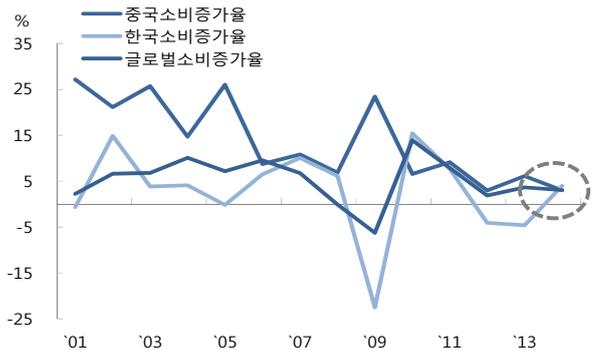
철강본원 경쟁력 강화·사업 구조조정으로 체질 개선 기대되는 POSCO Top-pick.
관심 종목은 Captive Market 통한 안정적 수익 예상되는 현대제철 및 Captive 증설 통한 중기 성장 동력 확보하는 현대하이스코.

열연 가격의 회복과 Roll-margin 확대 전망



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

한국 소비 증가율 회복 - '14년 턱어라운드 전망



자료: WSA, 교보증권 리서치센터

CONTENTS

- 3 1. Summary
- 4 2. 오랫동안 기다리셨습니다 !
- 6 3. 철광석 수급 및 가격
 - 3-1. 수급: 생산능력 확대에 따른 수급 완화는 긍정적
 - 3-1-1. 수요: Key Factor 는 중국과 철의 품위(品位)
 - 3-1-2. 공급: 원료 대형 3사 권한은 지속
 - 3-1-3. 전망: 생산능력 확대로 공급 큰 폭 증가
 - 3-2. 철광석 가격: 수급 완화로 박스권 전망
- 11 4. 철강산업 수급 및 가격
 - 4-1. 수급: 수요 개선으로 공급과잉 우려 완화
 - 4-1-1. 수요: Key Factor 는 GDP 성장률과 건설 수요
 - 4-1-2. 공급: 중국발 철강 공급 과잉
 - 4-1-3. 전망: 공급과잉 해소 지속 확신
 - 4-2. 철강 가격: 판가인하 제한, 점진적 가격 상승
- 16 5. 국내철강산업 수급 및 기회요인
 - 5-1. 수급: 차별적 수요 개선, 공급 경쟁 완화
 - 5-1-1. 수요: 글로벌 전방 수요와는 차별화
 - 5-1-2. 공급: 2고로社 체제 불구, 공급 경쟁 완화
 - 5-2. 기회 요인: 국내 철강산업의 매력도 증가
- 21 6. 투자의견 '비중확대', Top-pick 'POSCO'
- 25 기업분석
 - POSCO 005490 / Buy / TP 420,000 원
 - 현대제철 004020 / Buy / TP 95,000 원
 - 현대하이스코 010520 / Buy / TP 103,000 원



1. Summary

철강업종에 대해 투자 의견 ‘비중확대’로 커버리지를 개시한다.

1) 철광석 가격 하락에 따른 Margin 개선, 2) 판가인하 제한·가격 회복에 따른 실적 개선, 3) 글로벌 대비 차별적인 국내 철강산업의 수급 개선을 근거로 철강업종 강세 지속 확신.

4년 만에 간절히 기다리던 Show time. 이 기회를 놓치지 말아야 할 것이다!

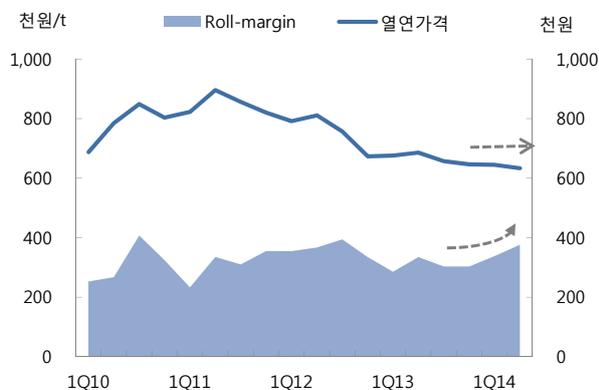
‘14년 생산능력 본격 확대에 따른 철광석 가격 하락으로 큰 폭의 Margin 개선이 가능할 것으로 판단한다. 현재 철광석 가격은 90\$/t수준으로 ‘10년 이후 최저치이다. 철광석 가격 하락으로 한 때 매출원가의 40%에 이르렀던 비중이 30% 이내로 축소됨에 따라 철강업체들의 실적 개선은 가시화될 것이다.

원재료 공급 증가와 전방 수요 개선으로 철강업체들의 가격 결정권은 회복 될 것이다. 원재료 인하에 따른 판가인하 압력이 남아 있지만, 현재 철강 가격은 ‘10년 이후 최저 수준인 바, 수급개선에 힘입어 상승할 것으로 판단된다. 원료 가격 하향 안정화 속에서 철강 가격의 점진적 상승만으로 상당한 실적 개선이 이어질 것이다.

글로벌 대비 국내 철강산업 수급 매력은 더욱 커질 전망이다. 자동차 수요 강세가 지속되는 가운데 건설 수요가 늘어나며 국내 철강 수요는 글로벌 대비 차별적인 개선이 기대되고, 전방 수요 회복과 해외 수출로 공급 경쟁이 완화되면서 국내 철강 수급은 글로벌 대비 더욱 매력적이라는 판단이다.

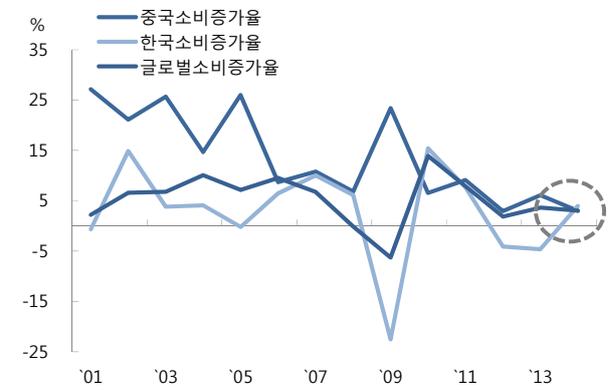
철강본원 경쟁력 강화와 非핵심 사업 구조조정을 통한 체질 개선이 가능한 POSCO를 Top-pick으로 제시한다. Captive Market을 통한 안정적 수익 창출과 건설경기 회복에 따른 수혜가 예상되는 현대제철, 해외시장에서의 Captive 증설 성장에 따른 안정적인 수익 창출 및 자동차 경량화와 장관부문의 장기 성장성이 예상되는 현대하이스코를 제시한다.

[도표 1] 열연 가격의 회복과 Roll-margin 확대 전망



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 한국 소비 증가율 회복 - '14년 턴어라운드 전망



자료: WSA, 교보증권 리서치센터

2. 오랫동안 기다리셨습니다 !

2000년 들어 안정적인 매출 성장과 10%대의 영업이익률을 구가하였던 철강업종은 글로벌 경제 성장과 함께 주식시장에서 높은 Performance를 보여주었다. 특히 건설·기계·조선 등 전방산업이 호황을 맞으며 철강 수요가 급격히 증가하자 철강업체들은 증설에 돌입하며 수요에 대응하고자 하였다.

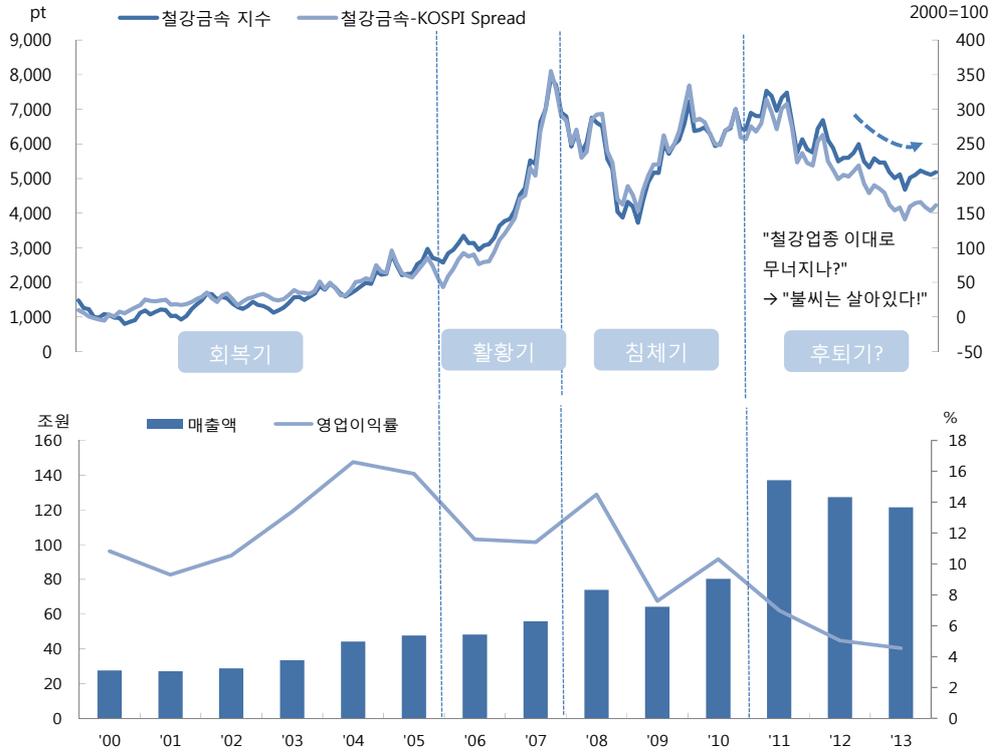
2008년 말 금융위기가 찾아 오며 철강산업의 성장은 잠시 주춤하였지만, 2011년 동일본 대지진의 반사효과로 매출은 큰 폭으로 성장하였다. 그럼에도 불구하고 2010년 철광석 가격 상승분이 철강 가격에 바로 반영되지 못하며 영업이익률은 7%대로 하락하는 모습을 보였다. 2012년 이래 광산업체들의 증설로 철광석 가격이 하락하였지만, 글로벌 경기 둔화·철광석 하락으로 철강 가격 하락이 후행하면서, '13년까지 철강산업은 침체국면으로 이어졌다.

하지만 올해 들어 철강 업종은 KOSPI 대비 6.1%('14.08.01기준) Outperform하며 다른 모습을 보여주고 있다. '14년 들어 철광석 가격이 90\$/t대로 하락하였으며, 미국을 비롯한 선진국 중심으로 글로벌 경기가 살아나면서 철강산업 회복에 대한 기대감이 커지고 있다. 여전히 철강 공급과잉은 지속되고 있지만, 중국 정부의 철강산업 구조조정 의지로 공급과잉 우려도 상당히 완화되었다. 이러한 변화의 조짐은 1분기에 조금씩 감지되었으며, 2분기 호실적으로 화답하였다.

철강업종의 2분기 실적은 그야말로 '어닝서프라이즈'다. 철광석 가격하락으로 어느 정도 margin개선을 기대했지만, 대부분 이 정도일 줄은 몰랐다는 반응이다. 어쩌면 몇 년에 걸친 판가인하 압력과 전방 수요의 약세로 인해 낮아진 눈높이가 최근 철강 업황의 변화를 감지하지 못한 것은 아닐까?

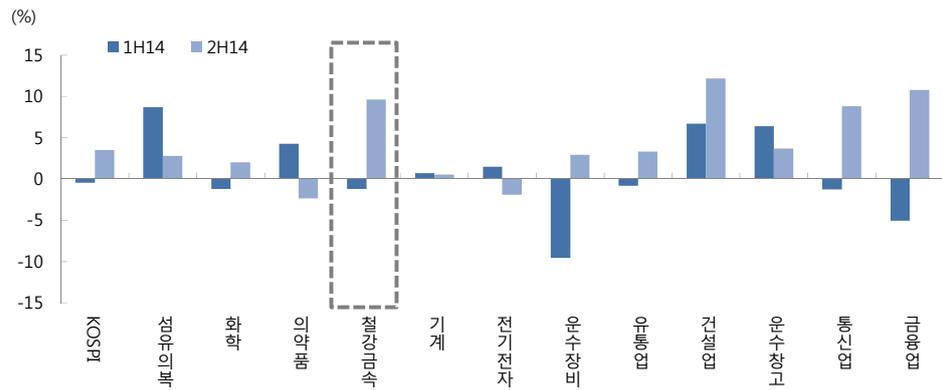
지난 2010년 이래 철광석 가격 하락 추세에 따른 철강 가격 판가 인하 압력으로 철강업체의 수익성은 악화일로(惡化一路)를 걸어왔다. 현재 철광석 가격은 90\$/t대 수준으로 2010년 이후 최저치인데, 생산능력 본격 확대로 인해 철광석은 현 가격대에서 쉽게 반등하기 어려워 보인다. 반면 철강 가격은 2010년 이후 최저치이기는 하나 중국발 공급과잉 해소와 글로벌 경기 회복에 따른 수급 개선으로 점진적인 상승을 보일 것으로 기대된다. 지난 4년 간 철광석 가격과 철강 가격간의 하락세 Coupling이 해소되면서 철강업종의 가파른 실적 개선이 기대된다. 게다가 전방시장 차별화 및 공급 경쟁 완화로 인해 국내 철강산업은 글로벌 철강산업보다 더 매력적인 상황이다. 4년간 간절히 기다려온 철강업종의 Show time! 지금 이 기회를 놓쳐서는 안될 것이다.

[도표 3] 철강금속 업종 지수 및 철강금속-KOSPI Spread / 철강금속 지수 매출액 및 영업이익률



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

[도표 4] '14년 하반기 들어 달라진 눈높이



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

3. 철광석 수급 및 가격

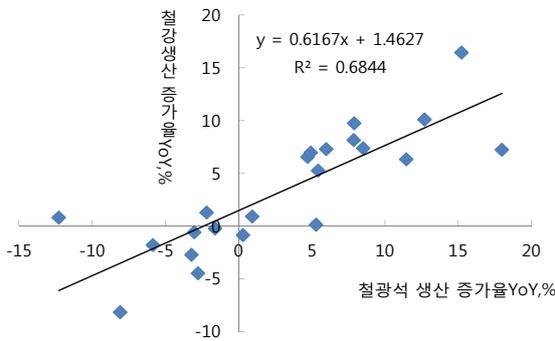
3-1. 수급: 생산능력 확대에 따른 수급 완화는 긍정적

3-1-1. 수요: Key Factor는 중국과 철의 품위(品位)

철강의 주요 원재료는 철광석인만큼 철광석의 생산은 철강의 생산과 그 궤를 같이 하고 있다. 특히, 2000년 들어 늘어난 철광석 생산은 중국의 철강 생산 때문이라고 하겠다. 중국을 제외한 글로벌 철강 생산이 7억톤 수준에서 머물고 있는 반면, 중국 철강 생산은 1억톤 수준에서 최근 8억톤까지 증가하면서 글로벌 철광석 생산 증가를 주도하였다.

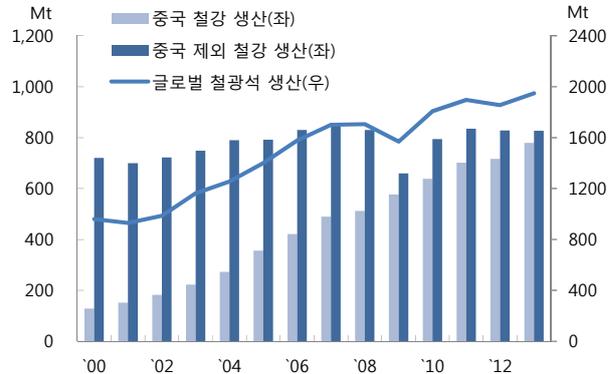
글로벌 철광석 시장에서 중국은 최대 수요국이자 최대 생산국이다. 중국은 글로벌 철광석 생산량의 45%를 점유함과 동시에 글로벌 철광석 수입량의 52%를 차지한다. 품위 60%이상의 철광석이 철강 원재료로 경제성을 가지는데, 중국에서 생산되는 철광석은 대부분 품위 40% 미만인 것이다. 이에 중국은 양질의 철광석 수입이 불가피한 상황이다.

[도표 5] 철강 생산증가율과 철광석 생산 증가율의 높은 상관관계



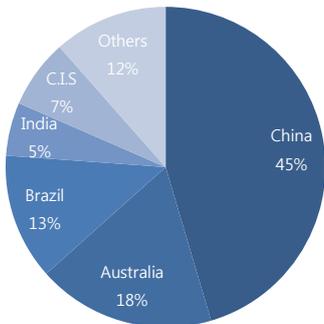
자료: WSA, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 6] 중국 철강 생산이 글로벌 철광석 생산을 이끌어



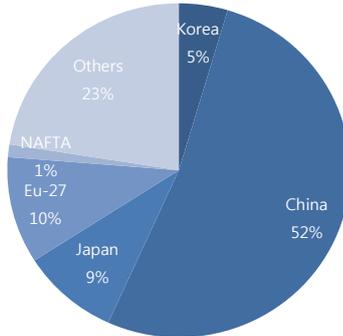
자료: WSA, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 7] 중국의 글로벌 철광석 생산 비중 45% 점유



자료: WSA, 교보증권 리서치센터

[도표 8] 글로벌 철광석 수입에서 중국이 절반 이상 차지

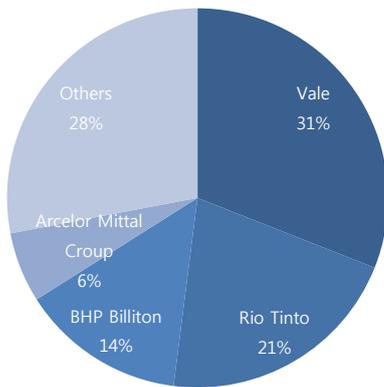


자료: WSA, 교보증권 리서치센터

3-1-2. 공급: 원료 대형 3사 권한은 지속

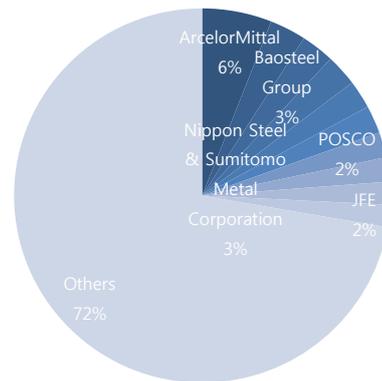
철광석을 생산하는 광산업체는 생산 지역이 국한되어 있기 때문에 이를 주로 생산하는 호주와 브라질을 중심으로 성장해왔다. 특히, 이들 업체는 2000년 이래 조강 생산이 증가하면서 M&A를 통해 몸집을 키웠고, 중국의 철강 수요 증가에 힘입어 2005년에는 70%이상의 가격 인상을 단행했다. 이후 철광석 시장이 Major업체 중심으로 재편되면서 브라질의 Vale · 호주의 Rio Tinto · BHP Billiton 3사가 철광석 가격 주도권을 가지게 되었는데, 2010년 4월 철광석 계약기간이 연간에서 분기로 바뀌면서 이들 대형 3사의 가격 주도권은 더욱 강화되었다. 광산 대형 3사의 시장 점유율은 66%임에 반해, 글로벌 상위 10대 철강사의 시장 비중은 27.7%에 그치는 상황인 바, 이들 대형 3사에 의한 철광석 가격 결정력은 지속될 것으로 판단된다.

[도표 9] 철광석 대형 3사가 전체 철광석 공급 66% 점유



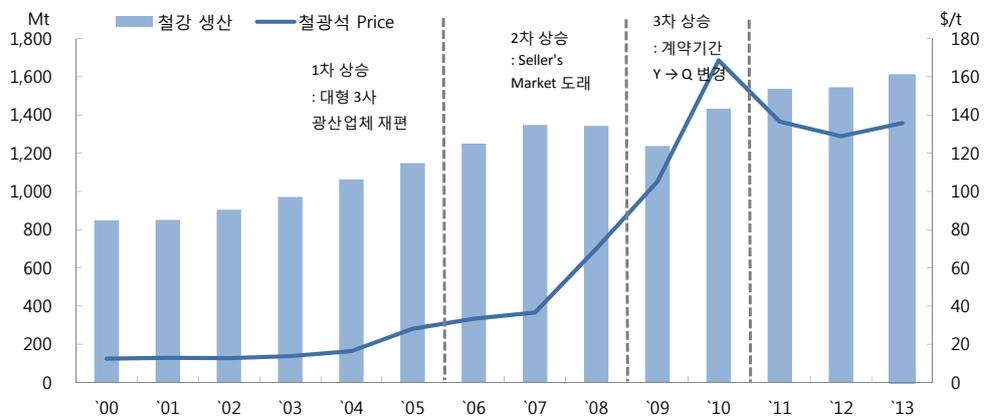
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 10] 글로벌 10대 철강사 전체 철강 생산 27.7%에 불과



자료: WSA, 교보증권 리서치센터

[도표 11] 조강생산의 증가와 함께 광산업체들의 가격 결정력 증가



자료: WSA, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

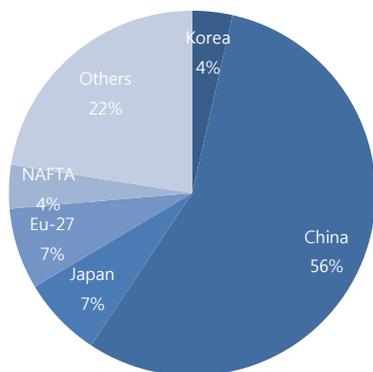
3-1-3. 전망: 생산능력 확대로 공급 큰 폭 증가

‘14년 철광석 수요는 19.6억톤(YoY +3.0%)을 전망한다. 이는 철강 생산 증가율과 동일한 수치로, 철광석의 수요를 이끄는 중국의 철강 생산이 위축됨에 따라 소폭 상승에 그칠 것으로 판단된다. 글로벌 철강 생산 중 중국 비중이 48.5%(2013년 기준)를 차지하는 관계로 중국의 철광석 수요는 글로벌 수요의 절반 이상을 차지한다. (철강 소비가 생산을 이끄는 만큼) 중국 철강 소비와 높은 상관관계를 가지는 중국의 GDP성장률이 하향 안정화됨에 따라 중국 철강 생산의 가파른 증가세를 기대하기는 어려워 보인다. 중국 철강 생산의 증가폭 제한으로 글로벌 철광석 수요는 소폭 증가에 그칠 것으로 보인다.

‘14년 철광석 공급은 22.4억톤(YoY +16.7%)에 이를 것으로 전망한다. 이는 ‘14년 철광석 추정 생산 능력인 26.3억톤(‘12년 대비 20.8% 증가)에 가동률 85%(‘12년 철광석 가동률)를 적용한 결과이다. ‘10년 철광석 가격이 급등하자, 광산업체를 비롯하여 메이저 철강업체들은 대규모 광산투자를 실시하였다. 통상적으로 광산 개발 기간이 3~5년 소요되는 바, 완료 시점이 본격 도래하는 올해 철광석 생산 능력은 크게 증가할 것이다. 다만, 작년 말 브라질의 집중 호우와 호주의 사이클론 영향으로 광산 가동과 선적이 ‘13년 하반기에 재개됨에 따라 전망치 보다는 다소 하회할 여지는 있다 하겠다.

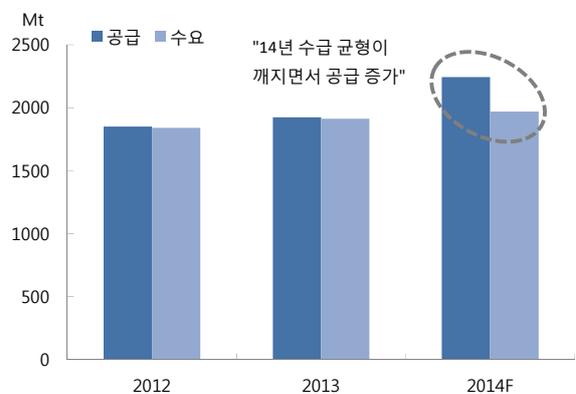
‘14년 철광석 수급은 수요 19.6억톤, 공급 22.4억톤으로 2.8억톤의 큰 폭의 초과 공급이 기대된다. 과거 ‘05년 이래 광산업체들의 공급량 조절 및 중국 철강 Boom 하에 수급 균형을 유지하였으나 ‘14년 이후에는 공급 증가에 따라 수급 균형이 깨지면서 전년대비 수급은 크게 완화될 것이라 판단된다.

[도표 12] 중국의 철광석 수요는 글로벌 수요의 절반 이상 수준



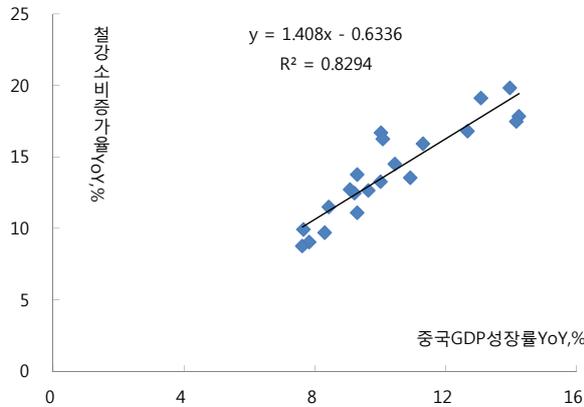
자료: WSA, 교보증권 리서치센터

[도표 13] 철광석 공급 증가로 인해 수급 완화



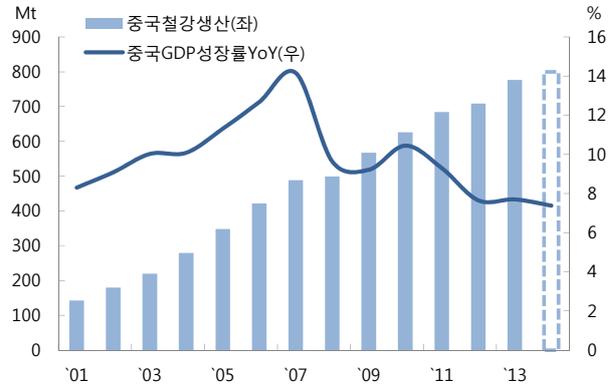
자료: WSA, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 14] 중국의 GDP 성장률과 철강소비 증가율



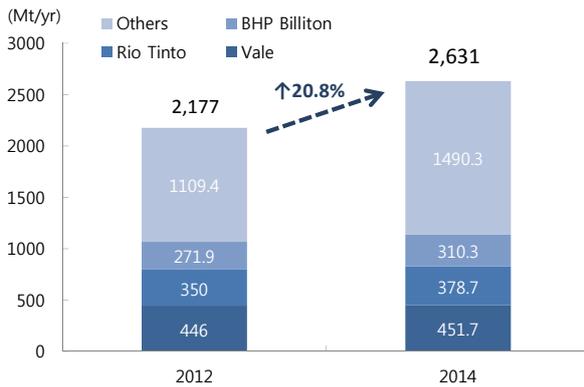
자료: IMF, WSA, 교보증권 리서치센터

[도표 15] 중국 GDP 성장 하향 안정화 → 철강 생산 소폭 상승



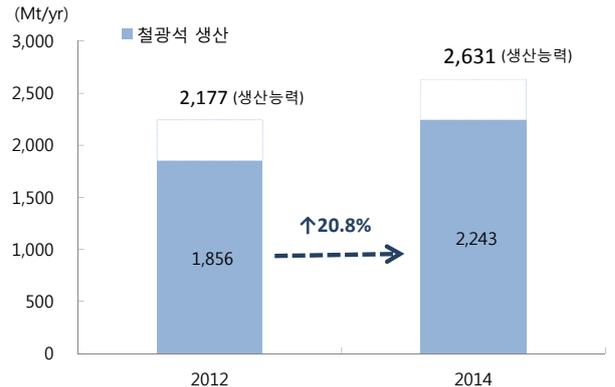
자료: IMF, WSA, 교보증권 리서치센터

[도표 16] 글로벌 철광석 생산능력 증가 추이



자료: Steelonthenet, 교보증권 리서치센터

[도표 17] 가동률 85% 가정했을 때, 올해 22.4 억만톤 전망



자료: WSA, Steelonthenet, 교보증권 리서치센터

[도표 18] 철광석 신규 공급 '14년 하반기 이후부터 본격 확대

회사	프로젝트	가동일	능력(백만톤)	비고
VALE	CARAJAS+40	2H13	40	환경 허가 지연
RIO TINTO	HOPE DOWN	2013	15	
	PIL BARA 283	2H13	35	
BHP BILLITON	Jimblebar	2H13	35	2Q14 본격가동
FMG	Kings	4Q13	40	
합계			165	

자료: POSRI, 교보증권 리서치센터

3-2. 철광석 가격: 수급 완화로 Box권 전망

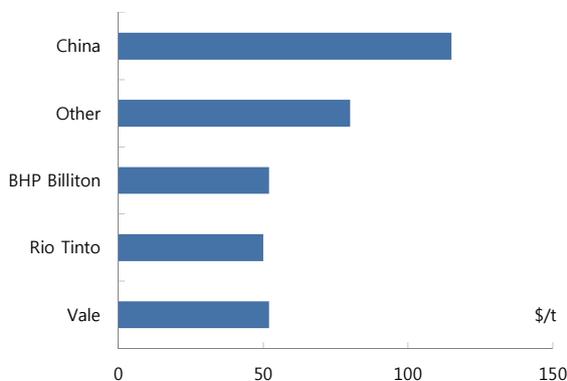
상기 수급 전망에서 보았듯이 '14년 철광석 수급은 극도의 초과공급 상황인 바, 현재 가격인 90\$/t대를 하회 가능성도 있어 보인다. 하지만 당사는 Cash Cost로 인해 추가적인 하락 가능성은 제한적인 것으로 판단, 향후 철광석 가격은 90~110\$/t 수준의 Box권을 전망한다.

Cash Cost는 광산 탐사 및 채련까지 소요 되는 비용으로, 현재 메이저 3사의 Cash Cost는 50\$/t 수준이다. 반면 마이너 광산업체들은 80\$/t로 추산되며, 중국 업체들의 경우 115\$/t이다. 철광석 가격이 현 가격대인 90\$/t 수준으로 유지된다고 하였을 때, 중국을 비롯한 일부 중소 업체들은 광산 가동 중지가 불가피한 상황이다. 메이저 3사가 철광석 가격 하락에도 불구하고 생산능력을 늘리는 이유가 바로 이 때문이다.

메이저 3사의 생산량 조절과 중국 및 마이너 광산업체들의 Cash Cost 개선 여부에 따라 철광석 가격은 Box권을 형성하며 하향 안정화될 것으로 예상된다. 요컨대, 철광석 가격 하락으로 마이너 및 중국 광산업체들의 가동이 중지되면 메이저 3사는 가격 인상을 단행할 것이며, 가격 인상이 진행되면 마이너 및 중국 광산업체들은 재가동을 함으로써 철광석 가격은 다시 하락하게 된다. 박스권이 불가피할 것으로 판단한다.

철광석 가격이 하향 안정화됨에 따라 철강업체들의 Roll-margin은 크게 개선될 것으로 판단한다. 철광석의 현 가격대는 '10년 철광석 계약 기간 변경으로 급등한 이후 최저치이다. 철광석 가격 하락으로 인해 한 때 철강업체 매출원가의 40%에 이르렀던 철광석 비중은 30% 이내로 축소됨에 따라 철강업체들의 실적 개선이 가시화될 것으로 확신한다.

[도표 19] 글로벌 철광석 업체의 Cash Cost



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터(All-in Cash Cost 기준)

[도표 20] 철광석 가격은 톤당 \$90~110 내외 전망



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터(CFR Tianjin port 62%기준)

4. 철강산업 수급 및 가격

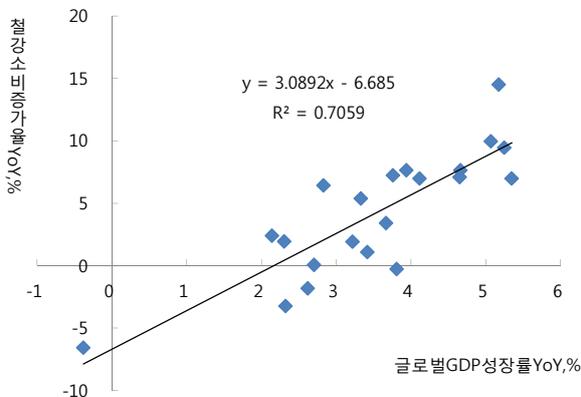
4-1. 수급: 수요 개선으로 공급과잉 우려 완화

4-1-1. 수요: Key Factor는 GDP 성장률과 건설 수요

철강 소비는 '08년을 제외하고는 꾸준히 상승해왔다. 지난 20년간('92~'12) 철강 소비 증가율과 글로벌 GDP성장률간의 상관관계를 살펴보면, 철강 소비 증가율의 약 71%를 글로벌 GDP성장률로 설명할 수 있다. 2000년대 중반 4~5%대를 유지하던 GDP성장률은 2008년 금융위기로 급락한 후, '10년 기저효과로 빠르게 반등하는 모습을 보이기도 하였다. 하지만 금융위기의 여파(餘波)가 지속되면서, '11년부터 그 속도가 둔화되었고, 지금은 2~3% 수준을 보이고 있다. 철강 소비 증가율의 경우, 2000년대 중반까지 GDP성장률의 3~4배의 성장을 보였지만, 금융위기로 인한 급등락이라는 한 차례 큰 파동을 겪은 이후는 GDP성장률 수준에 머물고 있다.(도표 22)

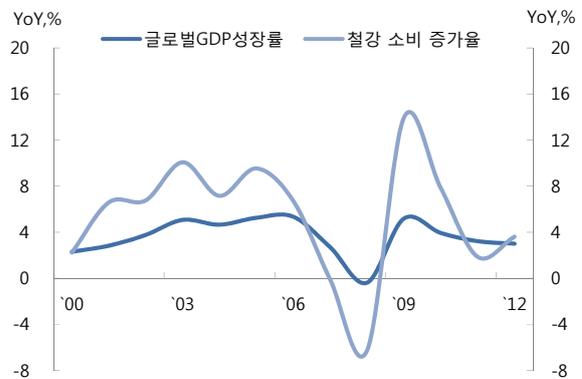
글로벌 산업별 철강수요 비중(도표 24)을 살펴 보면, 건설 48%, 기계 22%, 자동차 13%순이다. 차순위인 기계의 12.1%가 건설기계인 바, 글로벌 철강 수요에서 건설 비중은 51%로 압도적이다. (도표 25~28)는 미국·중국의 건설 지표와 철강수요간의 관련성을 보여주는데, 건설지표와 철강 수요 흐름이 유사한 것을 알 수 있다. 미국의 경우, '08년 금융위기 이후 건설기성과 주택 착공 건수가 회복되면서 철강수요는 예년 수준까지 빠르게 회복되고 있다. 중국의 경우, 부동산 개발투자와 주택 착공건수가 꾸준히 증가하면서 철강수요도 견조한 흐름을 보이고 있다. 현재 중국의 철강 수요는 다소 둔화되었지만, 여전히 높은 수준이며 건설지표 개선폭 증가에 따라 수요 증가폭은 더욱 확대될 것으로 판단된다.

[도표 21] GDP 성장률과 철강 소비증가율 상관 ('92~'12)



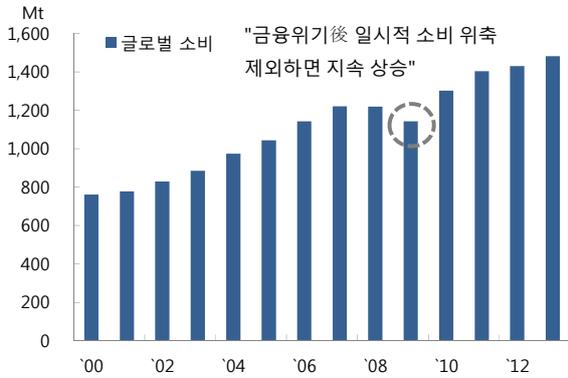
자료: IMF, WSA, 교보증권 리서치센터

[도표 22] 글로벌 GDP 성장률과 철강소비증가율 추이



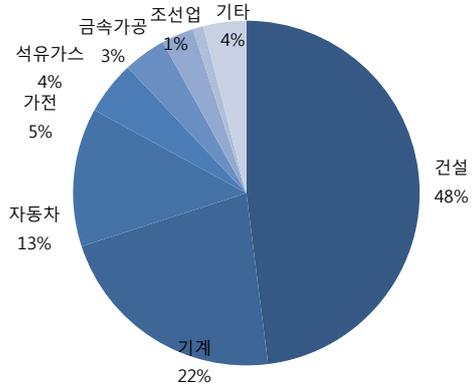
자료: IMF, WSA, 교보증권 리서치센터

[도표 23] 글로벌 철강 수요는 꾸준히 상승



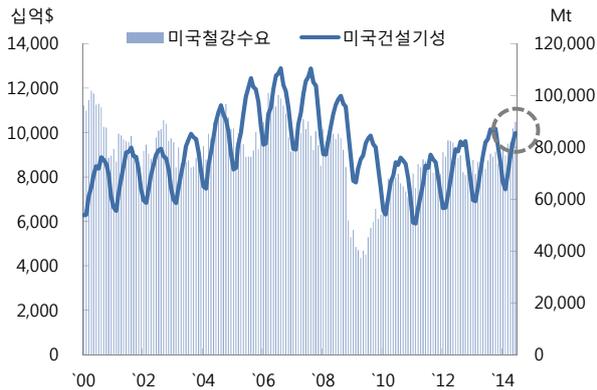
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 24] 글로벌 산업별 철강 수요 비중



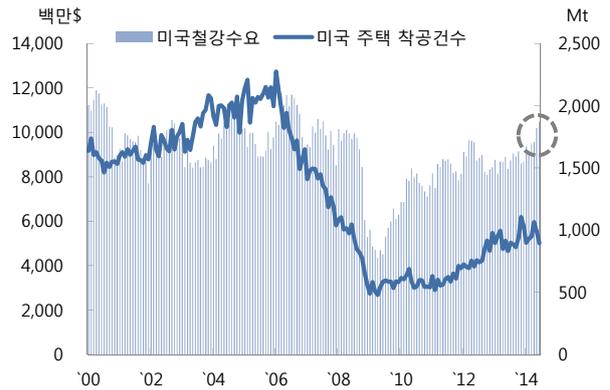
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 25] 미국철강수요와 건설 기성



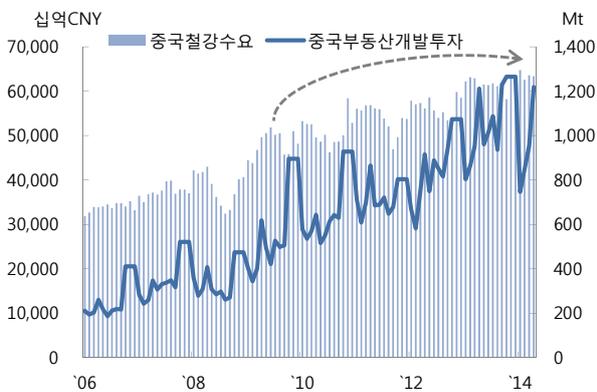
자료: 미국인구통계국, 교보증권 리서치센터

[도표 26] 미국철강수요와 착공건수



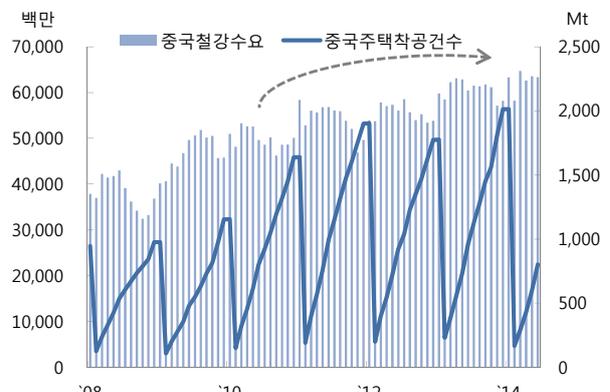
자료: 미국인구통계국, 교보증권 리서치센터

[도표 27] 중국 철강수요와 부동산개발투자



자료: 중국통계청, 교보증권 리서치센터

[도표 28] 중국 철강수요와 주택 착공건수

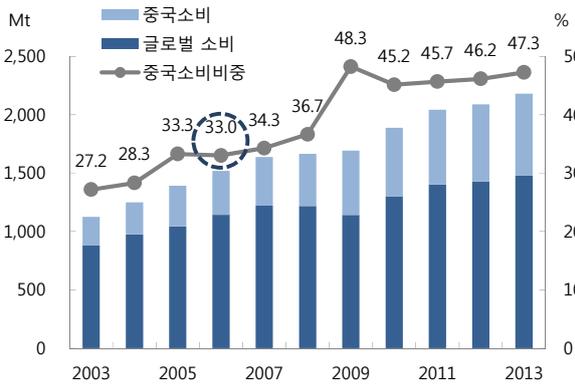


자료: 중국통계청, 교보증권 리서치센터

4-1-2. 공급: 중국궤 철강 공급 과잉

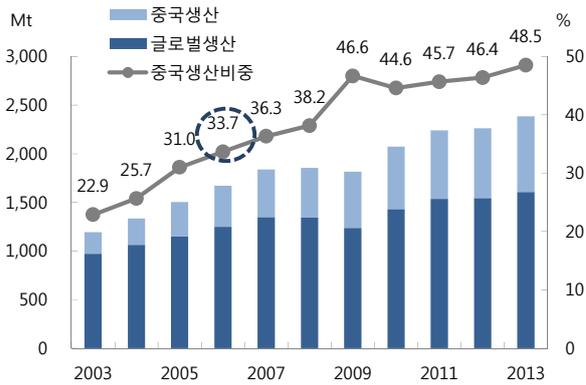
철강산업은 중국의 경제성장과 함께 본격적으로 성장하게 되었다. '03년 중국의 철강 소비는 2.4억톤으로 글로벌 소비 비중의 27.2%를 차지했지만, 철강 생산은 2.2억톤으로 글로벌 생산의 22.9%에 불과했다. 중국의 공급 부족을 메우기 위해 메이저 철강 업체들의 대규모 증설 및 중국 증설이 이어지면서 철강산업은 '05년을 기점으로 공급과잉 국면에 접어들게 된다. 중국 자급률이 높아지면서 '05/06년 기점으로 중국은 철강 순수출국으로 전환하였다. '06년 기준 중국의 글로벌 대비 소비 비중은 33.0%로 '03년 대비 크게 증가하였으나 중국의 글로벌 대비 생산 비중이 33.7%로 더 크게 증가하면서, 공급과잉 추세는 이어졌다. 이러한 흐름은 '09/10년 일시적으로 반전하였으나, 늘어나는 중국의 철강 생산을 소비가 뒷받침 해주지 못하면서 글로벌 철강 공급과잉상태는 지속되고 있다. 현재 중국궤 소비를 충당하기 위한 대규모 증설에 힘입어 글로벌 철강 생산 규모는 20억 톤 수준에 이르렀는데, 이는 '13년 글로벌 철강 소비 대비 138% 수준이다. 철강 과잉공급능력은 5.5억톤에 이르고 있다.

[도표 29] 글로벌·중국 철강 소비량 및 비중



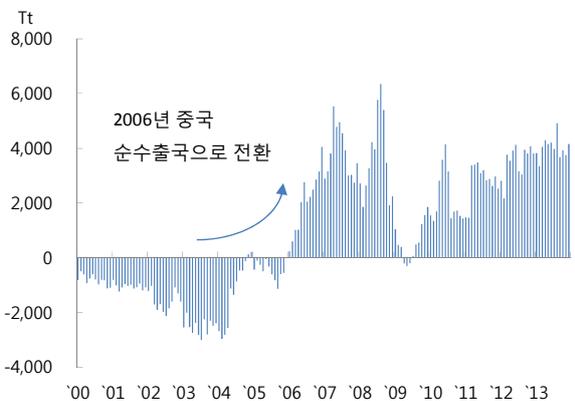
자료: WSA, 교보증권 리서치센터

[도표 30] 글로벌·중국 철강 생산량 및 비중



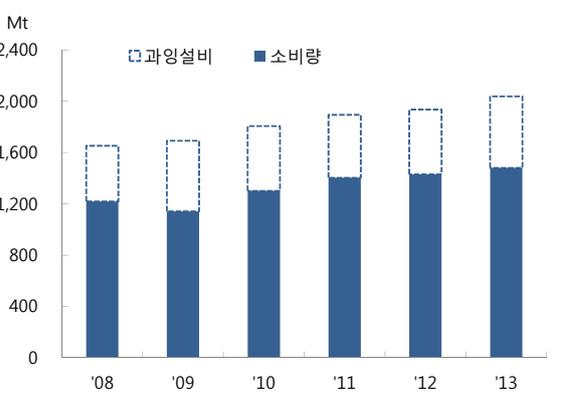
자료: WSA, 교보증권 리서치센터

[도표 31] 중국의 철강 수출입 추이



자료: WSA, 교보증권 리서치센터

[도표 32] 철강 설비의 1/4 이상 과잉 지속



자료: WSA, 교보증권 리서치센터

4-1-3. 전망: 공급과잉 해소 지속 확산

‘14년 철강 수요는 15.3억톤(YoY +3.0%)을 전망한다. 중국 GDP성장률이 하향 조정됨에 따라 중국의 철강소비 증가율이 소폭 상승에 그치겠지만, 미국을 중심으로 한 선진국의 경기 회복에 힘입어 GDP 성장률과 유사한 수준으로 증가할 것이다.

‘14년 철강 공급은 16.5억톤(YoY +3.0%)을 전망한다. 철강업체들의 과잉설비로 인해 생산량은 증가하겠지만, 중국정부의 철강산업 구조조정 노력으로 그 폭은 축소될 것이라고 판단한다. 지난해 10월 중국 국무원은 2018년까지 철강 생산량을 8,000만톤 이상 줄이겠다고 발표했다. 현재 중국 정부는 철강생산의 30%가량을 차지하는 허베이성과 산둥, 산시성의 철강업체를 통폐합하는 한편 설비를 폐기시켜 감산을 추진하는 중이다.

‘14년 철강 수급은 수요 15.3억톤, 공급 16.5억톤으로 1.2억톤의 초과 공급이 전망된다. 하지만 10년 이래 철강 생산 증가율과 소비증가율간의 Gap이 축소되면서 초과 공급은 추세적으로 진정되고 있다(도표 35). 향후 중국 정부의 철강산업 구조조정 노력으로 글로벌 공급과잉 해소 흐름은 지속될 것으로 확신한다.

[도표 33] 글로벌 GDP 성장률 상승 전망



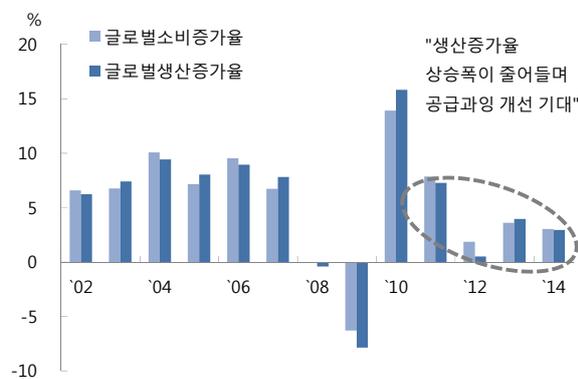
자료: IMF, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 34] 글로벌 철강 소비, 속도는 느리지만 지속 증가



자료: WSA, 교보증권 리서치센터

[도표 35] 글로벌 생산 및 소비 증가율 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 36] 과잉공급은 여전, 점차 해소 전망



자료: WSA, 교보증권 리서치센터

4-2. 철강 가격: 판가인하 제한, 점진적 가격 상승

중국 철강 생산 급증에 따른 수요자(전방산업)의 가격 결정력 강화 및 메이저 중심의 철광석 시장 재편에 따른 원료 업체의 가격 인상이라는 구조적인 문제로 인해 철강업체들은 '05년 이래 철강 가격 결정권을 행사하지 못하였다.

하지만, '14년 하반기를 저점으로 철강 가격의 상기 구조적인 문제는 점진적으로 해소될 전망이다. 이는 원재료의 공급 증가와 전방 수요의 개선으로 철강업체들의 가격 결정권은 회복될 것으로 판단된다. 원재료 인하에 따른 판가인하 압력이 남아 있지만, 현재의 철강 가격은 '10년 이래 최저치로서 수급개선에 힘입어 점진적으로 상승할 것이다.

중국 공급과잉 해소 정도 및 글로벌 경기 회복 속도에 따라 철강가격 상승 강도가 결정되겠지만, 원료 가격 하향 안정화 속에서 철강 가격의 점진적 상승만으로 상당한 실적 개선이 이어질 것이다.

[도표 37] 철강 가격 변화 추이



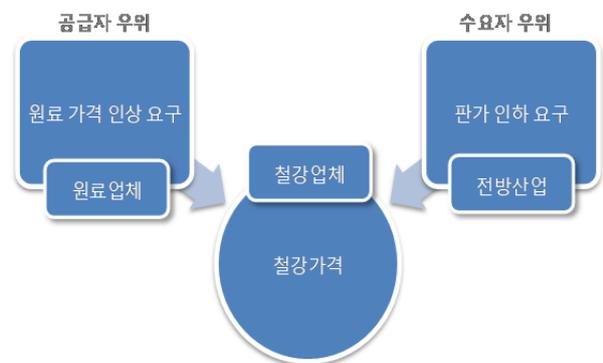
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터(중국 내 열연 가격 기준)

[도표 38] 철강 가격의 결정권 변화



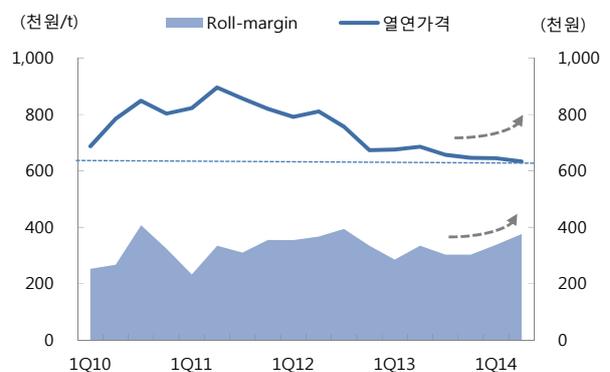
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터(중국 내 열연 가격 기준)

[도표 39] 철강 가격의 구조적 문제



자료: Steelonthenet, 교보증권 리서치센터

[도표 40] 열연 가격의 회복과 Roll-margin 확대 전망



자료: 교보증권 리서치센터

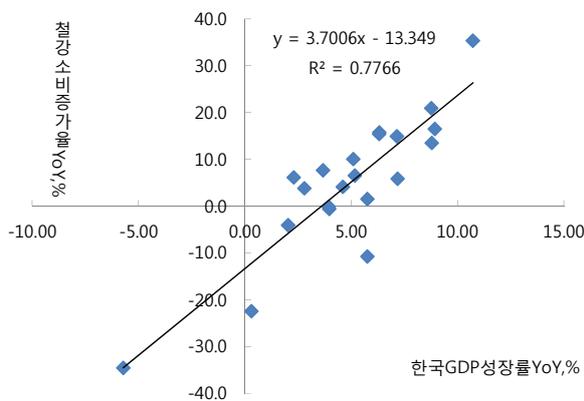
5. 국내철강업 수급 및 기회요인

5-1. 수급: 차별적 수요 개선, 공급 경쟁 완화

5-1-1. 수요: 글로벌 전방 수요와는 차별화

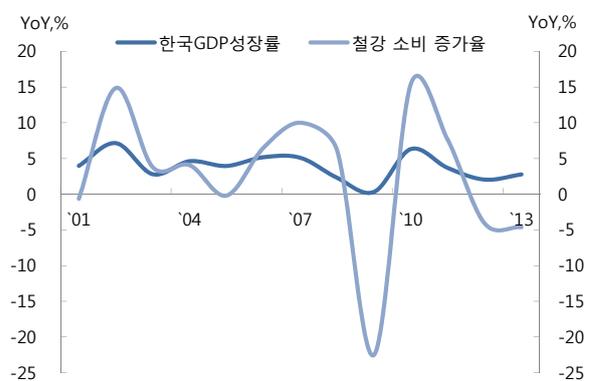
국내 철강 수요에서 소비 증가는 국내 GDP성장률과 약 78%의 관계를 보이면서 케를 같이 하고 있다. 하지만, '09년 큰 폭의 소비 감소 이후 철강 소비 회복세는 더디게 진행되고 있다. 건설비중이 압도적인 글로벌 철강 전방 수요와 달리 국내 철강 전방 수요는 건설·조선·자동차로 고르게 분포되어 있다. 지난 금융위기 이후 건설과 조선의 하락세에도 불구하고 자동차 수요가 선전하면서 철강 수요의 급격한 하락을 피할 수 있었다.(건설·조선 M/S '08년 대비 '13년 각각 -4%, 자동차 M/S '08년 대비 '13년 +3%,도표 43,44) 자동차 산업은 여전히 철강수요의 버팀목이 되고 있고 정부의 경기부양책으로 인해 건설向 철강 수요도 크게 개선될 것으로 보이는 바, 국내 철강산업의 수요는 글로벌 전방 수요 대비 차별적인 개선 흐름이 기대된다 하겠다.

[도표 41] 한국 GDP 성장률과 철강소비 증가율 상관관계('02~'12)



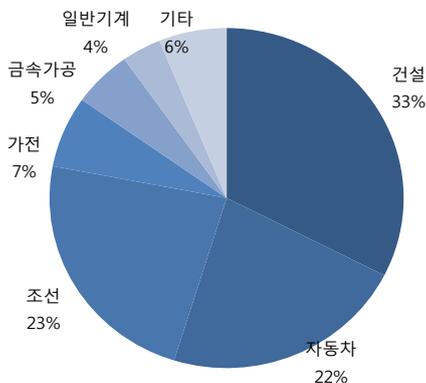
자료: IMF, WSA, 교보증권 리서치센터

[도표 42] 한국 GDP 성장률과 철강소비증가율 추이



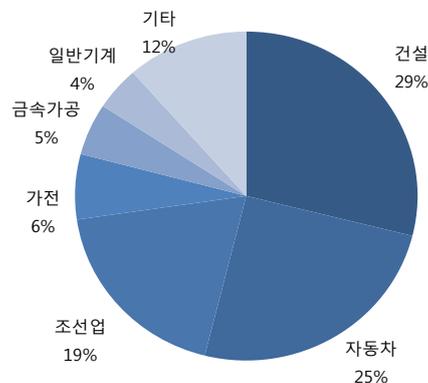
자료: IMF, WSA, 교보증권 리서치센터

[도표 43] '08년 기준 국내 산업별 철강 수요



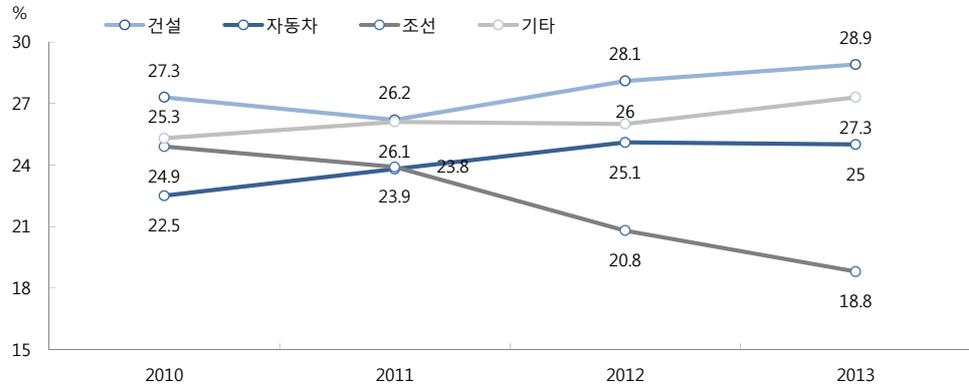
자료: 한국철강협회, 교보증권 리서치센터

[도표 44] '13년 기준 국내 산업별 철강 수요



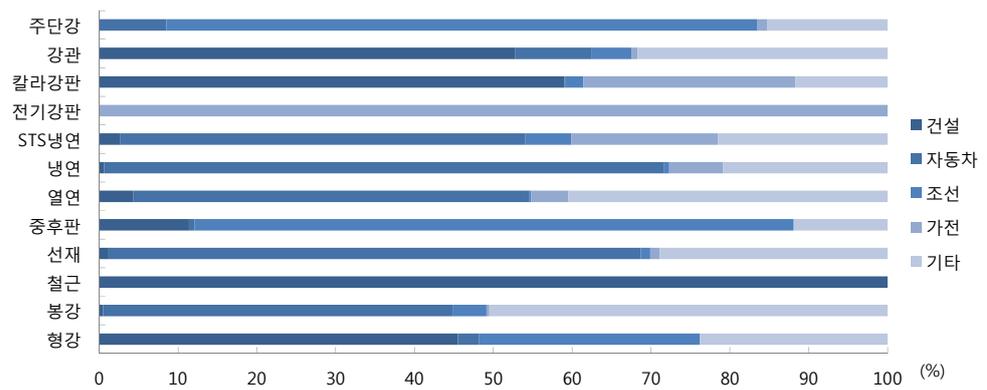
자료: 한국철강협회, 교보증권 리서치센터

[도표 45] 철강 실수요 산업별 비중 추이



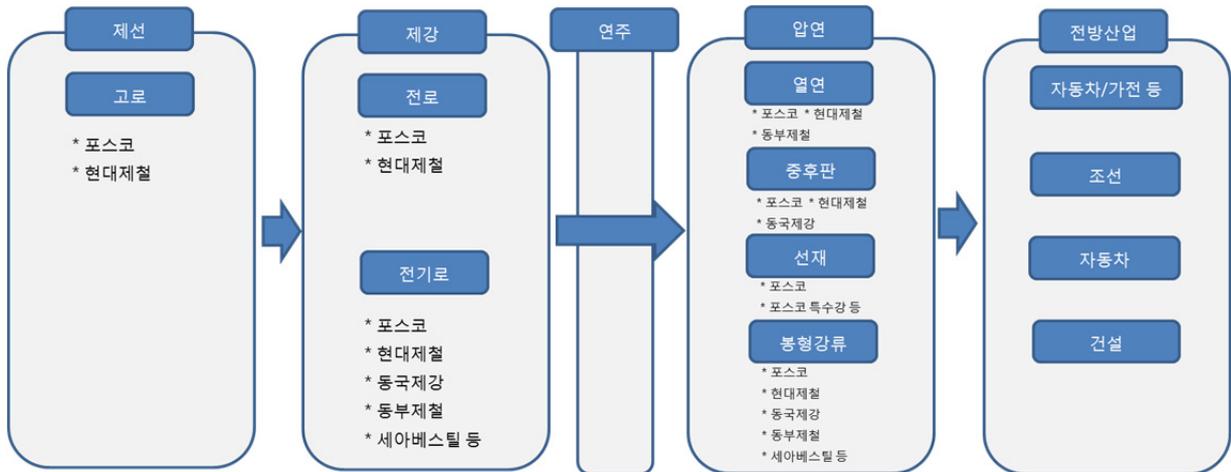
자료: 한국철강협회, 교보증권 리서치센터

[도표 46] 철강 실수요 제품별 산업 비중



자료: 한국철강협회, 교보증권 리서치센터

[도표 47] 철강 공정 및 전방 수요

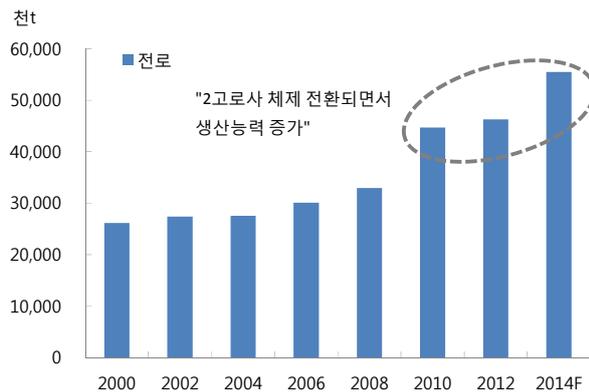


자료: 한국철강협회, 교보증권 리서치센터

5-1-2. 공급: 2고로社 체제 불구, 공급 경쟁 완화

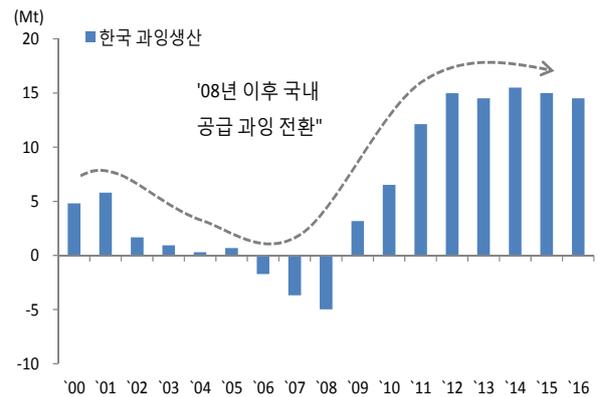
‘10년 2고로社 체제로 전환된 이후, 국내 철강 시장의 가장 큰 변화는 공급량 증가에 따른 경쟁 심화로 인해 수요자 중심의 시장으로 전환되었다는 것이다. 철강산업은 크게 ‘제선(製銑)－제강(製鋼)－연주(連鑄)－압연(壓延)’ 공정으로 진행되는데, ‘10년 1월 현대제철의 고로 1기가 완공·가동됨에 따라 국내 상공정(제선-제강-연주)의 생산능력은 큰 폭으로 증가하였다. ‘13년 9월까지 현대제철은 고로 3기를 완공·가동함으로써 현대제철은 제강(전로) 1,200만톤의 양산 체제를 갖추었으며 국내 제강(전로) 생산능력은 5,250만톤까지 증가하였다. 이는 ‘09년 3,376만톤 대비 55.5% 증가한 수준이다. 하지만, 최근 철강 수요 회복과 더불어 국내 철강시장은 수요자 중심에서 공급자 중심으로의 변화가 감지되고 있다. ‘13년 현대제철의 고로 3기가 가동됐음에도 불구하고, 포스코의 M/S가 상승한 것은 공급량 증가에 따른 경쟁 심화가 완화되고 있다는 예라 하겠다. ‘08년 이래 큰 폭으로 하락하였던 포스코의 M/S가 ‘12년 기점으로 회복하고 있는 부분에 주목할 필요가 있다.

[도표 48] '10년을 기점으로 2 고로 체제 전환 → 생산능력 확대



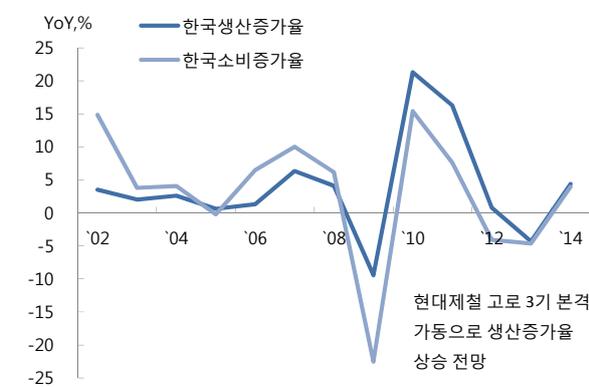
자료: 한국철강협회, 교보증권 리서치센터

[도표 49] 철강 슈퍼사이클 이후 '08년 국내공급과잉 전환



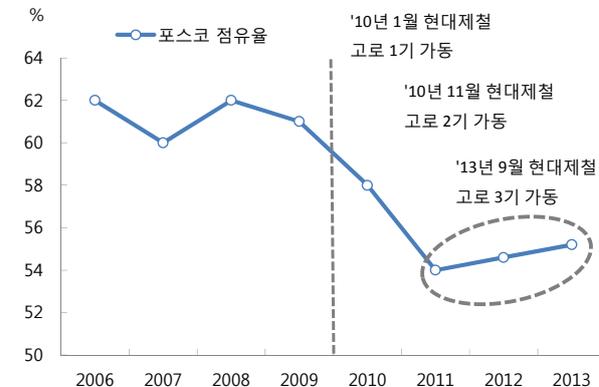
자료: IMF, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 50] 고로 생산체제 본격 가동에 따른 생산증가율 상승 전망



자료: WSA, 교보증권 리서치센터

[도표 51] 2 고로社 체제 이후 공급 경쟁 점차 완화



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 52] '14년 국내 주요 업체 생산 능력 변동 내역

공정	업체	생산능력 변동 내역
제선	포스코 3FINEX 신설	200만톤 증가
	포스코 1FINEX 폐쇄	70만톤 감소
전로	포스코 후판 1기 신설	300만톤 증가
전기로	포스코 SRS 1 제강 폐쇄	65만톤 감소
열연	포스코 광양제철소 4 열연공장 신설	334.5만톤 증가
후판	현대제철 1 후판 설비 증설	50만톤

자료: 교보증권 리서치센터

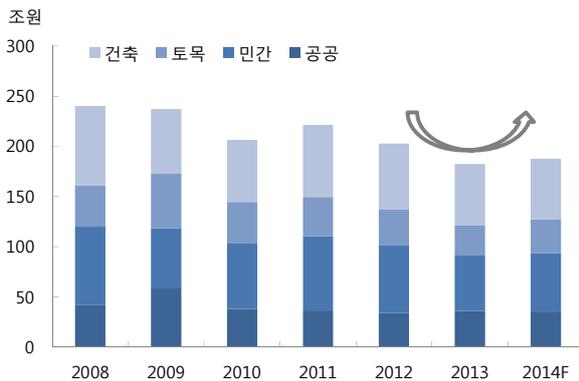
5-2. 기회 요인: 국내 철강산업의 매력도 증가

글로벌 철강 산업은 ① 철광석 가격 하락 및 ② 중국 공급과잉 완화·글로벌 경기회복에 따른 철강 수급 개선에 힘입어 업황 개선이 가시화되고 있다. 하지만, 당사는 하기 2가지 관점에서 국내 철강 산업이 글로벌 철강산업 대비 더욱 매력적이라고 판단한다.

첫째, 전방수요의 차별화다. 상기 언급했듯이, 글로벌 철강산업은 건설 의존도가 크지만 국내 철강업은 전방수요가 다각화되어 있다. 국내 자동차 산업 호조가 지속되고 있고, 정부 부양책에 따른 건설업 회복 기대감이 점증하는 바, 국내 철강 수요는 글로벌 대비 차별적인 개선이 기대된다.

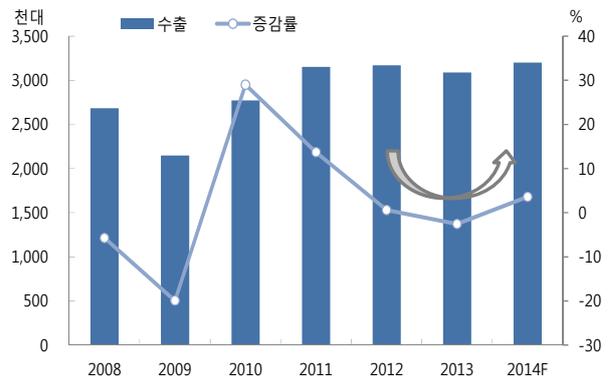
둘째, 공급 경쟁 완화다. 국내 철강산업은 2고로사 체제 전환 후, 철강 공급량이 큰 폭으로 확대됨에 따라 글로벌 대비 경쟁이 더 심화되었다. 하지만 최근 전방 수요회복과 해외수출이 증가하면서 공급 경쟁이 완화되고 있어, 글로벌 대비 국내 철강 수급은 더 매력적이라 하겠다.

[도표 53] '14년 건설 수주액은 소폭 증가 예상



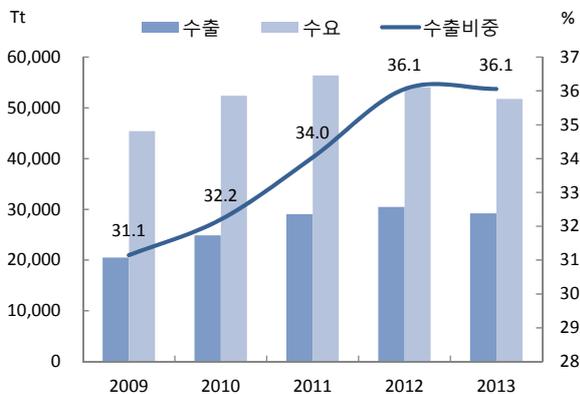
자료: 대한건설협회, 교보증권 리서치센터

[도표 54] 2014년 국내 자동차 생산은 소폭 증가할 전망



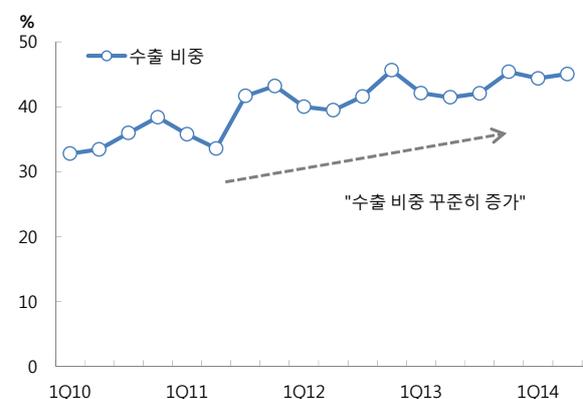
자료: 한국자동차산업협회, 교보증권 리서치센터

[도표 55] 국내 철강 수출 비중 추이



자료: 한국철강협회, 교보증권 리서치센터

[도표 56] 포스코 수출 비중 추이



자료: 포스코, 교보증권 리서치센터

6. 투자의견 ‘비중확대’, Top-pick ‘POSCO’

철강업종에 대해 투자 의견 ‘비중확대’로 커버리지를 개시한다.

1) 철광석 가격 하락에 따른 Margin 개선, 2) 판가인하 제한·가격 회복에 따른 실적 개선, 3) 글로벌 대비 차별적인 국내 철강산업의 수급 개선을 근거로 철강업종 강세 지속을 확신한다.

‘14년 생산능력 본격 확대에 따른 철광석 가격 하락으로 큰 폭의 Margin 개선이 가능할 것으로 판단한다. 현재 철광석 가격은 90\$/t수준으로 ‘10년 이후 최저치이다. 철광석 가격 하락으로 한 때 매출원가의 40%에 이르렀던 비중이 30% 이내로 축소됨에 따라 철강업체들의 실적 개선은 가시화될 것이다.

원재료 공급 증가와 전방 수요 개선으로 철강업체들의 가격 결정권은 회복 될 것이다. 원재료 인하에 따른 판가인하 압력이 남아 있지만, 현재 철강 가격은 ‘10년 이후 최저 수준인 바, 수급개선에 힘입어 상승할 것으로 판단된다. 원료 가격 하향 안정화 속에서 철강 가격의 점진적 상승만으로 상당한 실적 개선이 이어질 것이다.

글로벌 대비 국내 철강산업 수급 매력은 더욱 커질 전망이다. 자동차 수요 강세가 지속되는 가운데 건설 수요가 늘어나며 국내 철강 수요는 글로벌 대비 차별적인 개선이 기대되고, 전방 수요 회복과 해외 수출로 공급 경쟁이 완화되면서 국내 철강 수급은 글로벌 대비 더욱 매력적이라는 판단이다.

철강업종 Top-pick은 POSCO를 추천한다. 관심종목으로는 현대제철, 현대하이스코를 제시한다.

POSCO는 1)자동차, 에너지向 등 고부가가치 제품 판매 확대로 철강본원의 경쟁력 강화가 예상되며, 2)광양 LNG터미널 지분 및 도시광산 사업 매각 등을 통해 非핵심 사업 구조조정으로 체질 개선이 기대되고, 3) 해외 생산기지의 조업 및 실적 안정화를 통해 이익의 개선세가 전망된다.

현대제철(004020, Buy)은 Captive Market을 통한 안정적 수익 창출과 건설경기 회복에 따른 수혜가 예상된다.

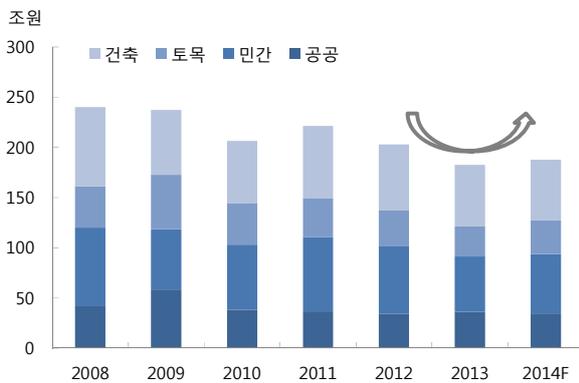
현대하이스코(010520, Buy)는 해외시장에서의 Captive 증설 확대에 따른 안정적인 수익 창출이 예상되고, 차량 경량화 투자 및 에너지 강관 사업을 통해 장기 성장 동력을 마련함으로써 이익 가시성이 높아질 것으로 판단된다.

#1. 국내 전방 수요 전망

건설: 현 집 허물고 새 집 지을까

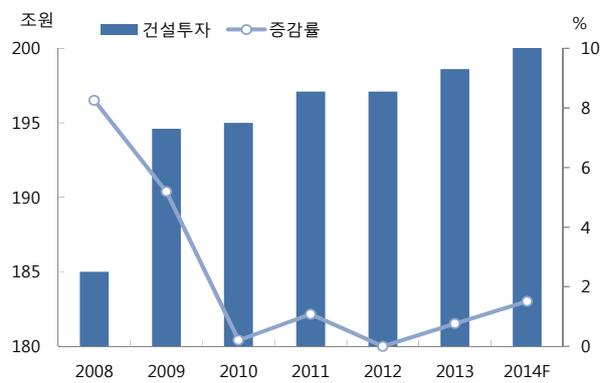
올해 건설 수주는 민간 부문과 토목 부문의 개선세가 두드러지는 가운데, 전년 대비 소폭 증가할 것으로 예상된다. 건설투자 또한 전년 대비 회복하는 가운데, 올해 건설 경기는 바닥 국면을 통과하고 있는 것으로 판단된다. → 건설向 봉형강, 수요 소폭 증가 전망.

[도표 57] '14년 건설 수주액은 소폭 증가 예상



자료: 대한건설협회, 교보증권 리서치센터

[도표 58] 건설투자 증감을 회복 미미한 수준 성장

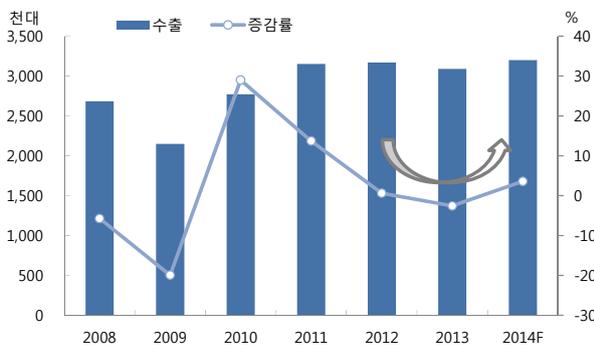


자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

자동차: 국내는 서행, 해외는 아우토파

올해 자동차 생산은 신차 효과로 인해 전년 대비 소폭 증가할 것이다. 다만, 여전히 내수 수요가 회복되지 못하고 있는 가운데, 수입차량 판매 비중이 늘어남에 따라 국내 자동차 생산량은 제한될 것으로 판단된다. 반면, 국내 업체의 해외 생산은 중국을 중심으로 수요가 증가함에 따라 5월 기준 YoY+5.84% 성장하면서 작년에 이어 올해도 그 성장세를 이어갈 것으로 판단된다. → 자동차向 냉연 & 선재, 수요 증가 전망.

[도표 59] 2014년 국내 자동차 생산은 소폭 증가할 전망



자료: 한국자동차산업협회, 교보증권 리서치센터

[도표 60] 국내 업체의 해외 자동차 생산은 여전히 순항 전망

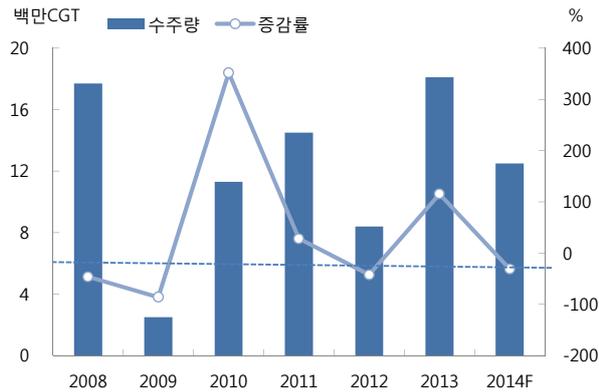


자료: 한국자동차산업협회, 교보증권 리서치센터

조선: 아직은 배를 띄울 때가 아니다

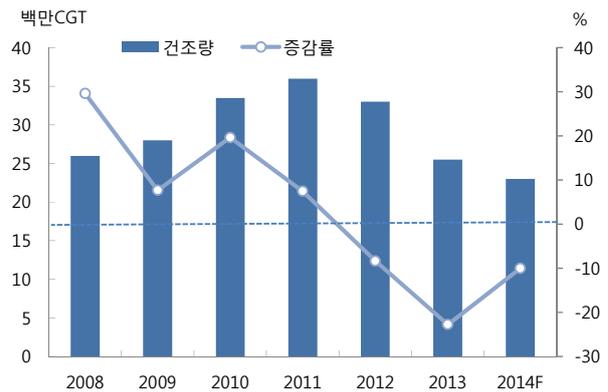
조선산업의 회복은 요원(遙遠)한 상태이다. '13년 경쟁적인 저가 수주로 인해 급증했던 수주량은 올해 큰 폭으로 감소하고, 저조했던 '12년 수주가 올해 건조로 이어지면서 건조량 또한 감소할 것으로 판단된다. → 조선向 후관, 수요 감소 전망.

[도표 61] 조선 수주량은 큰 폭으로 감소 예상



자료: 산업연구원, 교보증권 리서치센터

[도표 62] 조선 건조량, 속도는 줄었으나 감소 예상

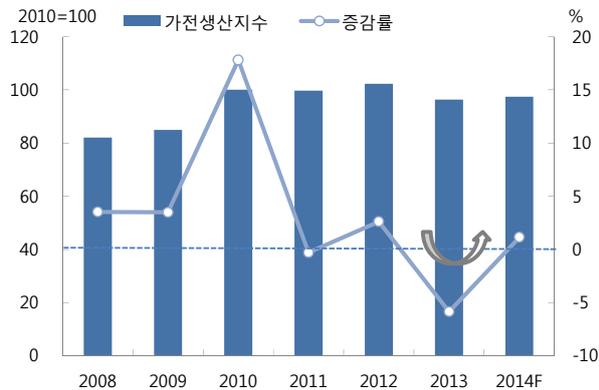


자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

가전: 작지만 꾸준한

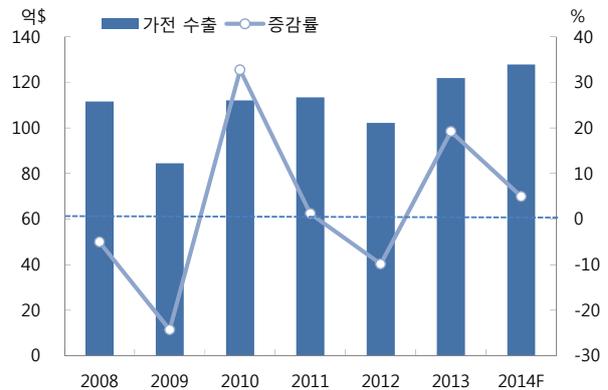
선진국의 경기 개선이 기대됨에 따라 가전 생산지수는 소폭 상승할 것으로 판단된다. 가전 수출은 전년 대비 증가하겠지만, 그 속도는 줄어들 것이다. → 가전向 냉연, 수요 소폭 증가 전망.

[도표 63] 가전 생산지수는 소폭 상승



자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

[도표 64] 가전 수출의 증가폭은 축소



자료: KITA, 교보증권 리서치센터

POSCO 005490

Aug 20, 2014

철강 명가의 재건(再建)

Buy 신규
TP 420,000 원 신규

Company Data

현재가(08/19)	337,000 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	340,000 원
52 주 최저가(보통주)	272,500 원
KOSPI (08/19)	2,071.14p
KOSDAQ (08/19)	562.66p
자본금	4,824 억원
시가총액	289,896 억원
발행주식수(보통주)	8,719 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	23.3 만주
평균거래대금(60 일)	763 억원
외국인지분(보통주)	53.63%
주요주주	
국민연금공단	7.72%

Price & Relative Performance



주가수익률	1개월	6개월	12개월
절대주가	11.8%	15.0%	1.5%
상대주가	9.0%	7.9%	-6.0%



철강/비철금속 연구원 남광훈

3771-9015, aniyes@iprovest.com

목표주가 420,000원으로 커버리지 개시

POSCO(005490)에 대해 투자 의견 Buy와 목표주가 420,000원을 제시하며 분석을 개시. 목표주가는 '14년 예상 BPS 497,674원에 '11~'13년 철강금속 평균 PBR 0.85x를 적용한 수치로 산출. 최근 3년 평균 PBR 적용은 철강업 중 주도주로서 업종 경기 회복 시 최소 받아야 할 multiple이라 판단. 투자의견 Buy와 당사 철강산업 Top-pick으로 제시.

철강본원 경쟁력 강화와 해외생산기지 성장

1) '14년 철광석 생산 능력 확대에 따른 가격 하락으로 Margin개선 가능할 전망. 현 90\$/t은 '10년 이후 최저 수준. 2) 고급강재 생산 통해 철강본원 경쟁력 강화하며 차별화. '10년 현대제철 고로 진출 불구 '12년 포스코 점유율 회복은 철강본원 경쟁력 강화 노력에 대한 결과. 3) 사업 구조조정을 통한 체질 개선으로 기업가치는 높아질 것으로 판단. 저수익 구조 사업부는 과감히 정리하고, 고수익 사업에 집중. 4) 해외 생산기지 가동률 상승으로 성장성 확보, 조업가동률 더욱 향상될 것으로 예상돼 향후 수익성 높아질 전망.

'14년 매출액 64.7조원(YoY +4.6%), 영업이익 3.4조원(YoY+4.6) 전망

'14년 매출액 연결기준, 64.7조원 (YoY +4.6%), 영업이익 3.4조원 (YoY+4.6) 전망. 철강 부문 매출액 31.1조원(YoY -2.1%) 소폭 하락 불구, 원재료 가격 하락으로 영업이익 개선 예상. 무역부문 22.6조원(YoY +23.3%)으로 실적 견인 전망.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2012.12	2013.12	2014.12E	2015.12E	2016.12E
매출액(십억원)	63,604	61,865	64,695	67,223	70,323
YoY(%)	-7.7	-2.7	4.6	3.9	4.6
영업이익(십억원)	3,653	2,996	3,441	3,900	4,229
OP 마진(%)	5.7	4.8	5.3	5.8	6.0
순이익(십억원)	2,386	1,355	1,947	2,233	2,429
EPS(원)	28,239	15,787	22,684	26,012	28,301
YoY(%)	-32.5	-44.1	43.7	14.7	8.8
PER(배)	12.4	20.7	14.7	12.8	11.7
PCR(배)	4.6	4.6	4.2	4.0	3.9
PBR(배)	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	8.3	9.0	9.0	8.8	8.6
ROE(%)	6.3	3.4	4.6	5.1	5.4

Valuation

투자의견 Buy, 목표주가 420,000원 제시

POSCO(005490)에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 420,000원을 제시하며 분석을 개시한다. 목표주가는 '14년 예상 BPS 497,674원에 '11~'13년 철강금속 평균 PBR 0.85x를 적용한 수치로 산출하였다. 최근 3년 평균 PBR 적용은 철강업종 주도주로서 업종 경기 회복 시 최소 받아야 할 multiple이라 판단한다. 투자의견 Buy와 당사 철강산업 Top-pick으로 제시한다.

[도표 65] POSCO 목표가 420,000 원 제시

	'11	'12	'13	'14F	'15F	'16F
BPS	439,933	452,524	482,252	497,674	516,365	537,345
PBR	0.86	0.77	0.68			
Target PBR('11년~'13년 철강금속 평균)				0.85	0.85	0.85
목표가				423,023	438,910	456,743

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 66] 최근 상승에도 불구하고 Valuation 매력 높아



자료: 교보증권 리서치센터

투자포인트

철광석 가격 하락에 따른 Margin 개선

‘14년 철광석 생산 능력 확대에 따른 가격 하락으로 Margin개선이 가능할 전망이다. 올 초 130\$/t 수준에 거래됐던 철광석 가격은 생산능력 확대에 따른 공급량 증가로 현재 90\$/t 대 까지 하락하였다. 이는 ‘10년 이후 최저 수준이다. 철광석 가격 하락으로 판가인하 압력은 지속되고 있지만, 철광석 가격 하락분이 철강 가격 하락분을 초과하며 Roll-margin 개선이 가능할 것으로 판단된다. 특히 3분기는 비수기임에도 불구하고 철광석 하락분이 반영되며, 실적 개선세를 이어갈 것으로 예상된다.

철강본원 경쟁력 강화를 통한 차별화

고급강재 생산을 통해 철강본원 경쟁력을 강화하며 차별화하고 있다. 중국발 철강 공급과잉은 철강가격 하락을 유발하여 철강업체의 수익성 악화에 영향을 주었다. 이에 포스코는 Margin을 10%이상인 품목들을 WPP(World Premium Product)라고 명명(命名)하여 생산 및 판매에 주력하고 있으며, 현재 그 비중은 전체 철강 판매에서 32.8%에 이르고 있다. 특히 ‘10년 현대제철의 고로 진출에도 불구하고 ‘12년 포스코의 점유율 회복은 철강본원 경쟁력 강화의 노력에 대한 결과라 하겠다.

사업 구조조정을 통한 체질 개선

사업 구조조정을 통한 체질 개선으로 기업가치는 높아질 것으로 판단한다. 신임 CEO의 新경영전략 하나로 포스코 그룹 내 구조조정이 진행되고 있다. 저수익 구조 사업부는 과감히 정리하고, 고수익 사업에 집중하는 것이다. 우량 계열사의 경우, 경영권 유지 범위 내 Block sale이나 IPO로 지분을 축소할 예정이다. 포스코에너지의 동양파워 인수는 고수익 사업에 집중하는 예라 하겠다. 기존 LNG복합발전 중심에서 화력발전으로 포트폴리오를 확대하고 나아가 석탄 화력IPP(민자 발전 프로젝트) 진출 발판이 될 수 있을 것으로 예상된다.

해외 생산기지 가동률 상승으로 성장성 확보

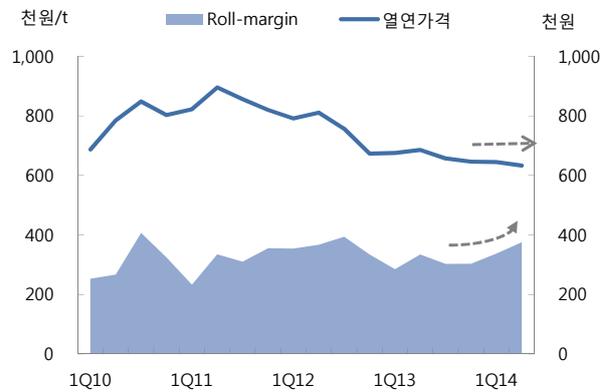
해외 생산기지 가동률 상승으로 성장성이 기대된다. 포스코는 현재 인도네시아 일관제철소를 비롯 멕시코·터키·인도·중국에 진출해 있다. 모두 신흥국으로 성장성이 높은 지역이며 대부분 자동차 강판·전기 강판 등 부가가치가 높은 철강재를 생산하고 있다. 특히 일관제철소가 위치한 인도네시아의 경우 아세안 국가에서 3번째 소비가 많은 곳이며, 철광석 생산이 가능하여 원료수급이 원활한 장점이 있다. 인도네시아 생산기지 가동률은 1분기 24%에서 2분기 74%로 크게 개선되었고, 하반기에도 조업가동률이 더욱 향상될 것으로 예상돼 향후 수익성이 높아질 전망이다.

[도표 67] 철광석 가격 추이



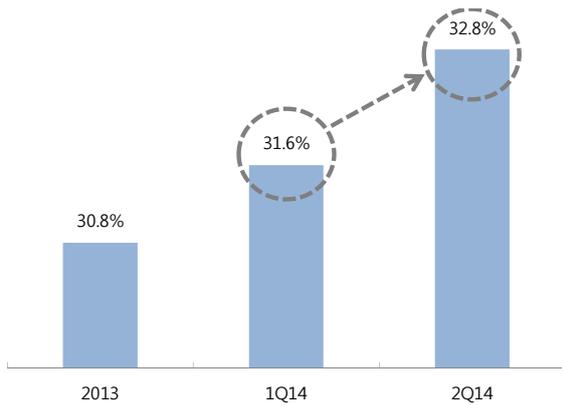
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 68] 열연 가격의 회복과 Roll-margin 확대 전망



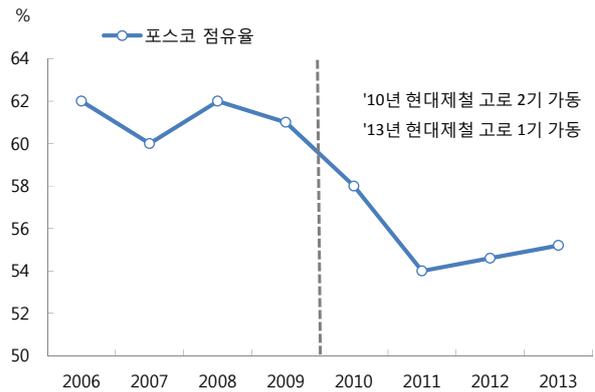
자료: 포스코, 교보증권 리서치센터

[도표 69] POSCO 고부가가치 판매 비중



자료: 포스코, 교보증권 리서치센터

[도표 70] 포스코 점유율 추이



자료: 포스코, 교보증권 리서치센터

[도표 71] 포스코 사업별 구조조정

회사	부문	내용
포스코 에너지	동양파워	인수
포스코 특수강	포스코 특수강	매각 검토
포스코	파이넥스 1 공장	매각 추진
포스코	광양 LNG 터미널 지분	매각 추진
포스코엠텍	도시광산 사업	매각 추진
포스화인	슬래그 분말사업	매각 추진
포스코우루과이	조림산업	매각 추진
포스코 등	USP(강관 합작사)	매각 추진

자료: 포스코, 교보증권 리서치센터

실적전망

'14년 매출액 연결기준, 64.7조원 (YoY +4.6%), 영업이익 3.4조원(YoY+4.6) 전망

'14년 매출액은 연결기준, 64.7조원 (YoY +4.6%), 영업이익은 3.4조원(YoY+4.6)을 전망한다. 철강 부문 매출액 31.1조원(YoY -2.1%)으로 소폭 하락 불구하고 원재료 가격 하락으로 영업이익 개선이 예상된다. 무역부문 22.6조원(YoY +23.3%)으로 실적을 견인 할 전망이다.

[도표 72] 포스코 개별 기준(분기) (단위: 십억원)

	1Q14	2Q14F	3Q14F	4Q14F
매출액	7,363.9	7,419.8	7,341.6	7,505.6
증감률(%)	-4.2	-4.1	-0.9	-2.6
영업이익	517.7	565.0	614.9	701.7
증감률(%)	-10.9	-19.7	38.9	43.9
영업이익률(%)	7.0	7.6	8.4	9.3

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 73] 포스코 연결 기준(연간) (단위: 십억원)

	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	61,864.6	64,695.0	67,223.0	70,322.8
증감률(%)	-2.7	4.6	3.9	4.6
철강부문	31,794.6	31,141.8	31,881.7	33,136.9
무역부문	18,307.9	22,584.7	24,125.6	25,082.1
건설부문	6,896.8	7,039.9	7,152.6	7,692.5
기타	4,865.3	3,928.6	4,063.2	4,411.3
영업이익	2,996.1	3,440.7	3,900.7	4,229.0
증감률(%)	-18.0	14.8	13.4	8.4
영업이익률(%)	4.8	5.3	5.8	6.0

자료: 교보증권 리서치센터

[POSCO 005490]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	63,604	61,865	64,695	67,223	70,323
매출원가	56,143	55,005	57,391	59,459	62,231
매출총이익	7,461	6,860	7,304	7,764	8,092
매출총이익률 (%)	11.7	11.1	11.3	11.5	11.5
판매비와관리비	3,808	3,864	3,864	3,863	3,863
영업이익	3,653	2,996	3,441	3,900	4,229
영업이익률 (%)	5.7	4.8	5.3	5.8	6.0
EBITDA	6,217	5,682	5,993	6,297	6,466
EBITDA Margin (%)	9.8	9.2	9.3	9.4	9.2
영업외손익	-285	-1,050	-935	-1,027	-1,102
관계기업손익	-23	-180	180	180	180
금융수익	2,897	2,381	1,794	1,760	1,743
금융비용	-2,798	-2,829	-2,518	-2,576	-2,635
기타	-361	-422	-391	-391	-391
법인세비용차감전순손익	3,368	1,946	2,506	2,874	3,127
법인세비용	983	591	559	641	697
계속사업순손익	2,386	1,355	1,947	2,233	2,429
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,386	1,355	1,947	2,233	2,429
당기순이익률 (%)	3.8	2.2	3.0	3.3	3.5
비지배지분순이익	-76	-21	-30	-35	-38
지배지분순이익	2,462	1,376	1,978	2,268	2,467
지배순이익률 (%)	3.9	2.2	3.1	3.4	3.5
매도가능금융자산평가	-81	412	412	412	412
기타포괄이익	-556	-398	-398	-398	-398
포괄순이익	1,748	1,369	1,962	2,247	2,444
비지배지분포괄이익	-164	-75	-107	-123	-133
지배지분포괄이익	1,912	1,444	2,069	2,370	2,577

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동 현금흐름	7,319	4,858	4,597	4,773	4,639
당기순이익	2,386	1,355	1,947	2,233	2,429
비현금항목의 가감	4,169	4,813	4,719	4,737	4,710
감가상각비	2,406	2,506	2,380	2,231	2,078
외환손익	0	0	-70	-70	-70
지분법평가손익	23	180	-180	-180	-180
기타	1,741	2,127	2,589	2,756	2,881
자산부채의 증감	1,933	-116	-860	-782	-929
기타현금흐름	-1,169	-1,193	-1,209	-1,415	-1,571
투자활동 현금흐름	-6,169	-8,752	-6,367	-7,634	-6,580
투자자산	-81	-1,027	-1,027	-1,027	-1,027
유형자산	-7,055	-6,570	-4,500	-3,800	-2,400
기타	967	-1,155	-840	-2,806	-3,153
재무활동 현금흐름	-908	3,532	823	1,825	1,825
단기차입금	-1,412	86	86	86	86
사채	1,123	2,253	2,253	2,253	2,253
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-752	-649	-633	-638	-638
기타	134	1,842	-883	124	124
현금의 증감	82	-472	-2,418	-1,069	-542
기초 현금	4,599	4,681	4,209	1,791	722
기말 현금	4,681	4,209	1,791	722	179
NOPLAT	2,587	2,086	2,673	3,031	3,286
FCF	30	-1,914	-134	845	2,195

자료: POSCO, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
유동자산	31,566	31,666	31,807	34,117	38,540
현금및현금성자산	4,681	4,209	1,791	722	179
매출채권 및 기타채권	12,719	13,049	13,419	13,743	14,165
재고자산	10,585	9,798	10,247	10,647	11,138
기타유동자산	3,582	4,611	6,350	9,005	13,058
비유동자산	47,700	52,789	55,931	58,529	59,887
유형자산	32,276	35,760	37,880	39,449	39,771
관계기업투자금	3,039	3,809	4,976	6,143	7,310
기타금융자산	4,504	5,110	5,150	5,190	5,230
기타비유동자산	7,880	8,111	7,925	7,747	7,576
자산총계	79,266	84,455	87,737	92,645	98,427
유동부채	19,775	20,241	19,567	19,905	20,313
매입채무 및 기타채무	6,899	7,437	7,631	7,804	8,016
차입금	7,711	7,357	7,443	7,530	7,616
유동성채무	2,799	3,357	2,346	2,346	2,346
기타유동부채	2,366	2,090	2,147	2,226	2,335
비유동부채	17,061	18,392	20,883	23,677	27,058
차입금	5,119	6,975	6,975	6,975	6,975
사채	9,293	8,558	10,811	13,064	15,316
기타비유동부채	2,649	2,859	3,097	3,638	4,767
부채총계	36,836	38,633	40,450	43,582	47,371
자배지분	39,454	42,046	43,391	45,020	46,849
자본금	482	482	482	482	482
자본잉여금	1,105	1,078	1,078	1,078	1,078
이익잉여금	40,346	41,091	42,435	44,065	45,894
기타자본변동	-2,410	-601	-601	-601	-601
비지배지분	2,975	3,776	3,897	4,043	4,207
자본총계	42,429	45,822	47,287	49,063	51,057
총차입금	25,072	26,546	28,169	31,095	34,599

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
EPS	28,239	15,787	22,684	26,012	28,301
PER	12.4	20.7	14.7	12.8	11.7
BPS	452,524	482,252	497,674	516,365	537,345
PBR	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
EBITDAPS	71,305	65,167	68,739	72,228	74,166
EV/EBITDA	8.3	9.0	9.0	8.8	8.6
SPS	729,516	709,564	742,027	771,023	806,576
PSR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
CFPS	341	-21,955	-1,533	9,698	25,171
DPS	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
성장성					
매출액 증가율	-7.7	-2.7	4.6	3.9	4.6
영업이익 증가율	-33.2	-18.0	14.8	13.4	8.4
순이익 증가율	-35.8	-43.2	43.7	14.7	8.8
수익성					
ROIC	4.9	3.8	4.6	5.0	5.3
ROA	3.1	1.7	2.3	2.5	2.6
ROE	6.3	3.4	4.6	5.1	5.4
안정성					
부채비율	86.8	84.3	85.5	88.8	92.8
순차입금비율	31.6	31.4	32.1	33.6	35.2
이자보상배율	4.2	4.6	5.0	5.2	5.2

현대제철 004020

Aug 20, 2014

STORY는 살아 있다

Buy 신규
TP 95,000 원 신규

Company Data	
현재가(08/19)	78,500 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	89,900 원
52 주 최저가(보통주)	64,700 원
KOSPI (08/19)	2,071.14p
KOSDAQ (08/19)	562.66p
자본금	5,827 억원
시가총액	90,326 억원
발행주식수(보통주)	11,655 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	44.4 만주
평균거래대금(60 일)	343 억원
외국인지분(보통주)	18.12%
주요주주	
기아자동차 외 8인	41.83%
국민연금공단	7.01%

Price & Relative Performance



주가수익률	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.3%	-1.4%	4.8%
상대주가	5.6%	-7.5%	-3.0%



철강/비철금속 연구원 남광훈

3771-9015, aniyes@iprovest.com

목표주가 95,000원으로 커버리지 개시

현대제철(004020)에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 95,000원을 제시하며 분석을 개시. 목표주가는 '14년 예상 BPS 118,264원에 '11~ '13년 평균 PBR 0.81x를 적용한 수치로 산출. 최근 3년 평균 PBR 적용은 업종 턴어라운드 시점에서 최소 받아야 할 multiple이라 판단. 투자의견 Buy 제시.

Captive market을 이용한 성장 Story 유효

1) '14년 원재료 가격 하락에 따른 Margin개선 가능할 전망. 철광석·철스크랩 '10년 이후 최저 가격. 2) 냉연부문 합병 시너지· 특수강 투자('16년 가동) 통해 현대제철 성장 story 이어갈 것. 3) 냉연부문 인수합병과 Captive항 물량으로 아연도금강판 국내 시장점유율 43.6%. 전방수요 회복 속도 따라 판가인하 압력 제한적일 것으로 예상. P(Price)의 감소보다 Q(Quantity)의 증가 주목. 4) 전기로 철강재 부문 건설向 수요 비중 높아 건설경기에 따라 실적 좌우. 최근 건설경기 회복 전망 따른 가수요로 인해 가격 인상 진행. 정부정책에 따른 건설 수요 개선 전망에 따라 현대제철 전기로 부문 실적 개선세 이어질 것으로 예상.

'14 매출액 16.9조(YoY +24.8%), 영업이익 1.3조(YoY+72.5)전망

'14 매출액 연결기준, 16조 8,875억(YoY +24.8%), 영업이익 1조 3,152억(YoY+72.5) 전망. 현대하이스코 냉연 부분 합병인수로 매출액 및 영업이익 큰 폭 개선될 것. 영업이익률 올해 7.8%, 내년 8%대를 회복할 것으로 판단.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2012.12	2013.12	2014.12E	2015.12E	2016.12E
매출액(십억원)	14,893	13,533	16,888	17,021	17,243
YoY(%)	-2.4	-9.1	24.8	0.8	1.3
영업이익(십억원)	889	763	1,315	1,401	1,424
OP 마진(%)	6.0	5.6	7.8	8.2	8.3
순이익(십억원)	803	709	1,011	1,103	1,148
EPS(원)	9,335	8,102	8,461	9,232	9,608
YoY(%)	6.6	-13.2	4.4	9.1	4.1
PER(배)	9.4	10.7	9.2	8.4	8.1
PCR(배)	4.3	4.7	4.5	4.4	4.5
PBR(배)	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	10.5	13.3	11.1	10.8	10.7
ROE(%)	8.4	6.0	7.3	7.6	7.5

Valuation

투자의견 Buy, 목표주가 95,000원 제시

현대제철(004020)에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 95,000원을 제시하며 분석을 개시한다. 목표주가는 '14년 예상 BPS 118,264원에 '11~'13년 평균 PBR 0.81x를 적용한 수치로 산출하였다. 최근 3년 평균 PBR 적용은 업종 턴어라운드 시점에서 최소 받아야 할 multiple이라 판단한다. 투자의견 Buy 제시한다.

[도표 74] 현대제철 목표가 95,000 제시

	'11	'12	'13	'14F	'15F	'16F
BPS	106,885	115,232	113,168	118,264	124,424	130,962
PBR	0.90	0.76	0.76			
Target PBR				0.81	0.81	0.81
목표가				95,394	100,364	105,637

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 75] Valuation 부담 없어 매력적



자료: 교보증권 리서치센터

투자포인트

원재료 가격 하락에 따른 Margin 개선

‘14년 원재료 가격 하락에 따른 Margin개선 가능할 전망이다. 현대제철의 원재료비 중 약 30%를 차지하는 철광석 가격은 생산능력 확대에 따른 공급량 증가로 현재 90\$/t 대까지 하락하였다. 약 60%를 차지하는 철스크랩 가격 또한 30만원대까지 하락한 상황이다. 이는 ‘10년 이후 최저 가격으로 원재료 가격 하락분이 철강 가격 하락분을 초과하며 Roll-margin 개선이 가능할 것으로 판단된다. 특히 3분기는 비수기임에도 불구하고 원재료 하락분이 반영되며 실적 개선세를 이어갈 것으로 예상된다.

수직 계열화 완성으로 성장 Story이어갈 것

‘14년 현대제철은 현대하이스코 냉연부분을 인수합병함으로써 수직계열화의 마지막 퍼즐을 완성했다. ‘10년 고로 1기 가동부터 냉연부분 인수합병까지 시장의 주목을 받아왔던 현대제철이기에 향후 성장성에 대해서는 많은 의구심을 가지고 있는 것이 사실이다. 하지만 우려와는 달리 현대제철의 성장 story는 이어갈 것으로 판단한다. 내재성장으로는 냉연부분 합병 시너지로 상반기 685억원의 효과를 거두었으며, 향후 3년간 5,085억원의 시너지를 달성할 예정이다. 외형성장으로는 특수강 투자(‘16년 가동)를 통해 그룹사 물량을 더욱 늘릴 계획이다.

현대기아차의 성장에 주목

현대제철의 냉연 부문은 전량 현대·기아차향에 투입되고 있다. 물량은 연간 480만톤(국내 340만톤·해외 140만톤)으로 현대·기아차내 비중은 70%를 차지한다. 냉연부분 인수합병과 Captive향 물량으로 인해 아연도금강판 국내 시장점유율은 상반기 43.6%(YoY+18.1%p.)에 이른다. 신차효과로 인해 상반기 현대·기아차 생산은 전년 대비 7.2%의 증가를 보이면서 현대제철의 실적 개선 또한 가시화되고 있다. 반면 시장에서 우려하는 판가인하 부분은 과도하다고 판단한다. 판가인하 압력은 전방수요 전 부분에서 이루어지고 있기 때문에 현대제철에 특정 지우기는 어렵다는 것이다. 전방수요 회복 속도에 따라 판가인하 압력은 제한적일 것으로 예상됨으로 P(Price)의 감소보다 Q(Quantity)의 증가에 주목해야 할 것이다.

국내 건설 회복 속도에 따라 실적 개선세 이어질 것

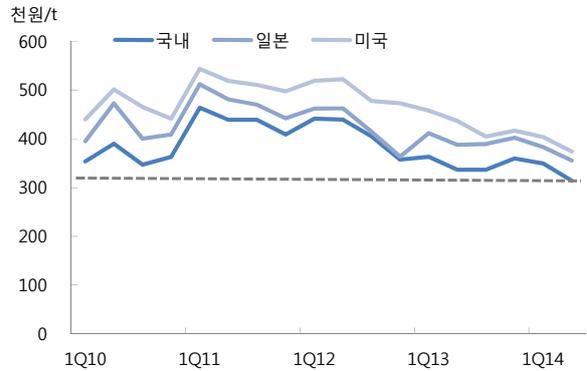
전기로 철강재 부문은 건설향 수요 비중이 높아 건설경기에 따라 실적이 좌우된다. 과거 매출 비중은 65%를 차지하였으나, 고로 가동 이후 현재 35%를 차지하고 있다. 전기로 선두 업체로서 H형강과 철근의 시장 점유율은 각각 65.7%, 31.5%(‘13년 기준)를 나타낸다. 건설경기 둔화와 저가 중국산 H형강 및 철근 수입으로 판가인하 압력은 지속되었지만, 최근 하반기 건설경기 회복 전망에 따른 가수요로 인해 가격 인상이 진행되고 있는 상태이다. 또한 정부의 건설 규제 철폐에 무게감이 실리면서 건설 수요가 전반적으로 개선될 것으로 전망됨에 따라 현대제철의 전기로 부문의 실적 개선세는 이어질 것으로 예상된다.

[도표 76] 철광석 가격 추이



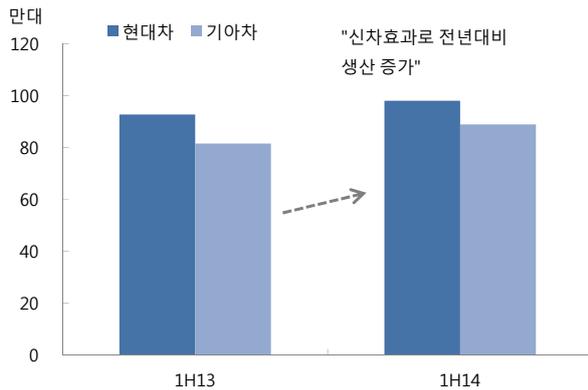
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 77] 철스크랩 가격 추이



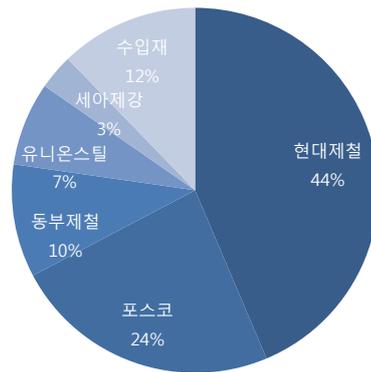
자료: 철강금속신문, 교보증권 리서치센터

[도표 78] 현대·기아차 국내 생산 전년 대비 증가 전망



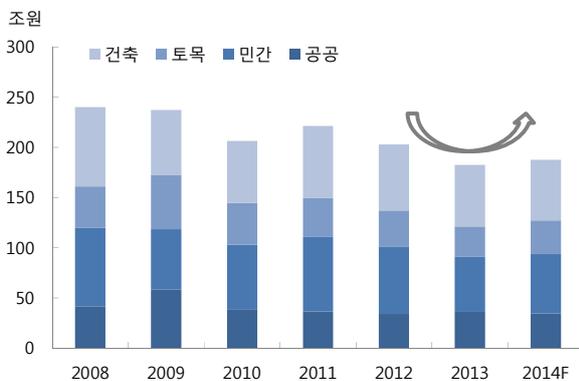
자료: 한국자동차협회, 교보증권 리서치센터

[도표 79] 상반기 GI 시장 점유율



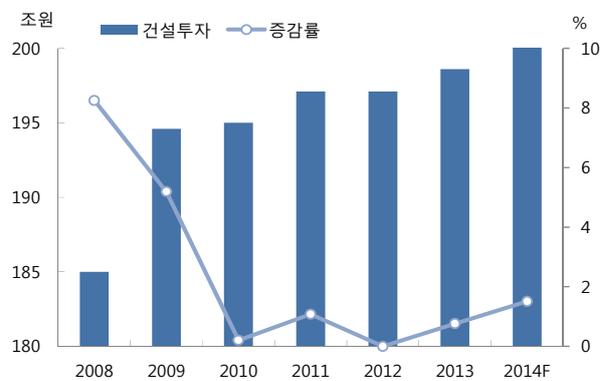
자료: 철강금속신문, 교보증권 리서치센터

[도표 80] '14년 건설 수주액은 소폭 증가 예상



자료: 대한건설협회, 교보증권 리서치센터

[도표 81] 건설투자 증감을 회복 미미한 수준 성장



자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

실적전망

‘14 매출액 연결기준, 16조 8,875억(YoY +24.8%), 영업이익 1조 3,152억(YoY+72.5) 전망

‘14 매출액은 연결기준, 16조 8,875억(YoY +24.8%), 영업이익은 1조 3,152억(YoY+72.5)을 전망한다. 현대하이스코의 냉연 부분 합병인수로 매출액 및 영업이익이 큰 폭으로 개선될 것으로 예상된다. 영업이익률은 올해 7.8%, 내년에는 8%대를 회복할 것으로 판단된다.

[도표 82] 현대제철 개별 기준(분기) (단위: 십억원)

	1Q14	2Q14F	3Q14F	4Q14F
매출액	3,936.0	4,174.5	3,874.3	4,168.2
증감률(%)	41.6	26.5	27.4	12.9
영업이익	233.3	358.9	311.0	372.3
증감률(%)	91.9	97.7	98.5	44.9
영업이익률(%)	5.9	8.6	8.0	8.9

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 83] 현대제철 연결 기준(연간) (단위: 십억원)

	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	13,532.8	16,887.5	17,021.5	17,243.1
증감률(%)	-9.1	24.8	0.8	1.3
현대제철	12,814.3	16,153.0	16,245.9	16,470.8
현대 BNG	696.7	715.6	753.9	747.1
청도현대기계	67.5	74.1	77.6	81.2
(기타연결조정)	-45.8	-55.2	-55.9	-56.0
영업이익	762.6	1,315.2	1,401.9	1,423.7
증감률(%)	-14.2	72.5	6.6	1.5
영업이익률(%)	5.6	7.8	8.2	8.3

자료: 교보증권 리서치센터

[현대제철 004020]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	14,893	13,533	16,888	17,021	17,243
매출원가	13,430	12,184	14,782	14,825	15,014
매출총이익	1,463	1,349	2,106	2,196	2,229
매출총이익률 (%)	9.8	10.0	12.5	12.9	12.9
판매비와관리비	574	586	791	795	805
영업이익	889	763	1,315	1,401	1,424
영업이익률 (%)	6.0	5.6	7.8	8.2	8.3
EBITDA	1,629	1,477	1,988	2,040	2,024
EBITDA Margin (%)	10.9	10.9	11.8	12.0	11.7
영업외손익	52	20	-19	13	48
관계기업손익	13	7	0	0	0
금융수익	448	299	89	122	156
금융비용	-406	-313	-124	-124	-124
기타	-3	26	16	16	16
법인세비용차감전순이익	941	782	1,296	1,414	1,472
법인세비용	138	73	285	311	324
계속사업순이익	803	709	1,011	1,103	1,148
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	803	709	1,011	1,103	1,148
당기순이익률 (%)	5.4	5.2	6.0	6.5	6.7
비지배지분순이익	7	17	25	27	28
지배지분순이익	796	692	986	1,076	1,120
지배순이익률 (%)	5.3	5.1	5.8	6.3	6.5
매도가능금융자산평가	-20	-18	-18	-18	-18
기타포괄이익	-24	8	8	8	8
포괄순이익	760	699	1,001	1,093	1,138
비지배지분포괄이익	5	18	25	28	29
지배지분포괄이익	754	681	975	1,065	1,109

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동 현금흐름	1,809	644	812	1,619	1,598
당기순이익	803	709	1,011	1,103	1,148
비현금항목의 가감	946	885	966	926	865
감가상각비	727	692	652	619	581
외환손익	-260	-104	-36	-36	-36
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	479	297	350	343	320
자산부채의 증감	581	-460	-828	-80	-107
기타현금흐름	-521	-491	-337	-331	-309
투자활동 현금흐름	-2,276	-1,947	-484	-470	-267
투자자산	-22	175	175	175	175
유형자산	-2,503	-2,674	-1,224	-1,206	-1,000
기타	250	552	565	561	558
재무활동 현금흐름	364	1,144	1,454	842	742
단기차입금	-859	340	300	300	300
사채	1,041	1,270	1,000	500	500
장기차입금	1,506	1,327	300	200	100
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-42	-42	-58	-58	-58
기타	-1,282	-1,751	-88	-100	-100
현금의 증감	-103	-159	796	1,014	1,100
기초 현금	1,028	925	765	1,561	2,575
기말 현금	925	765	1,561	2,575	3,675
NOPLAT	759	691	1,026	1,093	1,111
FCF	-424	-1,728	-354	447	604

자료: 현대제철, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
유동자산	5,801	6,363	8,440	9,477	10,642
현금및현금성자산	925	765	1,561	2,575	3,675
매출채권 및 기타채권	2,175	2,169	2,681	2,693	2,724
재고자산	2,453	3,200	3,993	4,024	4,077
기타유동자산	248	230	205	184	166
비유동자산	17,665	23,157	23,533	23,925	24,150
유형자산	15,227	19,605	20,177	20,764	21,183
관계기업투자금	114	113	113	113	113
기타금융자산	1,934	1,857	1,682	1,507	1,332
기타비유동자산	391	1,583	1,562	1,541	1,522
자산총계	23,466	29,520	31,973	33,402	34,792
유동부채	6,361	6,496	7,069	7,084	7,110
매입채무 및 기타채무	2,203	2,334	2,693	2,505	2,323
차입금	2,287	2,712	3,012	3,312	3,612
유동성채무	1,749	1,288	1,200	1,100	1,000
기타유동부채	121	162	164	168	175
비유동부채	7,118	9,659	10,938	11,624	12,216
차입금	3,340	4,312	4,612	4,812	4,912
사채	3,210	4,675	5,675	6,175	6,675
기타비유동부채	568	672	650	637	629
부채총계	13,478	16,156	18,007	18,708	19,326
지배지분	9,831	13,190	13,784	14,502	15,264
자본금	427	583	583	583	583
자본잉여금	311	2,870	2,870	2,870	2,870
이익잉여금	7,871	8,521	9,449	10,467	11,529
기타자본변동	-17	-13	-13	-13	-13
비지배지분	157	175	183	192	203
자본총계	9,988	13,365	13,966	14,694	15,466
총차입금	10,603	12,999	14,507	15,404	16,203

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
EPS	9,335	8,102	8,461	9,232	9,608
PER	9.4	10.7	9.2	8.4	8.1
BPS	115,232	113,168	118,264	124,424	130,962
PBR	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6
EBITDAPS	19,098	17,296	17,057	17,503	17,369
EV/EBITDA	10.5	13.3	11.1	10.8	10.7
SPS	174,571	158,463	144,895	146,045	147,946
PSR	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
CFPS	-4,965	-20,235	-3,033	3,833	5,186
DPS	500	500	500	500	500

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
성장성					
매출액 증가율	-2.4	-9.1	24.8	0.8	1.3
영업이익 증가율	-30.2	-14.2	72.5	6.5	1.6
순이익 증가율	7.5	-11.7	42.5	9.1	4.1
수익성					
ROIC	4.5	3.3	4.2	4.2	4.2
ROA	3.5	2.6	3.2	3.3	3.3
ROE	8.4	6.0	7.3	7.6	7.5
안정성					
부채비율	134.9	120.9	128.9	127.3	125.0
순차입금비율	45.2	44.0	45.4	46.1	46.6
이자보상배율	2.5	3.0	11.0	11.7	11.9

현대하이스코 010520

Aug 20, 2014

성장성에 HIGH SCORE !

Buy 신규
TP 103,000 원 신규

Company Data

현재가(08/19)	93,500 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	93,500 원
52 주 최저가(보통주)	38,850 원
KOSPI (08/19)	2,071.14p
KOSDAQ (08/19)	562.66p
자본금	1,140 억원
시가총액	19,432 억원
발행주식수(보통주)	2,281 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	14.5 만주
평균거래대금(60 일)	124 억원
외국인지분(보통주)	15.14%
주요주주	
현대자동차 외 5인	55.16%
JFE STEEL Corporation	7.99%

Price & Relative Performance



주가수익률	1개월	6개월	12개월
절대주가	27.6%	97.3%	122.8%
상대주가	24.4%	85.0%	106.3%



철강/비철금속 연구원 남광훈

3771-9015, aniyes@iprovest.com

목표주가 103,000원으로 커버리지 개시

현대하이스코(010520)에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 103,000원을 제시하며 분석 개시. 목표주가는 '14년 예상 EPS 9,550원에 '11~'13년 평균 PER 13.52x를 적용, 일회성 비용 565억원을 감안(20% discount)한 수치로 산출. '11~'13년 평균 PER적용은 현대·기아차 국내 생산에서 받았던 Premium을 반영. 투자의견 Buy 제시.

SSC(Steel Service Center)부문 수익성에 차량경량화 성장성 확보

1) 해외 SSC(Steel Service Center)부문은 Captive Market을 통한 안정적인 Margin과 현대·기아차의 해외 시장 성장으로 수익성 확보, 2) 차량경량화 부문 '핫스탬핑' 투자 통해 장기 성장 동력 마련, 3) 美, 한국산 OCTG(유정관 강관) 관세 부과 불구 미국 에너지용 강재 수요가 지속 증가 전망됨에 따라 강관 부문 실적 타격은 단기에 그칠 것으로 예상.

'14년 매출액 4조 2,174억원, 영업이익은 3,209억원 전망

'14년 매출액 4조 2,174억원(YoY +4.2%), 영업이익은 3,209억원(YoY +99.2%) 전망. 전년 미실현 이익 565억원 반영된 수치. 현대·기아차 해외 증설 및 가동률이 높은 수준을 유지하면서 실적 개선세 이어질 것으로 판단. 해외SSC부문 수익 2조 8,261억원(YoY +5.4%)으로 확대. 지난 7월 한국산 유정관 반덤핑 관세부과에 따라 강관부문은 1조 2,757억원(YoY +1.0%)으로 전년대비 소폭 증가할 것으로 판단.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2012.12	2013.12	2014.12E	2015.12E	2016.12E
매출액(십억원)	4,215	4,046	4,217	4,474	4,752
YoY(%)	-48.4	-4.0	4.2	6.1	6.2
영업이익(십억원)	101	161	321	268	285
OP 마진(%)	2.4	4.0	7.6	6.0	6.0
순이익(십억원)	261	1,609	218	197	206
EPS(원)	3,259	20,099	9,550	8,636	9,016
YoY(%)	-11.9	516.6	-52.5	-9.6	4.4
PER(배)	13.9	2.1	8.9	9.9	9.4
PCR(배)	6.2	1.6	4.7	5.3	4.9
PBR(배)	2.0	1.4	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA(배)	15.1	11.4	6.4	7.1	6.4
ROE(%)	15.0	126.1	27.1	19.6	17.1

Valuation

투자의견 Buy, 목표주가 103,000원 제시

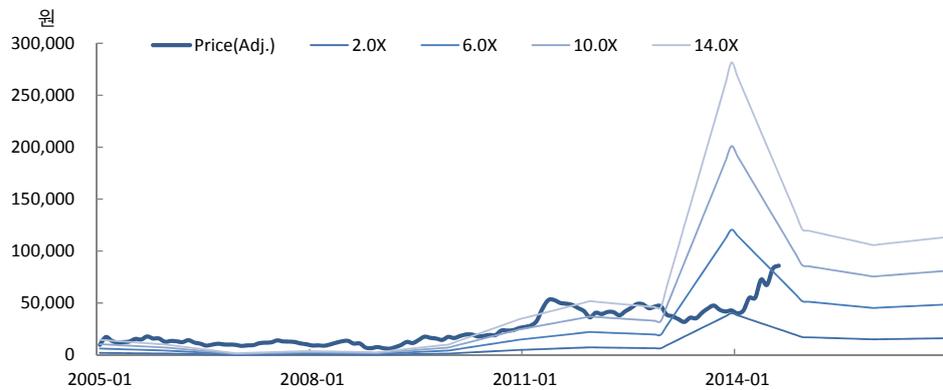
현대하이스코(010520)에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 103,000원을 제시하며 분석을 개시한다. 목표주가는 '14년 예상 EPS 9,550원에 '11~'13년 평균 PER 13.52x를 적용하여 일회성 비용 565억원을 감안(20% discount)한 수치로 산출하였다. '11~'13년 평균 PER적용은 현대·기아차 국내 생산에서 받았던 Premium을 반영하였다. 투자의견 Buy를 제시한다.

[도표 84] 현대하이스코 목표주가 103,000 원 제시

14 예상 EPS	9,550 원
'11~'13 평균 PER	13.52x
	10.81x ← 일회성 비용 인식에 따른 20% discount 적용
	103,293 원

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 85] 최근 급등에도 Valuation 매력 높아



자료: 교보증권 리서치센터

투자 포인트

해외SSC(Steel Service Center)의 성장으로 수익성 확보

해외 SSC부문은 자동차용 냉연 강관을 현대·기아차(이하 현기차)에 단순 가공 납품하는 사업 모델로 구성되어 있다. 사업모델이 단순함에도 불구하고 수익성을 담보하는 이유는 1) Captive Market을 통한 안정적인 Margin과 2) 현기차의 해외 시장 성장성 때문이다. 해외 SSC사업부문의 Margin은 평균 5~6%로 적정 수준을 유지하고 있다. 평가인하 요구는 그대로 원재료업체에 반영됨에 따라 가격 변동성이 낮다. 톤당 margin(P)은 정해져 있지만 현기차의 해외 생산이 늘어날수록 물량(Q)은 더욱 확대될 것이다. '13년 기준 현기차의 해외 생산 가동률은 106.6%(중국제외)에 이른다. 현재 생산차질이 불가피함에 따라 중국, 멕시코, 브라질에서는 추가적인 증설을 추진하고 있으며, 계획대로 Full가동 시 현기차의 생산은 500만대를 넘을 것으로 예상된다. 이에 따른 해외 SSC부문의 매출은 3.3조 이상을 달성할 것으로 추정되며, 현기차의 해외성장과 함께 실적 개선은 이어질 것으로 판단된다.

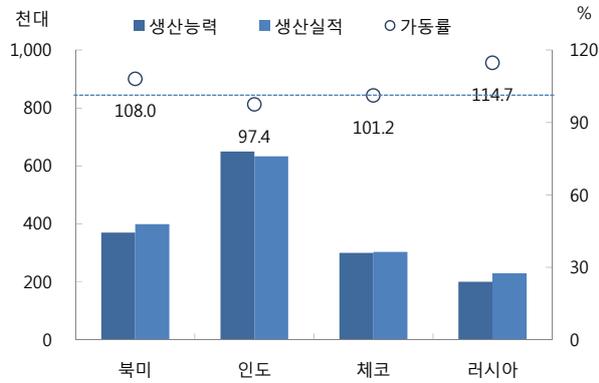
차량경량화로 장기 성장성 확보

안정적인 SSC부문을 바탕으로, 신(新)성장 동력인 차량경량화 사업에 집중 하고 있다. 현재 '13년기준 1,000억 수준으로 매출 비중은 작지만, '20년까지 2.2조원의 매출을 목표함으로써 매출의 한 축을 담당할 것이다. 설비로는 TWB 12기, 하이드로포밍 6기, 핫스탬핑 4기를 보유 중이며, 가동률은 '13년 기준 73%를 웃도는 수준이다. 그 중에서 현대하이스코가 주목하는 것은 핫스탬핑이다. 이는 전기제어 기술을 활용해 고온에서 가열 후, 성형과 동시에 급냉각하는 방법으로 기존 소재에 비해 2~3배 가량의 강도향상 효과와 20~30% 가량의 경량화 효과를 얻을 수 있는 첨단 공법이다. 핫스탬핑은 철강재가 사용되는 용법으로 알루미늄과 플라스틱에 비해 보다 현실적인 대안으로 평가 받고 있으며, 적용 분야가 확대되면서 사용 비율이 늘어날 것으로 판단된다. 현대하이스코는 '14년 말까지 현재 60% 수준인 핫스탬프의 가동률을 90%까지 올릴 예정이며, '15년 말까지 추가 4기를 신설하여 수요에 대응할 예정이다.

OCTG반덤핑 관세 우려 점차 완화될 것

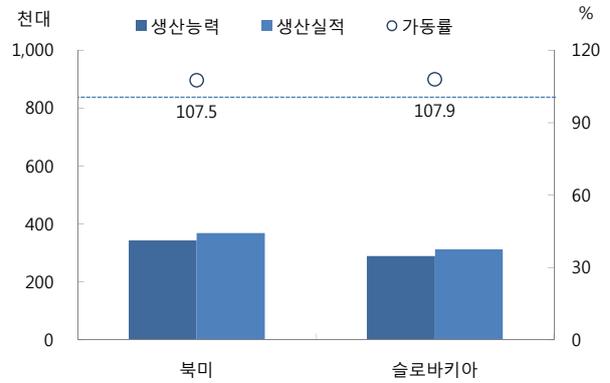
현대하이스코의 강관 사업부문은 '13년 기준 30% 웃도는 수준이다. 수출은 40%내외로 전량 미국으로 수출되고 있다. 美 세일가스 붐과 함께 성장한 강관 부문은 美상무부의 한국산 유정관 강관 반덤핑으로 9.89~15.75%의 관세를 부과 받았다. 특히 현대하이스코는 15.75%로 다른 9개 업체에 비해 가장 높은 관세를 부과 받았다. 관세부과로 국내 강관업체의 실적 타격은 불가피하겠지만, 이는 단기적이라고 판단한다. 당장 한국산 유정관 수요는 하락하겠지만, 관세 부과 금액만큼 가격인상을 반영해도 미국산 강관에 비해 \$200 수준 낮기 때문이다. 또한 미국의 세일가스 에너지용 강관의 수요는 지속될 것으로 판단하기 때문에 OCTG반덤핑 관세 우려는 점차 완화될 것으로 예상된다.

[도표 86] '13년 기준 현대차 해외 생산 생산 및 가동률



자료: 현대차, 교보증권 리서치센터

[도표 87] '13년 기준 기아차 해외 생산 생산 및 가동률



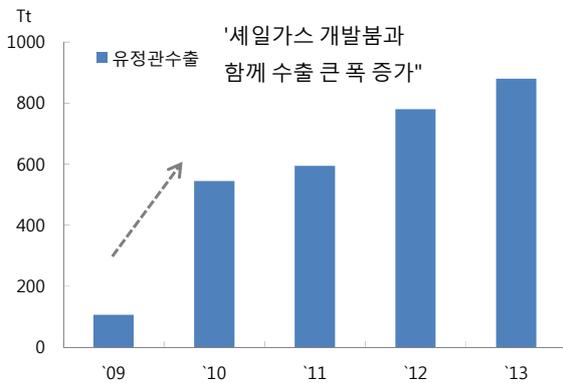
자료: 기아차, 교보증권 리서치센터

[도표 88] 현대하이스코의 차량경량화 기술

공법	특징
TWB	'Tailor Welded Blanks'의 약자로 서로 다른 재질 및 두께의 판재를 자동차 요구형태로 재단(Blank)하여 레이저 용접(Weld)하는 공법
하이드로포밍	복잡한 형상의 자동차 부품을 만들 때, 여러 형태의 프레스로 따로 가공해 용접하지 않고 강판을 튜브 형태로 만들어 바깥에 프레스를 대고 튜브 안으로 물과 같은 액체를 강한 압력으로 밀어 넣어 가공하는 공법
핫스탬핑	절단(블랭킹)된 소재를 고온 (900~950°C) 가열하여 고온 상태에서 프레스로 성형 후 금형 내에서 급냉 시켜 원하는 고강도의 부품을 제작하는 공법

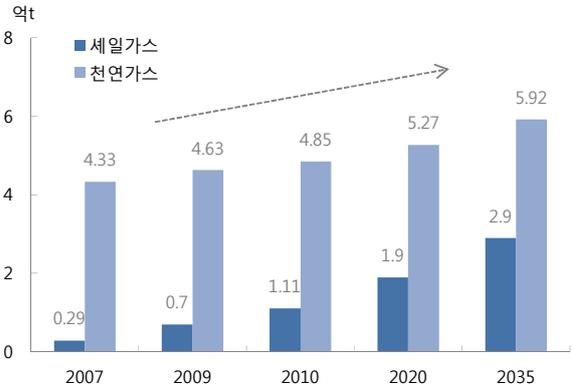
자료: 현대하이스코, 교보증권 리서치센터

[도표 89] 국내 유정관 수출 추이



자료: 한국철강협회, 교보증권 리서치센터

[도표 90] 에너지용 철강재 수요는 지속 증가 전망



자료: EIA, 교보증권 리서치센터

실적 전망

‘14년 매출액은 4조 2,174억원(YoY +4.2%), 영업이익은 3,209억원(YoY +99.2%)으로 전망

‘14년 매출액은 4조 2,174억원(YoY +4.2%), 영업이익은 3,209억원(YoY +99.2%)으로 전망한다. 전년 미실현 이익 565억원이 영업이익에 반영된 수치이다. 상반기 현기차의 글로벌 공장 생산이 100% 이상 가동되고, 기아차 중국 3공장이 본격 가동됨에 따라 생산량은 더욱 늘어날 것으로 판단된다. 러시아와 브라질에서는 생산성 개선을 통한 증산으로 해외SSC부문의 수익은 2조 8,261억원(YoY +5.4%)으로 확대될 것이다. 지난 7월 한국산 유정관 반덤핑 관세부과에 따라 강관부문은 1조 2,757억원(YoY +1.0%)으로 전년대비 소폭 증가할 것으로 판단한다.

[도표 91] 현대하이스코 연결 기준(분기) (단위: 십억원)

	1Q14	2Q14F	3Q14F	4Q14F
매출액	1,067.3	1,063.1	1,036.6	1,050.4
증감률(%)	48	25	-	-
영업이익	97.3	93.3	64.0	66.4
증감률(%)	130.2	106.4	-	-
영업이익률(%)	9.1	8.8	6.2	6.3

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 92] 현대하이스코 연결 기준(연간) (단위: 십억원)

	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	4,046.1	4,217.4	4,474.3	4,751.5
증감률(%)	-4.0	4.2	5.5	6.3
강관	1,263.2	1,275.7	1,284.4	1,313.5
경량화	101.7	115.6	184.0	210.3
해외사업	2,681.2	2,826.1	3,005.9	3,227.8
영업이익	161.0	320.9	268.2	285.2
증감률(%)	59.1	99.2	-15.7	6.1
영업이익률(%)	4.0	7.6	6.0	6.0

자료: 교보증권 리서치센터

[현대하이스코 010520]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	4,215	4,046	4,217	4,474	4,752
매출원가	3,972	3,728	3,726	4,035	4,285
매출총이익	243	318	491	439	467
매출총이익률 (%)	5.8	7.9	11.7	9.8	9.8
판매비와관리비	142	157	171	171	182
영업이익	101	161	321	268	285
영업이익률 (%)	2.4	4.0	7.6	6.0	6.0
EBITDA	324	366	393	348	374
EBITDA Margin (%)	7.7	9.1	9.3	7.8	7.9
영업외손익	-17	-83	-18	-15	-21
관계기업손익	-2	-5	0	0	0
금융수익	35	26	27	25	25
금융비용	-53	-81	-61	-55	-59
기타	3	-23	15	14	13
법인세비용차감전순손익	85	78	303	253	264
법인세비용	25	24	85	56	58
계속사업순손익	60	54	218	197	206
중단사업순손익	201	1,555	0	0	0
당기순이익	261	1,609	218	197	206
당기순이익률 (%)	6.2	39.8	5.2	4.4	4.3
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
지배자분순이익	261	1,609	218	197	206
지배순이익률 (%)	6.2	39.8	5.2	4.4	4.3
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-22	-3	-3	-3	-3
포괄순이익	240	1,606	215	194	203
비지배자분포괄이익	0	0	0	0	0
지배자분포괄이익	240	1,606	215	194	203

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동 현금흐름	731	751	441	194	263
당기순이익	261	1,609	218	197	206
비현금항목의 가감	331	446	201	177	194
감가상각비	221	204	71	80	88
외환손익	1	0	1	0	6
지분법평가손익	2	5	0	0	0
기타	108	237	128	97	100
자산부채의 증감	270	88	151	-62	-58
기타현금흐름	-131	-1,391	-129	-119	-78
투자활동 현금흐름	-953	-884	-150	-154	-150
투자자산	-18	-34	0	0	0
유형자산	-886	-866	-140	-144	-140
기타	-48	16	-10	-10	-10
재무활동 현금흐름	280	247	90	98	48
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	299	532	112	100	50
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-20	-20	-20	-6	-6
기타	1	-265	-2	4	4
현금의 증감	52	-424	381	164	139
기초 현금	447	499	75	456	621
기말 현금	499	75	456	621	760
NOPLAT	72	111	231	209	222
FCF	-322	-462	314	84	113

자료: 현대하이스코, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
유동자산	2,714	1,470	1,662	1,915	2,142
현금및현금성자산	499	75	456	621	760
매출채권 및 기타채권	1,058	632	578	630	679
채고자산	1,128	689	602	639	679
기타유동자산	28	74	25	25	25
비유동자산	2,689	788	879	947	1,003
유형자산	2,487	417	506	570	622
관계기업투자금	9	4	9	13	18
기타금융자산	113	319	319	319	319
기타비유동자산	80	48	46	45	44
자산총계	5,403	2,258	2,541	2,862	3,145
유동부채	2,598	1,111	1,073	1,104	1,138
매입채무 및 기타채무	1,722	534	552	580	610
차입금	600	460	460	460	460
유동성채무	236	43	40	43	46
기타유동부채	41	74	21	21	22
비유동부채	951	445	553	651	701
차입금	366	423	535	635	685
사채	548	0	0	0	0
기타비유동부채	37	22	18	16	15
부채총계	3,549	1,556	1,626	1,756	1,838
지배지분	1,852	699	911	1,101	1,301
자본금	401	114	114	114	114
자본잉여금	272	240	240	240	240
이익잉여금	1,207	2,801	3,012	3,203	3,403
기타자본변동	-7	-2,427	-2,427	-2,427	-2,427
비지배지분	2	3	4	5	6
자본총계	1,854	702	915	1,106	1,307
총차입금	1,750	927	1,036	1,139	1,192

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

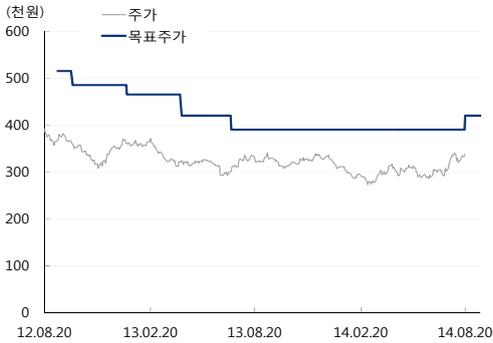
12 결산(십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
EPS	3,259	20,099	9,550	8,636	9,016
PER	13.9	2.1	8.9	9.9	9.4
BPS	23,090	30,646	39,922	48,284	57,026
PBR	2.0	1.4	2.1	1.8	1.5
EBITDAPS	4,038	4,578	17,222	15,272	16,388
EV/EBITDA	15.1	11.4	6.4	7.1	6.4
SPS	52,557	50,550	184,912	196,175	208,328
PSR	0.9	0.8	0.5	0.4	0.4
CFPS	-4,018	-5,772	13,785	3,678	4,943
DPS	250	300	300	300	300

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
성장성					
매출액 증가율	-48.4	-4.0	4.2	6.1	6.2
영업이익 증가율	-76.6	59.1	99.2	-16.5	6.4
순이익 증가율	-12.2	515.5	-86.5	-9.6	4.4
수익성					
ROIC	2.6	5.3	19.5	17.2	16.7
ROA	5.2	42.0	9.1	7.3	6.8
ROE	15.0	126.1	27.1	19.6	17.1
안정성					
부채비율	191.5	221.6	177.8	158.7	140.7
순차입금비율	32.4	41.0	40.8	39.8	37.9
이자보상배율	4.8	7.5	12.3	11.2	11.9

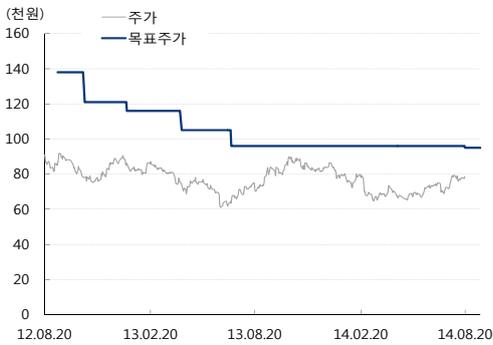
POSCO 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표가(원)	일자	투자의견	목표가(원)
2012.09.12	매수	515,000	2013.07.26	매수	390,000
2012.10.08	매수	485,000	2013.09.06	매수	390,000
2012.10.24	매수	485,000	2013.09.16	매수	390,000
2012.11.12	매수	485,000		담당자변경	
2012.12.07	매수	485,000	2014.08.20	매수	420,000
2013.01.10	매수	465,000			
2013.01.30	매수	465,000			
2013.04.15	매수	420,000			
2013.04.26	매수	420,000			
2013.06.17	매수	420,000			
2013.07.10	매수	390,000			

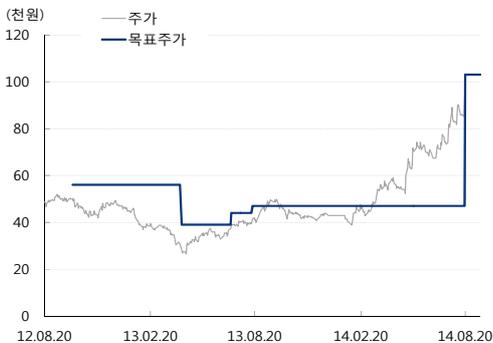
현대제철 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표가(원)	일자	투자의견	목표가(원)
2012.09.12	매수	138,000	2013.07.29	매수	96,000
2012.09.24	매수	138,000	2013.09.06	매수	96,000
2012.10.29	매수	121,000	2013.09.16	매수	96,000
2012.11.12	매수	121,000		담당자변경	
2012.12.07	매수	121,000	2014.08.20	매수	95,000
2013.01.10	매수	116,000			
2013.02.01	매수	116,000			
2013.04.15	매수	105,000			
2013.04.29	매수	105,000			
2013.06.17	매수	105,000			
2013.07.10	매수	96,000			

현대하이스코 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표가(원)	일자	투자의견	목표가(원)
2012.10.08	매수	56,000	2013.08.16	매수	47,000
2012.11.02	매수	56,000		담당자변경	
2012.11.12	매수	56,000	2014.08.20	매수	103,000
2012.12.07	매수	56,000			
2013.01.10	매수	56,000			
2013.01.19	매수	56,000			
2013.02.18	매수	51,000			
2013.04.15	매수	39,000			
2013.05.15	매수	39,000			
2013.07.10	매수	44,000			
2012.10.08	매수	56,000			

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이며, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

- ▶ **투자기간 및 투자등급** - 향후 6개월 기준, 2008.7.1일 Trading Buy 등급 추가
 적극매수(Strong Buy): KOSPI 대비 기대수익률 30% 이상
 Trading Buy: KOSPI 대비 10% 이상 초과수의 예상되나 불확실성 높은 경우
 매도(Sell): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하

매수(Buy): KOSPI 대비 기대수익률 10~30% 이내
 보유(Hold): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

- ▶ **업종 투자 의견**
 비중확대(Overweight): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 비중축소(Underweight): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

중립(Neutral): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음