

2010년 4월 17일

현대제철 (004020)

SELL

MB도 인정한 고로니 장땡이구나? 천만에!!!

v 고로 최대 생산량이 다 팔린다고 가정해도 2년 기대수익률 10%

고로를 통해 업그레이드 될 수 있는 최대 목표주가를 산정하고자, 고로 최대 생산 열연의 95%, 후판의 100%가 다 팔린다고 가정하고, 각 부분 영업이익률도 동사가 목표로 하는 최대 수준을 반영하였다. 고로가 거의 풀가동되는 2011년에는 주가 Re-rating이 될 것은 분명하나, 현 주가 대비 Upside Potential이 10.5%에 불과하다.

v 이빨 빠진 Cash Cow! 봉·형강, 국내 건설의 부진은 지속.

주택공급과잉, 준공후 미분양 주택 수 증가, PF만기규모 최대, 유동성 악화로 건설 경기의 부진은 2011년까지 이어질 것으로 예상된다. 이에 따라 Research Team 2는 경기회복에 기댄 업황 회복이라는 협회 전망과는 달리, 오히려 2010년 민간수주는 큰 폭으로 개선되기 어렵다고 전망한다. 2010년 공공부분 수주도 감소하는 상황임을 감안하면, 봉·형강류의 수요증가는 매우 제한적일 것이다. 동시에 급등하는 원재료가격에 충분히 대응하지 못해, 마진확보 어려움으로 이어질 것이다.

v 피 터지는 신성장시장인 동남아시아에 큰 기대를 걸 수 없다.

글로벌 철강시장의 강자인 중국과 일본은 이미 순수출 상태로 해외 진출은 필연적이다. 신성장 시장이라고 전망되는 동남아시아에서 두 나라는 이미 각각 30%대의 점유율을 차지하고 있으며, 판매 네트워크를 확보와 법인진출을 통해 원가경쟁력 확보에 주력하고 있다. 동사는 고로투자로 인해, 법인진출이 어렵고 판매망 확보도 쉽지 않은 상황이기 때문에, 동남아시아에서 지속적인 성장을 기대하기 어려울 것이다.

적정주가:

96,900원(2011년 목표가)

현재주가:

87,700원 (4/16 기준)

상승여력: 10.5%

시가총액	76,271억원
ROE	9.83%
ROA	4.12%
영업이익률	7.75%
배당수익률	0.58%
P/E Ratio	6.62
P/B Ratio	1.15

주요주주:

기아자동차 21.39%

정몽구 12.58%

자사주 1.59%

외국인지분율: 18.00%



SMIC 리서치 2팀

팀장 김은영

팀원 류희달

송종은

최홍민

1. Intro

고로에 대한 기대감
VS
불안한 업황

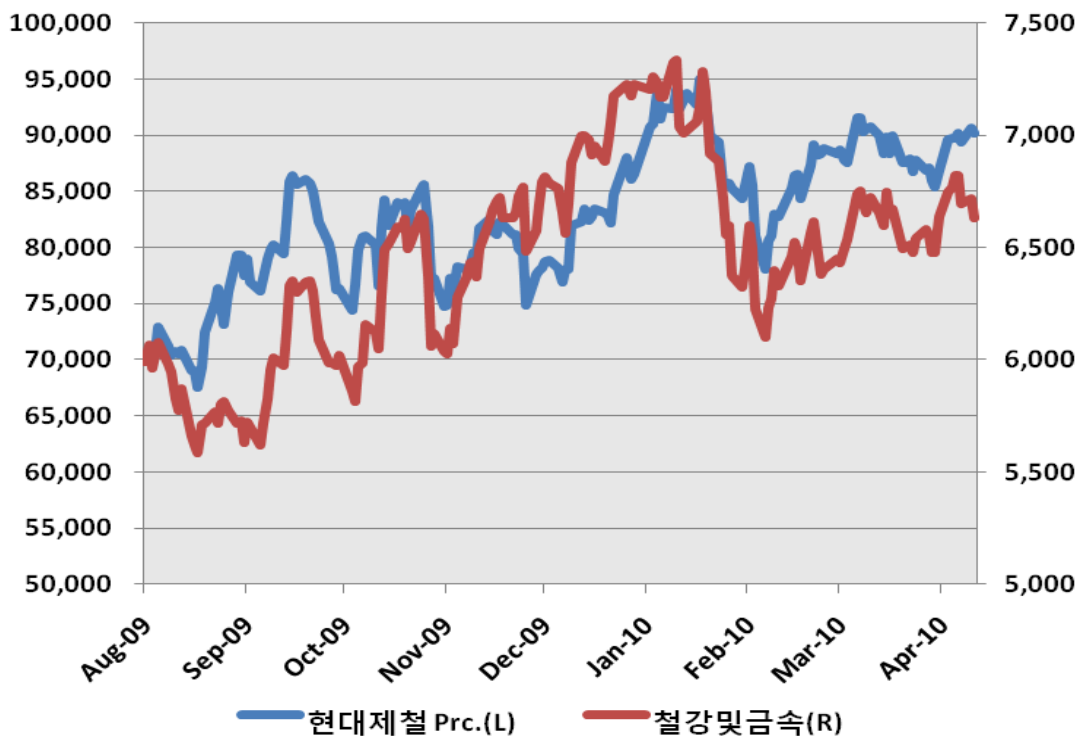
현대제철? Why?

POSCO에 이어 두 번째로 완성된 고로인 당진 일관제철소가 지난 4월 8일 준공식을 갖고, 본격적인 생산에 돌입하게 되었다. 이 날, 준공식에 이명박 대통령도 참가하는 등 현대제철의 고로 완성은 대내외적으로 엄청난 주목을 받고 있다. 정몽구 회장이 “이를 통해 세계 최초의 자원순환형 사업 구조를 완성했다”, “고로는 연간 24조 원의 생산 유발 효과와 더불어 80억 달러의 수입 대체 효과를 통해 국가 경제 발전에 기여할 것”이라고 언급하면서, 고로에 대한 기대감은 더욱 고조되고 있다.

동사의 주가도 역시 이런 기대감을 반영하여 지속적으로 상승하고 있다. 이는 최근 원재료가격의 급등에 따른 불확실성 증대로 조정을 받고 있는 철강업종 주가추이와는 다른 양상이다. 실제로, 지난 8월부터 현재까지의 주가 추이를 살펴보면, 철강업종 대비 18% Overperform하는 모습을 살펴볼 수 있다. 그러나 원재료의 미래 상황이 불투명하고 국내 건설 경기도 좋지 않은 상태에서, 주로 건설에 사용되는 봉·형강류를 판매했던 동사에게 거는 기대감은 과연 적합한 것일까? 이런 의문과 함께 Research Team 2는 고로에 대한 수익성과 동사의 Cash Cow가 되어왔던 기존 사업 부문에 대한 분석을 시작하게 되었고, 이를 통해 주가의 추가적인 상승 가능성에 대한 답을 찾아보고자 한다. 위 작업을 위해 먼저 철강산업과 동사에 대해 살펴보자.

그림 1. 철강업종과 현대제철의 주가추이 비교

(단위: won(L), 철강업종 지수(R))



출처: FnGuide, Research Team 2

2. Industry

철강산업의 특징 및 KSF

경기민감도, 고정비가
높은 산업

철강산업은 건설, 자동차, 조선, 기계, 가전 등 여러 산업의 원재료로 쓰이는 핵심소재인 철강을 공급하는 소재 산업이자 제조업이다. 철강은 기초 원재료이기 때문에 각 산업의 경기변동과 영향을 받고, 따라서 GDP성장률, 투자지출, 경기선행지수 등과 밀접한 관계가 있다. 또한, 장치산업이기 때문에 가동률이 상승함에 따라 고정비 부담이 완화되고 영업이익률이 올라가는 특성이 있다.

경기에 따라 수요가 변동하기 때문에, 일반적으로 철강수요는 가격에 비탄력적이라고 할 수 있다. 경기호황으로 수요가 증가하면, 가동률이 상승과 함께 이익률 상승으로 수익성 확보가 용이하고, 원재료 상승부담을 판가상승으로 쉽게 전이할 수 있어 추가적인 수익확보가 가능해지는 특성이 있다.

안정적인 원재료와 공급
확보가 KSF

철강산업은 그 특성상 안정적인 원재료 공급처와 수요처를 확보하는 것이 매우 중요한데, 부존자원이 없는 국내 철강업체는 공통적으로 원재료 수입의존도가 높기 때문에, 세계 철광석 및 철스크랩 가격 변동에 대한 민감도가 크다. 한편, 안정적인 수요처를 확보하기 위해서는 1) Captive Market 존재여부, 2) 충분한 Capa보유, 3) 가격경쟁력, 4) 다양한 품종의 철강제조능력이 요구된다.

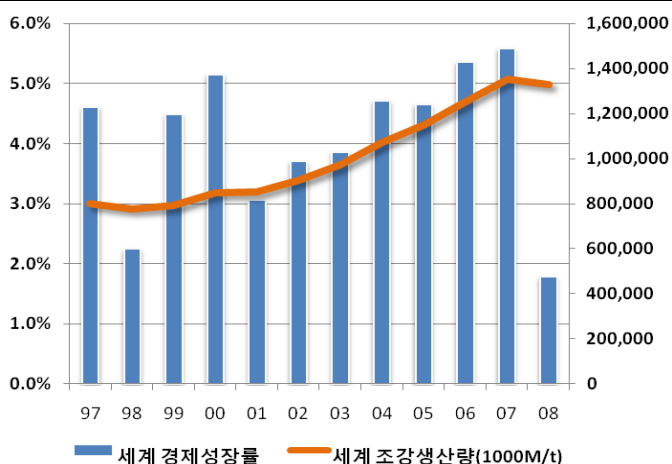
제조과정

철강산업은 철을 만드는 방법과 원료에 따라 고로방식과 전기로방식으로 나뉜다.

수입한 철광석을 통해
판재류를 만드는 고로

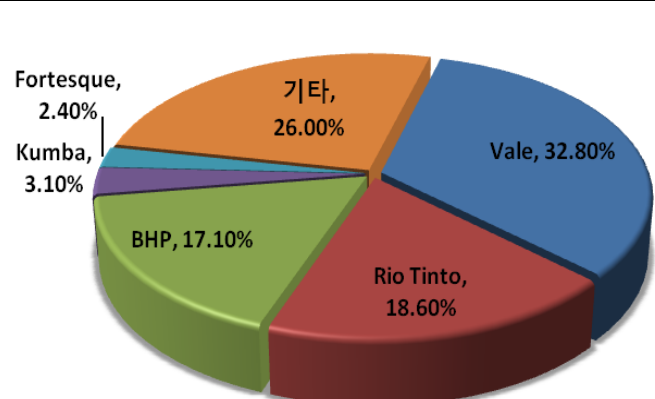
고로 방식은 순수 쇳물을 생산하기 때문에 제품의 품질을 높일 수 있어 주로 자동차, 조선, 가전 등에 쓰이는 판재류(냉연, 열연, 후판 등)를 생산하는 방식이며, 초기 투자비용이 상당하기 때문에 규모의 경제를 실현해야 하는 특징이 있다. 고로 방식의 주 원재료는 철광석, 석회석, 코크스로, 철 1톤을 생산하기 위해서는 철광석 1.6톤, 코크스 0.45톤, 석회석 0.15톤 정도가 필요하다. 주 원재료인 철광석의 99%는 광산업의 주요 3사인 브라질의 Vale사와 호주의 Rio Tinto사 및 BHP Billiton사 등 해외에서 수입한다.

그림 2. GDP성장률과 조강생산량의 관계



출처: 통계청, Research Team 2

그림 3. 철광석 공급 업체 비중(09년 기준)



출처: WSA, Research Team 2

이 세 가지 원료는 고로에 투입되어, 순수 쇳물을 생산하게 되고, 그 다음 성분조정 과정을 거치는데, 이 때 철스크랩이 10~20%정도 투입된다. 이 과정 후 반제품인 슬래브(Slab)나 블룸(Bloom)을 생산한다. 보통 완성된 반제품은 압연 즉, 회전하는 롤러 사이로 반제품을 통과시키면서 원하는 모양으로 가공하는 단계를 거치게 되며, 이 때 열간압연(열연)이 만들어진다. 그리고 열간압연을 거친 강재를 재결정 온도 이하에서 압연한 것을 냉간압연(냉연)이라고 한다.

판재류는 조선, 자동차, 가전제품 등에 쓰임

위 과정을 통해 만들어지는 판재류는 후판, 냉연, 열연 등이 있다. 후판은 주로 조선용으로 사용되는 두꺼운 판재이다. 냉연은 열연강판이 주 원재료로써, 낮은 온도에 얇은 두께를 얻어낼 수 있고, 압연과정에서 스케일이 발생하지 않아 표면이 아름답기 때문에, 주로 자동차와 가전제품에 이용된다. 열연은 주로 자동차 구조용, 가전, 건축재 등 다양한 용도로 사용된다.

철스크랩을 통해 봉·형강류를 만드는 전기로

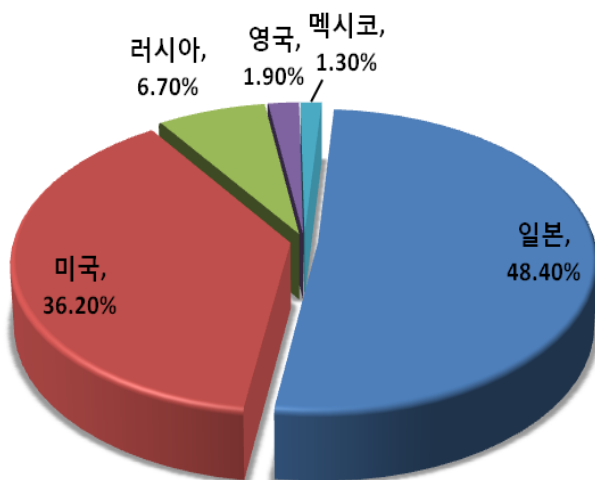
반면 전기로는 철스크랩을 전기를 이용해 용융한 다음, 코크스와 석회석 등을 넣어 환원 정련해서 강을 만든다. 이 방식은 제품을 만들 때 불순물이 함유되는 등의 문제가 있어 주로 건설에 쓰이는 철근, 형강 등 봉·형강류를 생산한다. 주 원재료인 철스크랩은 절반 정도를 주로 일본, 미국, 러시아로부터 조달한다. 한편, 전기로 방식은 고로방식에 비해 투자비용이 상대적으로 적게 들어 소규모로 가동할 수 있는 장점이 있다.

봉·형강류는 주로 건설에 사용됨

철스크랩을 코크스와 석회석 등을 통해 환원 정련한 뒤의 과정은 고로를 이용한 제강방식과 유사하다. 분괴과정이나 연속주조법을 주로 사용하여, 반제품을 만들고, 이는 다시 압연공정으로 옮겨져 철근과 선재, 형강 등으로 만들어진다. 선재는 주로, 나사나 못, 와이어로프나 해저 케이블 등에 이용되며, 철근과 형강은 건설에 사용된다.

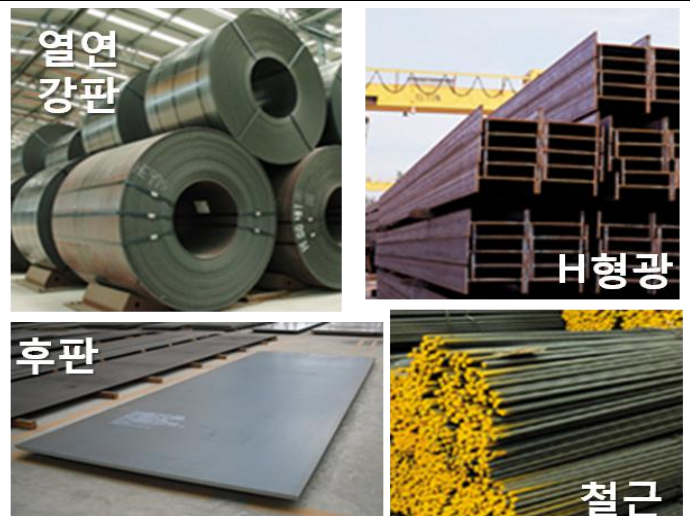
두 방식에 대한 자세한 공정은 Appendix로 첨부하겠다.

그림 4. 국가별 철스크랩 수입비중



출처: 한국철강자원협회, Research Team 2

그림 5. 철강 제품들



출처: 동사 홈페이지

1) 철강업의 현재 : 국제 철강시장은 중국의 주도로 재편되고 있다.

세계 철강생산의 절반을 차지하는 중국이 성장을 견인

전세계 조강생산에서 중국이 차지하는 비중이 급속히 증가하고 있는데, 생산 증가율로 보면 1980년부터 연평균 9.5%의 성장률을 보였다. 이는 30여 년 전과 크게 달라진 것이 없는 중국 외 지역의 생산량과는 확연히 차이가 난다. 개혁개방 이후 진행된 중국의 경제개발과 함께 진행된 중국 철강산업의 발전은 전세계 철강 생산량을 10억만 톤 규모로 성장시킨 동력원이 되었고, 그 결과 조강생산 규모는 전 세계의 절반 정도를 차지할 정도가 되었다.

중국의 경제성장 및 중국정부의 강력한 철강산업 육성 의지

이는 급격한 경제성장과 더불어 중국 정부의 철강산업 육성을 향한 강한 의지가 있었기 때문이라고 생각한다. 즉, 중국 정부의 자국 인프라구축과 자동차 보급 정책 등이 반영된 결과이다. 또한, 2009년 경기부양을 위해 조성된 4조 위안 투자계획은 아직 진행 중이며, 지속적으로 내수 소비진작책을 펼치고 있기 때문에, 2010년에도 이러한 수요와 생산의 증가 속도는 유지될 것으로 판단된다. 중국 철강재 수요 산업별 비중을 살펴보면, 2009년 기준으로 건설이 50%, 기계 18%, 자동차 및 수송 11% 정도이며, 주로 인프라 구축 부분에서 철강재 수요가 높다는 것을 알 수 있다.

2) 철강업의 현재 : 원재료 수요와 가격의 급격한 증가세

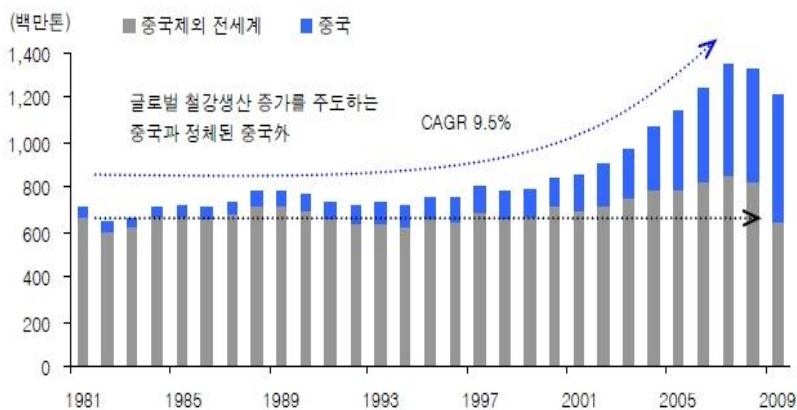
중국의 철광석 수입수요 증가로 철광석 가격은 상승중

특히, 주목할 부분은 철광석 수입비중이 증가하고 있다는 것인데, 2007년 45%에서 09년 60%수준까지 증가했다. 여기에는 중국 철광석이 품질이 낮아, 수입산 철광석과 동등한 품질을 내기 위해서는 약 2.2배의 철광석이 필요하다는 점도 기여했다. 즉, 글로벌 철광석 수요의 증가를 중국이 이끌고 있는 상황이고, 이는 자연스럽게 철광석 및 다른 원재료 가격의 상승을 견인하고 있다.

글로벌 경기회복은 원재료가격 상승 부채질

여기에 글로벌 국가들의 경기 회복과 함께 글로벌 철강업체들이 평균 가동률이 회복되고 있는 것도 원재료의 가격 상승을 이끌어 가고 있다. 세계철강협회(WSA)에 따르면 글로벌 철강업체 가동률은 금융위기와 함께 08년 12월 58.1%까지 급락했지만, 최근 70%수준까지 상승했음을 알 수 있다. 금융위기 이전 수준인 80%대로 회복되는 데는 시간이 필요하겠지만, 회복할 것이라는 점에는 이견이 없다고 전망된다.

그림 6. 전세계 조강생산



출처: WSA, LIG투자증권

그림 7. 글로벌 철강업체 가동률 회복



출처: Bloomberg, WSA, 신한금융투자

철광석 가격 상승은 다른 원재료 가격 상승으로 이어짐

위와 같이 철강수요 증대가 원재료에 대한 수요로 이어지면서, 철광석과 철스크랩 Spot 가격은 급격하게 상승하고 있다. 국제 스크랩 가격은 철광석 Spot가격과 연동되어 있어, 철광석의 가격인상이 지속된다면 스크랩 가격의 강세도 지속될 전망이다.

이렇게 가파르게 오르고 있는 원료가격을 감안하면, 철광석, 원료탄, 그리고 철스크랩의 계약가격 인상은 자연스러운 것으로 판단된다. 특히, 경기침체에 따른 상품가격 하락으로 지난해 철광석과 원료탄 계약가격은 전년 대비 33%, 57% 낮은 수준에서 결정되었기 때문에 올해 상당한 크기의 계약가격의 인상이 부각되고 있다.

3) 철강업의 현재 : 계약방식의 변화와 원재료업체들의 협상력 상승

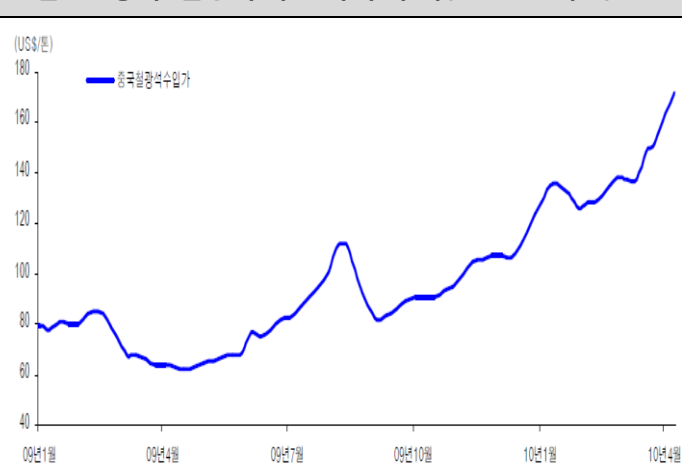
철광석 구입계약은 원래 1년 단위로 진행됨

일반적으로 장기계약을 체결하지 않고 시황에 따라 가격이 결정되는 철스크랩과는 달리, 철광석의 가격은 매년 초 광산업체와 철강사 간의 협상을 통해 결정되며, 일본의 회계연도에 맞춰 4월부터 익년 3월까지, 즉 1년 동안 거래할 가격을 결정한다. 그리고 수급상황에 따라 계약 물량 이외의 부분은 현물 시장에서 프리미엄을 지급하고 매입하기도 한다. 결국, 1년에 한번 가격을 결정하기 때문에, 철광석과 유연탄의 계약가격은 원재료 가격 변동에 비탄력적인 특성이 있다.

원재료업체의 협상력 강화로 분기별 계약방식으로 전환됨

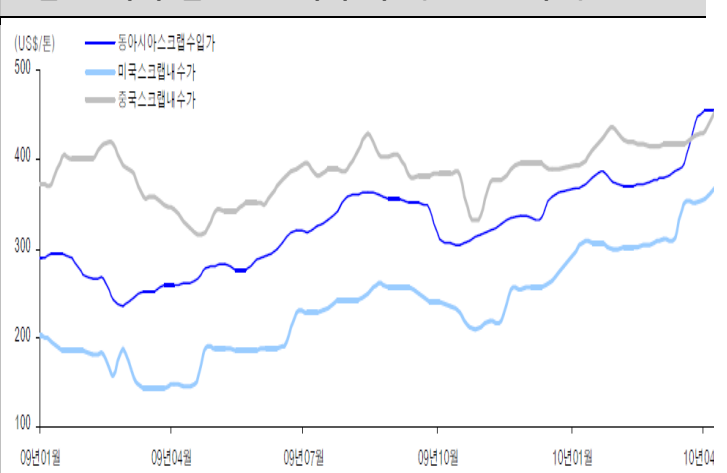
그러나 올해부터 최초로 연 단위에서 분기 계약으로 전환되는 상황에 있다. 실제로 Vale사는 고객의 97%가 새로운 철광석 분기계약에 동의했다고 발표하기도 했다. 이런 변화의 근본적인 원인은 바로 원료업체들의 소수 독과점화에 따른 가격협상력 강화에 있다. 즉, 브라질의 Vale, 호주의 Rio Tinto와 BHP Billiton의 철광석 시장점유율이 70%가 넘는 반면, 철강업체는 08년 기준으로 상위 10개사의 시장점유율이 30%도 안 되는 상황이기 때문에, 철광석 계약가격에 대한 주도권은 광산업체에 있는 셈인 것이다. 따라서, 한국과 일본 철강사들은 40년 동안 지속되었던 연간 단위 계약방식에서 분기계약 방식으로 전환할 수 밖에 없었고, 하반기에도 분기계약 체결방식은 계속될 것으로 전망된다.

그림 8. 중국 철광석 수입가격 추이('10.4.12기준)



출처: Bloomberg, 신한금융투자

그림 9. 국제 철스크랩 가격 비교('10.4.12기준)



출처: Bloomberg, 신한금융투자

4) 철강산업의 전망 : 불확실성 증가 및 원재료 가격의 급등세 당분간 유지될 듯

요약하자면, 분기계약 체결방식과 원재료 가격의 급등이 최근 가장 부각되고 있는 철강업 이슈라고 할 수 있다.

분기별 계약방식으로 영업실적 변동성 확대

먼저, 분기계약 체결방식은 영업실적 변동성 확대라는 측면에서 부정적이다. 기존 철광석 및 원료탄은 1년 단위로 공급받기 때문에 1년간 원가구조는 크게 바뀌지 않는다. 따라서 원료가격 변동에 따른 제품가격 조정은 대체로 원료가격 협상 이후 한차례에 그쳤다. 그만큼 영업실적에 대한 예측가능성이 높다는 의미이다. 그러나 원료가격 협상이 분기단위로 전환되면 원료가격 협상 결과에 따라 원가구조 변동주기가 줄어들기 때문에 영업실적 변동성이 확대될 수 밖에 없다.

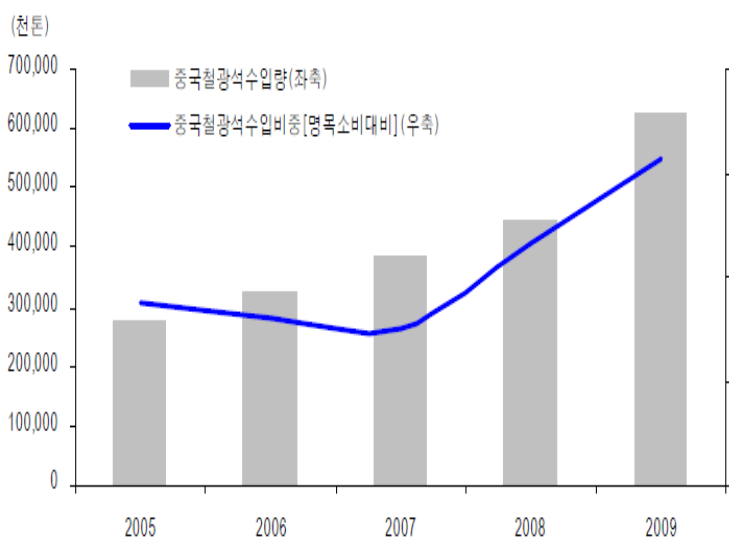
원재료의 급격한 가격 증가세

그러나 이보다 더 우려가 되는 점은 바로 원재료 가격의 급격한 증가이다. 최근, POSCO는 2분기 철광석 계약가격이 86% 인상되는 것에 잠정적 합의를 했고, 일본 철강사들은 Vale과의 계약을 90% 인상된 가격에 체결했다. 가격 계약 합의 이후에도 철광석 spot가격은 급등하고 있는데, 4월 12일 기준으로 중국 철광석 수입가격은 US\$171.5 이다. 1달 전 가격인 US\$137.5과 비교하면 엄청난 증가세이다.

중국수요속도 감안시 가격 상승세는 유지될 것. 문제는 마진확보!

이는 앞서 말했듯이 철강소비 중심국인 중국의 수요 및 생산속도의 증가에 따른 것이기 때문에, 당분간은 지속될 것으로 판단되고, 하반기 계약가격이 추가 인상될 가능성이 크다고 예상한다. 따라서 철광석과 철스크랩 가격의 급등은 결국 그 증가분을 판매가격으로 충분히 반영할 수 있는지에 대한 문제로 귀결된다. 철강재 수요가 견실할 때는 원재료 가격에 따른 판가 상승이 가능하겠지만, 반대의 경우에는 판가 상승이 어려워 마진 축소의 우려가 발생하는 것이다. 결국, 철강업체의 주 이슈는 가격 전가를 통한 마진확보 가능성에 초점이 맞춰질 것이다. 지금부터는 이런 이슈를 고려하면서, 동사의 주 사업부분에 대해서 살펴보도록 하자.

그림 10. 중국의 철광석 수요 증가



출처: Bloomberg, CEIC, 신한금융투자

그림 11. 최근 이슈 정리

일본산 철스크랩가격 12.6% MoM 인상(3.16)
현대제철 4월 선적 수출가격 철근 12%, H형강 10%인상 (3.16)
한일 2분기 열연협상 난관에 봉착(3.23)
Vale, 일본철강사 철광석 분기계약 90% 인상 체결 (3.30)
Vale, POSCO와 2분기 철광계약 86% 인상에 합의(4.2)
국내 열연 유통가격 80만원대 진입(4.5)
BHP, 일본철강사와 철광석 2분기 계약 99.7%인상에 합의(4.7)

출처: KMJ, Steeldaily 등

3. Company

기업 개괄

국내 최대 세계 2위 전기철강제조사

동사는 국내 최대 및 세계 2위 생산능력의 전기로 철강제조사이자 국내 H형강 68%, 철근 35% 가량의 시장을 점유하는 사업자로서 규모의 경제를 실현하고 있다. 올해 초 당진 일관제철소 건립을 통해 국내 두 번째 고로 제강사가 되었다. 동사는 현대기아자동차 그룹의 계열사 중 하나로 동사가 지분을 가지고 있는 계열사로는 현대모비스, 현대카드, 비앤지스틸이 있다. 09년 매출액은 7.9조, 영업이익은 5,781억, 순이익은 1,130억 원 규모이며, 현재 시가 총액은 76,271억 원 정도이다.

H형강과 철근이 메인 제품, 수출도 한다

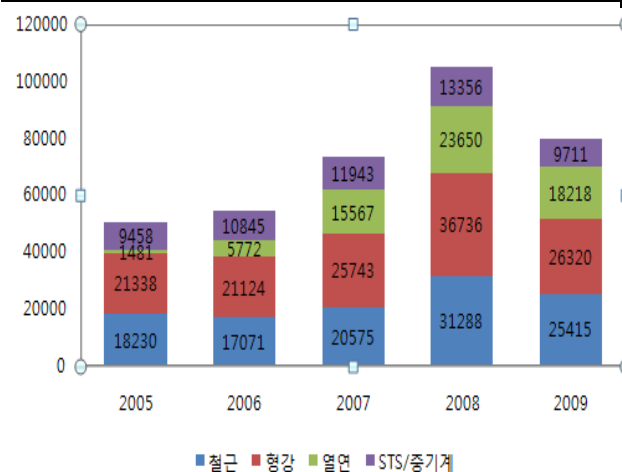
동사는 인천, 포항의 전기로, 당진의 고로에서 철근, H형강, 기타 형강, 열연제품, 스테인리스제품, 주단강 및 중기 등을 생산하여 국내외에 판매하고 있다. 주요 매출품으로는 건축, 철도, 선박 등에 쓰이는 봉·형강으로 매출액 비중의 65% 가량을 차지하고 있으며 산업용, 내외장재에 쓰이는 열연과 STS도 전체 매출액 비중의 27%를 차지한다. 국내와 해외 시장 매출액 비중은 각각 73% 와 26%이며, 주 매출원인 봉강과 형강의 국내외 매출 비중 역시 국내에 70% 해외에 30% 의 비중을 차지하였다.

건설경기 악화로 성장 주춤, 그러나 해외 매 출비중 증가 추세

매출액은 2006년부터 2008년까지 꾸준히 성장하였으나 2009년엔 성장이 주춤하여 전년도 대비 2조 5365억 원 감소한 7조 9664억 원의 매출을 달성하였다. 동사의 주 매출 비중이 건설에 사용되는 봉·형강 제품에 집중 되어 있기 때문에, 국내 건설 경기의 악화가 매출액 감소에 큰 영향을 준 것이다. 매출은 주로 국내 시장에서 이뤄지지만 매년 해외 시장 매출액 비중이 2~3%씩 증가하고 있는 추세다. 그 이유는 국내 건설경기 침체와 더불어, 중국과 동남아시아 시장과 같은 신흥 성장 국에서의 인프라와 관련한 수요가 늘어나고 있기 때문이다.

그림 12 제품별 매출액

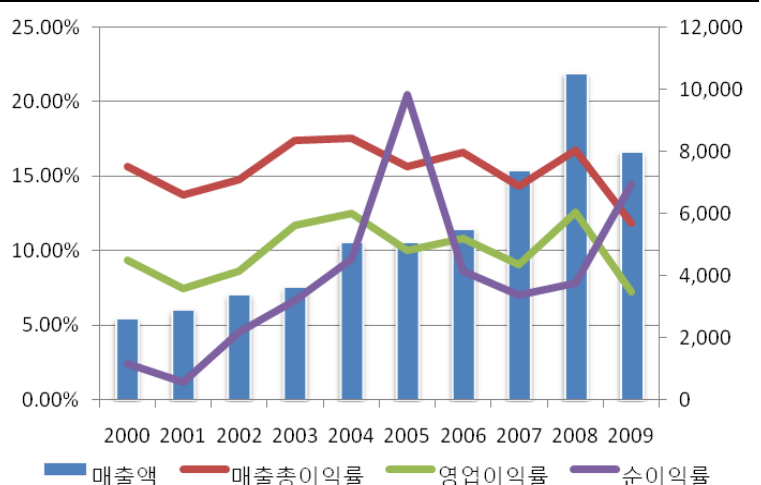
(단위: 억원)



출처: 동사 IR 보고서, Research Team 2

그림 13 매출액/이익률

(단위 : 백 만원(R))



출처: 사업보고서, Research Team 2

고로를 위한 투자, 재무건정성은 우려할 수준 아님

동사는 신성장 동력으로, 고로를 이용한 열연 생산에 투자를 집중하고 있다. 2010년 1월 제 1고로를 가동, 올 11월 제 2고로가 완공될 예정이며 제 3고로 역시 2015년까지 완공하겠다는 계획을 발표했다. 이와 관련하여 현금흐름을 살펴보면, 투자 현금흐름이 계속해서 증가하고 있음을 확인할 수 있다. 유동비율과 부채비율은 09년 기준 각각 113.4%, 135.8%으로, 부채비율은 일관제철 투자로 인해 다소 상승했으나 높은 수준은 아니며, 유동비율의 지속적인 증가는 투자금 확보를 위한 차입증가에 기인한 것이기 때문에 재무건정성에 대한 우려는 크지 않다.

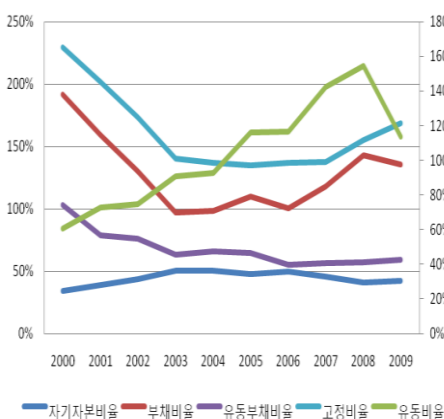
영업외손익의 영향은 크지 않음

영업외활동이 영업에 얼마나 여향을 주는 지 알아보기 위한 영업이익 대비 영업외손익 비중을 살펴보면, 2005년과 2008년에 이례적으로 높아진 것을 확인할 수 있다. 이는 2005년 파생상품평가손익의 영향과 2008년 현대자동차 지분 매각에 따른 일시적인 형상으로, 동사의 영업에 지속적인 영향을 주지 않을 것으로 파악된다.

환 위험관리는 잘하고 있음

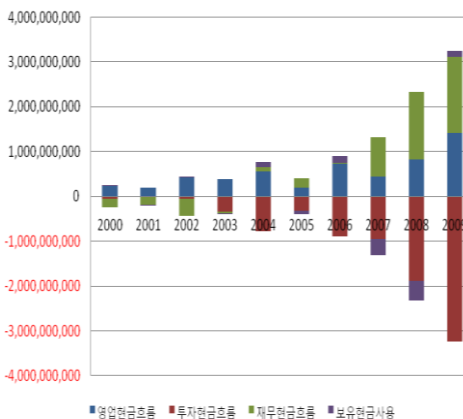
동사의 연간 외화수지는 Short Position으로, 쉽게 말해 외화 부족 상태를 유지하고 있다. 이는, 환 위험관리의 위한 것으로 부족한 부분에 해당하는 외화의 원화가치 변동성을 축소시켜 안정적인 영업활동을 영위하고자 하는데 있다. 환 위험관리의 기본 정책은 내부적인 관리기법을 최대한 이용한 후에 잔여 환 포지션에 대해 외부기관과 통화선도, 스왑, 옵션 등의 파생상품 거래를 이용하여 환 위험을 제거 또는 최소화하는 것이다. 2009년 통화 파생상품 거래액은 1,380억 정도인데, 작년 노출 포지션이 885억이고 향후 고로로 인한 수입액 증가를 예상한다면 환 위험 관리가 적정규모로 잘 이루어지고 있다고 판단된다.

그림 14. 안정성 비율 (단위: %)



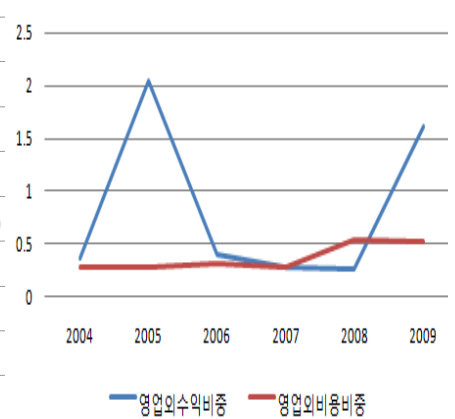
출처: Kisvalue, Research Team 2

그림 15. 현금흐름추이 (단위: 천 원)



출처: Kisvalue, Research Team 2

그림 16. 영업이익 대비 영업외손익 (단위: %)



출처: Kisvalue, Research Team 2

4. Point 1) 고로, 최대한 긍정적으로 보자.

현대제철의 뜨거운 감자 '고로', 진정한 성장 동력인가?

일관제철소

일관제철소!

숫물 800만 톤, 열연
판 650만 톤, 후판
150만 톤 생산가능

동사는 2006년부터 충남 당진에 총 6.2조원이 소요되는 일관제철소 사업을 시작하였다. 일관제철소란 제선, 제강, 압연의 세 공정을 모두 갖춘 제철소로 제선은 원료인 철광석과 유연탄 등을 커다란 고로에 넣어 액체상태의 쇳물을 뽑아내는 공정을 말하고 제강은 이렇게 만들어진 쇳물에서 각종 불순물을 제거하는 작업을, 압연은 쇳물을 커다란 쇠판(슬래브) 형태로 뽑아낸 후 여기에 높은 압력을 가하는 과정을 뜻한다. 압연 과정을 통해서 최종적으로 열연판과 후판을 생산하게 되는데 열연판은 자동차용 강판 등의 원료가 되는 냉연판의 원료로 쓰이고 후판은 주로 선박 건조에 쓰인다.

동사가 건설중인 일관제철소에는 1고로와 2고로가 있는데 1고로(연산 400만 톤)를 2009년 12월에 완성하여 현재 쇳물을 생산 중에 있고 나머지 2고로(연산 400만 톤)는 2010년 11월경 완성할 계획에 있다. 또한 고로에서 나오는 쇳물을 가공할 C열연공장(연산 350만 톤)을 2010년 9월에 완공하여 가동할 계획이고 후판공장(연산 150만 톤)은 2009년 7월에 완공되어 2010년 4월부터 상업 생산에 들어갔다. 이에 따라 1고로, 2고로에서 나오는 쇳물 800만 톤을 기존의 B열연공장(연산 400만 톤), C열연(연산 350만 톤), 후판공장(연산 150만 톤)에서 가공하게 된다.

비용 절감, 고급판재류 생산, 안정적인 Captive Market까지!

일관제철소는 국내에서 부족했던 쇳물 공급을 자체적으로 충당할 수 있게 되어 비용 절감 효과를 볼 수 있다는 점에서 동사에게 큰 의미가 있다. 뿐만 아니라 기존 동사의 Cash Cow 이던 전기로 공정에서 생산하지 못한 열연판, 조선용 후판 등의 고급 판재류로 새로운 시장을 공략할 수 있게 되었다. 특히 현대중공업과 자동차용 강판에 필요한 냉연판을 만드는 현대하이스코는 동사의 Captive Market으로 역할을 해 줄 것으로 기대되어 동사는 안정적으로 후판과 열연판을 판매할 수 있을 것으로 보인다. 또한 동사의 제품 포트폴리오가 기존의 봉·형강류 제품에서 고급 판재류 제품까지 제품군이 다양해져 전방 산업 경기에 대해 더 유연하게 대처할 수 있게 될 것으로 기대된다.

그림 17. 일관제철소 생산능력		그림 18. 일관제철소 전경
사업규모	생산능력	
	조강 연산 800만 톤(최대) 제품 연산 800만 톤 - 열연 코일 : 650만 톤 - 후판 : 150만 톤	
	상업생산	
	고로 1기 - 2010년 2기 2011년	

출처: 동사 홈페이지

출처: 동사 홈페이지

고로! 긍정적으로 가정
했을 때 얼마나 기업
가치가 Up될까?

동사는 일관제철소의 고로에서 만들어진 쇳물 800만 톤을 B열연공장(300만 톤), C열연공장(350만 톤), 후판공장(150만 톤)에서 사용하여 모든 공장이 완공되어 2012년부터 정상적으로 100% 가동되면 열연판 650만 톤, 후판 150만 톤을 생산할 수 있을 것으로 기대된다. 지금부터는 최대한 긍정적인 관점에서 고로의 잠재력을 추정해보고자 한다. 이는 긍정적인 시나리오에 따른다면 고로를 통해 동사의 이익이 얼마나 Level-up될 수 있을지, 그리고 이를 반영하여 계산한 동사의 적정주가와 현재 주가를 비교했을 때 얼마만큼의 괴리가 발생할지에 대해서 알아보하고자 함이다.

1) 열연은 현대하이스코만 믿고 가자

자원순환형 사업구조로
Captive Market 확보

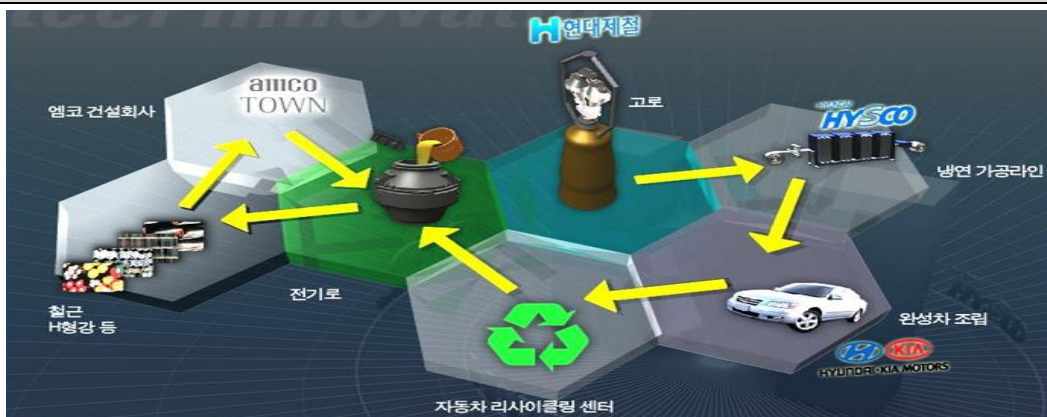
같은 계열사인 현대하이스코는 자동차 강판에 필요한 냉연판을 제조하는 업체로, 냉연판을 제조하기 위해선 열연판이 필요하다. 이에 현대기아자동차 그룹은 전략적 관점에서 고로를 완공했고, 자원순환형 사업 구조를 완성한 것이다. 즉, 현대기아자동차는 냉연판을 이용하여 자동차를 만들고, 쓰고 남은 자동차를 가공하여 다시 동사에게 필요한 철스크랩으로 활용하게 되는 것이다. 결국, 동사는 이런 구조 속에 현대하이스코라는 안정적인 captive market을 확보하게 되었다.

IR에 따르면 동사는 생산하는 열연판 제품의 60% 가량을 현대하이스코에 지속적으로 납품할 계획이다. 즉, 2012년 열연 공장이 완전 가동되면, 생산 가능한 650만 톤의 열연판 중 390만 톤을 현대하이스코에 납품하게 되는 것인데, 이는 현대하이스코가 필요한 열연판 물량의 80%에 해당된다. 물론 이러한 시나리오의 전제는 현대기아자동차의 매출이 꾸준히 유지 되어야 한다는 것이지만 현대기아자동차의 현재 성장세를 고려해보면 현재의 생산량 정도는 적어도 몇 년간은 꾸준히 유지될 것으로 판단되므로 동사는 현대하이스코에 안정적으로 열연판을 공급 할 수 있을 것으로 보인다.

10년 열연시장은 3,470
만 톤 규모일 듯

열연판의 60%는 현대하이스코에 납품한다고 하면, 나머지 40%의 열연 제품은 잘 판매할 수 있을까? 이를 위해 열연판 시장을 한 번 살펴볼 필요가 있다. 열연판은 자동차, 가전 등 기계류에 많이 쓰이는 철강의 중간재인 제품이기 때문에 자동차, 기계 산업에 크게 영향을 받기 때문이다. 자동차 산업의 경우 해외 판매 증가에도 불구하고 09년 선구매 효과로 국내 생산은 전년비 0.4% 가량으로 소폭 증가할 것으로 예상된다.

그림 19. 현대기아자동차 그룹의 자원순환형 사업구조



출처: 동사 IR 보고서

일반기계류 같은 경우에는 국내외 경기 회복에 따른 수요 회복이 기대되며 이에 따라 약 전년비 9% 정도의 상승이 기대된다. 그 결과 2009년 약 2,990만 톤 정도였던 열연판 시장 규모는 2010년 약 3,470만 톤 정도의 규모를 가지게 될 것으로 기대된다.

공급부족 상황, 품질좋은 고로 열연은 경쟁력이 있음. 잘 팔릴 것

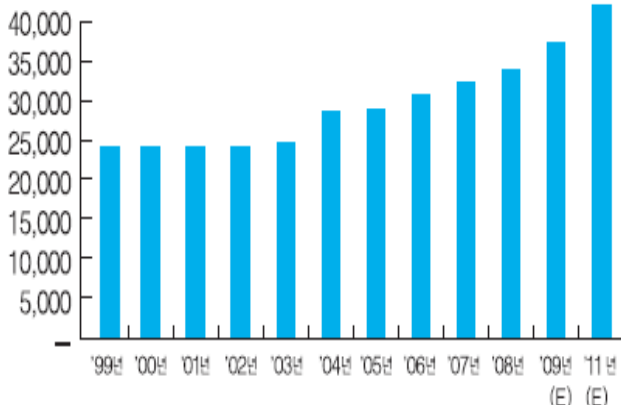
이렇게 거대한 내수 시장이 존재하지만 열연판 시장은 공급 부족에 시달려 왔다. 2009년 기준으로 볼 때 국내에서 열연판 생산이 가능한 업체는 포스코, 현대제철, 동부제철로 각각 포스코 2600만 톤, 현대제철 전기로 480만 톤, 동부제철 전기로 300만 톤 가량 생산이 가능했다. 절대적인 수치로만 보면 2009년의 전체 시장 규모 보다 더 많은 양의 열연판을 생산 가능한 것처럼 보이지만 전기로에 의한 열연판은 고급 판재류에 대한 시장의 욕구를 충족시키기에 부족하여 2009년에만 740만 톤 가량의 열연판을 해외에서 수입해서 사용해 왔다. 전기로를 통해 나온 열연판은 불순물이 많이 함유되어 있고 기술상의 문제로 인해 고급 판재류를 만들기엔 부적절하기 때문이다.

IR에 따르면 해외에서 수입된 열연판은 국내에 유통되는 열연판보다 가격에 있어서 더 경쟁력이 있지만 국내 열연판의 품질이 이보다 훨씬 뛰어나기 때문에 대부분의 고객들은 국내 제철사의 열연판을 더 선호한다. 때문에 따라서 열연판은 무난하게 해외 수입 열연판을 대체 할 수 있을 것으로 기대된다. 하지만 국내 업체들의 열연판 생산능력이 계속 증가하고 있어 추후 경쟁이 치열해 질 것으로 예상되지만 동사의 열연판은 고로를 통해 만들어 진 것으로 품질상에 경쟁력이 있으므로 무리없이 수익을 이어나갈 수 있을 것으로 가정하겠다.

공급부족 상황, 품질좋은 고로 열연은 경쟁력이 있음. 잘 팔릴 것

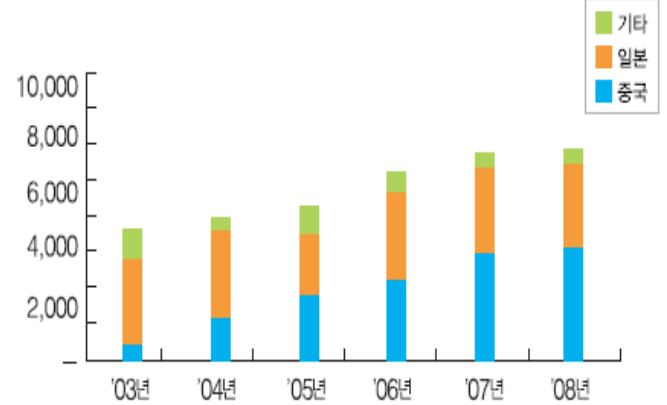
이러한 사실에 근거하여 동사는 그림 22에 나와 있는 생산 계획에 따라 열연판을 생산, 판매 할 수 있을 것으로 추측된다. 여기에 평균 정상 가동률인 90%~95%에서 최대한 긍정적으로 95%를 적용하여 그림 22와 같이 매출액을 추정해보았다. 동사의 열연판 가격은 현재 나와 있지 않아서 포스코의 시중 가격에 원재료 값 상승분을 감안하여 80만원으로 추정하여 반영하였다. 또한 영업 이익률은 시장 상황을 고려해 봤을 때 IR이 추정한 목표치를 충분히 달성 가능할 것이라고 가정하여 2010년 4%, 2011년 11%로 적용하였다. 그 결과 2010년과 2011년 매출액 및 영업이익을 그림 22과 같이 예측하였다.

그림 20. 열연판 생산능력 증가추이 (단위: 천 톤)



출처: 한국철강협회

그림 21. 열연판 수입 추이 (단위: 천 톤)



출처: 한국철강협회

그림 22. 고로에 의한 열연판 생산계획, 예상 매출액, 예상 영업이익

	2010 생산계획(톤)	2011 생산계획(톤)	2010 매출(원)	2011 매출(원)	2010 영업이익(원)	2011 영업이익(원)
열연판 (고로)	2,850,000	5,900,000	2,166,000,000,000	4,484,000,000,000	86,640,000,000	493,240,000,000

출처: 동사 IR, Research Team 2

2) 후판, 현대중공업만 믿고 가자

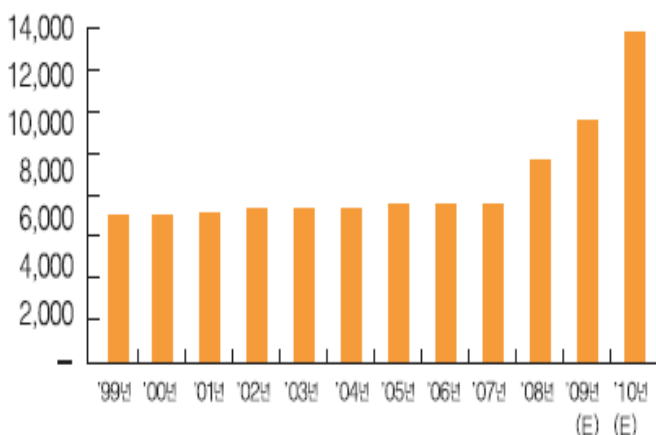
후판은 현대중공업을
통해 안정적으로 공급

후판은 대부분이 조선 산업에 쓰이며 보일러, 압력용기, 송유관 등에도 쓰이는데, 동사는 현대하이스코 뿐만 아니라 Captive Market으로 선박을 건조하는 현대중공업도 가지고 있어 후판 시장에서도 안정적으로 제품을 판매할 수 있을 것으로 기대된다. 국내 후판 시장은 현재 3강 구도로 포스코, 동국제강, 동사가 경쟁하고 있으며 포스코와 동국제강이 과점하던 시장에 동사가 뛰어든 형국이다. 동사의 후판 공장은 2012년 완전히 가동되면 연간 150만 톤 가량의 제품을 생산할 수 있는데 조선업이 호황이었던 2008년에 현대중공업이 연간 소비하는 후판만 240만 톤이었음을 본다면 2010년에 조선업이 불황임을 감안한다고 해도 상당부분의 후판을 현대중공업에 납품할 수 있을 것으로 판단된다.

후판은 현대중공업을
통해 안정적으로 공급

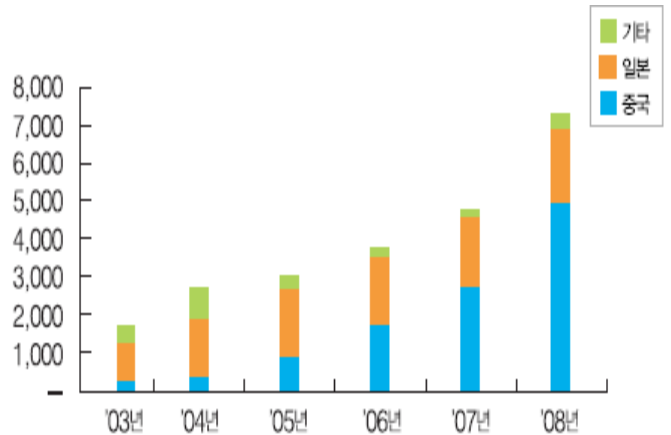
그렇다면 전체적인 후판 시장의 동향은 어떨까? 후판 시장은 조선 산업이 차지하는 부분이 절대적이기 때문에 후판 시장을 예측하려면 조선 산업을 필수적으로 살펴 보아야 한다. 2010년에 조선사의 선박 건조가 발주취소, 인도지연 등에 의해 전년대비 약 11%가량 감소 할 것으로 예상되어 국내 후판 시장이 얼어 붙을 것이란 전망이 있지만 IR에 따르면 조선사가 후판의 재고를 거의 소진한 것으로 판단되어 후판의 수요가 증가하거나 유지 될 것으로 예상된다. 또한 토목, 기계 등 비조선용 수요도 회복할 것으로 예상되어 시장 규모는 전년도와 비슷한 1,140만 톤 정도는 유지 할 것으로 예상하였다.

그림 23. 후판 생산능력 증가추이 (단위: 천 톤)



출처: 한국철강협회

그림 24. 후판 수입 추이 (단위: 천 톤)



출처: 한국철강협회

수입하던 물량도 대체 가능해짐

2009년엔 전체 후판 시장 1,140만 톤 중 약 430만 톤 규모의 후판이 수입되었는데 2010년 후판의 국내 생산 능력이 증가하면서 국내 업체의 후판이 이러한 수입 후판을 대체 할 것으로 예상되는데 동사도 이 중 일부를 가져갈 수 있을 것으로 판단된다. 결국 현대중공업과 수입 물량 대체를 통해 현대 제철은 생산 가능한 거의 모든 후판을 판매 할 수 있을 것으로 기대된다. 다만 조선 시황이 견고할지는 의문이다.

생산하는 물량 전체를 다 팔 수 있다고 가정

위의 사실들에 근거하여 추정해 볼 때 동사는 그림 25의 계획대로 후판을 생산, 판매 할 수 있을 것으로 예상된다. 매출액 추정 시 최대한 긍정적으로 보아 동사의 후판 생산량 전량을 판매 할 수 있다고 가정하였으며, 현재는 동사의 후판가격이 나오지 않아서 후판가는 포스코의 현재 후판가 82만원을 적용하였다. 후판 부분의 영업 이익률은 원재료 가격 상승에 따른 마진 감소를 반영하여 동사 IR 예측치보다 보수적으로 평가하여 3%로 적용하였다. 그 결과 2010년과 2011년 매출액 및 영업이익을 그림 25와 같이 예측할 수 있다.

그림 25. 고로에 의한 후판 생산계획, 예상 매출액, 예상 영업이익

	2010 생산계획(톤)	2011 생산계획(톤)	2010 매출(원)	2011 매출(원)	2010 영업이익(원)	2011 영업이익(원)
후판 (고로)	1,050,000	1,200,000	774,900,000,000	885,600,000,000	23,247,000,000	26,568,000,000

출처: 동사 IR, Research Team 2

5. Point 2) Cash Cow가 흔들린다.**건설경기와 관련된 동사의 Cash Cow**

동사의 주요 제품인 봉·형강류의 수요산업은 건설산업으로, 건설 업황에 따라 큰 영향을 받는다. 건설수요는 기후적 특성에 따라 2, 4분기에 집중되고 1, 3분기에 감소하는 특성을 갖지만 최근 건설공법의 발전에 따라 연중 꾸준한 수요를 형성하며 계절적 특성은 차츰 감소하는 추세이다. 또한 전체적인 업황은 정부의 정책적 방향과 부동산 경기에 영향 받는다. 아래에서는 건설 경기에 대하여 살펴보고 동사의 Cash Cow인 봉·형강류 부문의 전망에 대해서 살펴보겠다.

건설산업연구원의 전망치는 어떤가?

동사는 건설산업연구원의 '2010년 건설경기 전망'에 의거하여 국내 건설 수주 및 건설 투자 현황을 살펴봄으로써 봉·형강류에 대한 수요예측을 실시하였다. 건설 수주액은 건설 확정 계약금액으로써 건설업의 현황은 매월 발표되는 수주 물량을 확인함으로써 파악 가능하다. 건설 투자액은 건설 활동의 모든 고정자본을 형성하는 재화와 용역에 투자되는 비용으로써 건설경기 동행지표로 활용할 수 있다.

**민간수주는 회복
공공수주는 감소**

건설산업연구원에 의하면 '10년 국내 건설 수주는 극심한 침체를 보인 '09년 대비 2.4% 감소한(2.9조 원) 115.8조 원으로(경상금액 기준) 지난해와 큰 변동이 없을 것으로 예상된다. 건설산업연구원은 1) 국내 민간 수주 측면에서는 경기의 회복으로 인한 비

주거 및 주택 경기의 회복에 따라서 지난해보다 14.5% 정도 회복세를 보일 것으로 전망하였고, 2) 공공 건설 수주는 '09년에 15조원을 조기발주 한 데다가 SOC 투자의 소폭 감소로 인하여 지난해 대비 20% 감소할 것으로 예상했지만 절대적 금액 측면에서는 여전히 큰 규모를 유지할 전망이다.

건설투자 2%증가 전망

또한 건설산업연구원은 건설 투자가 '09년 대비 2.0% 증가할 것으로 전망했는데, 그것은 '09년 급증한 공공 건설 수주가 기성으로 전환되고 국내 경기 및 주택 경기의 회복에 따라 주거용 및 비 주거용 건가 차츰 회복되는 추세라는 판단 때문이다. 건설산업 연구원에 의하면 1) 토목 투자는 '10년 SOC 예산이 소폭 감소함에도 불구하고 '09년 급증한 공공 토목 수주로 인한 기성의 증가로 인해 '09년과 유사한 수준을 유지할 것이며, 2) 주거용 건설투자는 '08년 이후 지속적으로 주택 수주가 감소하여 큰 폭의 회복이 어려우나, 적체된 미분양이 감소하고 '10년 주택 수주가 증가세일 것임에 따라 4.5% 회복세를 보일 것으로 예상하였다. 또한 3) 비 주거 투자는 경기 침체로 인하여 적체되었던 기저효과로 말미암아 경기 회복과 함께 1.3% 정도 소폭 성장할 것으로 예상하였지만 절대적 금액의 측면에서 '09년을 제외한 5개년 평균치를 회복하는 수준에 그침으로써 큰 영향을 미치지 않는 것이라고 전망하였다.

그림 26. 2010년 건설수주 전망

(단위: 천 억)

구 분	합 계		발 주 처 별				공 중 별					
			공 공		민 간		토 목		건 축			
	수주액	증감률	수주액	증감률	수주액	증감률	수주액	증감률	수주액	증감률	주거용	비주거용
'06	1,073	8	295	-7.2	778	15.2	284	-6.6	789	14.4	455	222
'07	1,279	19.2	371	25.6	908	16.7	362	27.5	917	16.2	581	336
'08	1,201	-6.1	418	12.8	782	-13.9	413	14	788	-14.1	447	342
'09	1,187	-1.1	585	39.8	602	-23	541	31.2	646	-18.1	391	255
'10.1	73	17.4	26	-17.9	47	53.9	22	-23.6	51	53.1	27	24
'10.2	62	-0.1	31	-16.4	31	23.6	29	-24.8	33	39.5	13	19
'10(E)	1,158	-2.4	469	-20.0	689	14.5	436	-19.4	722	11.7	445	277

출처: CERIK, Research Team 2

그림 27. 2010년 건설투자 전망

(단위: 조 원)

구 분		'06		'07		'08		'09(E)		'10(E)	
		투자액	증감률	투자액	증감률	투자액	증감률	투자액	증감률	투자액	증감률
토 목		59.7	0.1	61.9	3.8	62.7	1.3	70.8	13	71.5	0.9
건 축	계	96.5	0.8	96.5	0	92.3	-4.3	89	-3.7	91.6	3
	주 거	45	-2.4	43.7	-3	40.5	-7.2	38.1	-6.1	39.8	4.5
	비주거	51.5	3.7	52.8	2.6	51.8	-1.9	50.9	-1.8	51.8	1.8
총 계		156.2	0.5	158.4	1.4	155	-2.1	159.8	3.1	163.1	2

출처: CERIK, Research Team 2

결론적은, 공공 부문이 지난해와 유사한 수준을 유지하고, 민간 부문이 주택경기의 회복 및 지난해 건설경기의 기저효과로 인해 1~2%정도 성장할 것으로 예상하였다.

철강도 2%정도 증가

동사는 건설산업연구원의 전망에 의거하여 철강재 소비가 소폭 증가할 것으로 예상하고 있다. IR 자료에 의하면 동사는 건축부문 투자가 작년보다 2.7조 증가함에 따라 철근은 10,300천 톤에서 11,000천 톤으로 증가할 것으로 예상하고 있다. 또한 형강은 SOC 투자가 근소한 차로 지속되고 건설 경기 회복 및 지난해 대비 기저효과로 인해 5,200천 톤에서 5,600천 톤으로 증가할 것으로 기대하고 있다.

그러나 민간건설경기는 연초 건설허가면적을 봤을 때 불안한 상황

그러나 건설허가면적 현황을 살펴보면 '10년의 연초 민간 주택부분의 수주 회복이 건설 경기를 견인하기에는 부족하다는 것을 알 수 있다. 건설허가면적은 건설경기의 최선행 지표로서 통상 건설 수주액의 6개월 선행지표이다. '09년 12월에 주거용 건설허가면적은 1471만 제곱 미터로서 전년 동기 대비 88.3% 급등하였지만, '09년의 평균 건설허가면적은 '08년의 87%, '07년의 69% 수준에 머무르고 있기 때문에 '10년 수주액 또한 부진할 것이다. 오히려 아래에서 논의할 주택 부문에 대한 세 가지 Risk를 고려하면 연초 민간 및 주택 부문의 회복세 만으로 '10년의 건설 경기를 낙관하는 것은 이르다고 판단할 수 있다.

민간에서 큰 폭의 수주 증가 기대 어려울 듯

우리는 건설산업연구원의 예측과 달리 올해의 민간 주택 부문 건설 경기가 1) 부동산 경기의 계속된 침체, 2) PF 만기 금액으로 인한 신규 투자 위험 증대, 3) 글로벌 출구 전략의 점진적 가시화라는 세 가지 Risk를 토대로 미래를 낙관할 수 없고, 따라서, 2010년 큰 폭의 수주 증대는 기대하기 어렵다고 전망한다.

Risk 1: 부동산 경기의 계속된 침체

부동산 공급과잉 상황 준공후 미분양 증가세

'09년 12월 대비 국내 미분양 가구 수 또한 7000가구 정도 소폭 감소하였고, 특히 준공 후 미분양은 거의 감소하지 않은 것을 확인할 수 있는데 이는 올 2월 11일 만료되는 양도세 감면혜택을 겨냥하여 밀어내기 식으로 증가한 연말 수도권 분양 물량에 대한 후유증으로 볼 수 있다. 또한 2007년 분양가 상한제 회피 물량이 올해 대거 입주된다는 점과 전년동월대비 신규 분양 물량이 당분간 증가할 것이라는 점 때문에 민간 건설 부문은 당분간 공급 과잉 상태일 것으로 판단되므로 신규 주택 공급이 이루어지기 힘들 것으로 판단된다. '09년 가처분 소득 대비 가계 신용 비율이 79%까지 상승하면서 주택 수요 측면에서 또한 쉽사리 회복되지 않을 전망이다.

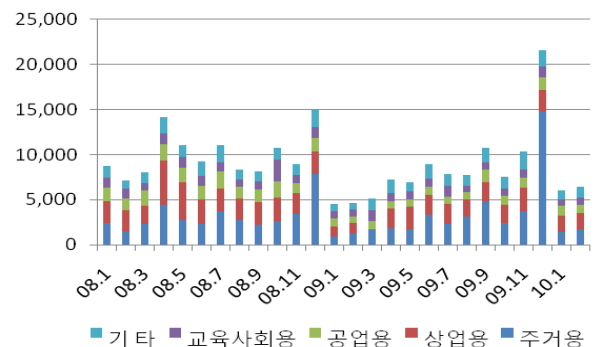
그림 28. 동사 IR 봉·형강류 수요 예측

- **형강 : 5,200 → 5,600 천톤**
 - SOC 투자지속, 건설경기 회복 및 기저효과로 명목소비 증가
 - 글로벌 경제회복으로 해외수요도 증가 기대
 - 국내 수요 회복에 따른 수입량 소폭 증가 예상
- **철근 : 10,300 → 11,000 천톤**
 - 건축부문 투자 회복세에 따른 수요 증가
 - ※ 건축투자 전망(건설연) : 88.9조('09년) → 91.6('10년)
 - 유가상승으로 중동 건설 호조 : 수출여건 호조
 - 국내 수요 회복에 따른 수입량 소폭 증가 예상

출처: 동사 IR 보고서

그림 29. 건설허가면적 현황

(단위: 천 m²)



출처: 국토해양부, 건설경제 주요통계, Research Team 2

재건축도 불투명

민간건축 경기의 불황으로 인한 미분양 Risk 증가에 대한 대안으로 최근 업체들은 재건축/재개발 사업의 비중을 높이고 있다. 그러나 재건축 프로젝트의 경우 도시환경정비법 등 규제 요건이 강화되고, 사업 진행 속도도 느려 매출에 빠르게 반영되기 어려우며, 기존 주택 공급물량이 수요를 지속적으로 초월하는 상황이기 때문에 재개발 사업의 수주확대로 인한 외형성장을 기대하기는 어려운 상황이다

Risk 2: PF만기 도래 금액이 올해 최대규모**올해 PF만기도래 최대**

글로벌 매크로 환경 불안 속에서 '10년에 건설사의 PF만기 도래 금액이 사상 최대(44조 원, 금융감독원 금융위원회 인용)이라는 사실에 근거해 유동성 리스크를 우려된다. PF는 미래의 프로젝트 수익에 근거 하여 필요한 소요자금을 조달하는 금융기법으로, 부동산 경기 침체 등의 영향으로 분양률이 저조할 경우 시공사 즉, 건설업체들이 지급보증을 부담하게 되는 것을 말한다. '08~'09년 중 미분양 주택이 적체 및 글로벌 금융위기가 발발하면서 부동산 PF 대출 부실이 점점 확대되고 있는 실정이다.

대형업체는 양호한 상황

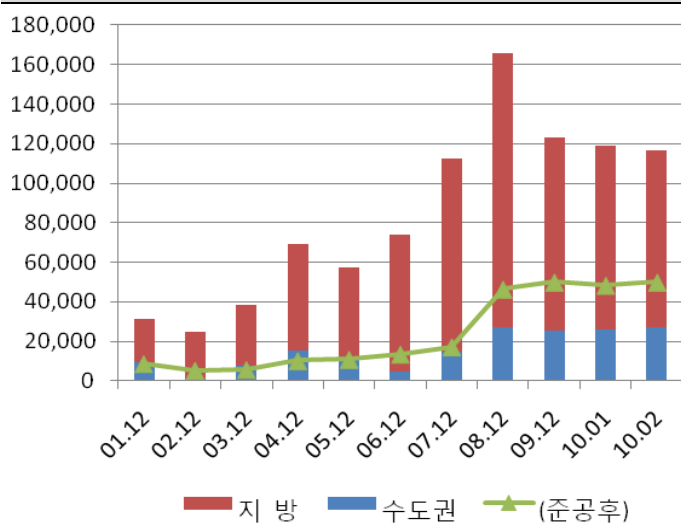
대형 건설업체는 지난 1년간 주택 부문을 구조조정 함으로써 현금 흐름이 양호하고 부실 우려가 낮은 PF 대출 상태를 유지하고 있다. 또한 대형 건설업체는 해외 플랜트 등에 사업 비중을 확대하고 있기 때문에 그 충격을 최소화할 수 있을 것으로 예상된다. 다만, 미착공 PF의 경우에는 지가 하락에 따른 손실 반영폭이 클 수도 있다.

중견업체들 위험신호**신규 건설 확대 어려움**

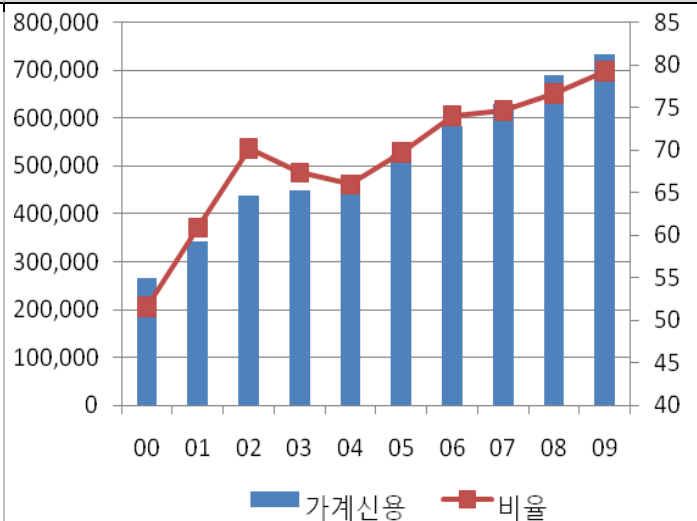
그러나 중견 건설업체는 재무구조 악화에 따른 자금 압박과 펀더멘털 손상 등으로 유동성 위험을 감내하지 못할 위험이 있다. 중소 건설사는 불확실한 금융환경에 대한 민감도가 클 수밖에 없으며 실제로 최근 몇 개의 업체들이 부도를 선언하기도 하였다. 또한 이는 관계업체인 금융기관, 하도급업체, 자재업체에게도 큰 타격이 된다. 따라서 PF 만기 도래에 따른 유동성의 확보 문제로 인하여 추가적인 신규 건설 물량의 증가가 어려울 전망이다.

그림 30. 미분양 주택 현황

(단위: %)



출처: 국토해양부, Research Team 2

그림 31. 가처분 소득 대비 가계 신용 비율

출처: 통계청, Research Team 2

그림 32. 금융기관별 PF 연체 현황

(단위: 억 원, %)

권역	구분	'08.6 말	'08.12 말	'09.6 말	'09.12 말
금융권 전체	잔액	789,089	831,375	840,026	824,256
	연체율	3.6	4.4	5.9	6.4
은행	잔액	479,122	525,118	541,349	509,588
	연체율	0.7	1.1	2.6	1.7
저축은행	잔액	122,100	115,227	110,485	118,084
	연체율	14.3	13.0	9.6	10.6
보험	잔액	53,242	55,190	54,739	57,356
	연체율	2.4	2.4	4.1	4.6
증권사	잔액	29,595	28,578	28,286	27,471
	연체율	6.6	13.9	24.5	30.3

출처: 금융감독원 금융위원회, Research Team 2

Risk 3: 글로벌 출구전략의 점진적인 가시화

출구전략에 대한 우려
감, 금리상승시 건설업
경기 축소 위험

글로벌 경기상황은 중국의 긴축정책, 미국의 금융규제, 유럽발 신용위기 등으로 불확실성이 매우 높은 상황이다. 특히, 중국의 긴축정책은 이미 단행되었고, 조만간 높아질 수 있는 소비자 물가 때문에 더 지속될 가능성이 있다. 한국은 여전히 기준금리를 동결했으나, 미국 등 글로벌 동향에 맞추어 출구전략을 실시할 가능성이 높아지고 있다. 다만 최근 유럽 발 쇼크로 인해 당분간 그 강도가 위축될 것이다.

출구전략은 경제 위기 상황에서 취해졌던 금리 인상이나 정부지출 확대 등 경기 부양을 위한 조치를 완화하여 경기의 과열을 방지하기 위한 것이다. 특히 금리의 인상은 대표적인 출구전략으로서, 향후 필연시 되는 출구전략의 시행은 주택부문과 PF 부분 등 건설업 여러 분야에 부정적인 영향을 미칠 것이다.

봉·형강류 수요는 지난
해와 유사한 수준일 것

결국 언급한 바와 같이 민간 건설이 소규모 회복세를 보임에도 불구하고 건설 경기를 활성화하기에는 부족하다고 할 수 있다. 준공 후 미분양 주택이 여전히 존재하고 수요는 회복되지 않는 공급 과잉의 상태에서 국내 건설사는 PF 금액의 만기 도래로 인해 유동성 확보 문제에 발목이 잡혀 있다. 또한 출구전략의 시행 및 금리 인상의 위험을 고려하면 신규 주택 수주가 큰 폭으로 회복되기는 어려울 것이다. 따라서 동사의 주력 제품인 봉·형강류에 대한 국내 수요는 소폭 감소하거나 지난해와 유사한 수준을 유지할 것으로 생각된다.

원재료 가격은 급등,
수요부족은 판가인상
어려움으로 이어질 것!

중요한 점은 봉·형강류의 수익성이 하락하고 있다는 것이다. 그 이유는 크게 두 가지로 정리할 수 있다. 첫째는 주 원자재인 철스크랩의 가격이 지속적으로 상승하고 있다는 것이다. 이미 국내 수입 비중이 높은 미국과 일본산 철스크랩은 '09년 11월 이후 최근까지 30~40%까지 인상되었다. 둘째는 언급한 바와 같이 봉·형강류의 국내 수요가 증가하지 않을 것으로 판단되기 때문에, 가격 전가력 측면에서 원가 상승분을 판가에 반

영하기 어렵다는 것이다. 동사는 원자재 가격 인상분을 제품 가격에 반영하기 위해 노력하고 있지만, 국내 건설 산업의 부진 및 가격 인상에 대한 반발로 인하여 인상 폭을 최소화 할 수 밖에 없는 상황이다.

봉·형강류의 대표적인 제품인 철근의 예를 통해 철스크랩의 가격 상승과 이익률의 감소에 대하여 이야기 하겠다. IR에 의하면 철근 1톤에는 철스크랩 1.1톤이 필요하고, 현재 철강 제품의 철스크랩 가격을 제외한 마진은 판가의 27%이다. 현재 철스크랩의 가격은 톤당 50만원이기 때문에(1달러 1,100원 기준) 판가 79만 1천 원의 철근 1톤을 생산하기 위해서는 1.1톤에 해당하는 55만원의 철스크랩 비용이 투입된다. 즉 철스크랩 원가가 판가의 65%나 차지하는 것이다. 철근의 톤당 순이익은 판가의 27%이기 때문에 약 21만원이라고 할 수 있다.

**철스크랩 10% 상승시
영업이익 26% 감소
-> 수익저하 우려!!**

만약 단위당 철스크랩 가격이 10% 상승하여 60만 5천원에 거래가 되고, 철강의 가격은 그대로라면 철강의 원가는 5만 5천원 가량 상승하므로 영업이익은 26% 감소한 15.5만원이 된다. 철근에서 철스크랩이 차지하는 비중이 크기 때문에, 만약 안정적으로 철스크랩의 가격을 통제하지 못한다면 철의 수익성은 큰 폭으로 하락할 위험이 있는 것이다.

**철스크랩 국내 공급비
중 확대도 어려움**

그렇다면 수입 철스크랩의 가격 상승에 대응하기 위하여 수입 비중을 줄이고 국내 비중을 늘릴 수는 없을까? 그러나 그 가능성은 부정적이다. 동사 IR에 의하면 국내 철강산업의 철스크랩 회수율은 90%에 이르며, 더 이상의 효율 개선은 어렵다고 한다. 회수율이 90%인 경우 철스크랩은 무려 40번 이상 수거, 재활용되기 때문에 철스크랩 1t의 누적 사용량은 10t에 달한다. 이처럼 국내 철스크랩은 높은 효율을 통해 재활용되고 있기 때문에, 더 이상 수입 철스크랩을 줄이고 국내 비중을 확대하는 것은 불가능할 것이다. 오히려 높아져 가는 철스크랩 수입 가격으로 인하여, 국내 철스크랩 가격의 동반 상승 위험이 존재한다고 할 수 있다.

**봉·형강류 수요증가와
마진확보는 불투명**

결론적으로, 동사의 Cash Cow인 봉·형강류 부문은 큰 폭의 성장을 기대하기 어렵다. 먼저, 살펴본 바와 같이 수요산업인 건설 산업의 2010년 민간부분의 회복이 불확실하기 때문에 건설산업연구원의 전망치 만큼 성장할 수 없다고 판단한다. 또한 2010년 공공부분 수주도 감소하는 상황을 감안한다면, 건설경기의 부진은 2011년까지 이어질 것으로 예상된다. 동시에 수익성 측면에서도 봉·형강류는 원자재 가격 상승에 충분히 대응할 여력이 없기 때문에 마진 확보가 어려워 보인다. Research Team 2는 건설 업황의 부진으로 인하여 동사가 철강 제품의 판가상승에 어려움을 겪음으로써, 봉·형강류의 수익성 또한 악화될 것으로 전망한다.

6. Point 3) 해외시장! 어둡다! 어두워!

국내가 어렵다고? 해외 시장은 어떠한가?

신성장동력 동남아시아?

동사는 해외 매출액 비중을 매해 2~3%정도씩 꾸준히 늘려가고 있는데, 그것은 수출 시장을 개척하여 신수요를 창출하기 위한 것이다. IR 자료에 의하면 동사는 새롭게 시트파일(SP600 X180, 말레이시아 등 8개국), 송유관용(API X70), 압력기용(SG255-299) 열연강판(베트남 및 인도네시아), 철도레일(BS75R, 동남아 및 중동)을 수출하기 시작하였으며, 특히 최근에 늘어나는 철강 수요로 인하여 성장성이 기대되는 동남아시아 시장을 개척하기 위해 노력하고 있다. 아래에서는 동사가 새로운 성장 동력으로 주목하고 있는 동남아시아 철강 시장에서 동사의 경쟁력에 대하여 살펴봄으로써 이 부분의 수익성을 검토하고자 한다.

순수출상태인 일본과 중국도 동남아시아를 주목

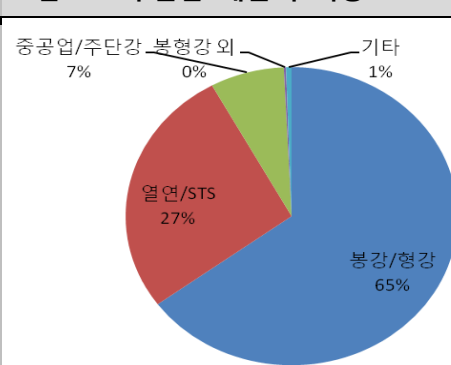
동남아시아 시장이 주목 받고 있는 이유는 첫째로 지리적인 근접성 때문이다. 철강은 운송비 부담이 크기 때문에 대부분 인접 지역권에서 수요와 공급이 이루어지는데, 한중일 3국은 철강이 공급 과잉 상태이기 때문에 동남아시아가 주목 받고 있는 것이다. 중국은 폭증하는 국내 철강 수요를 충족시키고자 '09년 봉·형강류 위주로 순수출 하였으며, 일본 또한 철강 생산의 30%를 순수출 하는 등 수출에 크게 의존하는 상태이므로 한·중·일 3국은 새롭게 부상하는 시장인 동남아시아를 눈 여겨 보지 않을 수 없다.

그림 33. 수출현황 (단위: 백만원)



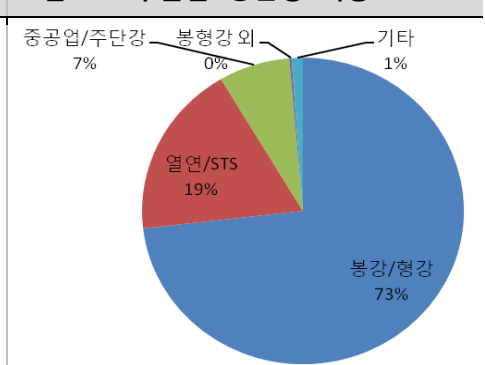
출처: 사업보고서, Research Team 2

그림 34. 수출품 매출액 비중



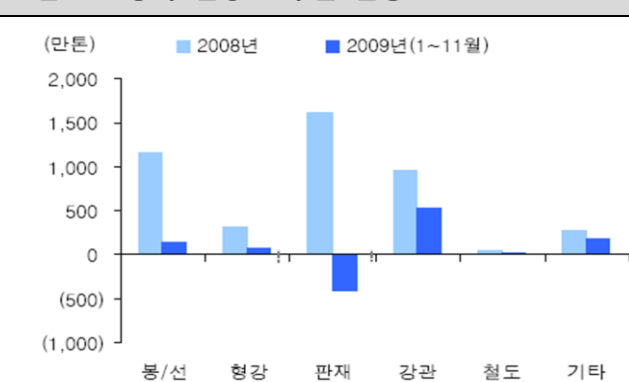
출처: 사업보고서, Research Team 2

그림 35. 수출품 생산량 비중



출처: 사업보고서, Research Team 2

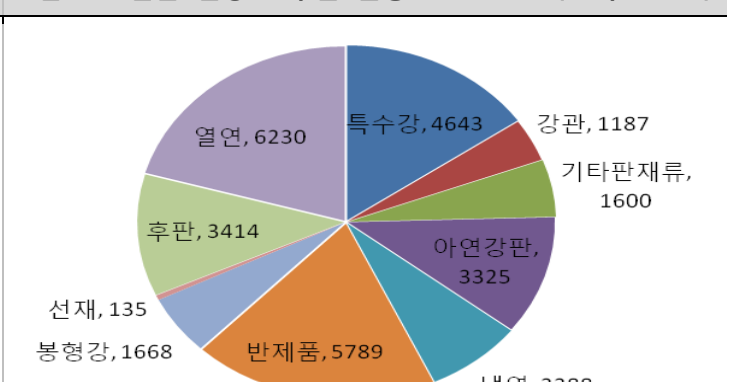
그림 36. 중국 철강 순수출 현황



출처: Mysteel, 연합철강망, POSRI, LIG투자증권

그림 37. 일본 철강 순수출 현황

(단위: 천 톤)



출처: JIFS, Research Team 2

세계 최대 순수입시장 인 동남아시아

또한 동남아시아는 성장성 측면에서 매력적인 시장이다. 동남아시아는 '15년까지 연평균 4.9% 성장할 것으로 예상되며, 고성장에 대한 기대로 인하여 유망 투자 지역으로 부상하고 있다. 특히 동남아시아의 철강 부문은 수요가 공급을 상회함에도 현지 생산 능력이 미치지 못하여 '08년 3,700만 톤에서 '15년 4,600만 톤으로 세계 최대의 순수입 시장이 될 것으로 예상된다. 또한 '15년까지 동남아시아의 건설 투자 부문은 고성장을 기록할 전망이다.(인도네시아 9.5%, 베트남 9.2%, 말레이시아 8.8%)

동사는 주로 봉·형강류 를 수출

동사가 동남아시아 국가들에 수출하고 있는 품목은 주로 봉·형강으로서, 봉·형강은 동사 전체 수출량의 73.1%, 수출액의 64.9%를 차지한다. 동사는 고로 완성을 통하여 제 1제강에 진출함으로써 새로운 제품 생산이 가능하게 되었지만, 열연판·후판 등 고로 완성으로 인한 제 1강 부문은 현대 계열사 및 국내 시장의 수요를 대체할 것으로 예측되기 때문에 앞으로도 봉·형강류 제품이 동사의 수출에서 큰 비중을 차지할 것이다.

중일 양강체제 시장확대가 어려움

그러나 동사가 동남아시아에서 봉·형강류의 수출을 확대하고 시장 지배력을 획득하는 것은 불가능해 보인다. 동남아시아 시장은 이미 중국과 일본에 의해 지배되어 있는데 '08년에 이미 각각 시장의 32.7%와 27.1%를 선점하였다. 중국은 저가의 판재류 및 봉·형강류, 일본은 고부가가치의 판재류 중심으로 시장이 양분되어 있다.

일본, 판매망관리와 해 외 제철소 운영 시작

일본은 이미 동남아시아에 SCM을 구축하고 지속적으로 확대해 나가고 있다. POSRI에 의하면 JFE는 미국 수요가 감소하고 중국 철강 산업이 성장하며, 한국에서는 동사가 시장을 잠식함에 따라 마케팅 인력을 현지에 파견하고 태국 및 베트남 중심으로 Coil Center를 증설함으로써 안정적 판매 기반을 구축하고 있다. Coil Center는 자동차, 가전 제품 등 일본 현지 진출 기업과 일본계 상사가 운영하는 네트워크로서 현지 판매 기반을 확고히 하는 기능을 하고 있다. 뿐만 아니라 일본의 철강사들은 유통 과정을 축소하고 원가를 절감하기 위해 직접 진출을 계획하고 있는데, JFE는 베트남에 일관 제철소 프로젝트를 '08.12년부터 추진하고 있고 태국에서도 신일본제철과 JFE가 일관 제철소 건설 프로젝트에 참여하고 있다.

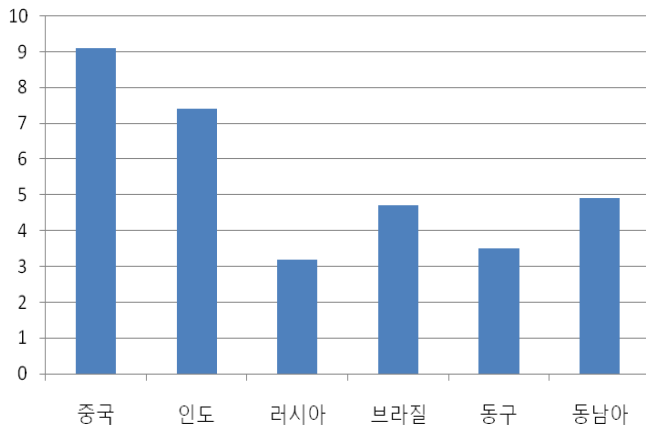
중국, 네트워크가 강함

중국 또한 전략적으로 동남아시아에 접근하고 있다. POSRI에 의하면 바오산 강철은 현지 무역 법인 및 사무소를 운영하면서 통합 마케팅 시스템을 구축하였는데, 싱가포르에 동남아 총괄 법인을 두고 방콕, 홍콩 등 각지에 무역 사무소를 운영하고 있다. 특히 중국은 동남아시아의 경제력에 큰 영향을 미치는 화교 네트워크를 이용하여 수출을 확대하기 위해 노력하고 있다. 또한 바오산 강철 및 우한 강철그룹은 잠저강 및 광청강에 일관제철소를 건설함으로써 최종적으로 4,000만 톤에 이르는 조강을 생산하고 고급 제품 시장에도 진출할 전망이다. 중국 철강업체는 장기적으로 현지에 직접 진출함으로써 위안화 절상 위험에도 충분히 대응할 수 있을 것이다.

치열한 경쟁 속 취할 수 있는 전략이 없다!

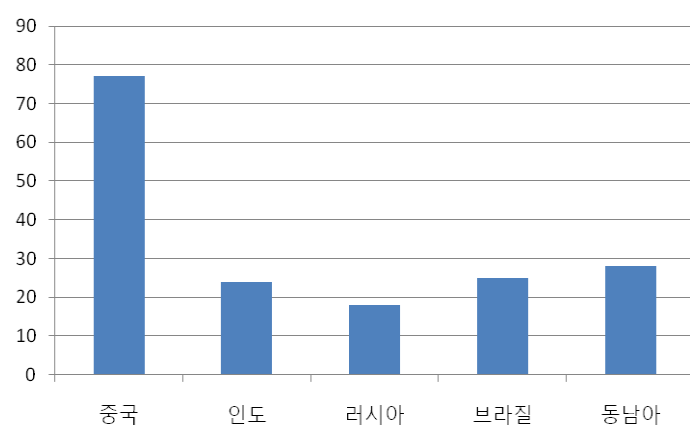
이와 같은 치열한 경쟁 상황에 처한 동사가 동남아시아에 효율적인 판매 네트워크를 구축하거나, 원가 절감을 위하여 자회사 신설 및 일관제철소 건설을 통하여 현지에 직접 진출하지 않는 이상 상대적으로 경쟁력을 확보하기는 힘들 것이다. 그러나 동남아시아의 철강 유통 네트워크는 이미 중국 및 일본이 선점한 데다가, 동사는 현지 직접 진출을 위한 자금적 여력이 없기 때문에 당분간 해외 직접 진출이 힘들다고 할 수 있다. 따라서, 동남아시아 시장에서 동사의 수출 비중은 지난해와 크게 다르지 않을 것이다.

그림 38. 신흥국 경제성장률 전망('10~15) (단위: %)



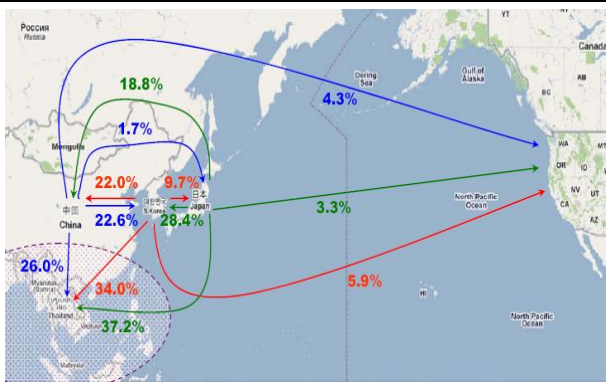
출처: POSRI, Research Team 2

그림 39. 신흥국 FDI 순유입액 현황('08) (단위: 10억\$)



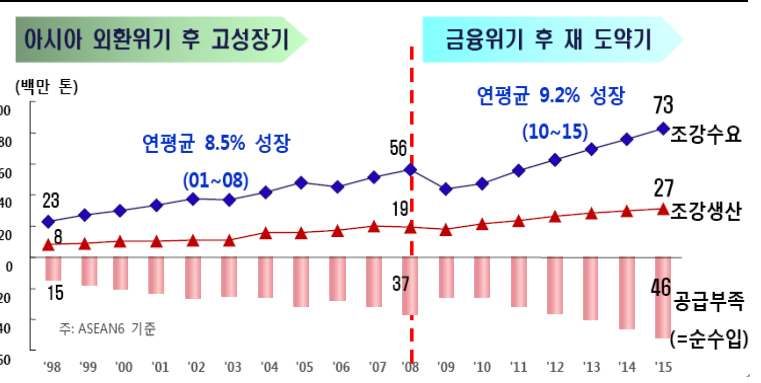
출처: POSRI, Research Team 2

그림 40. 한·중·일 수출 비중 현황 (단위: %)



출처: 한국철강협회, JISF, Mysteel

그림 41. 동남아시아 조강수급 실적 및 전망



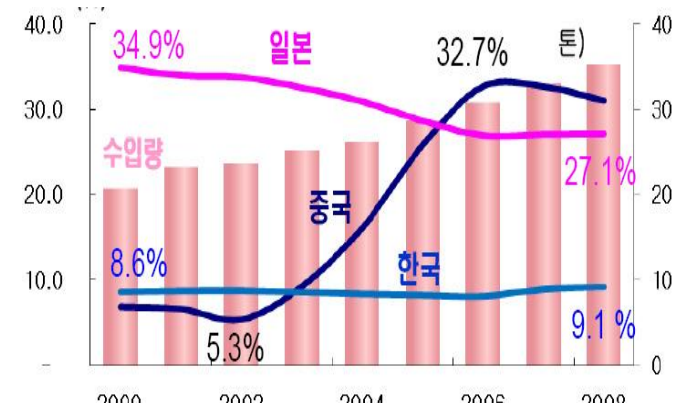
출처: POSRI

그림 42. 중국의 동남아시아 네트워크 현황



출처: POSRI

그림 43. 동남아시아 한중일 점유율 (단위: % (L), 톤 (R))



출처: POSRI

7. Valuation

PBR-ROE를 이용한 기업가치 산출

2010년 철강업종에 대한 불확실성이 높아지는 상황에서, 기업가치 산출을 위해 Research Team 2는 구체적인 실적 추정이 가능한 2010년, 2011년 EPS를 산출하고, 이를 기반으로 PBR-ROE 회귀분석을 통해 동사의 적정주가를 산출하였다.

긍정적인 시나리오를 통한 적정주가와 최 대 괴리도 산출

기본 가정은 고로를 통해 만들 수 있는 열연은 95%, 후판은 100% 판매 가능하다는 것이다. 정상조업도가 90~95%정도인 점을 감안하면, 매우 긍정적인 수치이다. 우리는 고로에 대한 기대감을 충분히 반영하였을 때, 주가가 어떤 수준인지 알아보기 위함이다.

또한, 판가부분은 변동성이 크기 때문에, 최근 가격인 철근 73만, 형강 89만, 열연 80만, 후판 82만원을 지속 반영하는 대신, 적정 영업이익률을 적용함으로써 원재료 가격 상승에 대한 마진율변동 부분을 반영했다.

2009년 실적검토 및 2010년, 2011년 EPS추정

2009년과 2010 실적은 각 제품별로 다음과 같다

	총판매량(천톤)	매출액(억원)	영업이익률(%)	영업이익(억원)	영업외이익	영업외비용	순이익(억원)
합계		79,664		5,781	9,304	3,019	11,520
철근	3,915	25,415	11.00%	2,796			
형강	3,674	26,320	9.00%	2,369	외환차익/1,771	이자비용	
열연	2,919	18,218	-2.74%	(500)	증권처분이익	1,236	13,503
후판	0	0	0.00%	0	4,640	외환차손	
STS/중기계	738	9,711	11.50%	1,117	지분법이익/1,003	1,429	

고로부분 기업이 희망 하는 목표치를 다 반영

열연강판부분은 2009년까지 전기로를 통해서 제조하였는데, 약 500억 영업 적자를 기록했다. 전기로에서 만드는 열연의 경우 거의 수익이 날 수 없는 구조라는 점을 감안하여 10년부터는 0.5%의 영업이익률을 반영하였다. 전기로 열연 같은 경우 전방산업의 전망치를 반영하여 2010년, 2011년에는 10%, 8%씩 성장할 것으로 가정하였다. 고로에서 만드는 열연의 경우는 기본가정에 따른 판매량을 적용하였고, 기업에서 목표로 하고 있는 영업이익률을 반영하였다.

봉·형강 이익률 1% 차감

2009년 철근과 형강 부문 판매량은 작년 건설경기 부진으로 많이 줄어든 상태이지만, 앞으로도 건설경기가 부진할 것이라는 전망치를 반영해 2010년, 2011년 2%, 3% 반영했다. 앞서 우리가 전개한 논리와 비교해보면 약간 높은 수치이다. 또한 판가인상을 통해 원재료가격 상승 분을 충분히 반영하지 못할 것이라는 우리의 논리를 반영하여, 이익률은 1% 차감했다. 철스크랩의 가격이 10% 상승하면, 이익은 25% 감소한다는 점과 원재료가격이 1분기에만 30%이상 급등했다는 점을 감안하면 차감한 부분은 크지 않다고 판단된다. 형강도 철근과 같은 논리를 반영하였다.

후판 이익률 1% 차감

후판의 경우에도 또한 판가인상을 통해 원재료가격 상승 분을 충분히 반영하지 못할 것이라는 우리의 논리를 반영하여, 영업이익률을 1% 차감했다. STS는 작년 적자였고, 중기계 부분은 시황은 좋지 않으나 주력제품의 판매가 견고하다는 점을 감안하여, 2%, 3%성장할 것으로 반영하였다. 법인세는 10%라고 가정하였다.

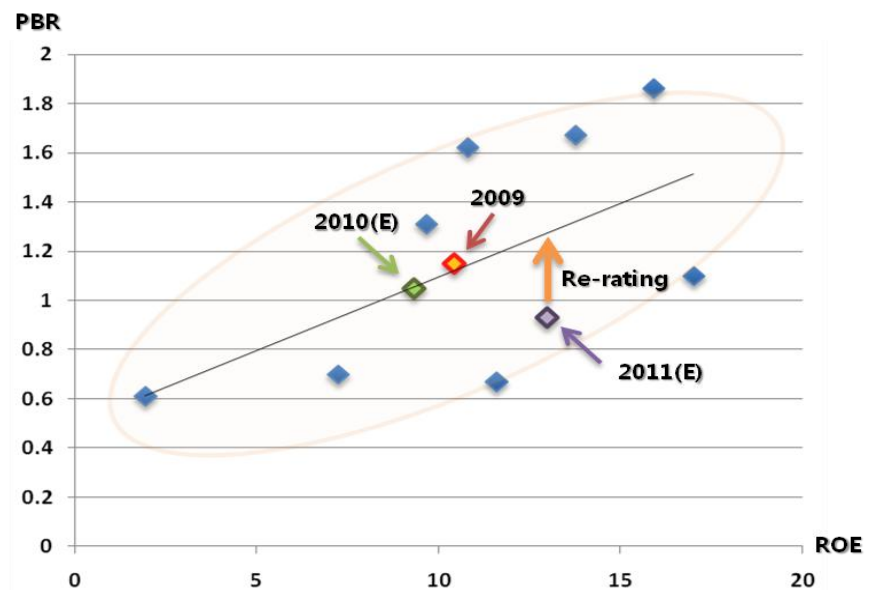
* 2010년 실적전망

	총판매량(천톤)	매출액(억원)	영업이익률(%)	영업이익(억원)	영업외이익	영업외비용	순이익(억원)
합계		123,763		7,894	2,893	3,295	6,743
철근	3,993	31,547	10.00%	3,155			
형강	3,747	34,102	8.00%	2,728	지분법이익	이자비용	EPS
전기로열연	3,211	25,687	0.50%	128	1,053	2941	7,904
고로열연	2,708	21,660	4.00%	866			
후판	105	861	3.00%	26			
STS/중기계	753	9,905	10.00%	991			

* 2011년 실적전망

	총판매량(천톤)	매출액(억원)	영업이익률(%)	영업이익(억원)	영업외이익	영업외비용	순이익(억원)
합계		144,897		11,793	2,893	2,808	10,690
철근	4,113	30,026	10.00%	3,003			
형강	3,860	34,353	8.00%	2,748	지분법이익	이자비용	EPS
전기로열연	3,153	24,905	0.50%	125	1,106	2454	12,531
고로열연	5,605	44,280	11.00%	4,871			
후판	150	1,230	3.00%	37			
STS/중기계	768	10,103	10.00%	1,010			

ROE와 PBR은 자산대비 수익성과 자산대비 시장의 평가를 비교하는 것으로, 지속 가능한 순이익으로 산출한 ROE에 따라 PBR은 영향을 받는다. 다음 그림은 철강업 주요 3사인 포스코, 동국제강, 동사의 과거 3년치 PBR과 ROE에 대한 산포도이다.



	현대제철					POSCO			동국제강		
	07년	08년	09년	10년(E)	11년(E)	07년	08년	09년	07년	08년	09년
ROE	13.77	11.58	10.41	9.31	12.97	15.9	17.01	10.8	9.67	7.24	1.92
PBR	1.67	0.67	1.15	1.05	0.93	1.86	1.1	1.62	1.31	0.7	0.61

회귀분석 결과 철강주들은 ROE에 의한 PBR의 평가가 Linear한 관계를 가짐을 알 수 있었다. 이때 Research Team 2는 분포도의 신뢰도를 더 높이고자 08년과 09년 ROE를 각각 18.53, 20.15에서 11.58, 10.41로 수정했다. 먼저, 2008년은 4분기 ROE를 반영하였다. 이는 동사가 1~3분기까지 평균 ROE 15% 정도의 수익성을 달성하다, 4분기 경제위기가 찾아오게 되면서 철강 단가 인하를 두 번이나 하는 등 상대적으로 저조한 수익성을 보였고, 시장은 이 때의 ROE를 바탕으로 기업의 PBR을 평가했다고 판단하기 때문이다. 2009년에는 현대차 주식 매각으로 발생한 일회성 차익을 제거해주었다. 이와 같은 조정으로 추세선은 우상향하였고 신뢰도는 상승하게 되었다.

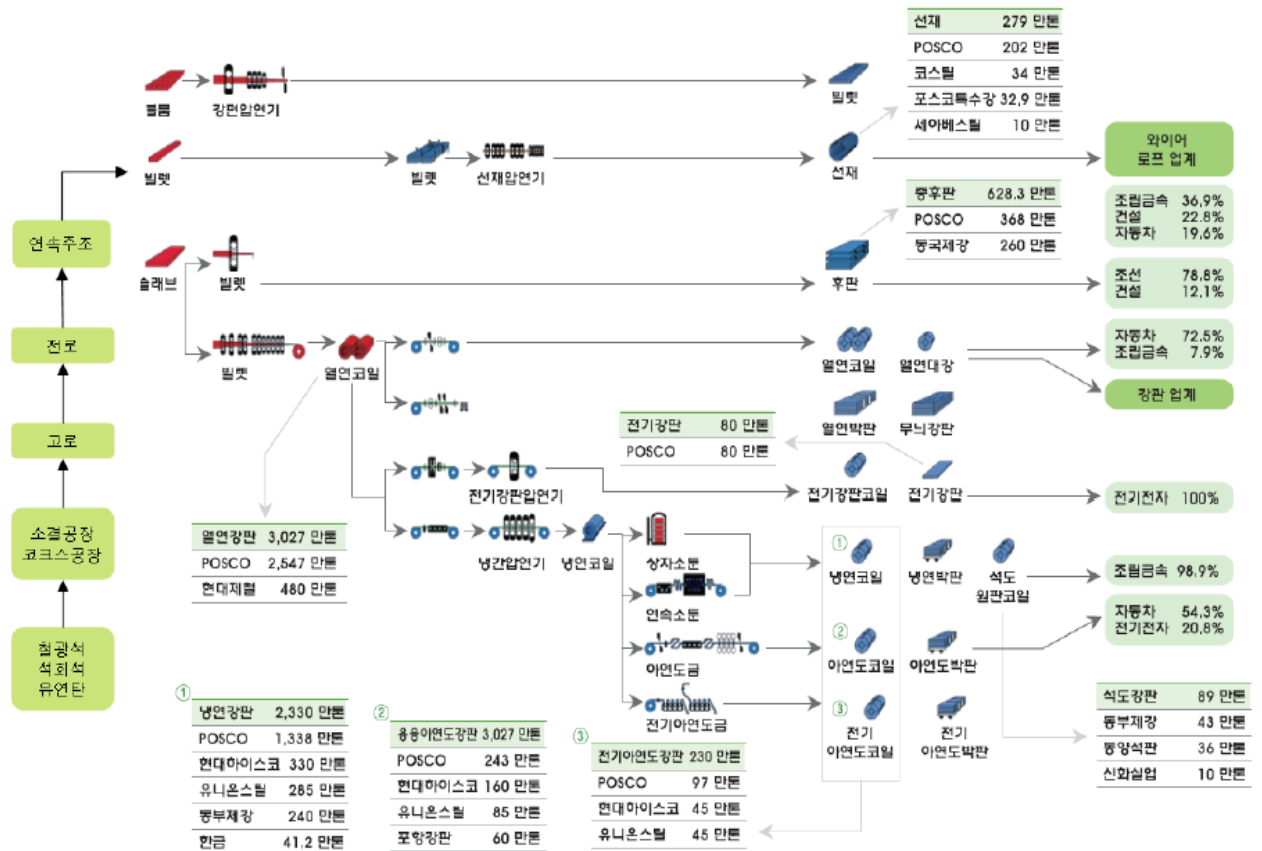
회귀분석 결과 추정된 추세선의 방정식은 다음과 같다. $\therefore Y=0.4973 \cdot X+0.0597$
여기에 우리가 산정한 2010년, 2011년 예상 ROE를 적용하여, 목표 PBR을 구해보면 각각 1.05, 1.27이다. 이는 동사의 현재 PBR(현재 시가총액/09년 자본) 대비 각각 -8.4%, +10.5%으로, 2010년 목표 PBR은 현재 PBR에 비해 오히려 낮은 편이며, 2011년 목표 PBR은 현재 PBR에 비해 그렇게 높은 상황은 아니다.

결론부터 말하자면, 현 주가는 고로 2대가 거의 풀가동되는 시점인 2011년의 수익성의 대부분을 이미 어느 정도 반영하고 있다고 판단된다. 분명 고로가동을 통해, 2011년에는 수익성이 한 단계 업그레이드될 것이며, 이는 Re-rating이 되어야 함은 분명하다. 그러나 앞서 말했듯이, 고로를 통해 얻을 수 있는 목표 수익 대부분을 EPS산정 시 온전히 다 반영하였고, 다른 부분에서도 긍정적인 가정을 했음에도 불구하고, 2년 기대수익률은 10.5%로 저조하다.

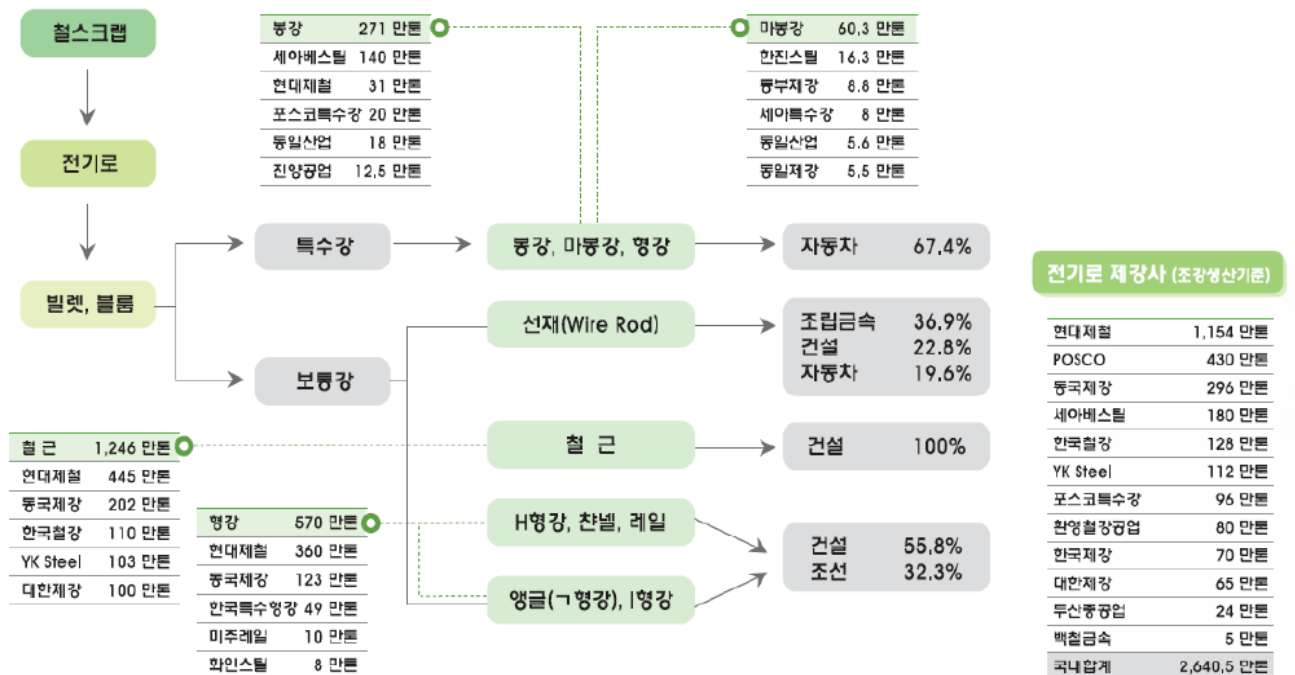
Research Team 2는 이러한 결과는 반영해 투자 의견은 Sell을 제시한다. 이는 1) 원재료 가격의 급격한 상승으로 마진확보 여부가 매우 불투명한 상황에서, 2) 중국 및 아시아 시장에서의 철강재 수요는 지속되고 있어, 원재료 가격 상승은 당분간 지속될 것으로 판단되고, 3) 세계적 수요 증가세와는 달리 국내 시장은 건설경기의 부진으로, 주력 제품인 봉·형강류 매출이 큰 폭으로 성장하기는 어려울 것으로 예상되며, 4) 해외 시장에서의 성장가능성은 불투명하고 충분한 마진확보가 쉽지 않을 것으로 전망되기 때문이다. 또한, 5) 고로를 통해 생산되는 열연과 후판의 매출을 충분히 반영하더라도, 주가의 Upside Potential이 제한적이라는 측면에서 동사의 현재 주가는 고로에 대한 과도한 기대감으로 매우 부담스러운 수준이라고 판단한다.

8. Appendix

1) 일관제철 공정(구체적 수치는 2008년 말 기준)



2) 전기로제강 공정과 생산품의 용도(구체적 수치는 2008년 말 기준)



3) Snapshot

손익계산서					대차대조표				
(100Mn.)	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12	(100Mn.)	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12
매출액	54,812	73,828	105,030	79,684	유동자산	22,340	32,684	42,355	44,501
매출원가	45,722	63,250	87,484	70,207	현금및예금및당기금	3,980	9,267	10,888	19,820
매출총이익	9,091	10,578	17,546	9,457	시장성유가증권	700	92	0	0
판매비및일반관리비	3,173	3,883	4,352	3,676	매출채권	9,405	11,430	13,972	8,365
인건비	370	408	468	450	재고자산	7,635	11,553	17,116	15,053
광고상각비	43	45	87	85	비유동자산	47,897	55,847	75,043	111,303
무형자산상각비		7	7	4	무형자산	14,768	16,281	16,721	11,088
기타판매비및일반관리비	1,238	1,449	1,453	1,321	유형자산	32,491	38,158	56,893	98,450
영업이익	5,917	6,696	13,214	5,781	무형자산	21	371	356	344
영업외소득	515	10	-3,674	6,285	자산총계	70,236	88,331	117,398	155,804
이자수익	332	584	653	631	유동부채	19,171	22,976	27,457	39,227
이자비용	1,066	1,236	1,497	1,236	매입채무	6,038	7,087	8,271	6,916
외환차익	258	35	-1,964	342	당기차입금	5,189	7,530	7,546	9,280
외환손실	128	-150	-1,363	784	유동성장기차입금	455	421	812	1,210
지분이익	656	670	597	1,003	비유동부채	16,068	24,865	41,647	50,512
기타영업외소득	-288	26	85	131	사채	11,209	15,999	22,185	19,998
세전계속사업이익	6,433	6,706	9,540	12,086	장기차입금	1,558	5,135	16,407	27,729
법인세비용	1,697	1,508	1,315	546	부채총계	35,237	47,841	69,105	89,739
계속사업이익	4,735	5,198	8,225	11,520	자본금	4,266	4,266	4,266	4,266
당기손이익	4,735	5,198	8,225	11,520	자본잉여금	7,167	7,097	6,940	6,940
EPS (원)	5,760	6,192	9,798	13,721	이익잉여금	23,722	28,470	36,198	47,258
수정EPS	5,626	6,182			자본조달	-132	-139	-146	-146
					자본총계	34,999	40,490	48,293	66,065

현금흐름표					주요투자지표				
(100Mn.)	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12	(%)	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12
영업활동으로인한현금	7,369	4,435	8,260	14,148	Growth Ratios				
당기손이익	4,735	5,198	8,225	11,520	매출액성장률 %	8.5%	34.7%	42.3%	-24.2%
비환급수익비용가감	1,538	2,511	4,125	-3,233	EBITDA성장률 %	13.8%	15.2%	71.9%	-47.1%
유형자산감가상각비	2,088	2,518	2,638	2,607	EBIT성장률 %	16.7%	13.2%	97.4%	-56.3%
무형자산상각비	8	15	15	13	순자산성장률 %	9.8%	25.8%	32.9%	32.7%
퇴직급여	425	514	479	467	Profitability Ratios				
외환차익	-128	150	1,308	-784	매출총이익률 %	16.6%	14.3%	16.7%	11.9%
지분별당기이익	-656	4,435	8,260	14,148	EBITDA마진률 %	14.6%	12.5%	15.1%	10.5%
기타	-199	-5,120	-8,575	-19,703	EBIT마진률 %	10.8%	9.1%	12.6%	7.3%
영업활동으로인한자산	1,096	-3,274	-4,090	5,861	세전계속사업이익률 %	11.7%	9.1%	9.1%	15.1%
투자활동으로인한현금	-8,948	-9,584	-18,888	-32,384	당기순이익률 %	8.6%	7.0%	7.8%	14.5%
유형자산 투자	-7,434	-8,653	-21,589	-35,954	Stability Ratios				
유형자산 처분	908	142	112	99	부채비율 %	100.7%	118.2%	143.1%	135.8%
무형자산 증감	-3	0	0	0	순부채비율 %	46.4%	51.7%	75.1%	66.0%
투자자산 증감	-527	688	-112	13,822	유동비율 %	116.5%	142.3%	154.3%	113.4%
기타	-1,892	-1,761	2,700	-10,351	담채비율 %	78.7%	92.0%	91.9%	75.1%
재무활동으로인한현금	163	8,687	14,986	16,997	이자보상배율	5.6	5.4	8.8	4.7
장단기차입금증가	-1,334	6,197	10,695	15,443	Performance Ratios				
사채증감	5,475	5,977	6,369	2,987	ROE %	14.5%	13.8%	18.5%	20.1%
자본증감	0	0	0	0	ROA %	7.1%	6.6%	8.0%	8.4%
배당금의지급	-400	-420	-420	-420	ROI %	11.7%	13.2%	18.0%	6.3%
기타	-3,578	-3,067	-1,659	-1,012	Per Share Ratios				
영업투자재무활동기타	0	0	0	0	수정EPS	5,551	6,092	9,641	13,503
순현금흐름	-1,416	3,538	4,359	-1,239	주당순자산	41,024	47,460	56,606	77,437
기초현금	3,044	1,628	5,166	9,525	주당현금흐름	8,008	9,061	12,750	16,573
기말현금	1,628	5,166	9,525	8,286	주당배당금	500	500	500	500

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.