

한국철강

104700 / 매수

건설경기 회복세와 장부가치에 주목

철강/비철금속
연구원 조강운
ck2ck@etrade.co.kr
3779 0055

- 투자 의견 매수 유지, 목표주가는 45,000원 유지
- 4분기 실적 Review: 영업이익 -38억원 적자 축소
- 건설경기 회복세+감산 등의 철근가격 통제로 가격결정력 점차 회복 전망

매수 (유지)
목표주가(12M) 45,000원
현재주가 ('11/01/20) 35,000원
업종투자 의견 비중 확대

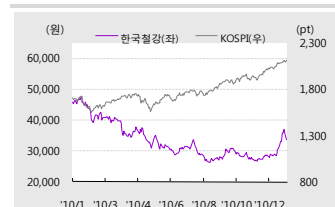
Stock Data

KOSPI ('11/01/20)	2,106.66pt
시가총액	322십억원
발행주식수	9,210천주
액면가	5,000원
52주 최고가/최저가	47,250 / 26,200원
60일 일평균거래대금	1.1십억원
외국인 지분율	3.2%
배당수익률 ('09.12)	2.0%
주주구성	
KISCO홀딩스 외 10	59.2%
한국자산관리공사	5.2%

Company Performance

상대수익률	1 개월	21.4%
	6 개월	-8.9%
	12 개월	-49.5%

Company vs Composite



투자 의견 매수, 목표주가 45,000을 유지

한국철강에 대해 투자 의견 매수, 목표주가 45,000을 유지한다. 투자 의견 매수 유지의 이유는 **1) 탄탄한 재무제표**: 2010년 말 예상 순현금은 약 700억원으로(부산은행 180만주 등 매도가능증권 약 300억원 제외), 2010년 영업이익 적자에도 연간 EBITDA는 570억원 수준으로 현금창출력은 뛰어나며 **2) 장부 가치에도 못 미치는 과도한 저평가**: 2011년 기준 PBR 0.4배, EV/EBITDA 2.3배 **3) 정부의 민간 건설경기 부양책**: 미분양주택매입(서울제외), SOC상반기 조기투입 **4) 바닥을 찍은 실적 턴어라운드**에 따른다. 목표주가는 2011년 PER 13.7배, PBR 0.6배이며, 현재주는 2011년 PER 10.7배, PBR 0.4배, EV/EBITDA 2.3배 수준이다.

4분기 실적 Review: 영업이익 -38억원 적자 축소

한국철강의 4분기 매출액은 2,433억원(+26% YoY, +15% QoQ), 영업적자 38억원(YoY, QoQ 적자 축소)을 기록했으며 특이사항은 부산은행주식 약 100만주를 매각하여 세전이익 95억원을 기록했다. 부산은행 매각대금은 약 150억원으로 결정형 태양광공장 설립에 사용되고있는 것으로 보인다. 4Q 철근 출하량은 약 24만톤으로 파악되며, 평균 ASP는 톤당 77만원으로 파악된다. 철근부문 가격인상을 통해 3Q 대비 철스크랩 스프레드가 톤당 27만원수준에서 32만원으로 확대되며 영업이익이 약 70억원으로 흑자전환이 예상되어 작년과 마찬가지로 성과급이 20~40억원 지급된 것으로 보인다. 단조부문은 아직 가동률이 30%수준(전기로 5차지)에 머물고 있어 적자가 지속되고있으며 태양광도 미국 수출계약건이 2011년으로 연기되면서 과거수준의 적자가 지속된 것으로 판단된다.

태양광: 박막형에 결정형 추가, 출하는 3월부터

1) 지난 4월 미국 SECP사 계약한 20MW 규모의 박막형 태양전지 공급은 2011년 상반기로 연기되었으며, 2) 추가적으로 약 130억원의 투자가 필요한 결정형 모듈도 현재 착공해 2월경에 완공되어 3월부터 생산을 시작할 예정이다. 투자금은 4분기에 부산은행 주식 약 100만주를 매각하며 약 150억원의 현금을 확보했다. 결정형은 연 65MW의 CAPA를 갖고 있어 박막형(연 20MW)보다 효율이 높으며, 다른방식의 모듈 추가로 영업력확대가 가능할것으로 판단된다. 매출규모는 2010년 20억원 수준에서, 2011년 50~80억원 수준 확대될 것으로 보여 태양광 연평균 170억원 규모의 적자를 줄일 것으로 예상된다.

Valuation Summary

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2008	316.1	60.5	62.9	49.3	16,340	N/A	73.9	1.9	2.9	0.4	15.2
2009	911.5	49.5	58.3	46.1	5,002	-69.4	106.8	8.8	3.4	0.6	6.8
2010F	879.9	-2.1	15.8	14.2	1,538	-69.2	57.2	18.4	3.3	0.4	2.0
2011F	915.1	31.2	37.7	30.2	3,276	112.9	92.0	10.7	2.3	0.4	4.2
2012F	942.5	41.6	51.2	39.9	4,335	32.3	102.0	8.1	1.5	0.4	5.4

주: 2008년 실적은 기업분할로 인한 9월부터 12월까지 4개월간의 실적임.

자료: 이트레이드증권 리서치센터

2011년 철근 전망: 느리지만 점차 개선세를 보일것으로 예상

1) 국내 건설경기 제한적 회복 예상: 정부의 민간 건설경기부양책도 긍정적

POSRI에 따르면 2011년도 철근 명목소비는 956만톤으로 전년대비 8% 증가한 것으로, 2009년도 수준으로 예상하고 있다. 11월기준 미분양아파트도 9만4천호(-4.5% MoM), 준공후 미분양도 4만6천호(-3.4% MoM)로 감소세에 있으며, 2011년에는 정부가 미분양 주택매입(서울제외, 수도권까지 포함; 환매조건부 매입), SOC투자 60% 상반기 조기투입 등의 정책을 내놓으며 민간건설 경기부양에 신경을 쓰기 시작한 점은 보수적인 가정으로도 2010년 수준(885만톤)의 철근 명목소비는 유지할 것으로 보인다.

2-1) 유통가격의 통제: 가격결정력 점차 회복 예상

2009년 하반기부터 봉형강 제강사들이 가격결정력을 잃은 근본적인 원인은 1) 건설사의 수요감소와 2) 유통가격의 통제실패라고 판단한다. 적자를 시현한 2010년 7월~8월 경에는 철근 베이스가격과 유통가격의 차이가 톤당 12만원까지 벌어지며, 제강사들이 건설사들과의 가격협상력에서 불리한 위치에 놓였지만 그후 봉형강제강사들은 1) 감산을 통해 유통사들에 대한 비중을 줄이고 가격통제를 하고 있는 것으로 파악되며, 2) 수입품가격의 상승으로 베이스가격과 유통가격의 괴리율이 좁혀진 상태이다. 철강신문인 스틸데일리에 따르면 2011년 1월 17일 철근베이스가격과 유통가격은 81만원으로 차이가 없는데 이는 결국 건설사들과의 분쟁에서 봉형강업체들에 유리하게 작용할 것으로 판단되기 때문에 점차 철근부문 마진 3~4% 수준은 꾸준히 유지할 것으로 보인다.

2-2) 감산을 통한 가격통제: 10만톤 초반의 낮은 재고 수준도 제강사에 긍정적

봉형강제강사들의 철근부문 가동률은 현재 60~70%에 머물고 있는 것으로 파악된다. 감산은 고정비 증가요인이지만, 건설경기 악화로 수요감소가 일어난 시점에서는 감산을 통한 이익확보가 필연적으로 보인다. 제강사들은 현재 동절기 보수를 실시할것으로 알려졌고 7대 제강사들의 철근 재고도 10만톤 초반으로 낮은 수준이기 때문에 공급감소로 인한 가격결정력을 점차 회복할 것으로 보인다.

리스크 요인: 예상보다 빠른 철스크랩가격 상승세

12월부터 철스크랩가격이 톤당 3만원이상 상승하였고, 1월 들어서는 4만원 이상 급등해 1월 철근가격 톤당 5만원 인상에 이어 추가적인 가격인상이 필요한 시점이다. 예상되었던 추가 가격인상은 2월로 미뤄진 것으로 보이며, 가격인상폭이 톤당 4~5만원보다 낮아진다면 한국철강의 경우 1분기도 적자에 머물 가능성이 존재하기 때문에 지속적인 관심이 필요하다.

한국철강(104700)

재무상태표						손익계산서					
(단위: 십억원)						(단위: 십억원)					
	2008	2009	2010F	2011F	2012F		2008	2009	2010F	2011F	2012F
유동자산	372.3	419.9	419.1	471.8	541.6	매출액	316.1	911.5	879.9	915.1	942.5
현금성자산	76.4	81.6	98.7	132.7	194.3	매출원가	239.9	818.2	837.2	837.3	853.0
매출채권	143.2	169.7	183.6	179.4	184.8	매출총이익	76.2	93.3	42.6	77.8	89.5
재고자산	151.4	159.0	124.0	146.9	149.6	판매비	15.7	43.8	44.7	46.5	47.9
비유동자산	532.3	552.9	524.3	493.5	458.1	영업이익	60.5	49.5	-2.1	31.2	41.6
투자자산	31.0	48.0	42.9	42.9	42.9	영업외수익	4.9	11.8	21.5	9.4	12.6
유형자산	501.3	504.9	481.5	450.7	415.3	금융수익	1.8	4.3	3.5	7.3	10.7
무형자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	외환관련이익	2.2	5.4	1.9	0.3	0.0
자산총계	904.6	972.8	943.5	965.4	999.7	지분법 평가이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동부채	240.5	249.0	222.3	222.3	225.0	영업외비용	2.4	3.0	3.6	3.0	3.0
매입채무	160.7	143.7	143.1	143.1	145.8	이자비용	0.3	0.9	0.9	1.1	1.1
단기차입금	2.0	41.5	25.1	25.1	25.1	외환관련손실	0.3	0.4	1.7	0.0	0.0
유동성장기부채	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	지분법손실	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	13.9	18.1	20.8	20.8	20.8	세전계속사업이익	62.9	58.3	15.8	37.7	51.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	법인세비용	13.6	12.3	1.6	7.5	11.3
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	254.4	267.2	243.1	243.1	245.7	당기순이익	49.3	46.1	14.2	30.2	39.9
자본금	46.1	46.1	46.1	46.1	46.1	EBITDA	73.9	106.8	57.2	92.0	102.0
자본잉여금	552.5	552.5	552.5	552.5	552.5						
이익잉여금	49.3	87.1	92.9	114.8	146.4						
자본조정	2.3	20.0	8.9	8.9	8.9						
자본총계	650.2	705.6	700.4	722.3	753.9						

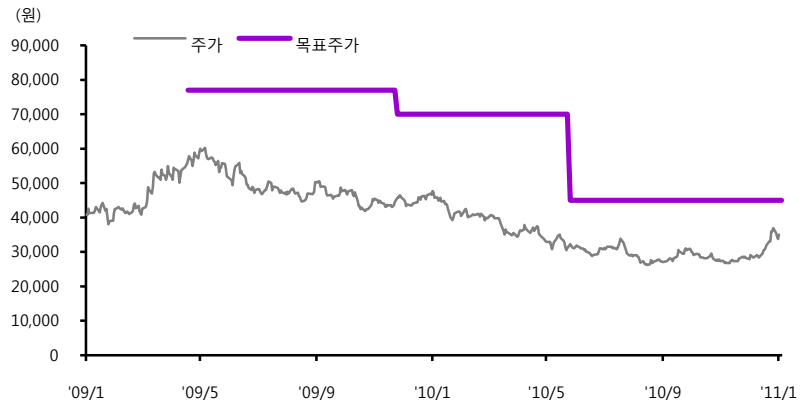
현금흐름표						주요 투자지표					
(단위: 십억원)											
	2008	2009	2010F	2011F	2012F		2008	2009	2010F	2011F	2012F
영업활동현금흐름	14.6	29.8	83.2	72.0	94.9	EPS (원)	16,340	5,002	1,538	3,276	4,335
당기순이익	49.3	46.1	14.2	30.2	39.9	BPS (원)	70,619	76,643	76,078	78,454	81,888
유형자산감가상각비	13.4	57.3	59.4	60.8	60.4	DPS (원)	900	900	900	900	900
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	SPS (원)	104,774	99,003	95,566	99,389	102,371
자산부채변동	-51.1	-79.3	6.3	-18.6	-5.5	매출증가율 (%)	N/A	188.4	-3.5	4.0	3.0
기타	3.0	5.7	3.4	-0.3	0.0	영업이익증가율 (%)	N/A	-18.3	적전	흑전	33.2
투자활동현금흐름	29.8	-80.2	-9.8	-29.7	-25.0	순이익증가율 (%)	N/A	-6.6	-69.2	112.9	32.3
유형자산투자	-38.3	-61.3	-36.0	-30.0	-25.0	EPS증가율 (%)	N/A	-69.4	-69.2	112.9	32.3
유형자산매각	0.9	0.6	0.1	0.0	0.0	EBITDA증가율 (%)	N/A	44.6	-46.4	60.8	10.9
유동자산순증	-372.3	-47.6	0.8	-52.7	-69.7	영업이익률 (%)	19.1	5.4	-0.2	3.4	4.4
투자자산순증	0.4	-7.0	26.6	0.0	0.0	순이익률 (%)	15.6	5.1	1.6	3.3	4.2
기타	439.1	35.2	-1.3	53.0	69.7	EBITDA Margin (%)	23.4	11.7	6.5	10.1	10.8
재무활동현금흐름	1.2	32.2	-35.1	-8.3	-8.3	ROA (%)	10.9	4.9	1.5	3.2	4.1
자본금및자본잉여금증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROE (%)	15.2	6.8	2.0	4.2	5.4
차입금의순증	2.2	39.3	-16.5	0.0	0.0	배당수익률 (%)	2.9	2.0	3.2	2.6	2.6
배당금지급	0.0	-8.3	-8.3	-8.3	-8.3	순차입금 (십억원)	-74.2	-40.1	-73.6	-107.7	-169.3
기타	-1.0	1.2	-10.4	0.0	0.0	영업이익이자보상배율 (배)	189.0	53.2	영업손실	27.7	36.9
현금의 증가	45.7	-18.2	38.3	34.0	61.6	차입금/자본총계비율 (%)	0.3	5.9	3.6	3.5	3.3

주: 2008년 실적은 기업분할로 인한 9월부터 12월까지 4개월간의 실적임.

자료: 이트레이드증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
한국철강(104700)	2009.05.07	매수	77,000원
	2009.12.14	매수	70,000원
	2010.06.14	매수	45,000원
	2011.01.21	매수	45,000원



Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 조강운).
본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급	적용기준(향후12개월)
Sector(업종)	OVERWEIGHT (비중확대)	시장대비 7% 이상 상승 예상
	NEUTRAL (중립)	시장대비 -7%~7% 수익률 예상
	UNDERWEIGHT (비중축소)	시장대비 7%이상 하락 예상
Report(기업)	BUY (매수)	추정 적정주가 10% 이상 상승 예상
	HOLD (중립)	추정 적정주가 -10%~10% 수익률 예상
	SELL(매도)	추정 적정주가 10% 이상 하락 예상