

철근업

Aug 22, 2012

Overweight

>> Top Picks

종목명	투자의견	목표주가(6M)
한국철강	Buy	43,000원(상향)
대한제강	Buy	10,000원(상향)

안정적 롤마진 확보로 추가적인 주가 재평가

비중확대 유지, 한국철강과 대한제강 모두 매수관점

철근업종에 대해 비중확대를 유지한다. 철근 소비 증가, 타이트한 철근 수급 유지로 철근 롤마진은 추후 안정적인 전망이다. 이익 회복을 반영한 주가 재평가가 추가로 진행될 것으로 판단한다. 한국철강(매수/43,000원 상향)은 태양광 부담 탈피, 이익 수준 회복, 자산가치 대비 저평가가 돋보인다. 대한제강(매수/10,000원 상향)은 가공 철근으로 지속적 M/S 증가, 이익 회복이 긍정적이다. 또한 한국철강(지분율 40.8%)과 비상장 철근회사인 환영철강(연산 77만톤, 지분율 83.5%)을 보유한 지주회사 KISCO홀딩스(Not rated)도 관심권이다.

국내 철근 소비 4년 만에 증가로 전환

국내 철근 명목소비는 08년 이후 4년 만에 9.2% 증가가 예상된다. 수도권 아파트 가격 하락에도 지방 주택 가격 상승이 10~11년 두드러지게 나타나, 11년부터 주택 인허가 증대, 신규 분양 및 착공 증가로 이어졌기 때문이다. 또한 수도권도 전세가격 상승으로 도시형 생활주택 등 소형 위주 건설 호조가 나타나고 있다. 이미 철근 출하에 선행하는 H형강 명목소비가 09년을 바닥으로 매년 10% 이상의 성장을 이어가고 있어, 철근 소비는 12년에 이어 13년에도 증가할 개연성이 크다.

타이트한 국내 철근 수급으로 철근 롤마진은 확대된 채 유지 예상

국내 철근업체 공급 조절, 철근 수요 증가의한 타이트한 국내 철근 수급으로 건설사와의 가격협상력이 회복된 상황이다. 2분기 확대된 철근 롤마진은 추후에도 유지될 것이다. 최근 전기요금 인상에도 Scrap가격 안정으로 3분기 롤마진은 2분기에 근접할 것으로 추정된다. 또한 Scrap 하락에 비해 철근 유통가격 하락 폭이 크지 않아, 9월 철근 가격 협상에 따라 추가적인 롤마진 확대 가능성도 상존한다.

2분기 이익 호조에 이은 안정적인 이익 시현 가능

2분기 호실적(실질 영업이익률 5~6%, 10년 이래 최대)에 이은 3~4분기 이후도 4%를 상회하는 영업이익률은 가능할 것으로 예상된다. 2분기 실적에 긍정적으로 작용했던 전력 보조금이 3분기에도 반영될 가능성이 커, 당사 추정치를 상회할 수도 있다.



| 철강 |

책임연구원 엄진석
3771-9445

jsampm@iprovest.com

Contents

3 철근업 비중확대, 한국철강과 대한제강 모두 매수권

4 국내 철근소비 4년 만에 증가로 전환

6 타이트한 국내 철근 수급으로 철근 롤마진 확대 유지

7 2분기 이익 호조, 하반기 이후도 안정적 이익 시현 예상

기업분석

8 한국철강 (104700/Buy/TP:43,000원 상향): 아직도 철근 마진 개선이 덜 반영된 주가

11 대한제강 (084010/Buy/TP:10,000원 상향): 철근M/S 확대기조, 이익 상향 감안 목표가 상향

철근업 비중확대, 한국철강과 대한제강 모두 매수권

철근업종에 대해 비중확대를 유지한다. 철근 소비 증가, 타이트한 철근 수급 유지로 철근 롤마진은 추후 안정적인 전망으로 이익 회복을 반영한 주가 재평가가 추가로 이어질 것으로 판단한다.

한국철강(매수/43,000원 상향)은 태양광 부담 탈피, 이익 수준 회복, 자산가치 대비 저평가가 돋보인다. 대한제강(매수/10,000원 상향)은 가공 철근 강화로 지속적 M/S 증가, 이익 수준 회복이 긍정적이다. 또한 비상장 철근회사인 환영철강(연산 77만톤, 지분율 83.5%)과 한국철강(지분율 40.8%)을 보유한 지주회사 KISCO홀딩스(Not rated)도 양호한 주가가 기대된다.

도표 1. 한국철강(매수/43,000 원 상향) : 아직도 철근 마진 개선이 덜 반영된 주가

(단위: 십억원)

투자포인트

- 2분기 실질 영업이익률 6% 시현

1) 매출액 2,915억원(YoY 4.0%, QoQ 20.7%), 영업이익 259억원(YoY 190.3%, QoQ 흑전)

2) 일회적 요인(전력보조금 112억원, 대손상각비 -24억원)

- 3~4분기도 분기 120억원 이상의 안정적 이익 시현 예상

3 분기에도 타이트한 철근 수급 유지, Scrap 가격 안정

- 태양광 부담 완전히 탈피

- 12년말 순현금 1,133억원 등 자산가치 대비 저평가

IFRS개별	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12E	2Q12E	3Q12E	4Q12E	2011	2012E	2013E
매출액	201.8	280.3	213.4	325.1	241.5	291.5	253.2	276.4	1,020.6	1,062.5	1,090.0
영업이익	7.5	8.9	-15.7	-43.4	-21.4	25.9	13.1	12.1	-42.7	29.7	48.7
조정영업이익	7.5	8.9	-4.2	-8.8	-7.0	15.1	13.1	12.1	3.3	33.3	48.7
세전이익	9.2	9.8	-20.5	-41.0	-18.3	24.7	13.8	13.9	-42.5	34.1	53.2
순이익	6.3	8.5	-15.9	-32.4	-14.3	19.2	10.9	11.1	-33.5	26.9	42.0
영업이익률(%)	3.7	3.2	-7.3	-13.4	-8.9	8.9	5.2	4.4	-4.2	2.8	4.5
세전이익률(%)	4.6	3.5	-9.6	-12.6	-7.6	8.5	5.4	5.0	-4.2	3.2	4.9

자료: 교보증권 리서치센터

도표 2. 대한제강(매수/10,000 원 상향) : 철근 M/S 확대기조, 이익 상향 감안 목표가 상향

(단위: 십억원)

투자포인트

- 2분기 실질 영업이익률 5.3%로 개선

1) 매출액 3,054억원(YoY 31.3%, QoQ 31.0%), 영업이익 253억원(YoY 1,304.3%, QoQ 837.1%)

2) 일회적 요인(전력 보조금 151억원, 대손상각비 -78억원)

- 추후 영업이익률은 4% 이상에서 안정될 전망

- 가공철근확대로 국내 철근 M/S 확대: 08년 7.9%에서 12년 상반기 12.0%으로 상승

- 추후 Bar in Coil(코일철근)으로 M/S 상승과 가공철근 원가 절감

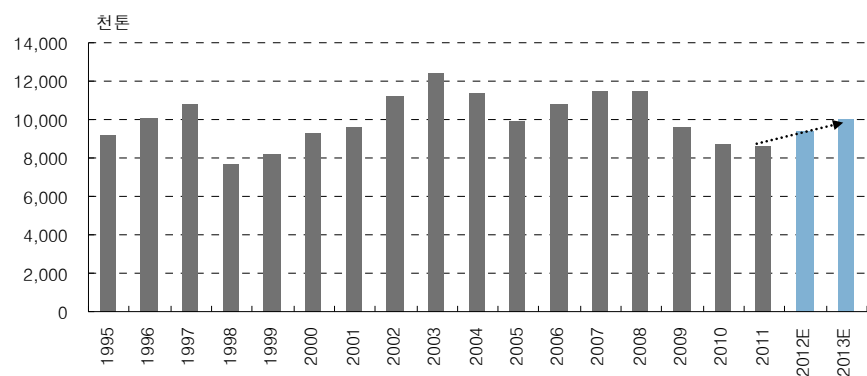
IFRS개별	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12E	2Q12E	3Q12E	4Q12E	2011	2012E	2013E
매출액	176.2	232.6	210.0	283.6	233.2	305.4	242.8	267.5	902.4	1,049.0	1,057.4
영업이익	4.7	1.8	1.9	10.9	2.7	25.3	10.3	10.7	19.4	49.1	43.0
조정영업이익	2.8	2.7	2.4	11.9	2.2	8.5	10.3	10.7	19.7	31.8	43.0
세전이익	6.0	1.7	-6.2	12.6	5.1	21.5	9.5	9.6	14.1	45.7	40.8
순이익	4.7	1.7	-4.8	11.5	3.9	16.8	7.4	7.5	13.1	35.6	31.8
영업이익률(%)	2.7	0.8	0.9	3.8	1.2	8.3	4.2	4.0	2.1	4.7	4.1
세전이익률(%)	3.4	0.7	-2.9	4.4	2.2	7.0	3.9	3.6	1.6	4.4	3.9

자료: 교보증권 리서치센터

국내 철근소비 4년 만에 증가로 전환

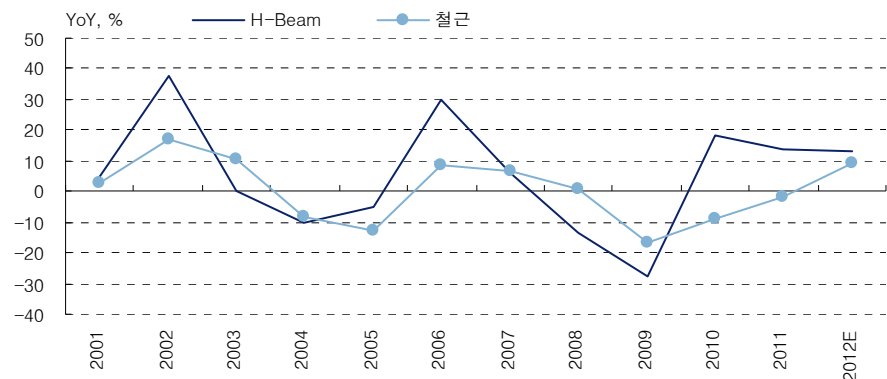
국내 철근 명목소비는 08년 이후 4년 만에 9.2% 증가한 939.7만톤으로 예상된다. 이미 상반기 철근 명목소비는 6.7% 증가했고, 내수 출하는 10.5% 증가했다. 철근 출하에 선행하는 H형강 명목소비가 09년을 바닥으로 매년 10% 이상의 성장을 이어가고 있어, 13년에도 철근 소비가 증가할 개연성이 높은 상황이다.

도표 3. 국내 철근소비 - 11년을 바닥으로 증가 전환



자료: 한국철강협회, 교보증권 리서치센터

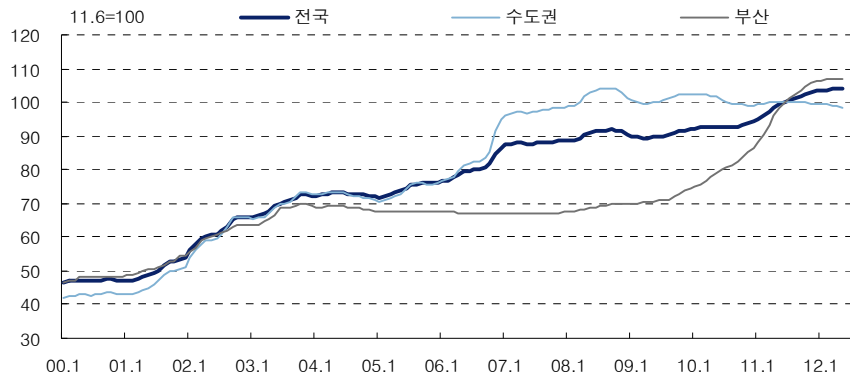
도표 4. 명목소비 증가율 - 철근 출하에 선행하는 H형강은 10년부터 10%이상 성장



자료: 한국철강협회, 교보증권 리서치센터

철근 소비 증가 배경은 11년 본격적인 주택 착공 증가가 건설 진행 물량 확대에 나타나기 때문이다. 수도권 아파트 가격 하락에도 지방 아파트 가격 상승이 10~11년 두드러지게 나타나, 11년부터 주택 인허가 증대, 신규 분양 및 착공 증가로 이어졌다. 수도권 전세가격 상승으로 도시형 생활주택 등 소형 위주 건설 호조가 나타나고 있다.

도표 5. 전국 주택가격 동향 조사 - 10년 이후 지방 위주 가격 상승



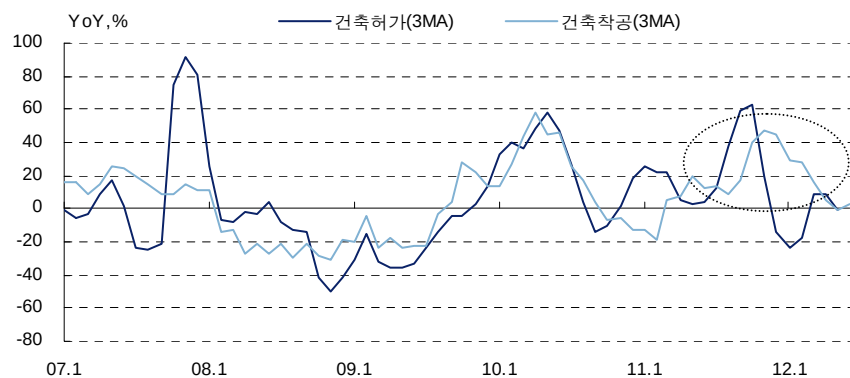
자료: KB국민은행, 교보증권 리서치센터

도표 6. 주택 인허가 - 11년 07년 수준까지 회복. 지방 및 중소형 주택 호조 (단위: 호)

구 분	2007	2008	2009	2010	2011	YoY%
전 국	555,792	371,285	381,787	386,542	549,594	42.2
(아파트)	476,462	263,153	297,183	276,989	356,762	28.8
(아파트 외)	79,330	108,132	84,604	109,553	192,832	76.0
수도권	302,551	197,580	255,158	250,218	272,156	8.8
(아파트)	265,454	130,421	215,759	197,388	176,236	-10.7
(아파트 외)	37,097	67,159	39,399	52,830	95,920	81.6
지 방	253,241	173,705	126,629	136,324	277,438	103.5
(아파트)	211,008	132,732	81,424	79,601	180,526	126.8
(아파트 외)	42,223	40,973	45,205	56,723	96,912	70.9

자료: 국토해양부, 교보증권 리서치센터

도표 7. 건축 허가 및 건축 착공 증가율 - 11년 하반기 급증세

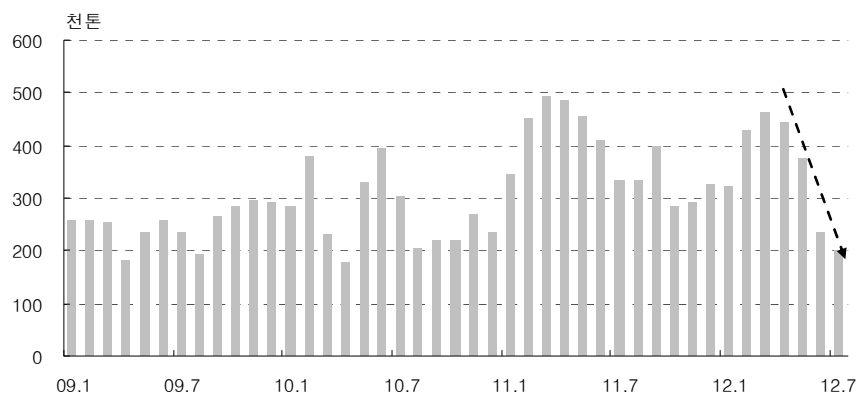


자료: 국토해양부, 교보증권 리서치센터

타이트한 국내 철근 수급으로 철근 롤마진 확대 유지

국내 철근업체 공급 조절, 철근 수요 증가에 의한 타이트한 국내 철근 수급으로 건설사와의 협상력이 회복된 상황이다. 2분기에 확대된 철근 롤마진은 추후에도 유지될 것으로 판단한다. 최근 전기요금 인상에도 Scrap가격 안정으로 3분기 롤마진은 2분기에 근접할 것으로 추정된다. 또한 Scrap 하락에 비해 철근 유통가격 하락 폭이 크지 않아, 9월 가격 협상 결과에 따라 추가적인 롤마진 확대 가능성도 있는 상황이다.

도표 8. 국내 제강사 철근 재고 - 20 만톤 수준으로 안정적



자료: 한국철강협회, 교보증권 리서치센터

도표 9. 철근 롤마진 - 우상향 추세 이어져



자료: 교보증권 리서치센터

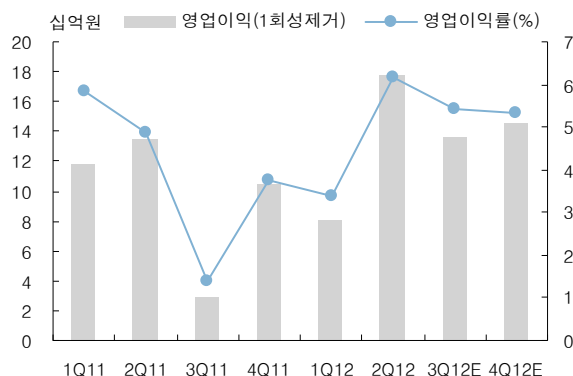
2분기 이익 호조, 하반기 이후도 안정적인 이익 시현 예상

2분기 호실적(실질 영업이익률 5~6%, 10년 이래 최대)에 이은 3~4분기 이후도 4% 이상 영업이익률의 안정적인 이익 시현이 가능할 것으로 예상된다. 2분기 일시적 긍정적 요인이었던 전력 보조금은 3분기에도 일부 반영될 수 있을 것으로 보이고, 부정적 요인이었던 대손상각비는 추후 환입될 수 있을 것으로 판단한다.

한국철강과 대한제강의 2분기 영업이익은 각각 259억원(YoY 190.3%, QoQ 흑전), 253억원(YoY +1,304.3%, QoQ 837.1%)을 시현했다. 일회성 요인을 제외한 실질 영업이익은 각각 175억원, 163억원이다. 영업이익률 기준으로 6.0%, 5.3%에 달한다. 일회성 긍정적 부분은 전력 수급난의한 수요 자원시장 참여로 전력보조금이 각각 112억원, 151억원 반영됐다. 또한 일부 거래 건설사 부도 등으로 대손상각비가 일시적으로 각각 24억원, 78억원 적용됐다.

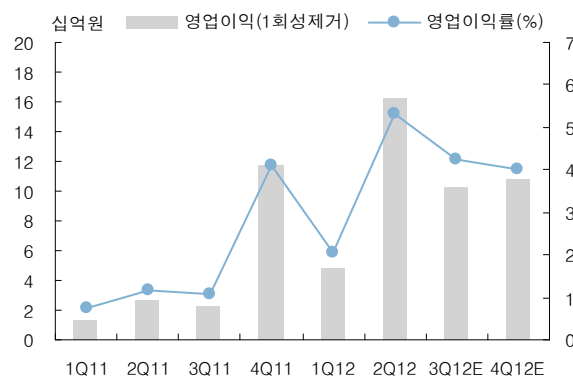
3~4분기도 Scrap가격 안정 등으로 2분기의 롤마진은 유지될 것으로 보인다. 다만 2분기 대비 판매 감소, 톤당 고정비용 증가 등에 의한 이익 감소는 불가피하다. 이보다 4% 이상 영업이익률에서 안정화되는 것에 초점을 맞춰야 한다. 특히 10~11년 3분기 이익 수준이 BEP에 불과했었던 것을 감안하면, 정상적인 마진으로 복귀를 의미한다. 3분기 한국철강과 대한제강의 영업이익은 각각 131억원(YoY 흑전), 103억원(YoY 434.3%)으로 예상된다. 이는 전력 보조금이 미반영된 수치로, 3분기에도 수요 절전시장 참여 요인이 있었던 것을 감안하면 당사 추정을 상회할 가능성이 크다.

도표 10. 한국철강 철강부문 영업이익(1 회성제거)과 영업이익률



자료: 교보증권 리서치센터

도표 11. 대한제강 영업이익(1 회성제거)과 영업이익률



자료: 교보증권 리서치센터

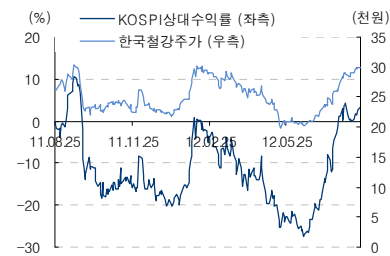
한국철강 104700

Buy [유지]
TP 43,000원[상향]

Company Data

현재가(08/21)	30,000 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	30,400 원
52 주 최저가(보통주)	19,900 원
KOSPI (08/21)	1,943.22p
KOSDAQ (08/21)	491.72p
자본금	461 억원
시가총액	2,763 억원
발행주식수(보통주)	921 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	1.8 만주
평균거래대금(60 일)	5 억원
외국인지분(보통주)	5.32%
주요주주	
KISCO 홀딩스 외 8 인	60.40%
신영자산운용 외 8 인	6.45%

Price & Relative Performance



주가수익률	1개월	6개월	12개월
절대주가	15.6%	1.7%	11.1%
상대주가	9.0%	5.8%	-0.4%

아직도 철근 마진 개선이 덜 반영된 주가

한국철강에 대해 투자 의견 매수를 유지하고, 목표주가를 실적 추정치 상향을 감안해 43,000원으로 13.2% 상향한다. 목표주가는 12M fwd BPS 77,640원에 Target PBR 0.55배를 적용했다. 최근 1개월 15.6% 상승해 KOSPI를 9.0% 상회했으나, 여전히 철근 마진 개선을 반영하지 못한 주가 수준으로 판단한다.

2분기 일회적 요인 제외하면 실질 영업이익률 6.0%

2분기 매출액 2,915억원(YoY 4.0%, QoQ 20.7%), 영업이익 259억원(YoY 190.3%, QoQ 흑전)을 기록했다. 일회적 요인(전력보조금 112억원 등 기타손익 108억원, 대손상각비 -24억원)을 제외할 경우 실질 영업이익률은 175억원이다. 철근 판매 호조와 Scrap 가격 하강 등으로 실질 영업이익률이 6%로 상승했다.

3~4분기도 분기 120억원 이상의 안정적 이익 시현 예상

여전히 타이트한 철근 수급 유지, Scrap가격 안정으로 하반기도 분기 120억원 이상의 안정적인 이익 시현이 가능할 것이다. 3분기와 4분기 영업이익은 131억원(YoY 흑전), 121억원(흑전)으로 예상된다. 당사 추정에 보수적으로 전력보조금은 감안하지 않았으나, 최근 전력 수급을 감안하면 3분기에도 일부 전력보조금이 발생할 것으로 판단된다.

태양광 부담은 완전히 탈피

4Q11에 박막형 부문, 1Q12에 결정형 부문에 대한 생산 중단을 하면서 이미 태양광 부문 자산(기계장치, 건물 등)에 대한 손실 처리를 완료했다. 기보유 제품 재고에 대한 일부 매출이 발생하나, 손실은 소폭에 그칠 전망이다. 2분기 태양광 부문은 매출액 23억원, 순손실 3억원을 기록했다.

Forecast earnings & Valuation

12월산 (십억원)	2010.12	2011.12	2012.12E	2013.12E	2014.12E
매출액 (십억원)	879.9	1,020.6	1,062.5	1,090.0	1,116.7
YoY(%)	-3.5	16.0	4.1	2.6	2.5
영업이익 (십억원)	-2.3	-42.7	29.7	48.7	51.8
OP 마진(%)	-0.3	-4.2	2.8	4.5	4.6
순이익 (십억원)	15.5	-33.5	26.9	42.0	45.3
EPS(원)	1,679	-3,638	2,918	4,557	4,918
YoY(%)	-66.4	적전	흑전	56.1	7.9
PER(배)	16.9	-6.3	10.3	6.6	6.1
PCR(배)	4.2	5.8	2.6	2.2	2.2
PBR(배)	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	3.0	-10.3	2.9	1.6	1.1
ROE(%)	2.2	-4.9	3.9	5.9	6.1

| 철강/비철금속 |

책임연구원 엄진석
3771_9445
jsampm@iprovest.com

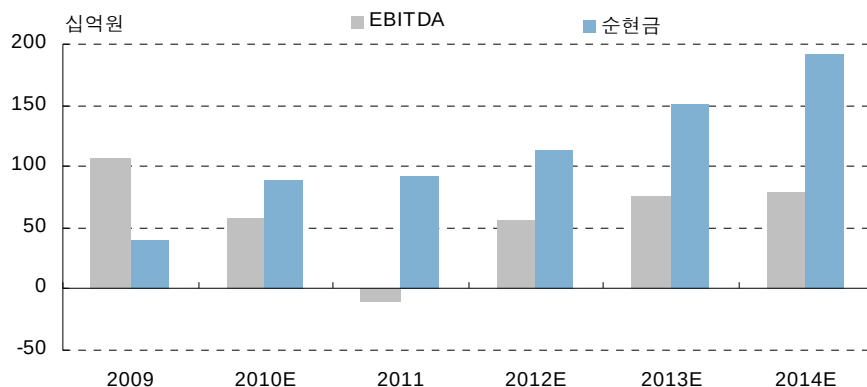
도표 12. 한국철강 분기별 실적 예상

(단위: 십억원)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12E	4Q12E	2011	2012E	2013E
매출액	201.8	280.3	213.4	325.1	241.5	291.5	253.2	276.4	1,020.6	1,062.5	1,090.0
영업이익	7.5	8.9	-15.7	-43.4	-21.4	25.9	13.1	12.1	-42.7	29.7	48.7
조정영업이익	7.5	8.9	-4.2	-8.8	-7.0	15.1	13.1	12.1	3.3	33.3	48.7
세전이익	9.2	9.8	-20.5	-41.0	-18.3	24.7	13.8	13.9	-42.5	34.1	53.2
순이익	6.3	8.5	-15.9	-32.4	-14.3	19.2	10.9	11.1	-33.5	26.9	42.0
영업이익률(%)	3.7	3.2	-7.3	-13.4	-8.9	8.9	5.2	4.4	-4.2	2.8	4.5
세전이익률(%)	4.6	3.5	-9.6	-12.6	-7.6	8.5	5.4	5.0	-4.2	3.2	4.9

자료: 교보증권 리서치센터

도표 13. 한국철강 순현금 12년말 1,000억원 상회, 14년 2,000억원 근접



자료: 교보증권 리서치센터

도표 14. 한국철강 실적 추정 변경

(단위: 십억원)

	변경후		변경전		변경률	
	2012E	2013E	2012E	2013E	2012E	2013E
매출액	1,062.5	1,090.0	1,042.2	1,082.7	1.9	0.7
영업이익	29.7	48.7	13.2	41.0	125.1	18.9
세전이익	34.1	53.2	18.3	45.0	86.1	18.3
순이익	26.9	42.0	14.4	35.5	86.1	18.3
(영업이익률)	2.8	4.5	1.3	3.8	1.5	0.7
(세전이익률)	3.2	4.9	1.8	4.2	1.5	0.7

자료: 교보증권 리서치센터

[한국철강 104700]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	880	1,021	1,062	1,090	1,117
매출원가	841	973	976	991	1,013
매출총이익	39	47	87	99	104
기타영업손익	41	90	57	50	52
판관비	41	44	56	50	52
외환거래손익	0	0	0	0	0
이자손익	0	0	0	0	0
기타일시적손익	0	-46	-2	0	0
영업이익	-2	-43	30	49	52
조정영업이익	-2	3	31	49	52
EBITDA	58	-11	57	76	79
영업외손익	20	0	4	4	6
관계기업손익	2	0	0	0	0
금융수익	18	6	9	6	7
금융비용	-1	-6	-4	-2	-2
기타	0	0	0	0	0
법인세비용차감전순이익	18	-42	34	53	57
법인세비용	2	-9	7	11	12
계속사업순이익	15	-34	27	42	45
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	15	-34	27	42	45
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	15	-34	27	42	45
매도가능금융자산평가	0	-4	-4	-4	-4
기타포괄이익	0	-1	-1	-1	-1
포괄순이익	15	-38	22	37	41
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	15	-38	22	37	41

주: 조정영업이익은 매출총이익에서 판관비를 차감한 금액

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	78	47	103	119	122
당기순이익	15	-34	27	42	45
비현금항목의 가감	47	70	81	83	82
감가상각비	60	31	27	27	27
외환손익	0	1	1	0	0
지분법평가손익	-2	0	0	0	0
기타	-11	37	53	56	56
자산부채의 증감	16	14	-1	1	1
기타현금흐름	0	-3	-3	-6	-6
투자활동 현금흐름	-6	-104	-34	-34	-34
투자자산	19	0	0	0	0
유형자산	-31	-23	-20	-20	-20
기타	6	-81	-14	-14	-14
재무활동 현금흐름	-35	21	-21	-21	-21
단기차입금	-27	43	1	1	1
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-8	-8	-8	-8	-8
기타	1	-14	-14	-14	-14
현금의 증감	38	-36	22	39	42
기초 현금	55	93	57	79	118
기말 현금	92	57	79	118	160
NOPLAT	-2	-34	23	38	41
FCF	42	-11	29	46	49

자료: 한국철강, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	430	504	540	588	639
현금및현금성자산	92	57	79	118	160
매출채권 및 기타채권	184	191	199	204	209
재고자산	121	154	160	164	168
기타유동자산	33	102	102	102	102
비유동자산	517	511	504	497	490
유형자산	476	474	467	460	453
관계기업투자금	2	2	2	2	2
기타금융자산	37	34	34	34	34
기타비유동자산	2	2	1	1	1
자산총계	947	1,015	1,044	1,085	1,129
유동부채	228	325	335	341	348
매입채무 및 기타채무	209	260	268	274	280
차입금	14	58	59	60	61
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	5	7	7	7	7
비유동부채	16	16	17	18	18
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	16	16	17	18	18
부채총계	245	341	351	359	366
지배지분	702	674	693	726	763
자본금	46	46	46	46	46
자본잉여금	553	553	553	553	553
이익잉여금	94	69	88	122	159
기타자본변동	0	0	0	0	0
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	702	674	693	726	763
총차입금	14	58	59	60	61

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 월결산(십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
EPS	1,679	-3,638	2,918	4,557	4,918
PER	16.9	-6.3	10.3	6.6	6.1
BPS	76,272	73,184	75,202	78,859	82,877
PBR	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
EBITDAPS	6,283	-1,238	6,142	8,245	8,526
EV/EBITDA	3.0	-10.3	2.9	1.6	1.1
SPS	95,540	110,814	115,363	118,345	121,250
PSR	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2
CFPS	4,606	-1,171	3,176	5,046	5,267
DPS	900	900	900	900	900

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
성장성					
매출액 증가율	-3.5	16.0	4.1	2.6	2.5
영업이익 증가율	적전	적지	흑전	64.2	6.4
순이익 증가율	-66.4	적전	흑전	56.1	7.9
수익성					
ROIC	-0.3	-5.9	4.2	6.9	7.4
ROA	1.6	-3.4	2.6	3.9	4.1
ROE	2.2	-4.9	3.9	5.9	6.1
안정성					
부채비율	34.9	50.6	50.7	49.4	47.9
순차입금비율	1.5	5.8	5.7	5.6	5.4
이자보상배율	-3.3	-26.9	18.4	29.7	31.1

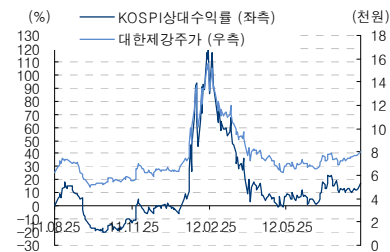
대한제강 084010

Buy [유지]
TP 10,000원[상향]

Company Data

현재가(08/21)	7,880 원
액면가(원)	1,000 원
52 주 최고가(보통주)	15,600 원
52 주 최저가(보통주)	4,965 원
KOSPI (08/21)	1,943.22p
KOSDAQ (08/21)	491.72p
자본금	240 억원
시가총액	1,917 억원
발행주식수(보통주)	2,433 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	27.5 만주
평균거래대금(60 일)	21 억원
외국인지분(보통주)	4.35%
주요주주	
오치훈 외 14 인	55.52%

Price & Relative Performance



주가수익률	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.8%	-47.9%	22.0%
상대주가	1.9%	-45.8%	9.3%

| 철강/비철금속 |

책임연구원 엄진석
3771_9445
jsampm@iprovest.com

철근 M/S 확대 기조 이익 상향 감안 목표가 상향

대한제강에 대해 투자의견 매수를 유지하며, 실적 예상치 상향을 감안해 목표 주가는 10,000원으로 22.0% 상향한다. BW 완전 희석을 고려한 12M Fwd BPS 14,267원에 Target PBR 0.7배를 적용했다. 목표주가는 12년과 13년 PER 6.7배, 7.5배 수준이다.

2분기 일회적 요인 제외하면 실질 영업이익률 5.3%로 개선

2분기 매출액 3,054억원(YoY 31.3%, QoQ 31.0%), 영업이익 253억원(YoY 1,304.3%, QoQ 837.1%)을 기록했다. 일회적 요인으로 전력보조금(151억원)과 대손상각비(78억원) 등이 반영됐다. 일회적 요인을 제거한 실질 영업이익은 163억원이다. 철근 판매량은 30.4만톤(YoY +31.9%, QoQ +22.9%)으로 분기 사상 최대를 기록했다.

추후 영업이익률은 4% 이상에서 안정될 전망

하반기부터의 영업이익률은 4% 이상에서 안정될 전망이다. 국내 철근 수요 회복에 국내 철근사 공급 조절, Scrap가격 안정화에 기인한다. 3분기와 4분기 영업이익은 103억원(YoY 434.3%), 107억원(YoY -1.5%)으로 추정하고 있으며, 전력보조금이 반영될 경우 상향 여지가 존재한다.

가공철근 확대로 국내 철근 M/S 상승 - 추후 Bar in Coil으로 추가 상승 가능

08년 이후 가공철근 확대로 국내 철근 M/S 상승(수입재 포함)이 지속되고 있다. 08년 7.9%에서 12년 상반기 12.0%까지 상승했다. 추후 11년 6월 가동을 시작한 평택 Bar in coil 가동률이 상승하면서, M/S는 추가로 확대될 수 있을 것으로 판단한다. 원가 측면에서도 Bar in coil은 기존대비 Loss가 10%이상은 적은 점도 긍정적이다.

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2010.12	2011.12	2012.12E	2013.12E	2014.12E
매출액 (십억원)	799.1	902.4	1,049.0	1,057.4	1,095.2
YoY(%)	7.0	12.9	16.2	0.8	3.6
영업이익 (십억원)	21.6	19.4	49.1	43.0	45.8
OP 마진(%)	2.7	2.1	4.7	4.1	4.2
순이익 (십억원)	15.6	13.1	35.6	31.8	34.4
EPS(원)	650	545	1,484	1,325	1,434
YoY(%)	-72.2	-16.1	172.2	-10.7	8.2
PER(배)	14.4	11.8	5.4	6.1	5.6
PCR(배)	6.6	3.8	2.6	2.9	2.8
PBR(배)	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	6.6	6.8	4.3	4.4	3.9
ROE(%)	4.8	4.0	10.3	8.4	8.4

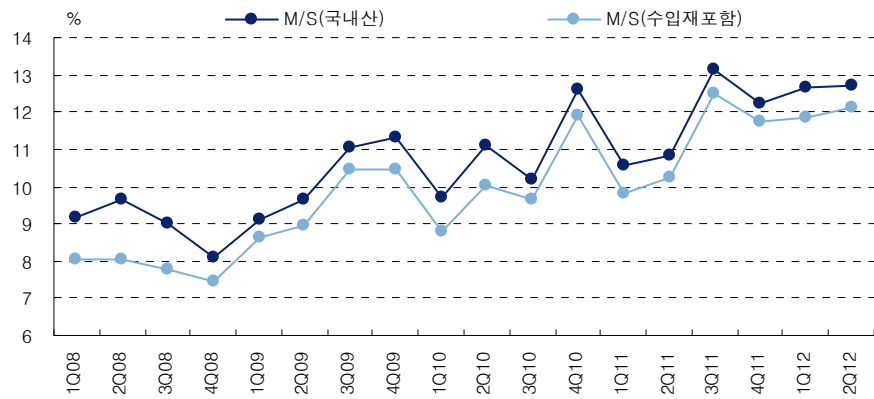
도표 15. 대한제강 분기별 실적 예상

(단위: 십억원)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12E	4Q12E	2011	2012E	2013E
매출액	176.2	232.6	210.0	283.6	233.2	305.4	242.8	267.5	902.4	1,049.0	1,057.4
영업이익	4.7	1.8	1.9	10.9	2.7	25.3	10.3	10.7	19.4	49.1	43.0
조정영업이익	2.8	2.7	2.4	11.9	2.2	8.5	10.3	10.7	19.7	31.8	43.0
세전이익	6.0	1.7	-6.2	12.6	5.1	21.5	9.5	9.6	14.1	45.7	40.8
순이익	4.7	1.7	-4.8	11.5	3.9	16.8	7.4	7.5	13.1	35.6	31.8
영업이익률(%)	2.7	0.8	0.9	3.8	1.2	8.3	4.2	4.0	2.1	4.7	4.1
세전이익률(%)	3.4	0.7	-2.9	4.4	2.2	7.0	3.9	3.6	1.6	4.4	3.9

자료: 교보증권 리서치센터

도표 16. 대한제강 국내 철근 M/S - 12% 상회



자료: 한국철강협회, 교보증권 리서치센터

도표 17. 대한제강 실적 추정 변경

(단위: 십억원)

	변경후		변경전		변경률	
	2012E	2013E	2012E	2013E	2012E	2013E
매출액	1,049.0	1,057.4	958.0	967.2	9.5	9.3
영업이익	49.1	43.0	30.9	32.3	58.9	33.2
세전이익	45.7	40.8	28.5	29.5	60.1	38.3
순이익	35.6	31.8	22.2	23.0	60.1	38.3
(영업이익률)	4.7	4.1	3.2	3.3	1.5	0.7
(세전이익률)	4.4	3.9	3.0	3.0	1.4	0.8

자료: 교보증권 리서치센터

[대한제강 084010]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	799	902	1,049	1,057	1,095
매출원가	729	843	964	968	1,002
매출총이익	70	59	85	89	93
기타영업손익	48	40	36	46	47
판관비	48	40	53	46	47
외환거래손익	0	0	0	0	0
이자손익	0	0	0	0	0
기타일시적손익	0	0	17	0	0
영업이익	22	19	49	43	46
조정영업이익	22	20	32	43	46
EBITDA	37	39	71	65	69
영업외손익	-3	-5	-3	-2	-2
관계기업손익	1	0	0	0	0
금융수익	4	7	7	3	4
금융비용	-5	-12	-10	-5	-5
기타	-3	0	0	0	0
법인세비용차감전순이익	18	14	46	41	44
법인세비용	3	1	10	9	10
계속사업순이익	16	13	36	32	34
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	16	13	36	32	34
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	16	13	36	32	34
매도가능금융자산평가	0	-1	-1	-1	-1
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	16	12	34	30	33
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	16	12	34	30	33

주: 조정영업이익은 매출총이익에서 판관비를 차감한 금액

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	104	1	41	58	57
당기순이익	16	13	36	32	34
비현금항목의 가감	18	27	36	33	34
감가상각비	16	19	21	22	23
외환손익	3	4	2	0	0
지분법평가손익	-1	0	0	0	0
기타	2	5	13	12	12
자산부채의 증감	70	-37	-18	4	0
기타현금흐름	0	-2	-13	-11	-11
투자활동 현금흐름	-47	-100	-35	-35	-35
투자자산	3	-31	-3	-3	-3
유형자산	-74	-49	-30	-30	-30
기타	24	-20	-2	-2	-2
재무활동 현금흐름	-11	41	-10	-1	-1
단기차입금	18	21	1	1	1
사채	-14	0	0	0	0
장기차입금	4	128	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-7	-2	-2	-2	-2
기타	-13	-106	-9	0	0
현금의 증감	46	-58	-8	20	19
기초 현금	30	76	18	10	31
기말 현금	76	18	10	31	50
NOPLAT	18	18	38	34	36
FCF	30	-49	12	30	28

자료: 대한제강, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	359	384	410	432	464
현금및현금성자산	76	18	10	31	50
매출채권 및 기타채권	165	215	233	234	242
재고자산	75	94	110	111	114
기타유동자산	43	57	57	57	57
비유동자산	297	351	362	372	382
유형자산	270	282	291	299	307
관계기업투자금	4	27	29	31	33
기타금융자산	13	23	24	25	25
기타비유동자산	10	18	18	17	17
자산총계	656	735	771	804	845
유동부채	289	316	318	321	328
매입채무 및 기타채무	189	214	225	226	233
차입금	66	90	91	92	93
유동성채무	33	9	0	0	0
기타유동부채	2	3	3	3	3
비유동부채	41	88	89	90	91
차입금	16	63	63	63	63
전환증권	20	20	20	20	20
기타비유동부채	4	5	6	7	8
부채총계	330	404	407	411	419
지배지분	326	331	364	394	426
자본금	24	24	24	24	24
자본잉여금	56	21	21	21	21
이익잉여금	265	307	340	370	402
기타지분변동	-19	-20	-20	-20	-20
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	326	331	364	394	426
총차입금	134	183	175	176	177

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
EPS	650	545	1,484	1,325	1,434
PER	14.4	11.8	5.4	6.1	5.6
BPS	13,569	13,776	15,168	16,401	17,743
PBR	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
EBITDAPS	1,557	1,618	2,942	2,721	2,864
EV/EBITDA	6.6	6.8	4.3	4.4	3.9
SPS	33,290	37,593	43,698	44,048	45,626
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
CFPS	1,258	-2,024	501	1,249	1,187
DPS	100	100	100	100	100

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
성장성					
매출액 증가율	7.0	12.9	16.2	0.8	3.6
영업이익 증가율	-65.0	-10.5	153.6	-12.3	6.3
순이익 증가율	-72.0	-16.1	172.2	-10.7	8.2
수익성					
ROIC	5.5	5.1	9.6	8.1	8.4
ROA	2.4	1.9	4.7	4.0	4.2
ROE	4.8	4.0	10.3	8.4	8.4
안정성					
부채비율	101.3	122.2	111.8	104.3	98.5
순차입금비율	20.5	24.9	22.7	21.9	20.9
이자보상배율	5.0	3.6	9.5	8.3	8.8

한국철강 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표가(원)	일자	투자의견	목표가(원)
2010.08.22	매수	41,000	2012.08.22	매수	43,000
2010.11.30	매수	35,500			
2011.01.17	매수	46,000			
2011.01.21	매수	46,000			
2011.04.04	매수	46,000			
2011.04.18	매수	46,000			
2011.10.06	매수	32,000			
2012.01.12	매수	32,000			
2012.01.30	매수	38,000			
2012.03.27	매수	38,000			
2012.07.02	매수	38,000			

대한제강 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표가(원)	일자	투자의견	목표가(원)
2010.08.22	매수	11,700			
2010.12.28	매수	11,700			
2011.01.17	매수	11,700			
2011.04.18	매수	11,700			
2011.10.06	매수	8,200			
2012.01.12	매수	8,200			
2012.07.02	매수	8,200			
2012.08.22	매수	10,000			

■ Compliance Notice

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

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

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자자 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.

▶ **투자지급 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 초과이익 예상되거나 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 투자의견**
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