

철강/비철금속

Overweight
(Maintain)

2017. 11. 20

2018, Still Hot!!!

2018년 철강/비철금속은 여전히 뜨거운 전망이다. 글로벌 철강산업은 중국 철강산업의 지속적인 구조조정과 견조한 수요로 철강가동률이 7년만에 80%를 상회 할 것으로 전망됨에 따라 수급 균형에 근접할 것으로 판단한다. 또한 비철산업도 제한적인 공급 상황에서 글로벌 경기회복, 전기차 시장 개화로 인한 신수요, IT 산업의 성장으로 수요초과가 지속될 전망이다. 따라서, 2018년 철강재, 비철금속 모두 가격 상승을 전망하며, Top Pick으로 POSCO와 고려아연을 추천한다.



철강

Analyst 박종국

02) 3787-5152

jkpark@kiwoom.com

키움증권

Contents



I. SUMMARY 3

- > 철강산업은 수급 균형에 근접 3
- > 비철산업은 공급 부족 지속 4

II. 철강산업 수급전망 7

- > 조강:공급=수요 7
- > 철광석:공급>수요 15
- > 원료탄:공급<수요 공급 20
- > 결론:스프레드→분기별 등락은 있겠으나 추세적으로 개선 27

III. 비철산업 수급전망 28

- > 구리:공급<수요 28
- > 아연:공급<수요 32
- > 연:공급<수요 37
- > 결론: 전반적인 가격 상승 예상 43

기업분석 44

- > POSCO(005490) 45
- > 현대제철(004020) 47
- > 세아베스틸(001430) 49
- > 고려아연 (010130) 51
- > 풍산 (103140) 57

Compliance Notice

- 당사는 11월 17일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료는 11월 20일 당사 리서치센터 홈페이지 (www.kiwoom.com)에 공표된 자료입니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료 상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

2018, Still Hot!!!

>>> 철강산업은 수급 균형에 근접

2018년 중국 철강산업의 가동률이 중국 정부가 정상 수준의 산업 가동률로 여기는 80%를 상회 할 전망이다. 중국 철강 산업의 공급과잉으로 본격적인 철강업 Down-Cycle이 시작 되었던 2011년 이후 처음으로 가동률이 80%를 상회하는 것이다. 이는 중국정부의 지속적인 과잉산업에 대한 구조조정 노력으로 철강 순CAPA가 2016년부터 감소한 상황에서, 글로벌 경기회복으로 조강생산은 견조하게 유지 될 것으로 보이기 때문이다. 따라서 2018년 철강재 가격도 하락보다는 상승 가능성에 무게가 실린다.

또한 스프레드도 개선될 것으로 전망한다. 철광석의 경우 2018년 초과공급이 예상되어 가격상승이 제한적일 것으로 판단되기 때문이다. 반면, 원료탄의 경우 타이트한 수급상황에서 2017년 호주 자연재해와 같은 일시적 이벤트 발생시 가격 급등락 가능성은 있다.

>>> 비철산업은 공급 부족 지속

비철금속의 가격 강세가 2018년에도 이어질 전망이다. 대표적인 비철금속인 아연, 연, 전기동 수급은 2018년에도 공급 부족이 지속되어 가격 상승을 이끌 것으로 전망한다. 비철금속 가격에 수요와 공급이 절대적인 영향을 미치는 것은 아니지만, 추세적인 글로벌 경기회복 상황 속에서 공급 증가는 제한적인 반면, 실질적인 수요가 증가하는 상황이라 수급변수가 가격에 미치는 영향은 그 어느 때보다 크다고 판단한다. 따라서 타이트한 수급에 의한 가격 강세는 당분간은 지속될 것으로 판단한다.

>>> Top Pick: POSCO, 고려아연

철강산업 Overweight을 유지한다.

2017년은 철강산업 저점에서 회복하는 구간이었다면, 2018년은 수급 균형점으로 진입하는 구간이 될 전망이다. 또한 비철금속 가격 강세도 이어질 것으로 보여 비철업체도 눈여겨 볼 필요가 있다.

Top pick으로는 철강시황의 상승에 가장 능동적, 적극적으로 대응할 수 있는 POSCO와 P(판매단가)와 Q(판매물량)가 모두 증가하여 Top line부터 실적 개선이 전망되는 고려아연을 추천한다.

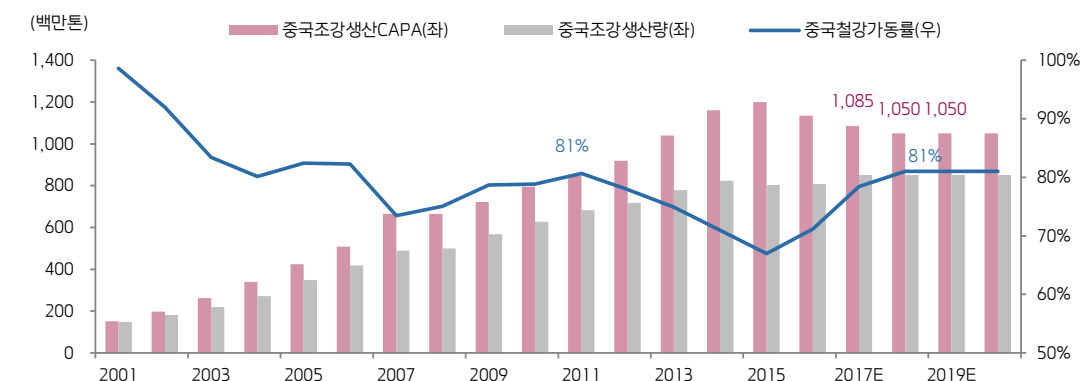
I. Summary

>>> 철강산업은 수급 균형에 근접

중국 철강 가동률 '11년 이후 처음으로 80% 상회 가능성

2018년 중국 철강산업의 가동률이 중국 정부가 정상 수준의 산업 가동률로 여기는 80%를 상회 할 전망이다. 중국 철강산업의 공급과잉으로 본격적인 철강업 Down-Cycle이 시작되었던 2011년 이후 처음으로 가동률이 80%를 상회하는 것이다. 이는 중국정부의 지속적인 과잉산업에 대한 구조조정 노력으로 철강 순 CAPA가 2016년부터 감소한 상황에서, 글로벌 경기회복으로 조강생산은 견조하게 유지 될 것으로 보이기 때문이다.

2018년 중국 철강 가동률은 2011년 이후 처음으로 80% 상회 할 전망



자료: Bloomberg, 키움증권

철광석:공급>수요→ 강보합

2018년 글로벌 철광석의 공급은(Net 기준) 14.6억톤으로 전년대비 64백만톤 증가(YoY 5%)하며 2020년까지 연간 기준 가장 높은 증가율을 기록할 전망이다. 글로벌 철광석 수요는 2018년 14.3억톤으로(YoY 2%) 증가할 전망이어서 공급이 소폭 우위에 있을 것으로 판단한다. 철강재 가격이 견조할 것으로 전망하기에 철광석 가격 또한 급락은 제한적이다. 2018년 철광석 가격은 \$74/톤으로(YoY 0%) 2017년과 비슷한 수준으로 전망한다.

원료탄:공급≤수요 → 기본적으로는 우상향이나 제한적인 급등 가능성

글로벌 원료탄 공급은(Coking Coal) 2018년 3.4억톤으로 전년대비 23백만톤(YoY 7%) 증가할 전망이다. 중국 외 주요 석탄 수입국들의 수요 증가율이 향후 2019년까지 CAGR 2% 내외로 제한적인 가운데, 중국이 얼마나 석탄을 수입하는가에 따라서 글로벌 석탄 수급이 요동칠 전망이다. 2018년 원료탄 가격은 \$200/톤으로(YoY 10%) 상승세가 소폭 둔화된 하지만 가격 상승흐름은 이어갈 것으로 판단한다. 2017년과 같은 급등락 가능성도 배제 할 순 없다.

>>> 비철산업은 공급 부족 지속

구리:공급<수요→ \$7,000/톤(YoY 15%)

2018년 글로벌 전기동 수급은 수요가 공급을 10만톤 상회할 것으로 전망한다. 전기동의 공급은 2,418만톤으로(YoY 3%) 전년대비 60만톤 증가하고, 수요 또한 2,428만톤으로(YoY 2%)로 전년대비 55만톤 증가할 것으로 판단되기 때문이다. 2018년에도 지속되는 전기동 공급 부족에 높지 않은 LME 전기동 재고, 회복되는 글로벌 경제와 전기차 확대에 따른 추가적인 수요 창출 등으로 전기동의 가격은 하락보다는 상승 가능성이 커 보인다.

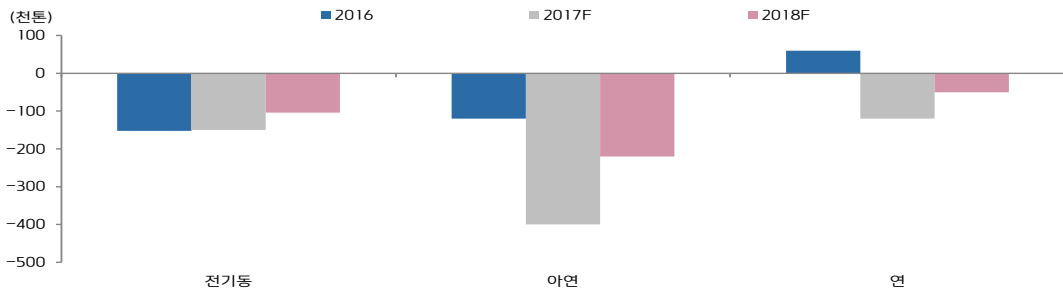
아연:공급<수요 → \$3,100/톤(YoY 9%)

2018년 글로벌 아연 수급은 수요가 공급을 22만톤 상회할 것으로 전망한다. 아연 메탈의 공급은 1,406만톤으로(YoY 4%) 전년대비 53만톤 증가하고, 수요 또한 1,428만톤으로(YoY 3%)로 전년대비 35만톤 증가할 것으로 판단되기 때문이다. 중국의 지속적인 자동차 생산 증가와 견조한 조강생산량을 감안하면, 타이트한 아연 수급은 당분간 지속될 전망이어서 아연 가격은 하락보다는 상승에 무게가 실린다.

연:공급<수요 → \$2,500/톤(YoY 9%)

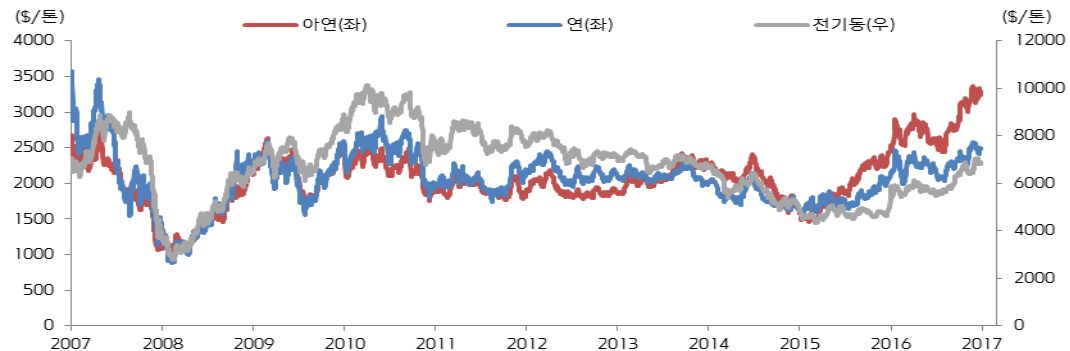
2018년 글로벌 연 수급은 수요가 공급을 5만톤 상회할 것으로 전망한다. 정련 연 공급은 1,177만톤으로(YoY 2%) 전년대비 19만톤 증가하고, 수요 또한 1,182만톤으로(YoY 1%)로 전년대비 12만톤 증가할 것으로 판단되기 때문이다. 중국의 환경오염 문제와 공유경제 활성화로 전동 자전거 수요가 새롭게 폭발하면서 이에 따른 배터리 수요는 지속적으로 발생할 것으로 보인다.

2017년에 이어 2018년에도 공급 부족 지속



자료: ILZSG, 키움증권 주:생산-수요

2018년 아연, 연, 전기동 모두 가격 상승 지속할 전망



자료: Bloomberg 주:LME 현물 기준

기업 요약 테이블

		매출액 (억원)	영업이익 (억원)	EBITDA (억원)	세전이익 (억원)	순이익 (억원)	PER (배)	PBR (배)	EV/ EBITDA (배)	ROE (%)	투자의견	현재가 (원)	목표주가 (원)
POSCO	2015	581,923	24,100	56,283	1,808	1,806	80.4	0.4	1.5	-0.2	Buy	313,000	420,000
	2016	530,835	28,443	60,582	14,329	13,633	16.5	0.5	5.3	2.3			
	2017E	604,636	48,812	78,473	46,548	31,673	8.6	0.6	5.6	7.3			
	2018E	650,025	52,476	82,175	49,280	34,247	8.0	0.6	5.1	7.3			
현대제철	2015	161,325	14,641	27,377	9,267	7,336	8.5	0.4	6.8	5.0	Buy	55,200	72,000
	2016	166,915	14,450	28,328	11,302	8,188	9.3	0.5	6.7	5.2			
	2017E	192,296	14,755	27,809	12,515	9,132	8.1	0.4	6.7	5.5			
	2018E	198,368	14,883	28,003	12,450	9,005	8.2	0.4	6.5	5.2			
세아베스틸	2015	25,267	2,223	3,556	2,151	1,509	6.6	0.7	5.4	9.7	Buy	30,800	40,000
	2016	25,311	1,435	2,946	1,328	887	10.3	0.5	7.0	5.4			
	2017E	30,829	2,066	3,486	1,964	1,434	7.7	0.6	5.6	7.4			
	2018E	30,466	2,144	3,550	1,917	1,271	8.7	0.6	5.4	6.9			
고려아연	2015	47,714	6,722	8,463	6,845	5,094	17.4	1.7	9.2	10.3	Buy	498,500	650,000
	2016	58,475	7,647	9,832	8,017	5,924	15.1	1.6	7.9	10.9			
	2017E	66,463	9,299	11,308	9,744	6,898	13.6	1.6	7.0	11.7			
	2018E	71,105	10,405	12,397	10,913	8,294	11.3	1.4	5.9	12.7			
풍산	2015	28,197	1,111	1,920	798	516	15.0	0.7	9.6	4.8	Buy	45,700	65,000
	2016	28,318	2,178	3,019	1,822	1,376	8.2	0.9	6.8	11.8			
	2017E	29,696	2,597	3,384	2,287	1,673	7.7	0.9	6.3	12.8			
	2018E	30,794	2,629	3,422	2,322	1,765	7.3	0.8	5.9	12.1			

자료: 각사, 키움증권 추정 주-연결 기준, 지배주주순이익

Global Peer Valuation

기업	PER(x)		PBR(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
철강기업								
한국								
POSCO	9.2	8.9	0.6	0.6	5.6	5.3	6.6	6.5
현대제철	8.0	7.4	0.4	0.4	6.3	5.8	5.6	5.7
세아베스틸	8.2	8.1	0.6	0.6	6.2	6.3	7.5	7.1
중국								
바오강철	12.3	11.1	1.3	1.2	na	na	11.3	10.9
허베이강철	14.9	13.7	0.9	0.9	na	na	6.2	6.5
일본								
신일본제철주금	10.9	9.9	0.8	0.7	na	7.4	7.2	7.3
JFE Holdings	9.0	9.3	0.8	0.7	na	6.7	8.4	7.8
미국/유럽/기타								
아르셀로미탈	7.2	8.5	0.8	0.7	4.9	5.1	11.6	8.9
뉴코어	14.8	12.7	2.1	1.9	6.6	6.8	14.4	15.0
US Steel	15.7	11.2	1.7	1.4	4.9	4.6	12.4	12.5
타타스틸	11.8	9.6	2.3	1.8	na	6.7	15.7	16.7
Avg.	11.1	10.0	1.1	1.0	5.8	6.1	9.7	9.5
광산업체								
BHPB	14.7	16.8	1.9	1.8	na	6.3	12.5	10.6
Rio Tinto	11.4	13.3	2.2	2.1	5.4	6.2	19.4	15.3
Vale	7.5	9.4	1.1	1.0	5.6	5.9	16.5	12.2
Avg.	11.2	13.2	1.7	1.6	5.5	6.1	16.1	12.7
비철금속								
고려아연	13.5	11.4	1.5	1.4	6.2	5.5	12.0	12.8
풍산	7.6	7.2	0.9	0.8	6.0	6.2	12.9	12.2
Glencore	12.6	13.1	1.4	1.3	na	6.2	11.4	10.6
Nyrstar	na	30.1	1.2	1.2	na	4.9	-7.9	3.3
Avg.	11.2	15.5	1.3	1.2	6.1	5.7	7.1	9.7

자료: Bloomberg,

II. 철강산업 수급전망

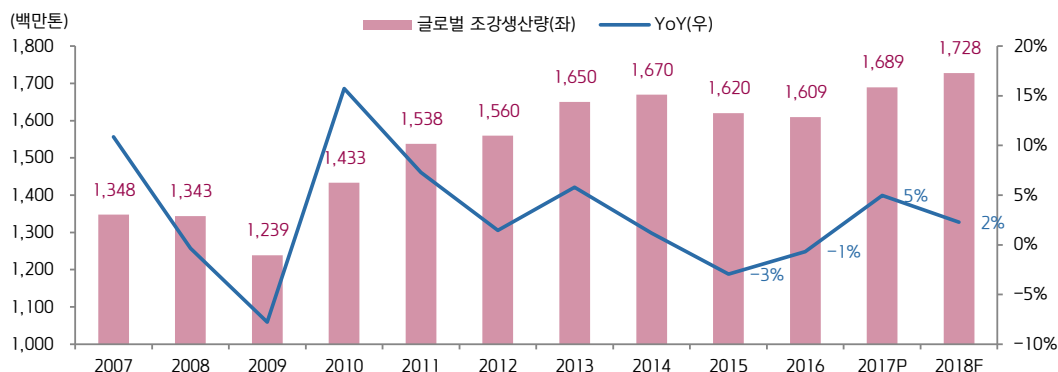
>>>조강:공급=수요

글로벌 조강 공급: 2년 연속 성장 전망

글로벌 조강 생산(Crude Steel) 2018년 17.3억톤으로 2017년 16.9억톤(당사 전망)대비 2% 증가할 전망이다.

2017년 글로벌 조강생산량 연간 증감율 5%에 이어 2년 연속 조강생산량이 증가할 것으로 보는 것이다. 2017년보다 조강생산량 증감율은 낮아지지만, 2017년 5%대의 높은 성장률은 2015년 -3%, 2016년 -1%의 역성장에 따른 기저효과도 일부 영향도 있다고 판단한다. 따라서, 2018년의 조강생산 증가율 2%는 양호한 수준이라 생각한다.

2018년 글로벌 조강생산량은 17.3억톤으로 2년 연속 플러스 성장 할 전망



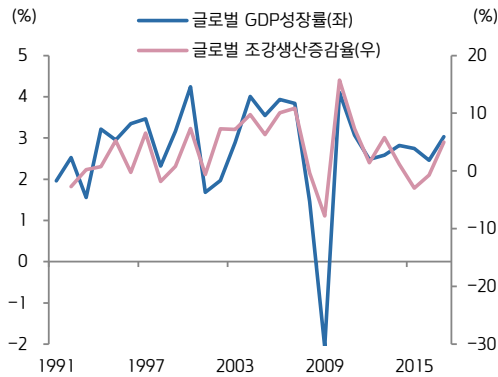
자료:WSA, 키움증권

글로벌 조강생산량이 2018년에도 2%대의 성장 할 것으로 전망하는 근거는 회복되고 있는 글로벌 경기 영향이 크다.

철강 생산량, 즉 조강 생산량은 산업재의 특성상 전방산업의 경기에 민감한데, 철강제품이 가전, 자동차, 건설 등 거의 전산업에 쓰이는 특성상 글로벌 경제성장률과도 밀접한 흐름을 나타낸다. 1991~2017년 조강생산 증감율과 글로벌 GDP성장률의 회귀분석상에서도 유의미한 흐름을 보이고 있어, 조강생산에 글로벌 경제성장이 유일한 변수는 아니더라도, 큰 영향을 주는 변수임에는 틀림없다.

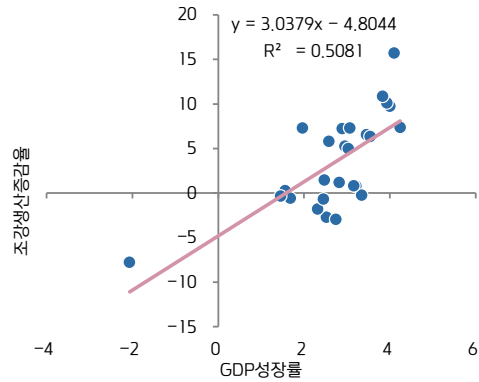
IMF에 따르면 2017년 3%의 경제성장률에 이어 2018년에도 3% 수준의 경제성장률을 전망하고 있으므로, 2018년에도 조강생산량은 증가할 것으로 전망하는 것이 타당해 보이며, 2017년 기저효과에 의한 5%의 높은 증가율을 감안, 당사는 2%의 조강생산 증가를 전망한다.

글로벌 GDP성장률과 조강생산증감율



자료: WSA, IMF, 키움증권

회귀분석상에서의 유의미한 흐름



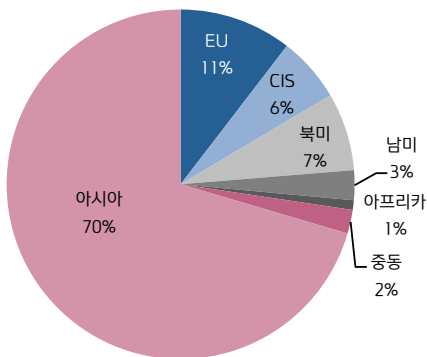
자료: WSA, IMF, 키움증권 주: 1991~2017년 연간 기준

2018년 글로벌 조강생산량을 지역별로 분류해보면, 여전히 아시아 지역이 11.8억톤의 조강을 생산하며 전체 글로벌 조강생산의 70%를 차지 할 것으로 판단되며, 2017년 5%의 성장에 이어 2018년에도 1% 증가 할 것으로 전망한다.

아시아가 글로벌 조강생산의 핵심인 배경은 역시, 중국의 독보적인 조강생산량에 기인한다. 중국은 2017년 8.5억톤에 이어 2018년에도 8.5억톤의(YoY 0%) 조강을 생산 할 것으로 전망되는데, 아시아지역 기준으로는 73%, 글로벌 기준으로는 49% 수준이다. 즉, 중국 조강생산량이 아시아 지역의 조강생산, 나아가서는 글로벌 조강생산량을 좌지우지 하는 절대 변수인 상황이다. 따라서, 당사는 2018년 중국의 조강생산량이 보수적으로 전년과 비슷한 8.5억톤, 전년대비 0%를 전망한다.

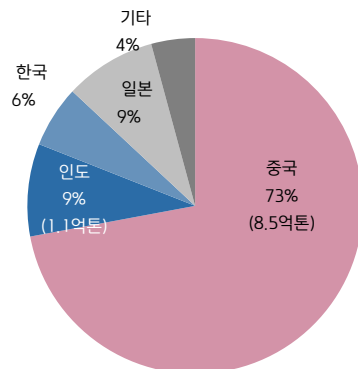
하지만, 중국이 당사전망을 뛰어넘는 조강생산을 한다면 글로벌 조강생산 증감율이 2%를 훌쩍 뛰어넘을 가능성도 배제 할 순 없다.

아시아가 글로벌 조강생산의 핵심



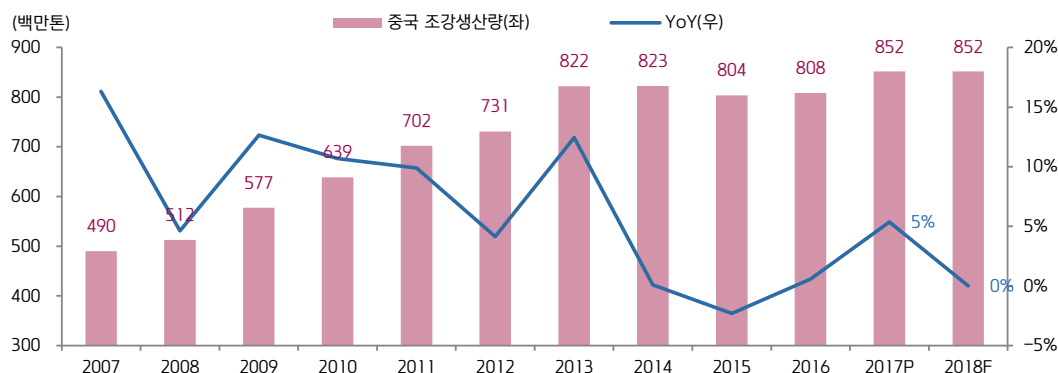
자료: Bloomberg, 키움증권 주: 2017년 당사 전망기준

아시아 지역 중 중국 조강생산량이 절대적



자료: Bloomberg, 키움증권 주: 2017년 당사 전망기준

2018년 중국 조강생산증가율은 보수적으로 0% 전망

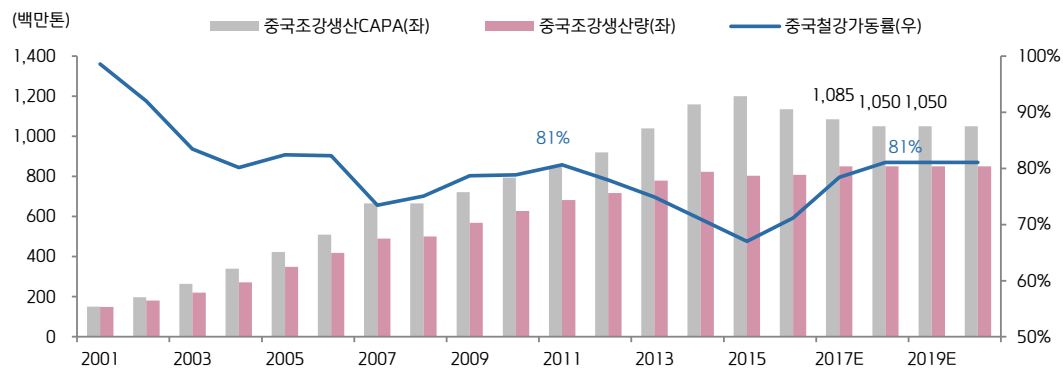


자료:WSA, 키움증권

감소하는 중국 CAPA, 상승하는 가동률

중국 철강산업의 가동률이 2018년에는 중국 정부가 정상 수준의 산업 가동률로 여기는 80%를 상회 할 전망이다. 이는 중국정부의 지속적인 과잉산업에 대한 구조조정 노력으로 철강 CAPA가 2016년부터 감소한 상황에서, 글로벌 경기회복으로 조강생산은 견조하게 유지되기 때문이다.

2018년 중국 철강 가동률은 2011년 이후 처음으로 80% 상회 할 전망



자료:Bloomberg, 키움증권

중국 조강 CAPA는 2015년 12억톤을 Peak로 지속적으로 감소하고 있는 상황이다.

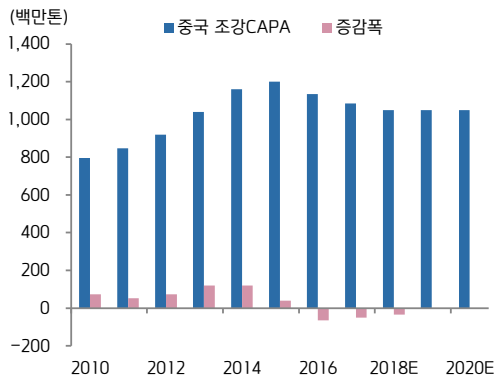
중국 정부의 목표대로 구조조정이 이루어진다면, 2017년에는 10.8억톤, 2018년에는 10.5억톤으로 감소할 것으로 전망한다. 시진핑의 '공급측 개혁'이 2016년에 시작된 13차 5개년 계획의 핵심과제로 다루어지며 중국철강산업이 구조조정이 본격적으로 이루어진 만큼, 더욱 권력이 강화된 시진핑의 집권 2기가 온전히 시작되는 2018년에도 중국 정부의 '공급측 개혁'은 정부의 계획대로 순조롭게 진행 될 것으로 판단한다. 비록, 2016년의 6,500만톤, 2017년의 5,000만톤(목표)만큼의 감축양에는 미치지 못할 것으로 보이지만, 보수적으로 2018년에도 철강CAPA의 순증은 없을 것으로 보여진다.

당사의 전망대로 어느정도의 철강 CAPA감축(당사 전망 35백만톤)이 이루어지고, 조강생산량이 줄어들지만 않는다면, 2018년 중국 철강 가동률은 7년만에 80%를 상회할 전망이다.

중국 철강산업이 공급과잉의 우려가 대두되기 시작했던 2011년을 기점으로 중국의 철강가동률은 2015년까지 지속적으로 하락하여 2015년에는 67%를 기록하였다. 이후 중국 정부의 지속적인 철강CAPA 감축 노력과 2016년부터 반등하기 시작한 철강재 가격으로 조강 생산량이 견조하게 유지되며, 2017년에는 연간 중국 철강 가동률이 78%에 육박 할 것으로 보인다. 그간의 중국정부의 '공급측 개혁' 노력이 어느정도 효과를 보고 있다는 방증인 것이다.

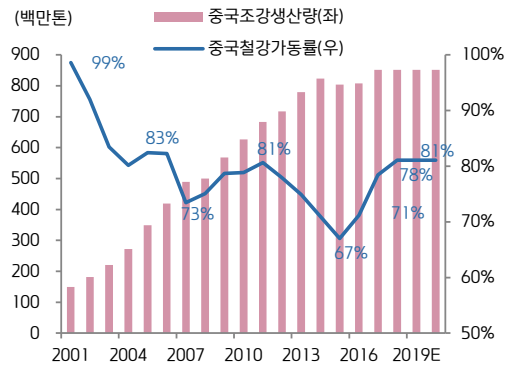
당사는 '공급측 개혁'의 성과 측면에서도 철강 가동률 80% 회복은 의미 있는 수치라 보여진다. 따라서 중국 정부에서도 철강생산CAPA감축을 예정대로 진행하며, 동시에 전년수준의 조강생산을 할 것으로 판단한다. 시진핑 2기가 온전히 시작하는 2018년, 그간의 정부 성과를 과시하며 '공급측 개혁'을 넘어서는 새로운 어젠다를 내세우기에도 중국 철강 가동률 80% 상회하는 필요하다.

2016년부터 순철강CAPA 감소



자료: Bloomberg, 키움증권

2018년 철강 가동률 80% 상회 가능성



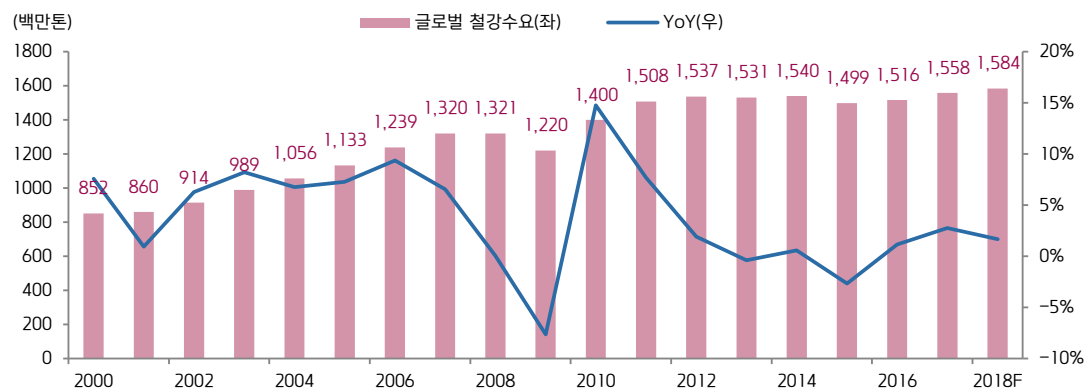
자료: Bloomberg, 키움증권

철강 수요: 2017년 보다 나아질 전망

2018년 글로벌 철강 수요는 15.8억톤으로 2017년 15.6억톤(당사 전망치) 대비 2% 증가 할 전망이다. 2015년 -3%의 역성장 이후 3개년 연속 1%, 3%, 2%의 플러스 성장 한 것이 고무적이다.

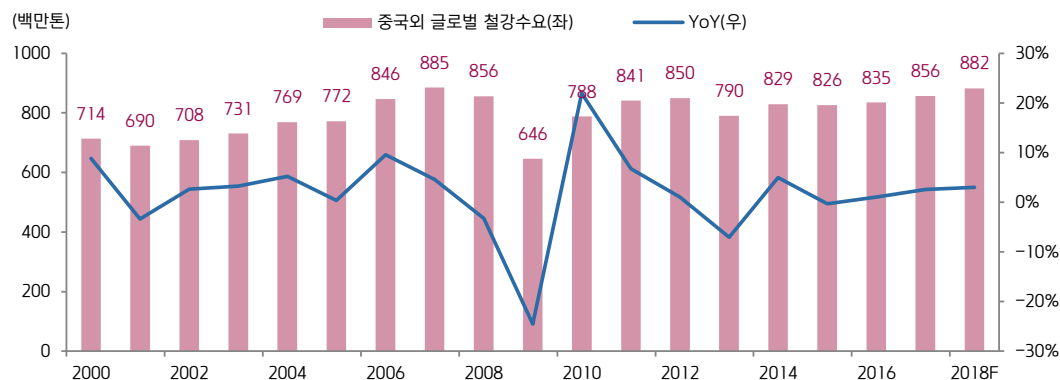
글로벌 철강수요의 견인은 예년과 달리 중국 외 지역이 이끌 것으로 판단한다. 글로벌 경기 회복세를 배경으로 양호한 철강 수요가 창출 될 것으로 보여지기 때문이다. 2018년 중국 외 지역의 철강 수요는 8.8억톤으로 YoY 3% 증가 할 전망이다. 2년 연속 3%대 성장으로 글로벌 경기의 훈풍이 전세계에 고르게 확산된 것으로 판단된다.

글로벌 철강수요 추이



자료: WSA, 키움증권

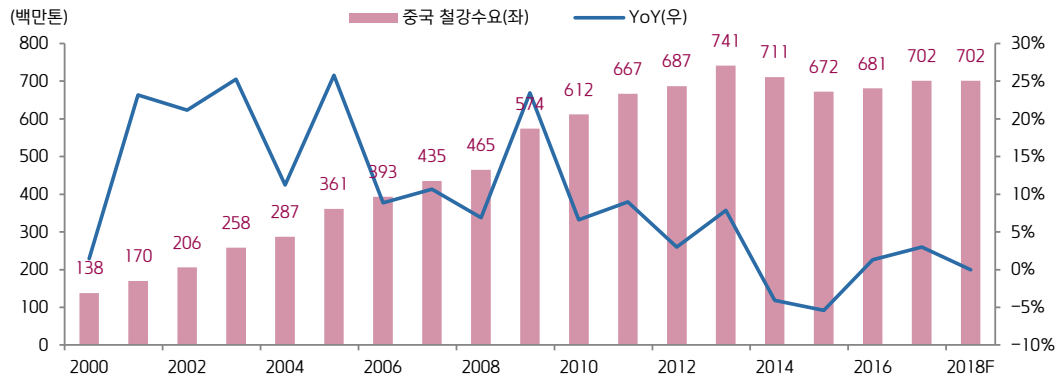
중국 외 철강수요 추이



자료: WSA, 키움증권

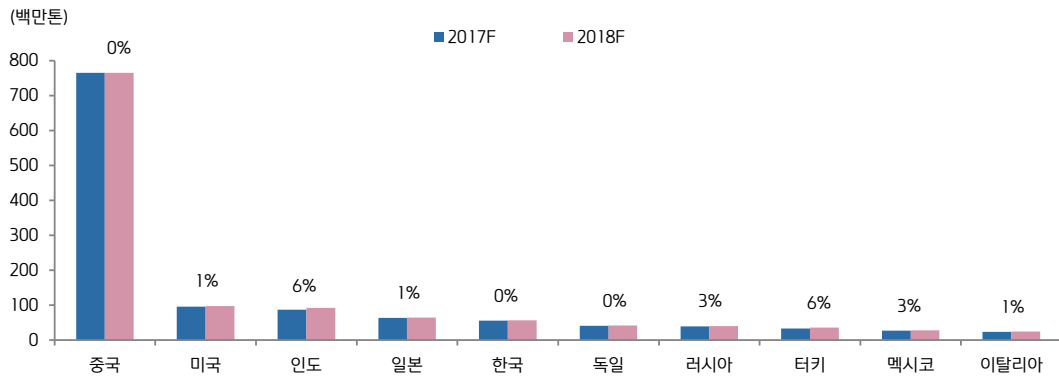
중국의 2018년 철강수요는 7.0억톤으로 YoY 0%로 전망하지만, 글로벌 철강 수요의 key는 여전히 중국에 있다고 판단한다. 단일국가로는 독보적인 7.0억톤의 철강수요를 창출하며 글로벌 철강수요의 44%(2018년 당사 전망기준)를 책임지는 중국의 수요개선 여부가 글로벌 철강 수요 흐름의 향방을 결정짓기 때문이다.

중국 철강수요 추이



자료: WSA, 키움증권

주요 국가별 철강 수요 전망



자료: WSA, 키움증권

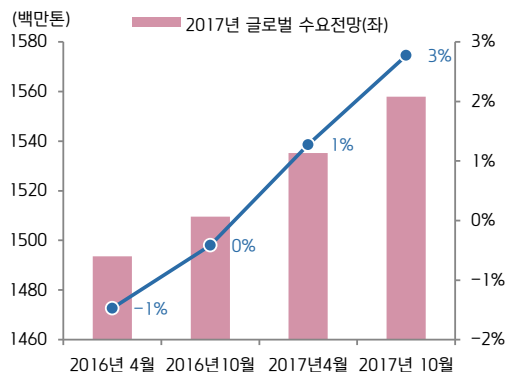
최근의 상황에서도 중국의 중요성은 여실히 증명되었다. 세계철강협회(World Steel Association, 이하 WSA)에서는 매년 4월과 10월 철강 수요 단기전망을 내놓는데, 그 역사와 회원사, 권위 등으로 많은 철강관계자들이 믿고 보는 수치이다. 그런데, 2017년 전망치를 보면 흥미로운 사실 두 개를 발견할 수 있는데, 그 중 첫째가 글로벌 수요의 핵심은 역시 중국이라는 것과, 둘째는 2018년 중국의 철강 수요는 0%보다 충분히 상향 조정될 가능성이 상존한다는 것이다.

WSA가 2016년 4월에 전망한 2017년 글로벌 철강수요는 YoY -1% 역성장을 전망하였다. 그러나, 2016년 10월, 2017년 4월, 2017년 10월 3번의 상향조정을 통해 2017년 글로벌 철강수요는 역성장이 아닌 3%의 견조한 상승을 전망하기에 이르렀다. 이렇게 1년 반 사이에 철강 수요 전망이 극단적으로 역성장에서 +3% 성장으로 바뀌는 배경은 무엇일까?

중국이다. 중국의 2017년 수요전망은 2016년 4월 -8% 큰 폭의 역성장으로 전망되었다가 지속적으로 상향 조정되어 최근 전망인 2017년 10월에서는 3%의 성장으로 조정되었다. 불과 1년 반 사이에 2017년 수요 전망이 큰 폭의 역성장에서 3%의 견조한 성장으로 바뀐 것이다. 이에 글로벌 수요 전망도 중국의 수요 전망 상향조정으로 역성장에서 플러스 성장으로 바뀌었다.

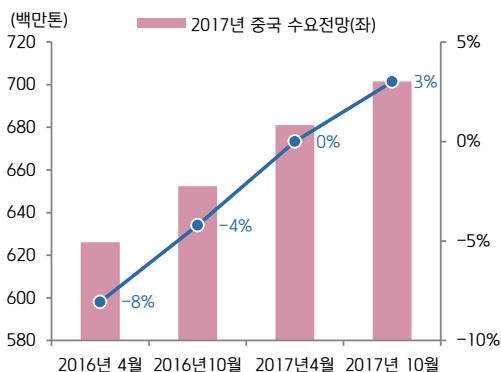
당사는 2018년 전망도 상향 조정 될 가능성이 크다고 판단한다. WSA는 2017년 4월 2018년도 수요전망에서 중국 수요전망을 -2.0% 역성장을 전망하며, 글로벌 수요전망도 0.9% 소폭 성장에 그칠 것으로 전망하였다. 하지만, 6개월 후 2017년 10월 전망에서는 2018년 중국 철강수요 전망을 0.0%로 상향조정하며, 글로벌 수요 전망도 1.7%로 높였다. 결국, 중국의 수요전망에 따라 글로벌 수요 성장은 다시 한번 높아질 가능성이 있다고 판단하며, 중국의 수요전망은 2017년 상황에서도 볼 수 있듯이 상향 조정될 개연성이 크다고 전망한다.

지속적으로 상향 조정되는 수요전망



자료: WSA, 키움증권

1년반 사이 큰폭으로 상향 조정된 중국 수요전망



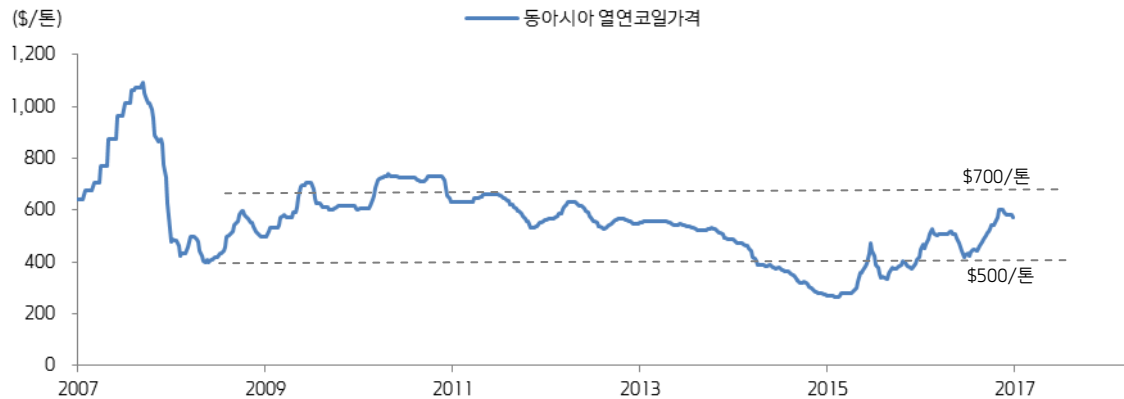
자료: WSA, 키움증권

2018년: 견조한 우상향 전망(2018년 연평균 \$600/톤)

2018년 철강 가격은 연평균 \$600/톤으로 2017년 11월 누적 평균 \$508/톤 대비 18% 상승 할 것으로 전망한다.

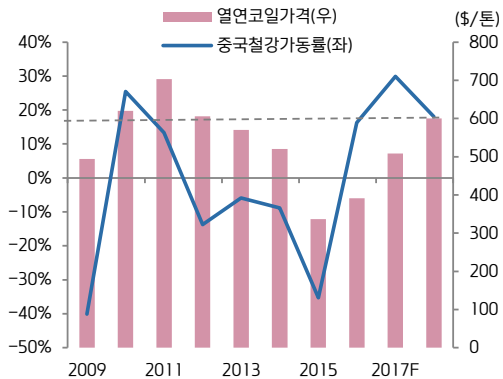
2017년 상승률인 30%보다는 소폭 둔화되지만, 2015년을 저점으로 3년 연속 상승할 것으로 판단한다. 그 배경은, 앞서 기술한 바와 같이 2018년에 중국 철강가동률이 2011년 이후 처음으로 80% 상회하며 철강수급이 2017년보다 한층 더 개선될 것으로 전망되기 때문이다. 이에, 철강 가격은 글로벌 금융위기 이후 점진적인 회복세를 보인 2009년부터 공급과잉 우려가 대두되어 급락하기 전인 2013년까지의 평균인 \$600/톤 수준이 타당하다고 보여진다. 중국 철강가동률과 철강재 가격과의 밀접한 흐름을 보더라도, 2018년 철강재 가격은 상승으로 보는 것이 타당해 보인다.

2018년 연평균 철강재 가격 \$600/톤 전망(YoY 18%)



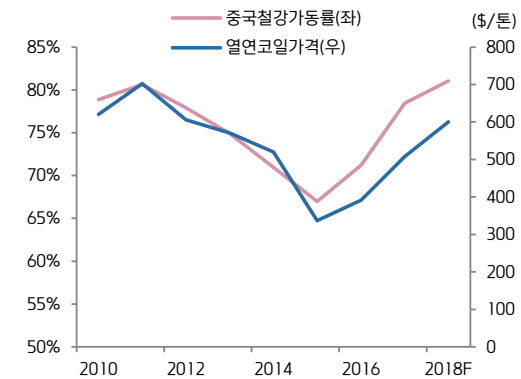
자료: Bloomberg, 키움증권 주:동아시아 열연 CFR가격

2018년 가격은 2009~2013년 평균 수준 전망



자료: Bloomberg, 키움증권 주:동아시아 열연 CFR 연평균 가격

중국철강 가동률과 철강재 가격



자료: Bloomberg, 키움증권 주:동아시아 열연 CFR가격

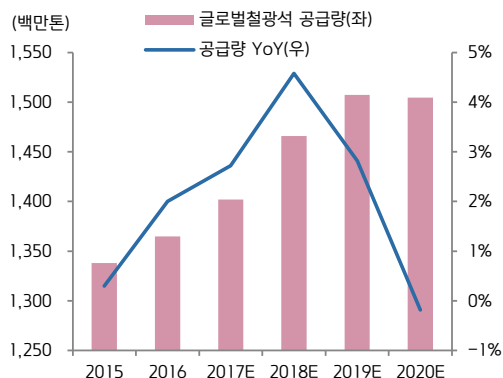
>>>철광석:공급>수요

글로벌 철광석 공급: 2018년 공급 증가율 최대

글로벌 철광석의 공급은(Net 기준) 2018년 14.6억톤으로 전년대비 64백만톤 증가(YoY 5%)하며 2020년까지 연간 기준 가장 높은 증가율을 기록할 전망이다.

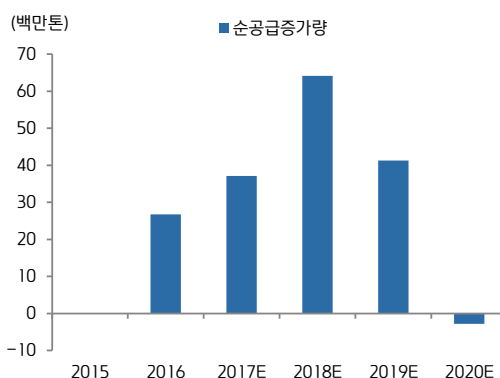
철광석 공급은 2016년부터 27백만톤(YoY 2%) 증가에 이어 2017년 37백만톤(YoY 3%), 2018년 64백만톤으로(YoY 5%) 2018년에 철광석 공급 증가율 Peak를 기록한 후 2019년 41백만톤(YoY 3%), 2020년 -3백만톤(YoY 0%)를 증가폭은 둔화 될 전망이다. 즉, 철광석 공급은 2019년까지 확대될 것으로 판단되며, 철광석 광산에 대한 추가적인 투자가 없으면 주요 철광석 기업들의 현 계획하에서 철광석 공급은 폐광이나 노후화에 따른 생산량 자연 감소에 따라 2020년부터 줄어든 것으로 보여진다.

글로벌 철광석 공급 증가율은 2018년이 Peak



자료: Bloomberg, 키움증권

2019년까지 철광석 공급은 증가할 전망



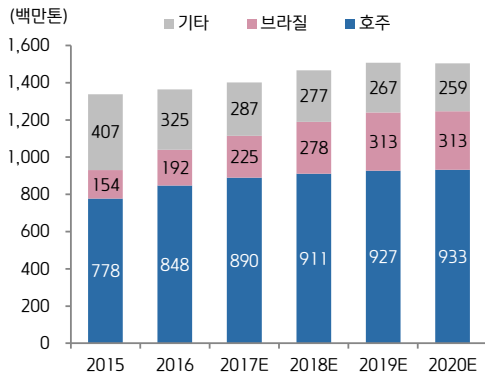
자료: Bloomberg, 키움증권 주: 순공급증가량은 신규공급증가분에서 폐광 등 감소된 것 차감한 수치

철광석 공급 증가의 대부분은 브라질과 호주가 주도할 것으로 보인다. 2018년 신규 공급량 74백만톤 중 호주 21백만톤, 브라질은 53백만톤으로 각각 전체 신규 공급량의 28%, 72%를 차지할 전망이다.

브라질의 철광석 공급량 증가는 2019년에도 35백만톤 늘어날 예정인데 반해 같은 기간 호주는 16백만톤 늘어나는데 그쳐 2020년까지는 신규 철광석 공급은 브라질이 주도할 것으로 보인다. 이러한 브라질의 철광석 공급 증가는 Vale의 역대 최대규모의 광산 프로젝트인 S11D 프로젝트가 가동을 시작했기 때문이다. 2001년 처음으로 Technical and Economic Feasibility 조사를 시작한 이후 2017년 초 첫 수출을 시작한 이 프로젝트는 143억달러를 투자해 브라질 북부 Carajas Serra Sul에 광산을 확장하는 프로젝트로 연산 9,000만톤 생산능력을 갖추었으며, 2020년까지는 풀가동을 한다는 계획이다.

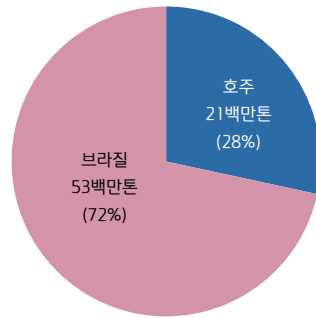
Vale에 따르면, S11D 프로젝트는 광산 개발 뿐만 아니라 대규모 철도 공사와 터미널 공사 등 인프라 투자에 심혈을 기울여 생산원가를 획기적으로 낮출 수 있을 것으로 기대하고 있다. 투자금액 14.3억달러 중 7.9억달러를 인프라에 투자 함으로써 물류비용을 획기적으로 개선하고 채굴기술 발전으로 채굴비용도 감소하여, Vale의 광산생산 평균원가는 현재 \$12.3/톤에서 \$10/톤 이하로 떨어질 것으로 밝혔다.

호주와 브라질이 글로벌 철광석 생산 주도



자료: Bloomberg, 키움증권

2018년 신규 공급 증가분은 대부분 브라질에서



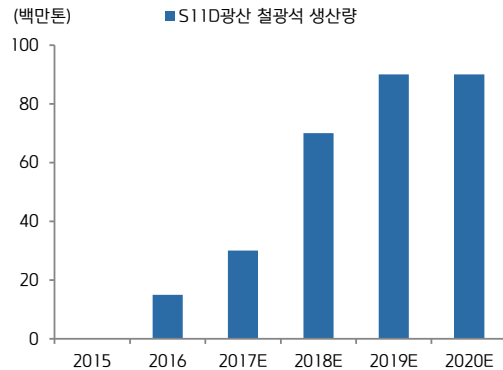
자료: Bloomberg, 키움증권

트럭없이 철로로 운송하는 S11D



자료: Vale, 키움증권

2020년 Full CAPA 도달 전망



자료: Bloomberg, 키움증권

중국 생산은 지속적으로 감소

중국의 철광석 생산량은 꾸준히 감소하고 있다.

월간 기준 철광석 생산량은 2014년 6월 1.4억톤으로 Peak를 기록한 이후 지속적으로 감소하여 현재는 (2017년 8월 기준) 1.2억톤으로 고점대비 17% 감소하였다. 몇몇 기간의 데이터 누락으로 인하여 연간 생산량을 정확히 비교할 순 없지만, 월평균으로 비교하면 철광석 생산 하락 추세는 확연해 보인다. 철광석 월평균 생산량은 2014년 1.3억톤으로 Peak를 기록한 후 2015년~2017년 현재까지 각각 YoY -9%, -2%, -4% 하락하여 2017년 8월까지 월평균 기준 1.1억톤까지 감소하였다.

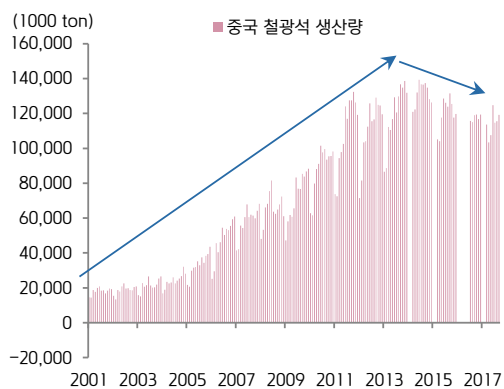
중국의 철광석 생산량 증가는 향후에도 제한적일 전망이다.

중국 철광산업체들의 구조조정이 지속적으로 진행되고 있고, 향후에도 진행 될 것으로 전망되기 때문이다. 2010년 말 4,194개까지 증가했던 중국의 철광산 업체는 2017년 7월 기준 1,882개로 -55% 감소하였다. 대폭적인 감소의 배경은 1)중국 정부의 과잉산업, 환경오염 산업에 대한 지속적인 구조조정 노력과 2) 2011년~2015년 철강산업이 Down-Cycle에 진입하면서 철광석 가격이 지속적으로 하락하였는데, 이때 철광석 생산원가가 높은 대부분의 중국 철광산 업체들이 자연스럽게 시장에서 도태된 것으로 보인다

향후에도 중국 철광석 생산 증가는 제한적일 전망이다, 중국 철광산 업체들의 구조조정이 지속될 것으로 보여지기 때문이다.

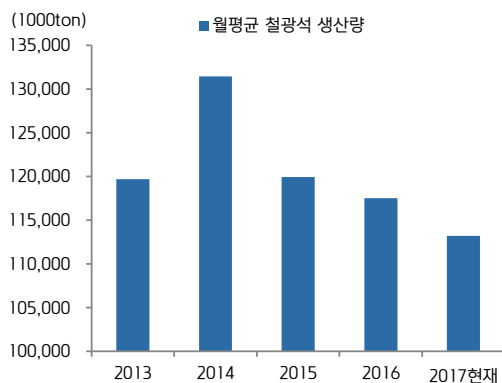
현재 철광석 가격이 2015년 저점대비 상승한 것은 맞지만, 여전히 대부분의 중국 철광산 업체들의 생산원가 보다 하회하는 것으로 파악되며, 50% 이상의 업체들이 구조조정 되었음에도 20% 이상의 업체들이 아직까지도 적자에 허덕이고 있는 상황이다. 또한 앞에서 기술한 바와 같이 브라질의 S11D 신규 프로젝트에서 고품질의 저렴한 철광석이 생산되기 시작했기 때문에 중국의 철광석 산업의 경쟁력은 단기간에 개선되기는 어려울 것으로 보여진다. 또한 시진핑이 임기 1기에 가장 강력히 추진한 것이 과잉산업, 환경오염 산업, 경쟁력 열위 산업에 대한 구조조정이었고, 10월에 권력이 더욱 강화된 임기 2기가 시작 된 만큼 환경오염을 유발하며, 경쟁력 열위에 있는 철광석 생산업체들의 구조조정은 지속될 가능성이 크다.

하락하는 중국 철광석 생산량



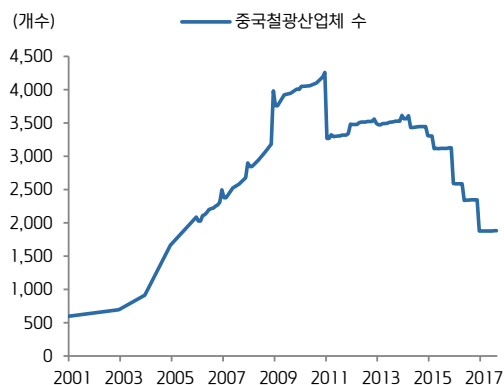
자료: CEIC, 키움증권

중국 철광석 생산량은 2014년이 Peak



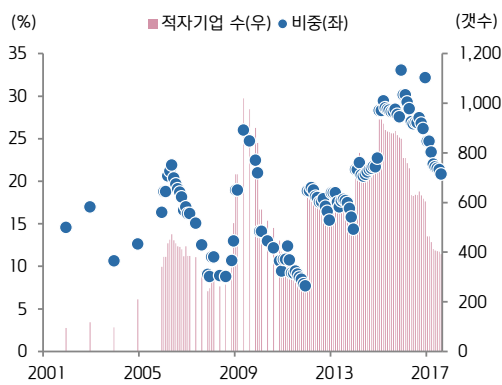
자료: CEIC, 키움증권 주: 월평균 기준

중국 철광산업체 구조조정 진행 중



자료: CEIC, 키움증권

여전히 중국 철광산업체 20%이상이 적자



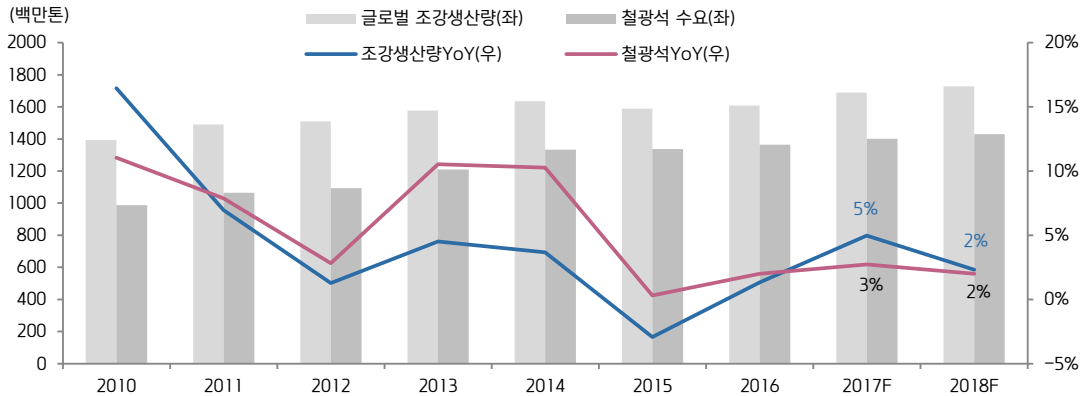
자료: CEIC, 키움증권

글로벌 철광석 수요: 소폭 증가

글로벌 철광석 수요는 2018년 14.3억톤으로 YoY 2% 증가할 전망이다. 2017년 YoY 3% 증가보다(14.0억톤, 당사 전망) 소폭 둔화되긴 하겠지만, 여전히 견조한 수요를 전망한다. 그 판단의 배경은 글로벌 조강 생산량 증가 추세이다. 철광석 대부분이 조강생산에 쓰이는 만큼 철광석 수요와 조강 생산은 밀접한 연관을 나타내는데, 당사는 앞서 기술한 바와 같이 2018년 조강생산량 증가율을 2017년 5% 대비 소폭 하락한 2%로 전망하였다. 글로벌 조강생산 증가율과 철광석 수요 증가율의 추세가 비슷할 것이라는 것이 기본 가정이다.

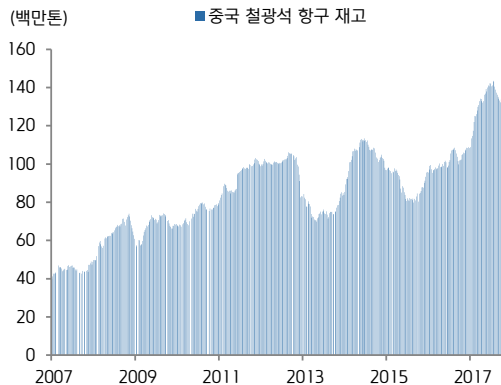
중국의 철광석 수입은 구조조정으로 2018년에도 증가 할 것으로 판단되나 증가율은 2017년대비 하락할 전망이다. 2018년 중국 철광석 수입량은 11.4억톤으로 2017년 10.9억톤(당사 추정) 대비 4% 증가할 전망이다. 2017년 7% 증가보다 소폭 둔화된 수준을 전망하는 이유는, 첫째로 중국의 조강생산량 증가율이 2018년 0%로 2017년 5%보다 하락할 전망이고, 둘째로 중국의 철광석 항구재고가 2017년 11월 현재 1.4억톤으로 2016년 연평균 1.2억톤 대비 17% 높은 수준이며, 2010~2017년(11월 기준) 평균 0.9억톤대비 49% 급증한 상황이라 중국의 타이트한 철광석 수급에 어느정도 여유를 제공하고 있기 때문이다.

2018년 글로벌 철광석 수요는 YoY 2% 증가할 전망



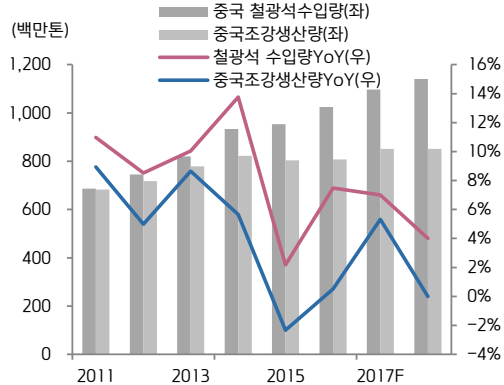
자료: Bloomberg, 키움증권

역대급 중국 철광석 항구 재고



자료: CEIC, 키움증권

2018년에도 중국 철광석 수입은 증가할 전망



자료: CEIC, Bloomberg, 키움증권

2018년 가격 전망:강보합

2018년 철광석 가격은 \$74/톤으로(YoY 0%) 2017년과 비슷한 수준으로 전망한다.

앞에서 기술한 바와 같이 2018년에는 브라질의 S11D에서 신규 물량이 나오며 글로벌 철광석 공급량이 YoY 5% 증가 할 전망이며, 중국내에서도 철광석 항구 재고가 역대 최고치를 기록하는 등 철광석 공급은 2017년보다 개선될 것이다. 반면, 글로벌 조강 생산은 2% 증가하는데 그쳐서 수급이 2017년에 비해 여유가 있을 것으로 판단한다.

그럼에도 철광석 가격의 급락은 제한적이라고 판단한다. 그 배경은, 1) 2018년 철강재 가격의 견조한 흐름이 전망되어 철광석 가격을 지지할 것으로 보이며, 2) 중국 철강수요의 상향조정가능성에 따라 글로벌 철강수요는 얼마든지 올라갈 수 있으며, 3) 중국의 추가적인 구조조정으로 철광석 수입이 늘어날 가능성도 있어서 철광석 가격 하방 경직성으로 작용할 것으로 판단한다.

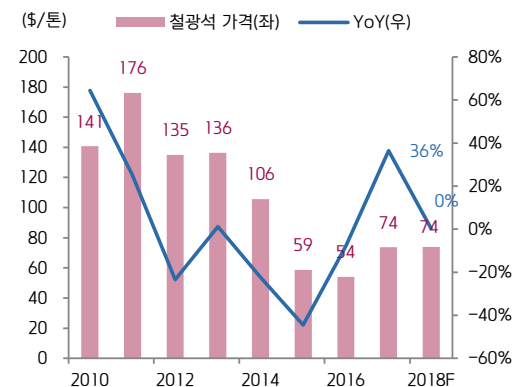
따라서 2018년 철광석 가격은 급등락이 제한된 \$60/톤~\$80/톤의 박스권에서 움직일 것으로 판단한다.

2018년 연평균 철광석가격 \$70/톤 수준 전망(YoY 0%)



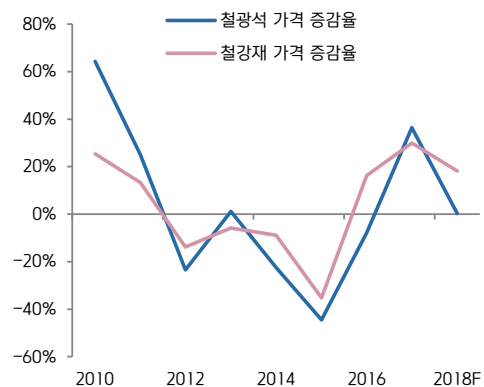
자료: Bloomberg, 키움증권 주:중국 칭다오 항구 수입가 CFR

2018년 가격은 2017년과 비슷한 전망



자료: Bloomberg, 키움증권 주:중국 칭다오항구 수입 연평균 가격

동행하는 철강재&철광석 가격 흐름



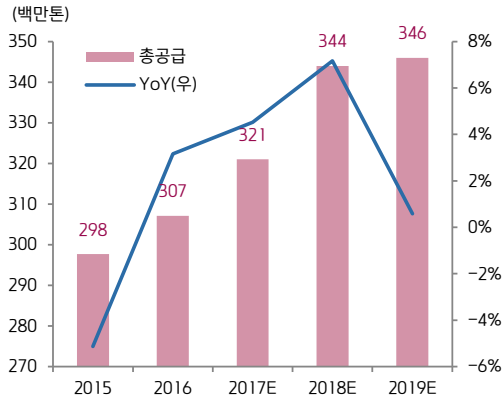
자료: Bloomberg, 키움증권 주:연평균 기준

>>>원료탄: 공급<수요

글로벌 원료탄 공급: 2018년 공급 증가율 최대

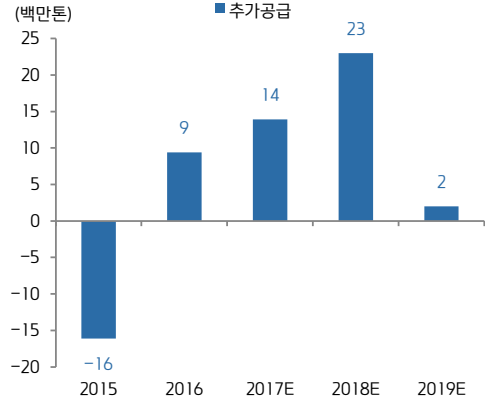
글로벌 원료탄 공급은(Coking Coal) 2018년 3.4억톤으로 전년대비 23백만톤(YoY 7%) 증가할 전망이다. 2017년 3.2억톤으로 14백만톤(YoY 5%)증가에 이어 공급 증가 폭을 확대한 것으로, 2018년에 추가공급증가 분은 최대가 될 전망으로 2019년까지는 원료탄 공급은 지속적으로 늘어날 것으로 판단된다.

글로벌 원료탄 공급은 꾸준히 증가



자료: Bloomberg, 키움증권

YoY 증감은 2018년에 Peak



자료: Bloomberg, 키움증권

원료탄 공급 증가의 대부분은 호주에서 발생할 것으로 보인다. 2018년 신규 공급량 23백만톤 중 호주 15백만톤으로 전체 추가공급분의 65%를 차지할 전망이다.

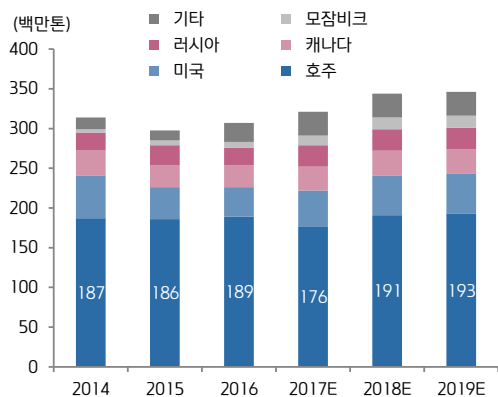
호주의 원료탄 공급 증가는 생산량 증가에 기인한다.

호주 정부에 따르면, 호주의 원료탄 생산량은 2018년 196백만톤으로 2017년 190만톤 대비 YoY 3% 증가할 전망이다. 2016년부터 본격적으로 진행된 중국의 과잉산업 구조조정의 일환으로 중국 석탄 산업도 구조조정을 단행하였는데, 이에 따른 원료탄 수급 차질로 중국의 원료탄 수입이 증가하고, 원료탄 가격이 크게 상승하였다. 이에 호주는 생산량 증가를 통해서 이익을 극대화 시켜왔다.

호주의 원료탄 수출비중은(수출량/생산량) 2016년 기준 99%에 이를 정도로 호주의 생산량 증가는 수출량 증가, 곧 글로벌 공급량 증가로 이어졌다. 따라서, 최근의 원료탄 가격 강세로 호주의 원료탄 생산량이 늘어날 것으로 보임에 따라 내년 호주의 글로벌 원료탄 공급은 늘어날다고 보는 것이 타당하다.

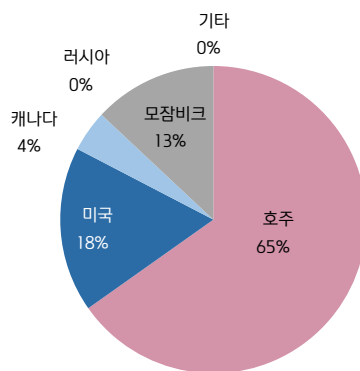
또한, 고려해야 할 점은 지난 2017년 3월, 4등급 싸이클론 Debbie로 인해서 호주의 원료탄 주요 산지인 북동부 지역이 큰 타격을 받았다는 것이다. 기록적인 자연재해로 인해서 북동부 지역의 철도가 큰 피해를 입으며 원료탄 수출에 막대한 피해를 가져왔다. 이에 2017년 호주 원료탄 생산량은 2016년과 동일했음에도 수출은 -6% 감소하였다. 당연히, 호주가 글로벌 원료탄 공급의 핵심인 만큼, 호주의 원료탄 수출 차질은 타이트했던 원료탄 수급을 더욱 악화시켜, 원료탄 가격 급등을 초래했다. 다행히 북동부 지역의 피해 복구가 완료됨에 따라 지연되었던 수출물량은 순차적으로 수출에 더해져서, 2018년 공급 물량 증가에 기여할 것으로 판단된다.

호주와 브라질이 글로벌 원료탄 생산 주도



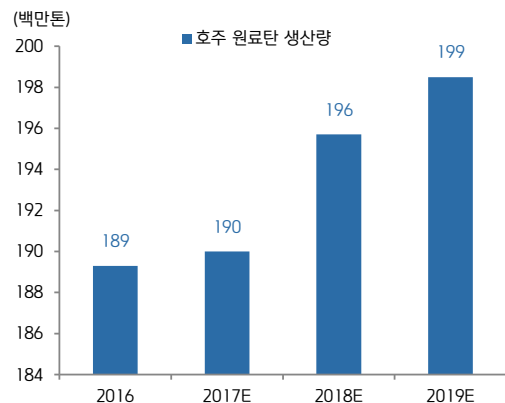
자료: Bloomberg, 기름증권

2018년 신규 공급 증가분은 대부분 호주에서



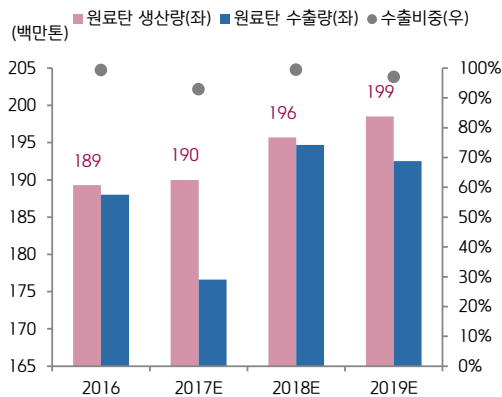
자료: Bloomberg, 기름증권

호주 원료탄 생산량 지속적으로 증가



자료: Resource and Energy, 기름증권

호주 생산의 대부분은 수출로 직결



자료: Resource and Energy, 기름증권

호주 주요 원료탄 생산지역

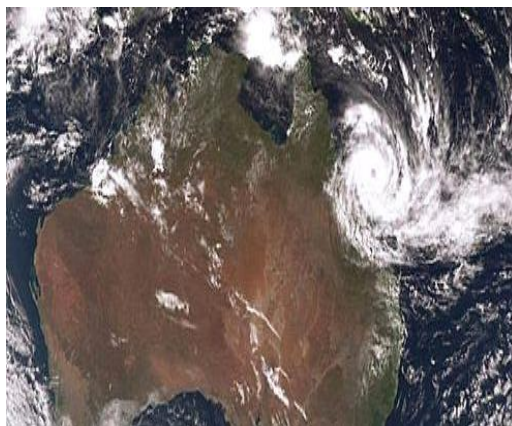
Major Australian black and brown coal deposits (Mt)

- <226
- 227-704
- 705-1,500
- 1,501-2,982
- 2,983-5,300
- >5,301
- Deposit
- Operating mine



자료: Resource and Energy, 기름증권

사이클론 Debbie로 원료탄 생산지 큰 피해



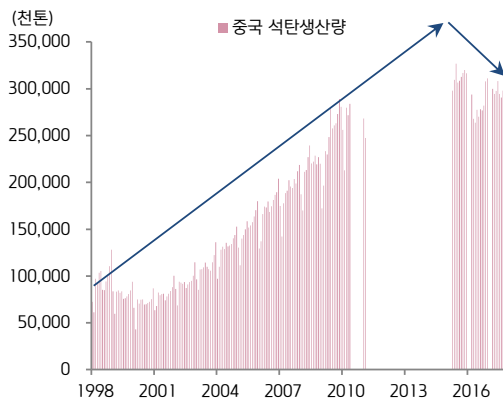
자료: 언론사, 기름증권

중국 생산량 2014년 Peak 이후 지속적으로 감소

중국 원료탄 생산량은 2014년 peak 이후 지속적으로 감소하고 있다.

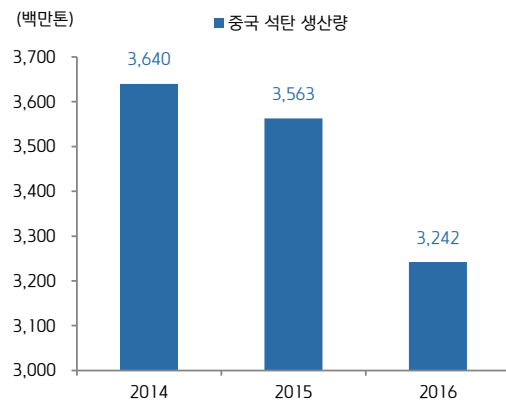
중국 정부의 과잉산업에 대한 구조조정 노력으로 대표적인 공급과잉 산업인 석탄산업은 자의반 타의반 구조조정이 진행 중에 있다. 석탄 생산량은 2002년 월간 기준 1억톤(109백만톤)을 상회한 이후 지속적으로 증가하여 2015년 11월에는 3.2억톤을 기록하는 등 지난 15년간 큰 폭으로 증가하였다. 이후 2016년부터 시작된 13차 5개년 계획에서 시진핑의 '공급측 개혁'이 중국 정부의 핵심 과제로 부각되면서 중국의 석탄 생산량은 지속적으로 감소하고 있다. 2017년 9월 현재 중국의 월간 석탄 생산량은 2.9억톤으로 2015년 월간 Peak 대비 10% 감소하였다. 연간 기준으로도 중국의 석탄생산량은 2014년 36.4억톤에서 2016년 32.4억톤으로 2억톤으로 감소하여 중국의 석탄 생산량은 Peak를 지나 완전한 감소추세에 있다고 판단한다.

하락하는 중국 월간 석탄 생산량



자료: CEIC, 키움증권 주:Crude coal 기준

Peak를 지난 중국 석탄 생산량



자료: IEA, 키움증권

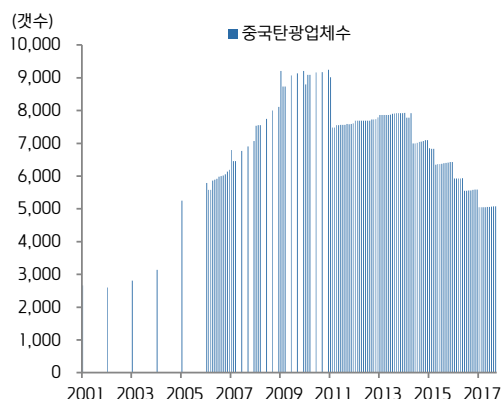
우리는 중국의 석탄 생산량이 향후에도 지속적으로 감소 할 것으로 판단한다.

중국의 탄광업체들의 수가 큰 폭으로 감소하고 있으며, 향후에도 탄광업체 수 증가는 중국 정부의 정책방향이나 산업의 특성상 제한적이기 때문이다. 중국의 탄광업체 수는 2009년 9,901개로 최대치를 기록한 이후 감소하여 2017년 9월 현재는 2009년보다 49% 줄어든 5,080개이다. 자세히 들여다 보면, 중국 탄광업체수는 2009년 peak 이후에도 2014년까지 7,918개로 감소폭은 크지 않았던 것이 중국 정부에서 공급측 개혁이 화두가 되기 시작한 2016년을 전후로 급속하게 감소한 것이다. 2015년부터 2017년 9월까지 33개월 사이에 감소한 탄광업체수는 대략 2000개로 -28% 줄어 든 것이다.

향후에도 중국 탄광업체 수 증가는 제한적일 것으로 전망하는 두번째 배경은 열악한 중국탄광업체들의 경쟁력이다. 탄광업체들 수가 2011년 이후 꾸준히 감소함에도 불구하고 중국 탄광업체들의 상황은 나아지지 않았다. 2011년까지 20% 내외였던 중국 탄광업체들의 적자기업 비중은(적자기업수/중국전체 탄광업체수)2016년 중반까지 지속적으로 증가하여 2015년에는 연간기준 35%이상의 탄광업체들이 적자에 허덕였다. 이후, 석탄 가격의 점진적인 상승과 탄광업체들의 급격한 감소로 적자비중은 현재 21%로 2011년 수준까지 하락한 상황이다.

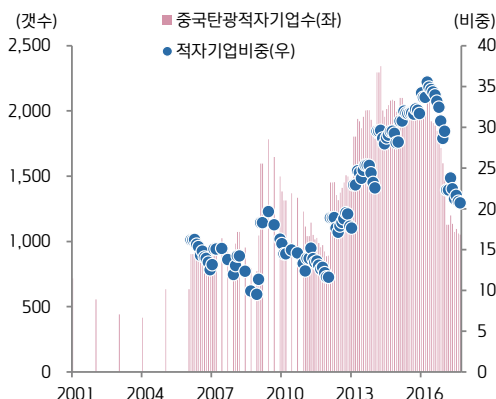
비록 감소하긴 하였지만, 최근의 석탄 가격 상승에도 중국 탄광업체들의 적자는 여전히 지속된 점과 중국 정부의 강력한 환경오염산업에 대한 규제, 그리고 향후 중장기적으로 글로벌 석탄 공급이 증가하는 상황을 감안하면, 중국 탄광업체 수의 증가는 제한적일 수 밖에 없다.

2015년 이후 중국 탄광업체 수 급격히 감소



자료: CEIC, 키움증권

여전히 중국 탄광업체 20%이상이 적자

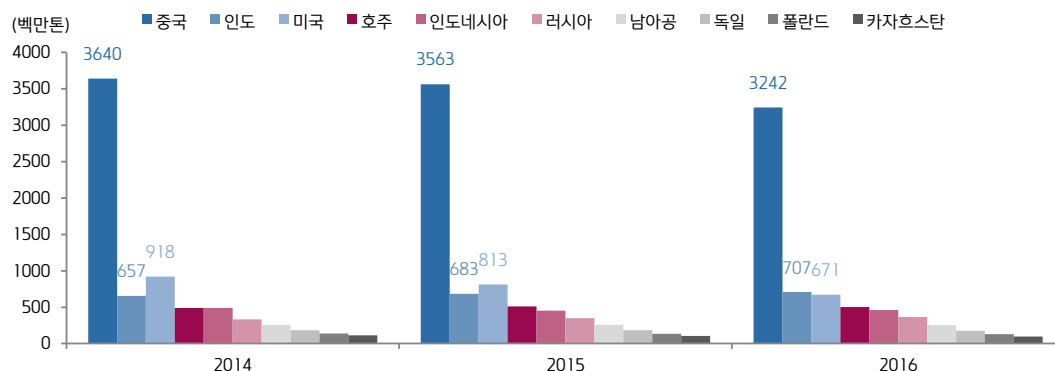


자료: CEIC, 키움증권

중국의 석탄 생산량 감소에도 여전히 중국은 글로벌 1위 석탄 생산 국가이며, 향후에도 이 지위는 상당기간 유지될 전망이다. 위에서 기술한 바와 같이 중국의 석탄 생산량은 지속적으로 감소하고 있다. 그럼에도 2016년 기준 중국의 석탄생산량은 32.4억톤으로 독보적인 글로벌 1위 석탄 생산 국가이며, 그 비중은 글로벌 석탄생산량(2016년 기준 72.6억톤) 46%에 달한다.

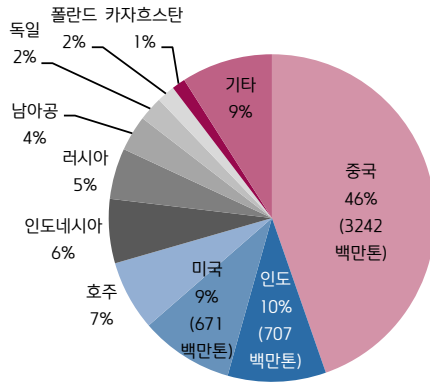
미국과 인도가 중국 다음의 글로벌 석탄 생산국가이긴 하나 연간 생산량이 두 국가 모두 7억톤 수준으로 중국의 22% 수준에 그치는 수준임을 감안하면, 중국의 석탄생산량은 장기간 글로벌 석탄 수급의 중요한 변수가 될 전망이다. 참고로 2016년 글로벌 석탄 생산 중 발전용탄이(Steam coal) 50.5억톤으로 전체 생산 중 74%로 대부분을 차지했으며, 철강산업과 직접적인 연관이 있는 제철용 원료탄은(Coking coal) 10.7억톤으로 15%의 비중을 이루고 있다. 2016년 글로벌 조강생산량(Crude Steel) 16.1억톤이고, 조강 1톤당 대략 0.7톤의 원료탄이 필요하다고 가정한다면, 2016년에 원료탄 수요는 11.2억톤으로 글로벌 제철용 원료탄 공급량인 10.7억톤과 대략적으로 비슷하다.

중국은 독보적인 글로벌 석탄생산국가



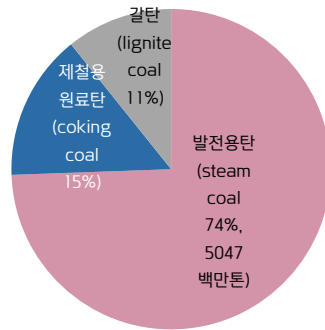
자료: IEA, 키움증권

글로벌 주요 석탄 생산국



자료:IEA, 키움증권 주:2016년 기준

석탄 생산 중 원료탄은 15% 수준



자료:IEA, 키움증권 주:2016년 기준

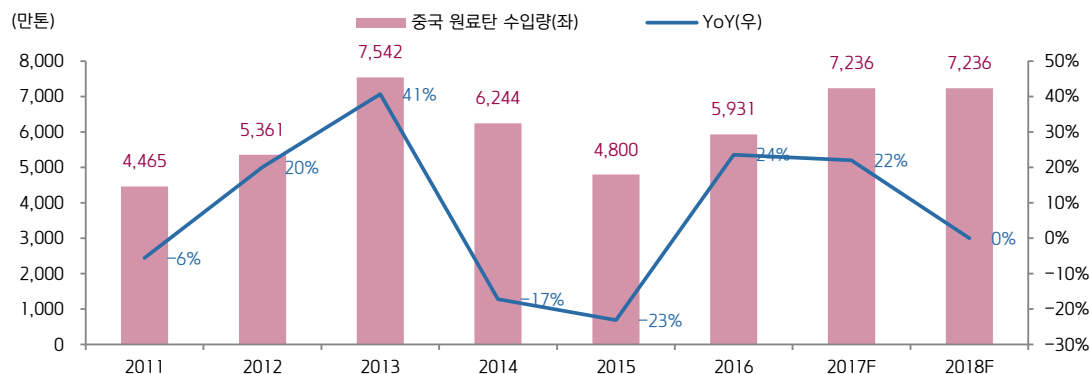
글로벌 원료탄 수요: 보수적으로 소폭 증가

2018년 글로벌 원료탄 수급의 핵심은 중국이 될 전망이다. 중국 외 주요 석탄 수입국들의 수요 증가율이 향후 2019년까지 CAGR 2% 내외로 제한적인 가운데, 중국이 얼마나 석탄을 수입하는가에 따라서 글로벌 석탄 수급이 요동칠 전망이다.

그 배경은 독보적인 글로벌 1위 석탄 생산국인 중국이 탄광 구조조정에 들어가면서 석탄 수급이 타이트해짐과 동시에 전망이 어려워 졌기 때문이다. 여기다 더해 2017년 중국의 철강재 수요 증가율이 기존 -8% 역성장에서 3% 성장으로 급격하게 상향되며 중국 철강관계자의 석탄 수급 전망이 완전히 엇나간 것으로 보인다. 이에 중국은 부족한 석탄을 수입에 의존하게 되었는데 2017년 석탄수입은 7,236만톤으로 전년대비 22% 증가하며 폭증하였다.

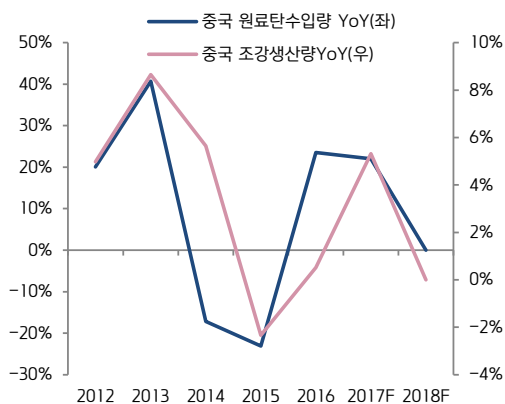
2018년에도 2017년과 유사한 조강생산량이 전망됨에 따라 중국의 원료탄 수입도 2017년과 비슷한 7,200만톤을 전망한다. 앞에서 기술한 바와 같이 중국의 석탄 생산량은 제한적인 가운데 중국의 수요 증가는 수입 증가로 직결되기 때문에 중국의 철강산업 회복여부에 따라 원료탄 수급은 좌우될 전망이다.

2018년 원료탄 수급의 키는 중국: 보수적으로 YoY 0% 전망



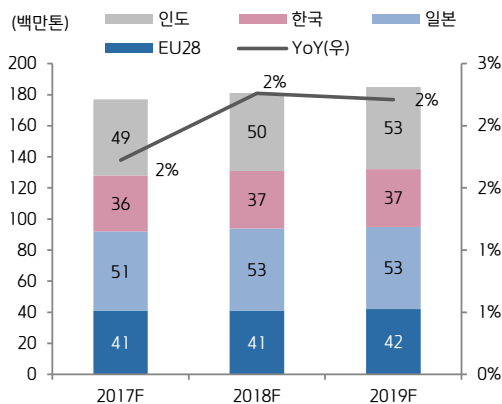
자료: CEIC, 키움증권 주:2017년은 9월까지 누적 데이터를 연월화

원료탄 수입과 조강생산량 증감율 추이



자료: CEIC, 키움증권

중국 외 원료탄 수입국의 수요 증가는 제한적



자료: 호주통계청,키움증권

2018년 가격 전망: 기본적으로는 우상향이나 제한적인 급등 가능성

2018년 원료탄 가격은 \$200/톤으로(YoY 10%) 상승세가 소폭 둔화되긴 하지만 가격 상승흐름은 이어갈 것으로 판단한다. 2017년과 같은 급등락 가능성도 배제 할 순 없다. 중국의 원료탄 수입량 여부에 달렸다.

앞에서 기술한 바와 같이 중국을 제외한 주요 원료탄 수입국들의 수요 증가는 제한적이다. 중국의 원료탄 수요 증가가 얼마나 되느냐가 핵심이다. 현재로서는 중국의 2018년 조강생산증가율을 0%로 전망하였기 때문에, 원료탄 수요도 작년과 비슷한 수준을 유지한다고 보고 있다. 이러한 상황이라면, 수급 균형에 가깝기 때문에 원료탄 가격은 철강재 가격흐름과 비슷한 수준을 유지할 것으로 보인다.

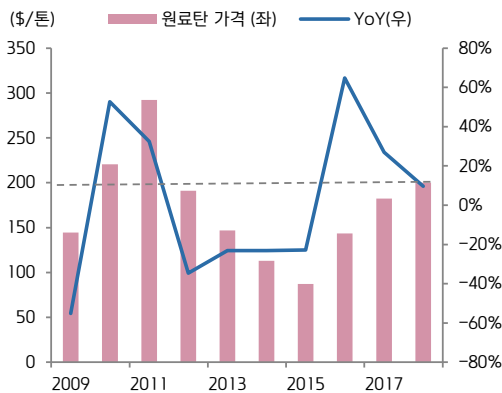
다만, 2017년과 같이 예상치 못한 중국의 철강재 수요로 조강생산이 증가하여 원료탄 수입이 증가하거나, 타이트한 현 수급상황에서 작년과 같은 호주의 자연재해와 같은 이벤트가 발생한다면, 급등 가능성도 배제할 순 없다.

2018년 연평균 원료탄가격 \$200/톤 수준 전망(YoY 10%)



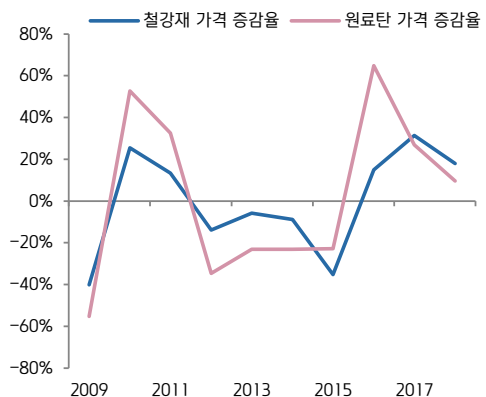
자료: Bloomberg, 키움증권 주:제철용 원료탄 동호주 항구 FOB

2018년 \$200/톤은 2009~2013년 평균 수준



자료: Bloomberg, 키움증권 주:제철용 원료탄 동호주 항구 FOB

유사한 철강재& 원료탄가격 흐름



자료: Bloomberg, 키움증권 주:제철용 원료탄 동호주 항구 FOB, 동아시아 열연코일 가격

>>>결론:스프레드→분기별 등락은 있겠으나 추세적으로 개선

조강:공급=수요→ 견조한 우상향 전망

2018년 글로벌 조강 생산은(Crude Steel) 17.3억톤으로 2017년 16.9억톤(당사 전망)대비 2% 증가할 전망이다. 철강 수요 또한 15.8억톤으로 2017년 15.6억톤(당사 전망치) 대비 2% 증가 할 전망이어서 수급적으로 균형을 맞추며 중국 철강가동율이 7년만에 80%를 상회할 전망이다. 따라서, 2018년 철강 가격은 연평균 \$600/톤으로 2017년 11월 누적 평균 \$508/톤 대비 18% 상승 할 것으로 전망한다.

철광석:공급>수요→ 강보합

2018년 글로벌 철광석의 공급은(Net 기준) 14.6억톤으로 전년대비 64백만톤 증가(YoY 5%)하며 2020년까지 연간 기준 가장 높은 증가율을 기록할 전망이다. 글로벌 철광석 수요는 2018년 14.3억톤으로 YoY 2% 증가할 전망이어서 공급이 소폭 우위에 있을 것으로 판단한다. 단, 철강재 가격이 견조할 것으로 전망하기에 철광석 가격 또한 급락은 제한적이다. 2018년 철광석 가격은 \$74/톤으로(YoY 0%) 2017년과 비슷한 수준으로 전망한다.

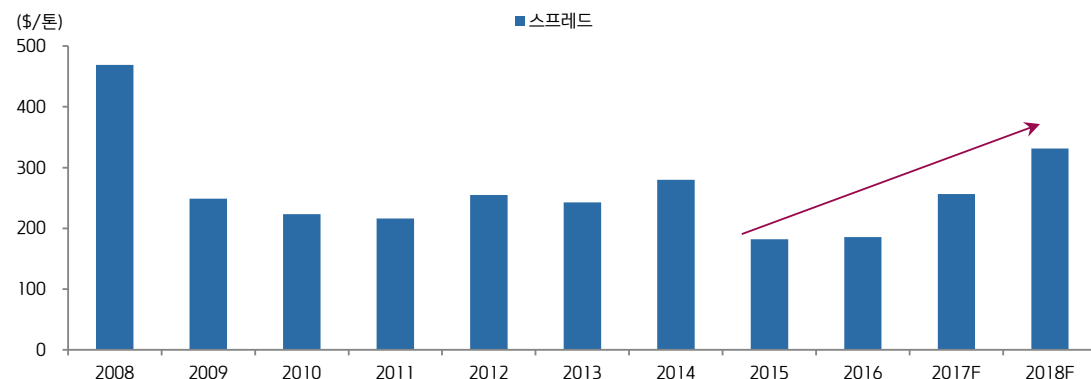
원료탄:공급≤수요 → 기본적으로는 우상향이나 제한적인 급등 가능성

글로벌 원료탄 공급은(Coking Coal) 2018년 3.4억톤으로 전년대비 23백만톤(YoY 7%) 증가할 전망이다. 중국 외 주요 석탄 수입국들의 수요 증가율이 향후 2019년까지 CAGR 2% 내외로 제한적인 가운데, 중국이 얼마나 석탄을 수입하는가에 따라서 글로벌 석탄 수급이 요동칠 전망이다. 2018년 원료탄 가격은 \$200/톤으로(YoY 10%) 상승세가 소폭 둔화되긴 하지만 가격 상승흐름은 이어갈 것으로 판단한다. 2017년과 같은 가격 급등락 가능성도 배제 할 순 없다.

스프레드→분기별 등락은 있겠으나 추세적으로 개선

2018년 스프레드는 2017년 대비 개선될 전망이다. 원재료의 분기별 수급에 따른 가격 변동에 따라 분기별 등락은 있겠으나 견조한 철강재 흐름을 바탕으로 철광석 가격은 안정적으로 유지되며 마진 확대로 이어질 전망이다. 따라서, 철강시황은 2018년에도 양호할 전망이며, 철강재 가격 상승시기에 적극적인 가격전가를 통해 이익을 창출 할 수 있는 POSCO를 Top Pick으로 제시한다.

2018년 스프레드는 개선될 전망



자료:Blommborg, 키움증권 주: 스프레드=열연코일 가격-철광석*1.6-원료탄*0.7

Ⅲ. 비철산업 수급전망

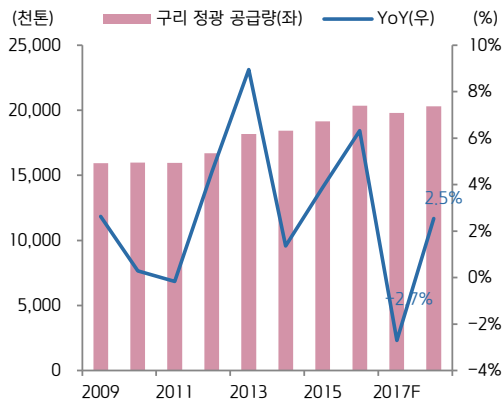
>>>구리:공급<수요

글로벌 수급 전망

2018년 글로벌 전기동 수급은 수요가 공급을 10만톤 상회할 것으로 전망한다. ILZSG(International Lead and Zinc Study Group, 국제 아연 납 연구그룹, 이하 ILZSG)에 따르면, 전기동 수급은 2017년(전망치) 15만톤 초과에 이어 소폭 축소되긴 하지만 2018년에도 전기동 수요가 공급을 넘어설 것으로 전망하고 있다.

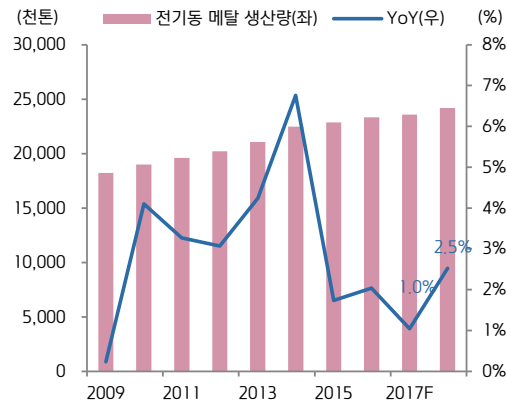
2018년 구리 정광의 공급은 2,418만톤으로(YoY 3%) 전년대비 50만톤 증가 할 전망이다. 인도네시아와 칠레 등 주요 구리 정광 공급국가에서의 생산차질로 2017년에는 구리 정광 생산량이 1,981만톤으로(YoY -3%) 전년대비 55만톤 줄어들었으나, 2018년에는 콩고와 잠비아 등지의 광산의 재가동이 예정됨에 따라 구리 정광 공급량은 2016년 수준을 회복 할 것으로 판단된다. 2018년 구리 메탈의 생산량도 60만톤 증가한 2,418만톤(YoY 3%)으로 전망된다. 중국의 지속적인 제련 CAPA 확장과 2017년 가동이 중단되었던 미국, 칠레 등 주요 제련국들의 가동이 재개될 것으로 전망되기 때문이다.

2018년 구리 정광 공급 증가율 3%



자료: ILZSG, 키움증권

2018년 구리 메탈 생산 증가율 3%

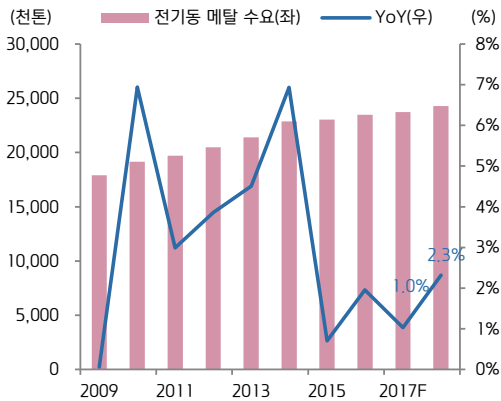


자료: ILZSG, 키움증권

2018년 글로벌 전기동 수요는 2,428만톤으로(YoY 2%)로 전년대비 55만톤 증가할 것으로 전망된다. 중국과 인도의 인프라 투자가 지속되면서 견조한 구리 수요가 창출 되고 있는 것으로 판단한다. 당사는 구리의 수요가 당분간 좋은 흐름을 보여줄 것으로 판단하는데, 글로벌 경기가 회복세를 보이고 있고, 중국도 2018년 시진핑 집권 2기가 시작함에 따라 경기 부양에 대한 기대감도 있으며,전기차 시장이 본격적으로 개화됨에 따라 추가적인 전기동 수요가 창출될 수 있기 때문이다.

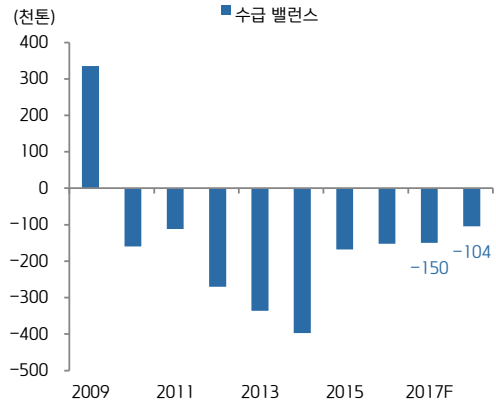
따라서, 2018년 글로벌 전기동 수급 밸런스는 전기동 공급은 2,418만톤, 전기동 수요 2,428만톤으로 수요가 공급을 10만톤 상회 할 것으로 전망된다.

2018년 글로벌 전기동 수요 증가율 2%



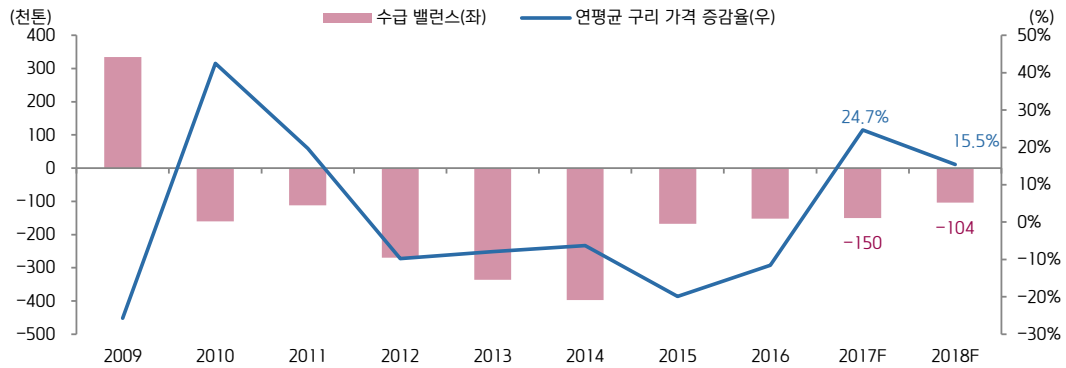
자료: ILZSG, 키움증권

2018년 수급밸런스(생산-수요):-10만톤



자료: Bloomberg, 키움증권

전기동 수급 밸런스와 연평균 구리가격 증감율



자료: ILZSG, Bloomberg, 키움증권

글로벌 구리 수급 전망(천톤)

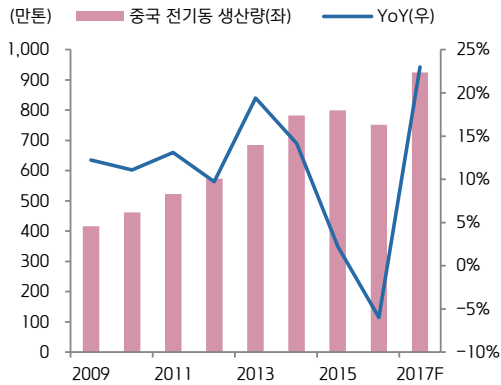
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
정광 공급량	15,945	15,990	15,964	16,691	18,185	18,432	19,148	20,358	19,807	20,311
메탈 생산량	18,234	18,981	19,601	20,203	21,060	22,483	22,873	23,339	23,583	24,179
메탈 수요	17,899	19,141	19,713	20,473	21,396	22,880	23,041	23,491	23,733	24,283
수급밸런스(생산-수요)	335	-160	-112	-270	-336	-397	-168	-152	-150	-104
연평균 구리가격(천원/톤)	5,163	7,359	8,810	7,949	7,322	6,862	5,495	4,862	6,063	6,812
YoY										
정광 공급량	2.6%	0.3%	-0.2%	4.6%	9.0%	1.4%	3.9%	6.3%	-2.7%	2.5%
메탈 생산량	0.2%	4.1%	3.3%	3.1%	4.2%	6.8%	1.7%	2.0%	1.0%	2.5%
메탈 수요	0.1%	6.9%	3.0%	3.9%	4.5%	6.9%	0.7%	2.0%	1.0%	2.3%
연평균 구리가격	-25.7%	42.5%	19.7%	-9.8%	-7.9%	-6.3%	-19.9%	-11.5%	24.7%	15.5%

자료: ILZSG, Bloomberg, 키움증권

중국 전기동 시장 전망

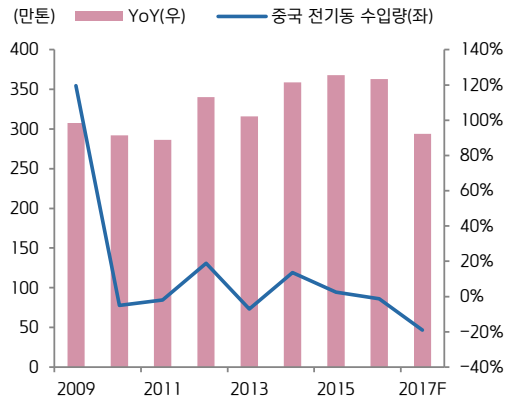
2017년 중국의 전기동 생산량은 925만톤 YoY 23% 증가 할 전망이다. 반면, 중국의 전기동 수입량은 294만톤으로 -19% 감소 할 것으로 보인다. 중국 경제성장에 대한 자심감과 2017년 견조한 전기동 가격 흐름으로 중국의 전기동 생산량은 늘어난 반면, 동시에 공급과잉에 대한 우려도 존재하여 전기동 수입량은 감소하는 혼재된 모습을 보였다.

2017년 전기동 생산량 23% 증가할 전망



자료:Bloomberg, 키움증권

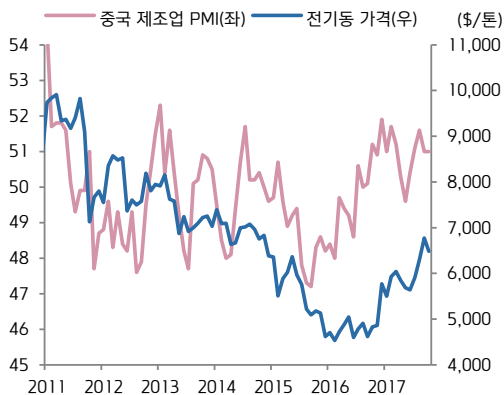
반면, 수입량은 -19% 감소 할 전망



자료:Bloomberg, 키움증권

중국의 전기동 생산량이 늘어나도 공급과잉은 아니라고 판단한다. 2016년부터 살아나기 시작한 중국의 제조업 PMI를 보더라도 중국의 경기는 양호한 흐름을 나타내고 있으며, 특히 중국의 전기동 수요와 연관이 있는 부동산 상황을 보더라도 2016년부터 부동산 신규 착공면적 증가율이 YoY 성장세를 지속하고 있어서 공급 증가를 소화할 수 있는 수요를 창출 할 수 있을 것으로 판단한다.

전기동 가격과 중국 제조업 PMI



자료:Bloomberg, 키움증권

2016년부터 살아나는 중국 부동산 착공면적



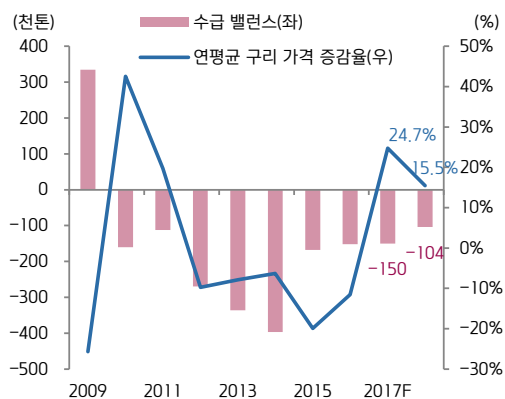
자료:CEIC, 키움증권 주:YoY

2018년 가격 전망

2018년 글로벌 전기동 가격은 \$7,000/톤으로 전년대비 15% 상승 할 것으로 전망한다.

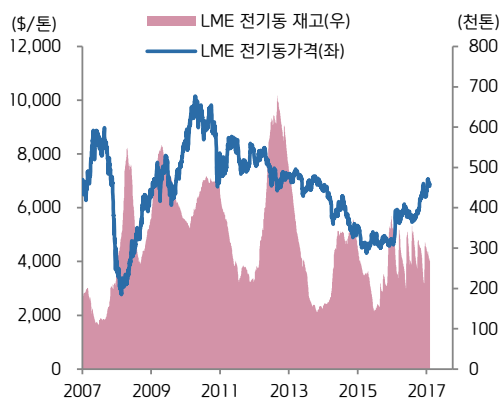
글로벌 전기동 수급 상황이 전기동 가격에 절대적인 것은 아니지만, 전기동 재고가 낮은 상황에서 실제적인 수요가 증가하는 상황이라면, 전기동 공급 부족은 가격에 미치는 영향이 커질 것이라 판단한다. 2018년에도 지속되는 전기동 공급 부족에 높지 않은 LME 전기동 재고, 회복되는 글로벌 경제와 전기차 확대에 따른 추가적인 수요 창출 등으로 전기동의 가격은 하락보다는 상승 가능성이 커 보인다.

글로벌 전기동 수급 밸런스(좌)와 가격 증감(우)



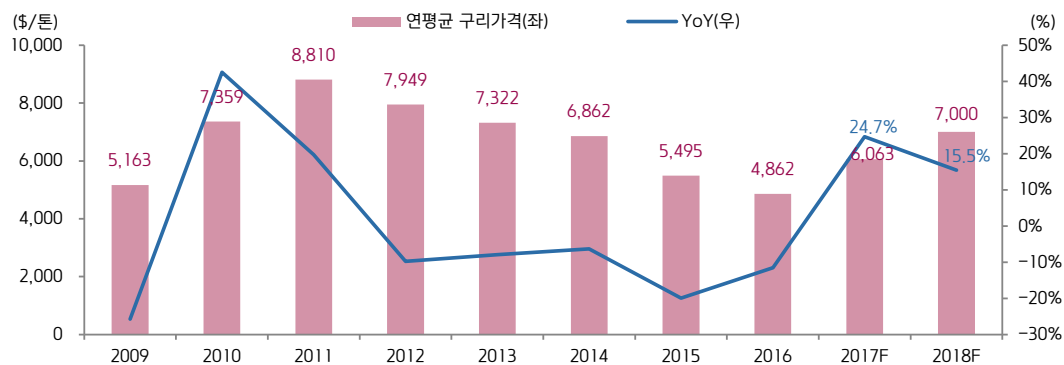
자료:Bloomberg,기름증권

전기동 가격과 재고 추이



자료:ILZSG, Bloomberg,기름증권

2018년 전기동 가격은 \$7,000/톤(YoY 15%) 전망



자료:Bloomberg,기름증권 주:LME 구리 현물 기준

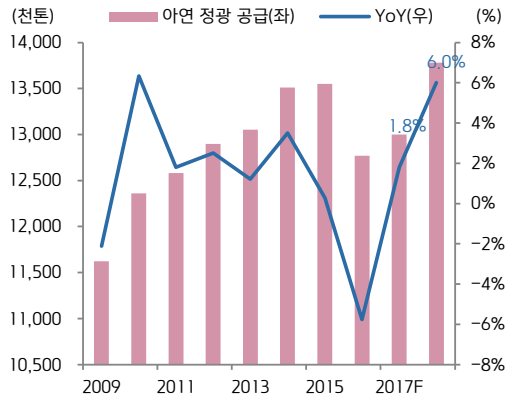
>>>아연:공급<수요

글로벌 수급 전망

2018년 글로벌 아연 수급은 수요가 공급을 22만톤 초과 할 것으로 전망된다. ILZSG에 따르면, 아연 수급은 2017년(전망치) 40만톤 공급 부족에 이어 소폭 축소되긴 하지만 2018년에도 아연 공급이 수요를 따라가지 못할 것으로 밝혔다.

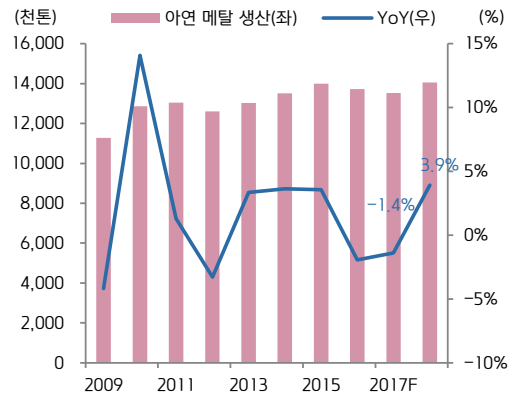
2018년 아연 정광의 공급은 1,378만톤으로(YoY 6%) 전년대비 78만톤 증가 할 전망이다. 호주 MMG(The Minerals and Metals Group)의 Dugald River 아연 광산의 생산이 본격화되고, 남아공의 신규 광산 가동 등 전반적인 주요 정광 공급국가들의 공급이 늘어날 전망이다. 2018년 아연 메탈의 생산량도 53만톤 증가한 1,406만톤(YoY 4%)으로 전망된다. 2017년에는 파업으로 인한 캐나다의 생산 차질 등 글로벌 아연 메탈 생산량이 -1.4% 감소하였지만, 2018년에는 중국의 아연정광 생산량도 2017년 대비 4% 증가하며 글로벌 아연 메탈 생산을 견인 할 것이다.

2018년 아연 정광 공급 증가율 6%



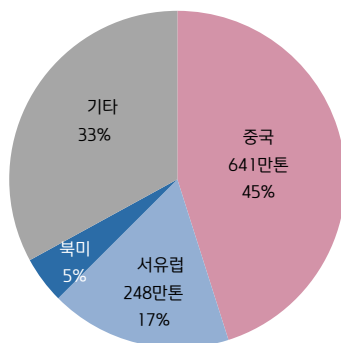
자료: ILZSG, 키움증권

2018년 아연 메탈 생산량 증가율 4%



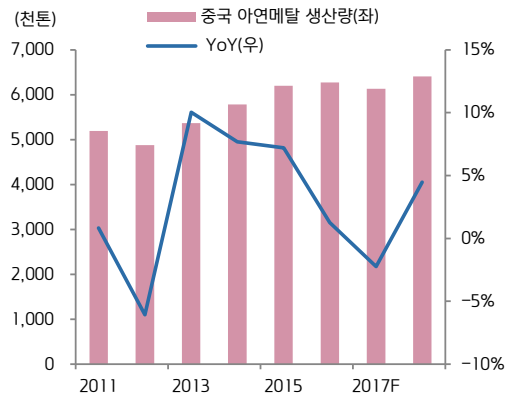
자료: ILZSG, 키움증권

아연 메탈 생산의 45%가 중국



자료: ILZSG, 키움증권 주:2018년 기준

2018년 아연메탈 생산 증가는 중국이 주도

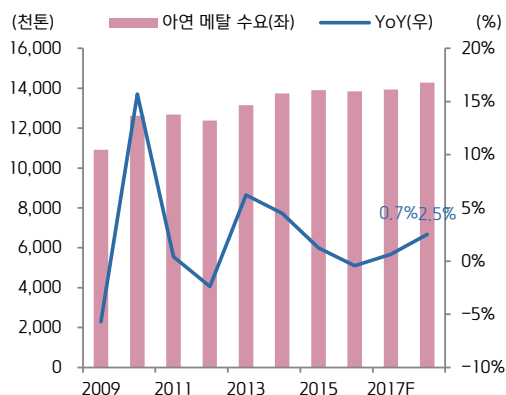


자료: ILZSG, Bloomberg, 키움증권

2018년 글로벌 아연 수요는 1,428만톤으로(YoY 3%)로 전년대비 35만톤 증가할 것으로 전망된다. 미국과 유럽의 견조한 성장세가 중국 외 지역의 수요를 이끌 것으로 판단하며, 2018년 서유럽과 북미의 아연 수요 증가율은 전년대비 모두 1% 이상 증가할 전망이다. 글로벌 아연 수요 또한 기타 비철금속이나 철강과 같이 중국 수요가 핵심인데, 2018년 중국 아연 수요는 697만톤으로 글로벌 수요의 48%를 차지할 것으로 판단한다. 후술하겠지만, 중국의 아연수요 증가율은 2018년 3%로 2017년 2%에 이어 성장세를 이어갈 것으로 보이는데 증가하는 자동차 생산으로, 아연도강판 수요가 증가한 것이 주원인으로 보인다.

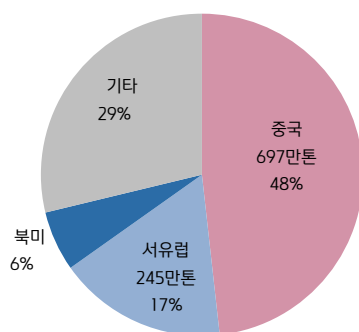
따라서, 2018년 글로벌 아연 수급 밸런스는 아연 공급은 1,421만톤, 아연 수요 1,446만톤으로 수요가 공급을 22만톤 상회 할 것으로 전망된다.

2018년 글로벌 아연 수요 증가율 3%



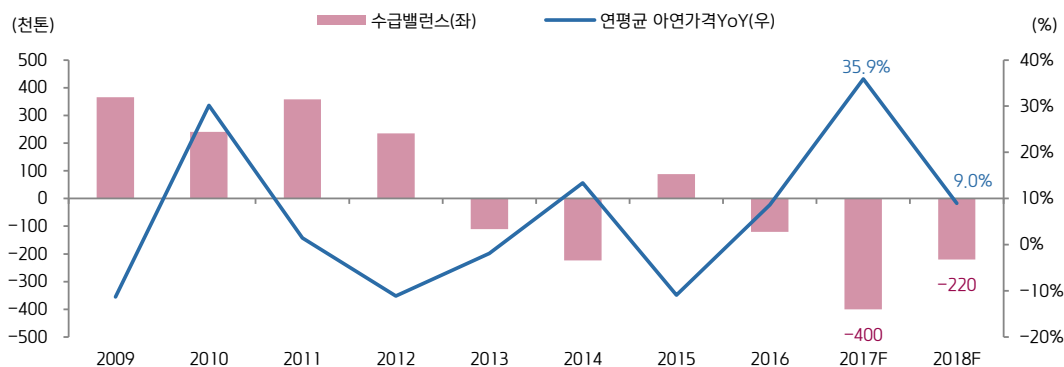
자료: ILZSG, 키움증권

2018년 수요의 48%가 중국에서



자료: ILZSG, 키움증권

아연 수급 밸런스와 연평균 아연가격 증감율



자료: ILZSG, Bloomberg, 키움증권

글로벌 아연 수급 전망(천톤)

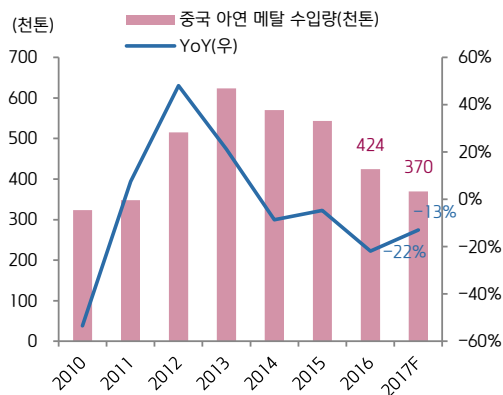
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
정광 공급량	11,623	12,360	12,582	12,898	13,054	13,512	13,550	12,770	13,000	13,780
메탈 생산량	11,281	12,869	13,037	12,610	13,033	13,508	13,990	13,720	13,530	14,060
메탈 수요	10,915	12,628	12,679	12,375	13,143	13,732	13,902	13,840	13,930	14,280
수급밸런스(생산-수요)	366	241	358	235	-110	-224	88	-120	-400	-220
연평균 아연가격(천원/톤)	1,658	2,158	2,190	1,946	1,909	2,164	1,928	2,094	2,845	3,100
YoY(%)										
정광 공급량	-2.1%	6.3%	1.8%	2.5%	1.2%	3.5%	0.3%	-5.8%	1.8%	6.0%
메탈 생산량	-4.2%	14.1%	1.3%	-3.3%	3.4%	3.6%	3.6%	-1.9%	-1.4%	3.9%
메탈 수요	-5.7%	15.7%	0.4%	-2.4%	6.2%	4.5%	1.2%	-0.4%	0.7%	2.5%
연평균 아연가격	-11.3%	30.2%	1.5%	-11.1%	-1.9%	13.4%	-10.9%	8.6%	35.9%	9.0%

자료: IZSG, Bloomberg, 키움증권

중국 아연 시장 전망

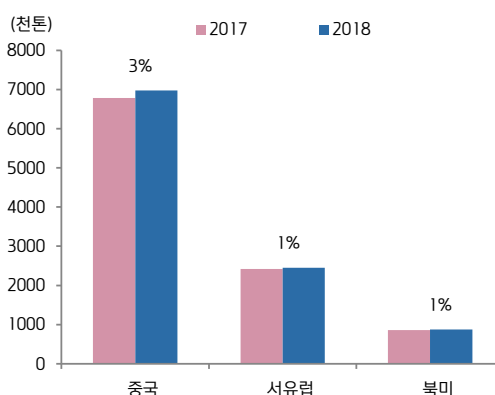
2017년 중국의 아연 메탈 수입량은 37만톤으로 -13% 감소하긴 하지만, 감소폭을 축소 할 것으로 판단된다. 2018년에는 중국의 아연 수요가 전년대비 19만톤 늘어난 698만톤(YoY 3%)가 전망됨에 따라 아연 수입량은 플러스로 전환될 가능성도 있다. 중국의 아연 최대 소비국인 만큼, 중국의 아연 수급여부가 글로벌 아연 가격에 미치는 영향은 지대하며, 이에 따라 2018년 글로벌 아연 가격은 하락보단 상승에 무게가 실린다.

2017년 아연메탈 수입량은 감소를 축소될 전망



자료:Bloomberg, 키움증권 주:2017년은 당사전망

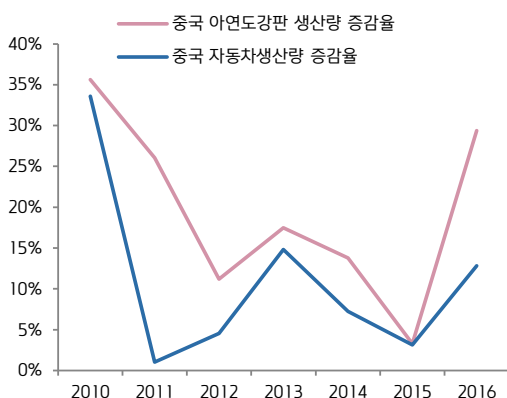
2018년 중국 아연수요는 3% 증가 할 전망



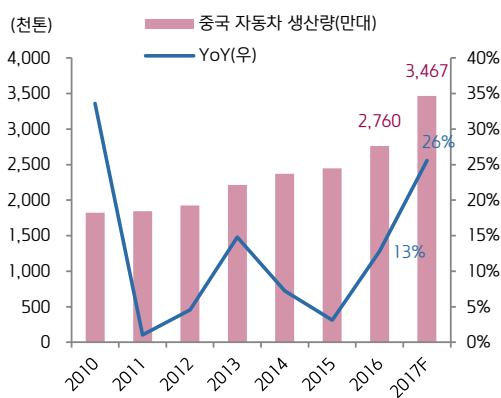
자료:ILZSG, 키움증권

중국의 아연 수요 증가의 주 배경은 아연도강판 생산 증가에 기인할 것으로 보인다. 중국 아연소비의 50% 이상이 아연도강판으로 쓰이기 때문에 아연도강판의 생산량과 아연 소비는 밀접한 흐름을 보인다. 그리고 아연도강판은 자동차에 최종적으로 소비됨에 따라 결국, 중국의 아연소비는 중국의 자동차생산과 궤를 같이한다. 중국의 자동차 생산량은 2017년 3,500만대로 YoY 26% 증가 할 것으로 전망되며, 2009년~2016년 CAGR 11%를 감안한다면, 아연도강판 생산량도 꾸준히 증가할 것으로 판단된다.

자동차생산량과 밀접한 흐름을 보이는 아연도강판 중국 자동차 생산량 2009~2016 CAGR 11%



자료:중국 통계청, 키움증권



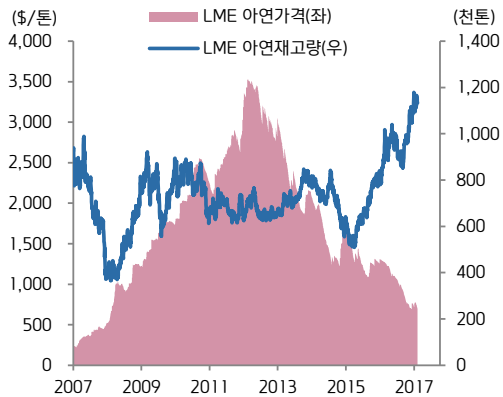
자료:중국 통계청, 키움증권

2018년 가격 전망

2018년 글로벌 아연 가격은 \$3,100/톤으로 전년대비 9% 상승 할 것으로 전망한다.

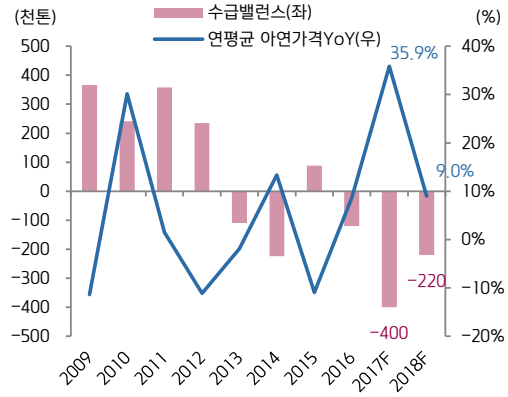
글로벌 아연 수급이 가격 향방에 절대적인 영향을 미치는 것은 아니지만, LME 아연 재고는 지속적으로 감소하며, 타이트한 아연 수급 상황을 나타내고 있다. 글로벌 아연 수급 밸런스를 보더라도, 2017F 아연은 40만 톤 공급 부족, 2018F 22만톤 공급 부족을 지속 할 것으로 보여, 타이트한 수급은 최근의 아연 가격 상승을 지지시켜 줄 절대적인 변수로 판단된다. 중국의 지속적인 자동차 생산 증가와 견조한 조강생산량을 감안하면, 타이트한 아연 수급은 당분간 지속될 전망이어서 아연 가격은 하락보다는 상승에 무게가 실린다.

아연 가격과 재고 추이



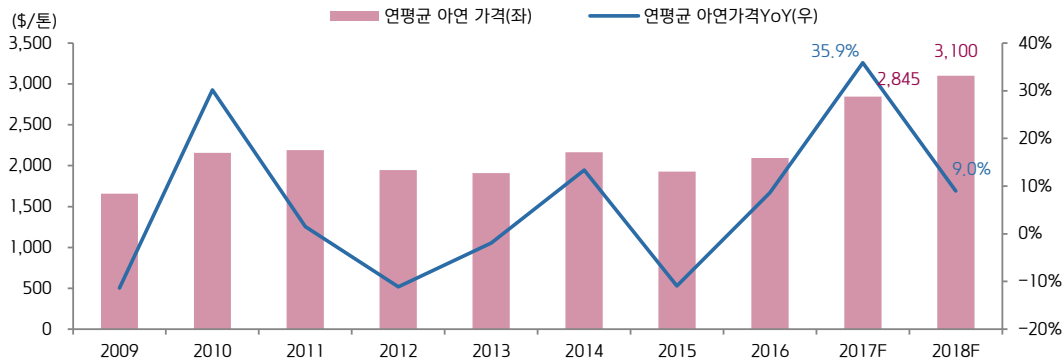
자료: Bloomberg, 키움증권

글로벌 아연 수급 밸런스와 가격 증감



자료: ILZSG, Bloomberg, 키움증권

2018년 아연 가격은 \$3,100/톤(YoY 9%) 전망



자료: Bloomberg, 키움증권 주: LME 아연 현물 기준

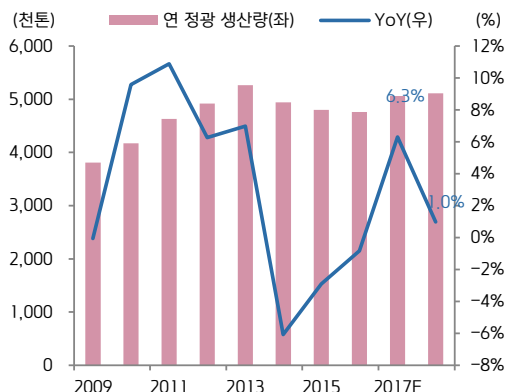
>>>연:공급<수요

글로벌 수급 전망

2018년 글로벌 연 수급은 수요가 공급을 5만톤 초과 할 것으로 전망된다. ILZSG에 따르면, 연 수급은 2017년(전망치) 12만톤 공급 부족에 이어 소폭 축소되긴 하지만 2018년에도 연 공급이 수요를 따라가지 못 할 것으로 밝혔다.

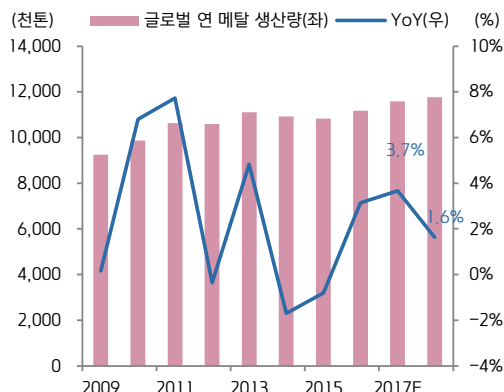
2018년 연 정광의 공급은 511만톤으로(YoY 1%) 전년대비 5만톤 증가 할 전망이다. 2017년 6% 증가에 이어 2018년에도 증가세를 이어갈 전망이다, 중국의 공급량이 꾸준히 증가하는 가운데, 쿠바, 멕시코 등 기타 지역에서의 공급량 증가도 글로벌 연 정광 공급량 증대에 기여 할 것으로 보인다. 2018년 연 메탈의 생산량도 19만톤 증가한 1,177만톤(YoY 2%)으로 전망된다. 중국의 꾸준한 연 메탈 생산 증가가 글로벌 생산 증가를 이끌어 왔는데, 2017년 중국 연 메탈 생산량은 555만톤(YoY 19%) 증가할 전망으로, 전체 글로벌 생산량의 50%를 차지할 것으로 판단된다.

2018년 연 정광 공급 증가율 1%



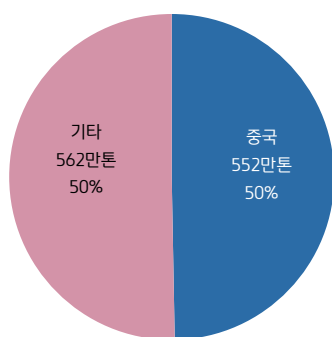
자료: ILZSG, 키움증권

2018년 연 메탈 생산량 증가율 2%



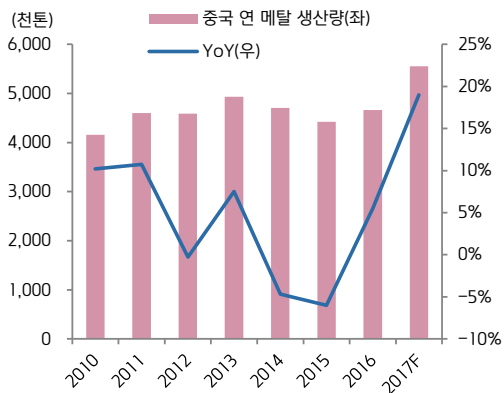
자료: ILZSG, 키움증권

연 메탈 생산의 50%가 중국



자료: ILZSG, 키움증권 주:2017년 당사 전망기준

중국의 증가하는 연 메탈 생산량

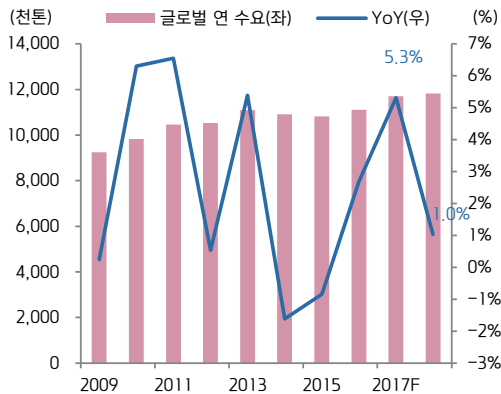


자료: ILZSG, Bloomberg, 키움증권

2018년 글로벌 연 수요는 1,182만톤으로(YoY 1%)로 전년대비 12만톤 증가할 것으로 전망된다. 중국의 견조한 수요가 2016년에 이어 2017년에도 글로벌 연 수요를 이끌 것으로 판단된다. 중국의 전기 오토바이와 삼륜전자자전거(e-trikes)가 인기를 끌면서 이와 관련된 배터리 수요가 폭증, 2017년 중국의 연 수요 증가율은 11.3%로 큰 폭으로 증가하였다. 2018년에도 중국의 공유경제 활성화를 통한 전기 자전거, 삼륜 자전거 등의 수요가 지속적으로 증가할 가능성이 있어서 배터리를 통한 연 수요는 꾸준할 전망이다.

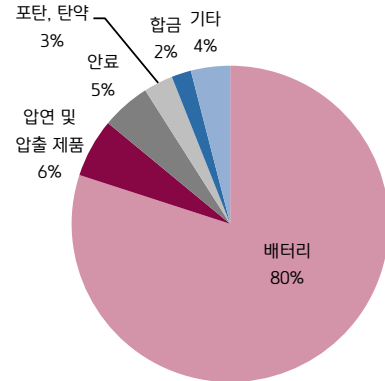
따라서, 2018년 글로벌 연 수급 밸런스는 아연 공급은 1,177만톤, 아연 수요 1,182만톤으로 수요가 공급을 5만톤 상회 할 것으로 전망된다.

2018년 글로벌 연 수요 증가율 1%



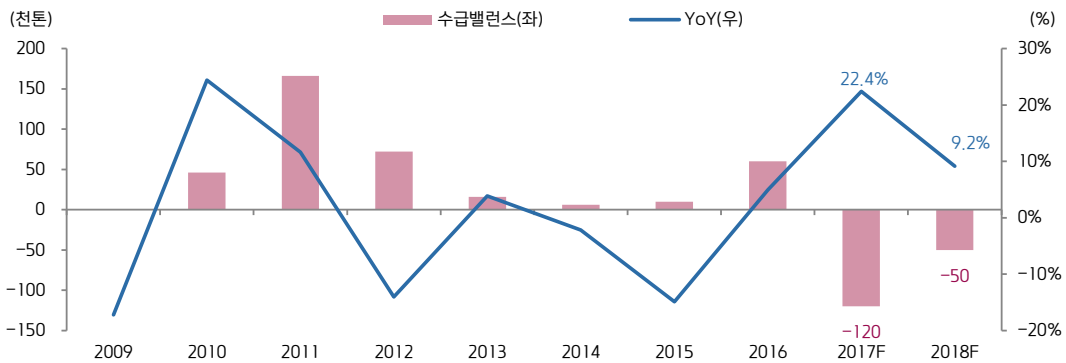
자료: ILZSG, 키움증권

연 수요의 80%는 배터리



자료: ILZSG, 키움증권

연 수급 밸런스와 연평균 연 가격 증감율



자료: ILZSG, Bloomberg, 키움증권

글로벌 연 수급 전망(천톤)

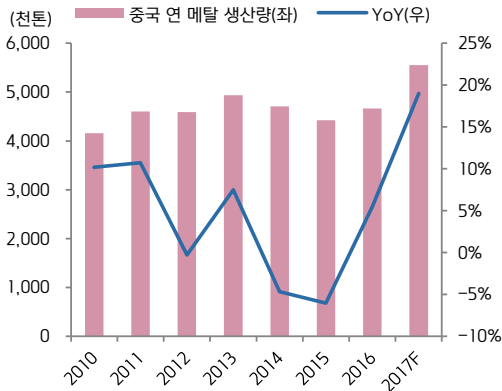
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
정광 공급량	3,810	4,175	4,630	4,920	5,264	4,944	4,800	4,760	5,060	5,110
메탈 생산량	9,242	9,871	10,634	10,596	11,107	10,918	10,830	11,170	11,580	11,770
메탈 수요	9,242	9,825	10,468	10,524	11,091	10,912	10,820	11,110	11,700	11,820
수급밸런스(생산-수요)	0	46	166	72	16	6	10	60	-120	-50
연평균 연가격(천원/톤)	1,726	2,147	2,397	2,061	2,141	2,095	1,783	1,871	2,290	2,500
YoY(%)										
정광 공급량	-0.1%	9.6%	10.9%	6.3%	7.0%	-6.1%	-2.9%	-0.8%	6.3%	1.0%
메탈 생산량	0.2%	6.8%	7.7%	-0.4%	4.8%	-1.7%	-0.8%	3.1%	3.7%	1.6%
메탈 수요	0.2%	6.3%	6.5%	0.5%	5.4%	-1.6%	-0.8%	2.7%	5.3%	1.0%
연평균 연가격	-17.2%	24.4%	11.6%	-14.0%	3.9%	-2.1%	-14.9%	4.9%	22.4%	9.2%

자료:ILZSG,Blommborg, 키움증권

중국 연 시장 전망

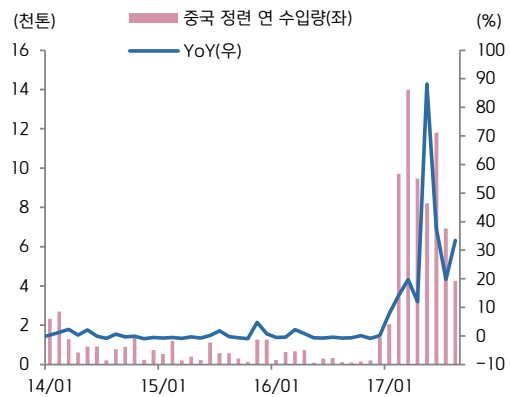
2017년 중국의 연 메탈 생산량은 555만톤으로 전년대비 89만톤 늘어나며 YoY 19%로 큰 폭으로 증가 할 전망이다. 중국의 정련 연 수입량 또한 2017년 폭증하였는데, 2017년 월평균 정련 연 수입량은 7,811톤으로 2016년 대비 8,620% 급증한 수준이며, 2010~2016년 기준 월평균 453톤 대비 해서도 1,622% 늘어난 기록적인 상황이다. 중국의 정련 납 생산 증가에도 수입량이 급증하는 것을 보면, 중국의 정련 납 공급은 타이트한 것으로 판단되며, 최근 중국 공유경제 발달이 전기 자전거, 전기 오토바이 산업까지 확대되며 배터리 수요가 늘어난 것으로 판단된다.

2017년 중국 정련 연 생산량은 19% 증가할 전망



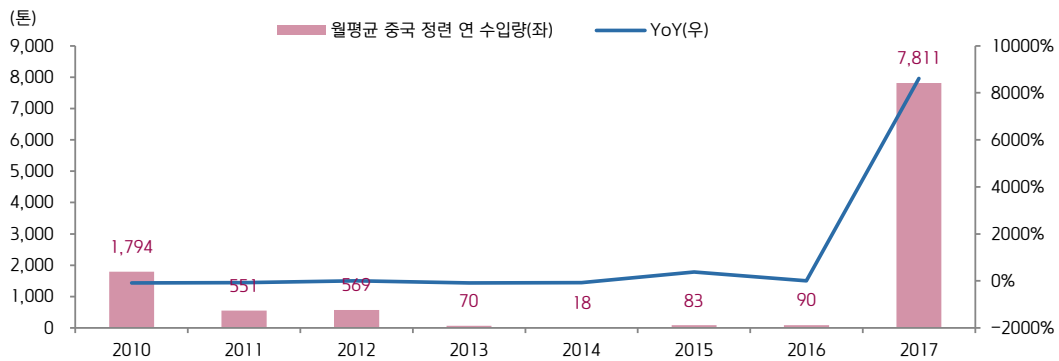
자료: Bloomberg, 키움증권 주: 2017년은 당사전망

2017년 중국 정련 연 수입량 폭증



자료: Bloomberg, 키움증권

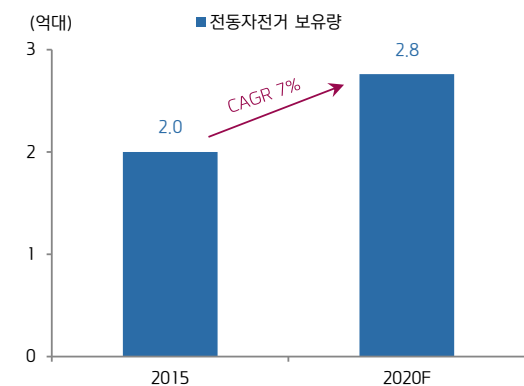
2017년 월평균 중국 정련 연 수입량은 전년대비 8,620% 폭증



자료: Bloomberg, 키움증권

중국의 환경오염 대두와 정부의 적극적인 제재, 그리고 공유경제 활성화로 자동차, 오토바이 등이 쇠퇴한 반면, 전동자전거가 최근 각광을 받고 있다. 중국 대도시의 등록 차량이 포화상태에 이르자, 중국 정부는 친환경 자동차 구매지원조차도 2021년까지 전면 폐지하기로 하며 단계적으로 줄이고 있는 상황이다. 또한 오포 (OfO), 모바이크(Mobike) 등 자전거 공유시장이 활성화되면서 중국의 전동자전거 시장은 한층 더 성장하였다. 최근에는 전동삼륜자전거(e-trikes)의 안정성이 부각되어 전동 관련 산업이 신규 수요를 창출하고 있는 상황이다. 이에 따라서 80% 이상이 배터리에 쓰이는 연 수요도 자동차나 오토바이 등 기존 배터리 수요 감소를 전동 자전거나 전동삼륜자전거의 신규창출 수요가 충분히 커버하면서 연 수요가 늘어나고 있는 것으로 판단된다.

중국 전동자전거 2020년까지 CAGR 7% 성장



자료:중국산업정보망, 키움증권

공유경제로 한번 더 성장한 중국 전동자전거 시장



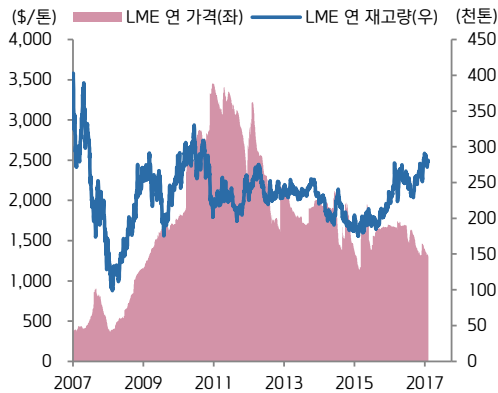
자료:언론사, 키움증권

2018년 가격 전망

2018년 글로벌 연 가격은 \$2,500/톤으로 전년대비 9% 상승 할 것으로 전망한다.

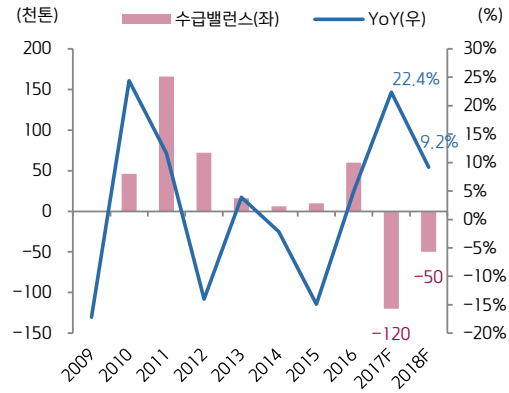
2018년에도 수급이 타이트 할 것으로 판단되기 때문이다. 글로벌 연 재고는 2011년을 정점으로 지속적으로 낮아지고 있고, 연 수급 밸런스도 2017년 대비 개선되긴 하지만, 여전히 수요가 공급을 5만톤 초과 할 것으로 전망되어 최근의 가격 상승에도 가격 하방 경직성을 가지고 있다고 판단한다. 또한, 중국의 환경오염 문제와 공유경제 활성화로 전동 자전거 수요가 새롭게 폭발하면서 이에 따른 배터리 수요는 지속적으로 발생 할 것으로 보인다.

연 가격과 재고 추이



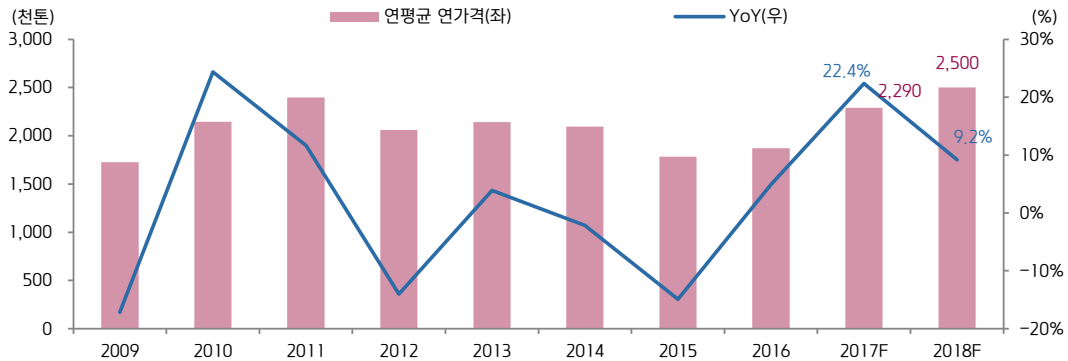
자료: Bloomberg, 키움증권

글로벌 연 수급 밸런스와 가격 증감



자료: ILZSG, Bloomberg, 키움증권

2018년 연 가격은 \$2,500/톤(YoY 9%) 전망



자료: Bloomberg, 키움증권 주-LME 연 현물 기준

>>>결론: 전반적인 가격 상승 예상

구리:공급<수요→ \$7,000/톤(YoY 15%)

2018년 글로벌 전기동 수급은 수요가 공급을 10만톤 상회할 것으로 전망한다. 전기동의 공급은 2,418만톤으로(YoY 3%) 전년대비 60만톤 증가하고, 수요 또한 2,428만톤으로(YoY 2%)로 전년대비 55만톤 증가할 것으로 판단되기 때문이다. 2018년에도 지속되는 전기동 공급 부족에 높지 않은 LME 전기동 재고, 회복되는 글로벌 경제와 전기차 확대에 따른 추가적인 수요 창출 등으로 전기동의 가격은 하락보다는 상승 가능성이 커 보인다.

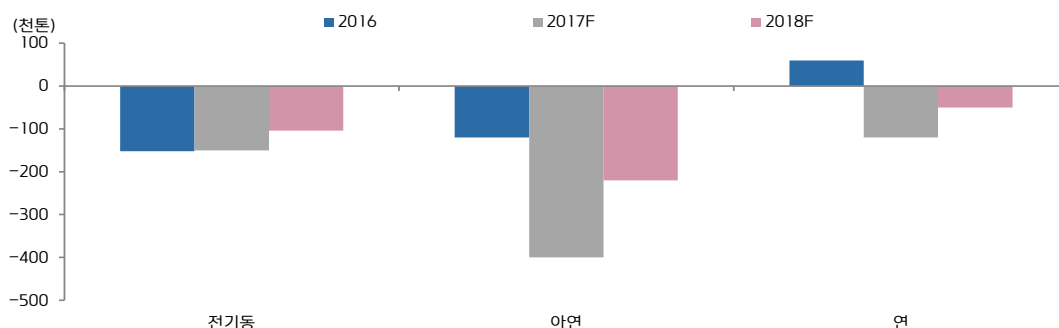
아연:공급<수요 → \$3,100/톤(YoY 9%)

2018년 글로벌 아연 수급은 수요가 공급을 22만톤 상회할 것으로 전망한다. 아연 메탈의 공급은 1,406만톤으로(YoY 4%) 전년대비 53만톤 증가하고, 수요 또한 1,428만톤으로(YoY 3%)로 전년대비 35만톤 증가할 것으로 판단되기 때문이다. 중국의 지속적인 자동차 생산 증가와 견조한 조강생산량을 감안하면, 타이트한 아연 수급은 당분간 지속될 전망이어서 아연 가격은 하락보다는 상승에 무게가 실린다.

연:공급<수요 → \$2,500/톤(YoY 9%)

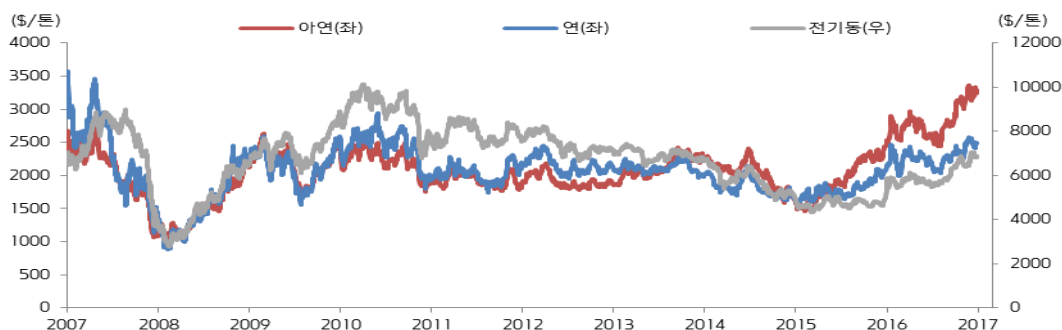
2018년 글로벌 연 수급은 수요가 공급을 5만톤 상회할 것으로 전망한다. 정련 연 공급은 1,177만톤으로(YoY 2%) 전년대비 19만톤 증가하고, 수요 또한 1,182만톤으로(YoY 1%)로 전년대비 12만톤 증가할 것으로 판단되기 때문이다. 중국의 환경오염 문제와 공유경제 활성화로 전동 자전거 수요가 새롭게 폭발하면서 이에 따른 배터리 수요는 지속적으로 발생할 것으로 보인다.

2017년에 이어 2018년에도 공급 부족 지속



자료: ILZSG, 키움증권

2018년 아연, 연, 전기동 모두 가격 상승 지속할 전망



자료: Bloomberg 주:LME 현물 기준



기업분석

POSCO (005490)	BUY (Maintain)/목표주가 420,000원 2018년도 탄탄
현대제철 (004020)	BUY (Maintain)/목표주가 72,000원 변수가 혼재한 2018년
세아베스틸 (001430)	BUY (Maintain)/목표주가 40,000원 변곡점이 될 2018년
고려아연 (010130)	BUY (Initiate)/목표주가 650,000원 2018년은 나야나
풍산 (103140)	BUY (Initiate)/목표주가 65,000원 2018년, 구리가격 상승과 함께

POSCO(005490)



BUY (Maintain)

주가(11/17) 313,000원

목표주가 420,000원

2018년은 동사의 연결 실적 개선의 원년이 될 것이다. 별도 기준 실적은 견조한 철강재 가격 흐름으로 영업이익 3조 3,160억원(YoY 8.0%), OPM 10%의 양호한 성장을 할 전망이다. 이에 연결 기준은 탄탄한 철강부문 실적에 원자재 가격 상승에 따른 무역부문의 실적 개선이 기대되며, 건설분문의 일회성 비용 발생이 제한적임에 따라 영업이익 5조 2,476억원(YoY 7.5%)을 전망한다.

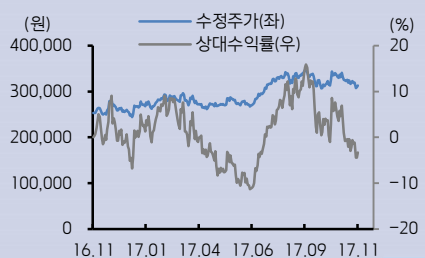
Stock□Data

KOSPI (11/17)		2,533.99pt
시가총액		272,895억원
<hr/>		
52주 주가동향	최고가	최저가
	347,000원	244,000원
<hr/>		
최고/최저가 대비 등락	-9.80%	28.28%
<hr/>		
주가수익률	절대	상대
	1M	-6.7% -8.5%
	6M	15.7% 4.7%
	1Y	23.7% -3.3%

Company Data

발행주식수	87,187천주
일평균 거래량(3M)	232천주
외국인 지분율	55.40%
배당수익률(17.E)	3.11%
BPS(17.E)	504,115원
주요 주주	국민연금공단 11.31%

Price Trend



2018년도 탄탄

>>> '18년 별도 영업이익 3조 3,160억원

2018년 별도 기준 매출액 31조 3,287억원(YOY 8.0%), 영업이익 3조 3,160억원(YoY 8.0%)을 전망한다. 2018년 철강재 가격 전망이 엇갈리긴 하지만, 당사는 2018년에도 철강재 가격의 견조한 상승세를 전망한다. 따라서, 철강시황에 가장 밀접하게 움직이며 가장 적극적, 능동적으로 대처하는 동사의 경우 실적은 2018년에도 개선될 것으로 전망한다. 연간 OPM 10%는 현재 철강재 가격 수준에서도 가능할 것으로 판단되며, 철강재 가격이 추세적으로 상승하면, 동사의 실적 개선 폭은 더욱 커질 것이다.

>>> '18년 연결 영업이익 5조 2,476억원

2018년 연결 기준 매출액 65조 25억원(YOY 7.5%), 영업이익 5조 2,476억원(YoY 7.5%)을 전망한다. 견조한 철강부문의 실적에 무역부문도 원자재 가격 상승 등으로 양호할 것으로 전망되며, 건설분문의 일회성 비용 발생은 제한적이라 판단한다. 2018년은 연결 기준 실적 개선의 원년이라 생각하며, 철강 외 부문의 실적 개선 여부에 따라서 동사의 ROE 또한 개선 될 가능성이 크다. 차입금의 지속적인 축소로 재무부담도 경감된 만큼, 구조조정을 통한 체질개선 그 다음의 어젠다가 궁금하다.

>>> 투자의견 Buy, 목표주가 420,000원

투자의견 Buy, 목표주가 420,000원을 유지하며 철강업종 내 Top Pick을 유지한다. 철강재 가격 상승에 베풀한다면, 동사가 정답이다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	581,923	530,835	604,636	650,025	663,026
보고영업이익(억원)	24,100	28,443	48,812	52,476	53,526
핵심영업이익(억원)	24,100	28,443	48,812	52,476	53,526
EBITDA(억원)	56,283	60,582	78,473	82,175	83,258
세전이익(억원)	1,808	14,329	46,548	49,280	50,384
순이익(억원)	-962	10,482	33,896	36,049	36,857
지배주주지분순이익(억원)	1,806	13,633	31,673	34,247	35,014
EPS(원)	2,072	15,637	36,328	39,280	40,160
증감율(YoY)	-71.1	654.7	132.3	8.1	2.2
PER(배)	80.4	16.5	8.6	8.0	7.8
PBR(배)	0.4	0.5	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA(배)	1.5	5.3	5.6	5.1	4.7
보고영업이익률(%)	4.1	5.4	8.1	8.1	8.1
핵심영업이익률(%)	4.1	5.4	8.1	8.1	8.1
ROE(%)	-0.2	2.3	7.3	7.3	7.1
순부채비율(%)	35.6	32.1	31.6	26.5	20.0

포괄손익계산서

(단위: 억 원)

12월 결산 FRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	581,923	530,835	604,636	650,025	663,026
매출원가	516,581	463,940	519,243	558,222	569,386
매출총이익	65,342	66,896	85,393	91,803	93,639
판매비 및 일반관리비	41,242	38,452	36,581	39,327	40,113
영업이익(보조)	24,100	28,443	48,812	52,476	53,526
영업이익(핵심)	24,100	28,443	48,812	52,476	53,526
영업외손익	-22,293	-14,115	-2,264	-3,197	-3,142
이자수익	2,102	1,825	1,629	2,234	2,279
배당금수익	1,837	410	1,305	502	512
외환이익	14,913	14,103	6,863	0	0
이자비용	7,888	6,587	6,516	5,933	5,933
외환손실	18,739	15,526	5,854	0	0
관계기업지분법손익	-4,363	-879	420	0	0
투자및기타자산(채)손익	977	909	388	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-3,498	-3,857	-1,993	0	0
기타	-7,635	-4,512	1,494	0	0
법인세지급전이익	1,808	14,329	46,548	49,280	50,384
법인세비용	2,769	3,847	12,652	13,230	13,527
유효법인세율(%)	153.2%	26.8%	27.2%	26.8%	26.8%
당기순이익	-962	10,482	33,896	36,049	36,857
지배주주지분순이익(약전)	1,806	13,633	31,673	34,247	35,014
EBITDA	56,283	60,582	78,473	82,175	83,258
현금순이익(Cash Earnings)	31,221	42,620	63,557	65,748	66,589
수정당기순이익	-2,303	12,638	35,070	36,049	36,857
증감률(%, YoY)					
매출액	-10.6	-8.8	13.9	7.5	2.0
영업이익(보조)	-25.0	18.0	71.6	7.5	2.0
영업이익(핵심)	-25.0	18.0	71.6	7.5	2.0
EBITDA	-12.8	7.6	29.5	4.7	1.3
지배주주지분 당기순이익	-71.1	65.4	132.3	8.1	2.2
EPS	-71.1	65.4	132.3	8.1	2.2
수정순이익	N/A	N/A	177.5	2.8	2.2

현금흐름표

(단위: 억 원)

12월 결산 FRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	76,018	52,694	34,338	53,425	63,064
당기순이익	-962	10,482	33,896	36,049	36,857
감가상각비	28,367	28,358	26,162	26,459	26,733
무형자산상각비	3,816	3,780	3,499	3,240	2,999
외환손익	0	0	-1,009	0	0
자산(채)변손익	1,245	1,104	-388	0	0
지분법손익	5,061	887	-420	0	0
영업활동자산부채 증감	27,540	-4,258	-18,031	-11,018	-3,024
기타	10,952	12,341	-9,370	-1,305	-502
투자활동현금흐름	-45,347	-37,546	-42,103	-37,682	-32,200
투자자산의 처분	-23,348	-16,912	-11,520	-7,682	-2,200
유형자산의 처분	590	443	0	0	0
유형자산의 취득	-25,602	-23,241	-30,000	-30,000	-30,000
무형자산의 처분	-2,763	-1,295	0	0	0
기타	5,776	3,459	-583	0	0
재무활동현금흐름	-22,416	-39,510	-3,331	-4,179	-5,257
단기차입금의 증가	-8,462	-8,859	0	0	0
장기차입금의 증가	-17,309	-22,862	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-8,226	-7,090	-6,400	-6,400	-6,400
기타	11,581	-699	3,068	2,220	1,143
현금및현금성자산의순증가	8,490	-24,236	-11,096	11,563	25,606
기초현금및현금성자산	40,221	48,712	24,476	13,380	24,944
기말현금및현금성자산	48,712	24,476	13,380	24,944	50,550
Gross Cash Flow	48,478	56,952	52,369	64,443	66,087
Op Free Cash Flow	18,533	24,151	17,338	27,068	35,864

재무상태표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산 FRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	291,809	293,038	319,280	353,807	385,990
현금및현금성자산	48,702	24,476	13,380	24,944	50,550
유동금융자산	43,367	56,570	64,435	69,272	70,658
매출채권및유동채권	116,875	118,336	134,788	144,906	147,804
재고자산	82,252	90,517	103,102	110,841	113,058
기타유동비금융자산	613	3,139	3,575	3,844	3,921
비유동자산	512,279	504,592	511,271	516,266	518,006
장기매출채권및기타비유동채권	7,895	6,356	7,239	7,783	7,938
투자자산	79,722	83,278	88,735	92,885	94,202
유형자산	345,229	337,703	341,542	345,083	348,350
무형자산	64,058	60,887	57,388	54,148	51,149
기타비유동자산	15,376	16,367	16,367	16,367	16,367
자산총계	804,088	797,630	830,551	870,073	903,997
유동부채	201,309	189,154	201,225	208,720	211,000
매입채무및기타유동채무	69,853	79,631	90,702	97,510	99,461
단기차입금	84,426	80,042	80,042	80,042	80,042
유동성장기차입금	39,553	22,151	22,151	22,151	22,151
기타유동부채	7,477	7,330	8,330	9,017	9,346
비유동부채	152,076	150,092	153,415	155,792	156,980
장기매입채무및비유동채무	1,520	1,832	2,087	2,243	2,288
사채및장기차입금	128,636	126,001	126,001	126,001	126,001
기타비유동부채	21,920	22,259	25,328	27,548	28,691
부채총계	353,385	339,246	354,640	364,513	367,980
자본금	4,824	4,824	4,824	4,824	4,824
주식발행초과금	4,638	4,638	4,638	4,638	4,638
이익잉여금	405,011	411,738	437,495	465,831	494,923
기타자본	-12,089	-7,435	-7,435	-7,435	-7,435
지배주주지분자본총계	412,353	423,734	439,522	467,858	496,950
비지배주주지분자본총계	38,349	34,650	36,389	37,702	39,067
자본총계	450,702	458,384	475,911	505,560	536,017
순차입금	160,546	147,148	150,379	133,978	106,986
총차입금	252,615	228,194	228,194	228,194	228,194

투자지표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산 FRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당이익(원)					
EPS	2,072	15,637	36,328	39,280	40,160
BPS	472,954	486,007	504,115	536,616	569,983
주당EBITDA	64,554	69,485	90,006	94,251	95,494
CFPS	35,809	48,884	72,897	75,410	76,376
DPS	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000
주가배수(배)					
PER	80.4	16.5	8.6	8.0	7.8
PBR	0.4	0.5	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	1.5	5.3	5.6	5.1	4.7
PCFR	4.6	5.3	4.3	4.2	4.1
수익성(%)					
영업이익률(보조)	4.1	5.4	8.1	8.1	8.1
영업이익률(핵심)	4.1	5.4	8.1	8.1	8.1
EBITDA margin	9.7	11.4	13.0	12.6	12.6
순이익률	-0.2	2.0	5.6	5.5	5.6
자기자본이익률(ROE)	-0.2	2.3	7.3	7.3	7.1
투자자본이익률(ROIC)	-2.3	4.0	6.8	7.1	7.2
안정성(%)					
부채비율	78.4	74.0	74.5	72.1	68.7
순차입금비율	35.6	32.1	31.6	26.5	20.0
이자보상배율(배)	3.1	4.3	7.5	8.8	9.0
활동성(배)					
매출채권회전율	4.4	4.5	4.8	4.6	4.5
재고자산회전율	6.2	6.1	6.2	6.1	5.9
매입채무회전율	7.7	7.1	7.1	6.9	6.7

현대제철(004020)



BUY(Maintain)

주가(11/17) 55,200원

목표주가 72,000원

현대제철의 2018년은 긍정적인 변수와 부정적인 변수가 혼재되어 있다. 사드 이슈가 해결 국면인 것과 철강재 가격이 상승세를 이어 갈 것은 긍정적이나, 건설경기 둔화에 따른 봉형강류 수익성 악화, 특수강 가동에 따른 초기 비용 등은 부정적이다. 밸류에이션 매력은 있으나, 부정적 요인들이 실적 개선을 제한시킬 것으로 판단한다.

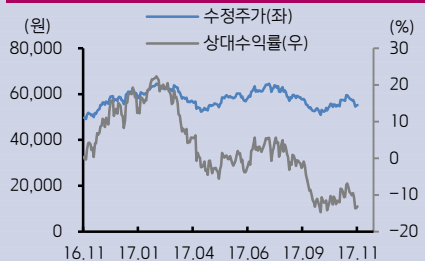
Stock Data

KOSPI (11/17)	2,533.99pt	
시가총액	73,662억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	64,600원	49,100원
최고/최저가 대비 등락	-14.55%	12.42%
주가수익률	절대	상대
1M	-0.7%	-2.7%
6M	1.7%	-8.0%
1Y	11.2%	-13.1%

Company Data

발행주식수	133,446천주
일평균 거래량(3M)	361천주
외국인 지분율	24.60%
배당수익률(17.E)	1.32%
BPS(17.E)	126,545원
주요 주주	기아자동차 17.27%

Price Trend



변수가 혼재한 2018년

>>> '18년 별도 영업이익 1조 4,268억원

2018년 별도 기준 매출액 18조 2,592억원(YoY 7.0%), 영업이익은 1조 3,780억원(YoY 3.3%)을 OPM 7.5%를 전망한다. 철강재 가격 상승이 전망됨에 따라 당사의 철강재 ASP상승에도 긍정적이나, 건설 경기둔화 우려로 그 동안 동사의 실적 버팀목이 되었던 봉형강 부문의 이익 저하가 예상되어 실적 개선 폭을 제한 할 것으로 판단된다. 또한 특수강 가동이 본격화 된다는 점 또한 실적 개선 제한 요인으로 판단하는게 합리적일 것이다. 현대기아차의 영업이익률이 지속적으로 감소한 상황에서 동사의 적극적인 철강재 가격인상은 제한적으로 판단된다.

>>> '18년 연결 영업이익 1조 4,920억원

2018년 연결 기준 매출액 20조 5,092억원(YoY 6.7%), 영업이익 1조 4,920억원(YoY 3.3%)을 전망한다. 2017년 중국과의 사드이슈로 인해서 현대기아차의 중국판매도 극도로 부진했고, 동사의 중국SSC의 실적도 저조했다. 사드 이슈가 봉합되는 방향으로 가는 만큼, 중국SSC 실적은 저점은 지났다는 판단이다. SSC의 실적이 저점은 지났지만, 정상수준에 도달하려면, 현대기아차의 글로벌 판매량 회복이 필요하다.

>>> 투자의견 Buy, 목표주가 72,000원

투자의견 Buy와 목표주가 72,000원을 유지한다. 경쟁사 대비 밸류에이션 매력은 있으나, 실적 개선을 제한하는 변수가 많다는 점이 risk이다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	161,325	166,915	192,296	205,092	213,972
보고영업이익(억원)	14,641	14,450	14,755	14,920	16,419
핵심영업이익(억원)	14,641	14,450	14,755	14,920	16,419
EBITDA(억원)	27,377	28,328	27,809	28,041	29,606
세전이익(억원)	9,267	11,302	12,515	12,504	14,023
순이익(억원)	7,392	8,340	9,284	9,228	10,349
지배주주지분순이익(억원)	7,336	8,188	9,132	9,043	10,142
EPS(원)	5,866	6,136	6,843	6,777	7,600
증감율(%YoY)	-10.6	4.6	11.5	-1.0	12.1
PER(배)	8.5	9.3	8.1	8.1	7.3
PBR(배)	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	6.8	6.7	6.7	6.5	6.0
보고영업이익률(%)	9.1	8.7	7.7	7.3	7.7
핵심영업이익률(%)	9.1	8.7	7.7	7.3	7.7
ROE(%)	5.0	5.2	5.5	5.2	5.6
순부채비율(%)	76.7	68.1	64.8	60.0	54.3

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산 FRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	161,325	166,915	192,296	205,092	213,972
매출원가	137,019	142,308	166,620	178,525	185,402
매출총이익	24,306	24,607	25,676	26,567	28,570
판매비와판매관리비	9,665	10,157	10,920	11,647	12,151
영업이익(보조)	14,641	14,450	14,755	14,920	16,419
영업이익(핵심)	14,641	14,450	14,755	14,920	16,419
영업외손익	-5,374	-3,148	-2,240	-2,416	-2,396
이자수익	148	113	102	136	142
배당금수익	167	281	212	345	360
외환이익	1,638	2,342	2,536	0	0
이자비용	3,885	3,153	2,871	2,897	2,897
외환손실	3,007	2,533	2,179	0	0
관계기업지분법손익	95	100	111	0	0
투자및기타자산(채)손익	-244	-103	-33	0	0
금융상품평가및기타금융이익	82	-236	56	0	0
기타	-367	41	-173	0	0
법인세지감전이익	9,267	11,302	12,515	12,504	14,023
법인세비용	1,876	2,963	3,231	3,276	3,674
유효법인세율(%)	20.2%	26.2%	25.8%	26.2%	26.2%
당기순이익	7,392	8,340	9,284	9,228	10,349
지배주주지분손이익(약권)	7,336	8,188	9,132	9,043	10,142
EBITDA	27,377	28,328	27,809	28,041	29,606
현금순이익(Cash Earnings)	20,127	22,217	22,338	22,348	23,536
수정당기순이익	7,521	8,590	9,269	9,228	10,349
증감률(%, YoY)					
매출액	-3.8	3.5	15.2	6.7	4.3
영업이익(보조)	-1.8	-1.3	2.1	1.1	10.0
영업이익(핵심)	-1.8	-1.3	2.1	1.1	10.0
EBITDA	2.2	3.5	-1.8	0.8	5.6
지배주주지분 당기순이익	-4.1	11.6	11.5	-1.0	12.1
EPS	-10.6	4.6	11.5	-1.0	12.1
수정순이익	-5.2	14.2	7.9	-0.4	12.1

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산 FRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	30,732	29,638	17,577	21,044	21,503
당기순이익	7,392	8,340	9,284	9,188	9,838
감가상각비	11,904	12,825	12,108	12,269	12,422
무형자산상각비	832	1,053	947	851	765
외환손익	1,174	487	-357	0	0
자산처분손익	388	154	33	0	0
지분법손익	-95	-100	-111	0	0
영업활동자산부채 증감	9,096	5,375	-4,403	-1,053	-1,188
기타	42	1,504	77	-212	-334
투자활동현금흐름	-22,017	-20,230	-17,837	-15,671	-15,757
투자자산의 처분	-1,128	-257	-2,803	-671	-757
유형자산의 처분	226	188	0	0	0
유형자산의 취득	-22,167	-19,757	-15,000	-15,000	-15,000
무형자산의 처분	-452	-404	0	0	0
기타	1,503	0	-33	0	0
재무활동현금흐름	-7,468	-10,170	104	-722	-665
단기차입금의 증가	-24,399	-30,355	0	0	0
장기차입금의 증가	18,949	21,162	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-878	-978	-985	-985	-985
기타	-1,140	0	1,089	262	320
현금및현금성자산의순증가	1,248	-831	-156	4,651	5,082
기초현금및현금성자산	6,955	8,203	7,372	7,217	11,867
기말현금및현금성자산	8,203	7,372	7,217	11,867	16,949
Gross Cash Flow	21,636	24,263	21,979	22,097	22,692
Op Free Cash Flow	10,890	9,754	3,449	8,050	8,620

재무상태표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산 FRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	66,668	67,950	77,005	83,860	91,428
현금및현금성자산	8,203	7,372	7,217	11,867	16,949
유동금융자산	2,130	1,837	2,117	2,183	2,259
매출채권및유동채권	23,385	24,609	28,351	29,247	30,257
재고자산	32,872	34,077	39,259	40,499	41,897
기타유동비금융자산	78	54	62	64	66
비유동자산	252,696	255,943	261,014	263,760	266,644
장기매출채권및기타비유동채권	902	1,382	1,592	1,642	1,699
투자자산	18,957	19,938	22,853	23,669	24,684
유형자산	214,107	216,452	219,345	222,075	224,653
무형자산	18,526	17,931	16,985	16,134	15,368
기타비유동자산	204	240	240	240	240
자산총계	319,364	323,893	338,020	347,620	358,072
유동부채	66,574	68,131	72,841	73,968	75,239
매입채무및기타유동채무	25,912	29,718	34,237	35,318	36,537
단기차입금	18,935	11,055	11,055	11,055	11,055
유동성장기차입금	20,538	26,100	26,100	26,100	26,100
기타유동부채	1,190	1,258	1,450	1,495	1,547
비유동부채	97,590	92,125	93,243	93,512	93,840
장기매입채무및비유동채무	110	192	221	228	235
사채및장기차입금	89,890	83,563	83,563	83,563	83,563
기타비유동부채	7,590	8,371	9,459	9,721	10,041
부채총계	164,164	160,256	166,084	167,480	169,079
자본금	6,672	6,672	6,672	6,672	6,672
주식발행초과금	37,200	37,200	37,200	37,200	37,200
이익잉여금	97,949	105,485	113,650	121,687	130,362
기타자본	10,599	11,347	11,347	11,347	11,347
지배주주지분자본총계	152,420	160,704	168,869	176,907	185,581
비지배주주지분자본총계	2,780	2,932	3,067	3,233	3,412
자본총계	155,200	163,636	171,936	180,139	188,993
순차입금	119,030	111,509	111,385	106,667	101,510
총차입금	129,363	120,718	120,718	120,718	120,718

투자지표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산 FRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당이익(원)					
EPS	5,866	6,136	6,843	6,748	7,225
BPS	114,219	120,427	126,545	132,568	139,069
주당EBITDA	21,890	21,228	20,840	20,985	21,682
CFPS	16,093	16,649	16,739	16,717	17,254
DPS	750	750	750	750	750
주가배수(배)					
PER	8.5	9.3	8.1	8.2	7.6
PBR	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	6.8	6.7	6.7	6.5	6.1
PCFR	3.1	3.4	3.3	3.3	3.2
수익성(%)					
영업이익률(보조)	9.1	8.7	7.7	7.5	7.7
영업이익률(핵심)	9.1	8.7	7.7	7.5	7.7
EBITDA margin	17.0	17.0	14.5	14.1	14.1
순이익률	4.6	5.0	4.8	4.6	4.8
자기자본이익률(ROE)	5.0	5.2	5.5	5.2	5.3
투자자본이익률(ROIC)	4.8	4.2	3.8	4.2	4.4
안정성(%)					
부채비율	105.8	97.9	96.6	93.0	89.5
순차입금비율	76.7	68.1	64.8	59.2	53.7
이자보상배율(배)	3.8	4.6	5.1	5.1	5.4
활동성(배)					
매출채권회전율	7.0	7.0	7.3	6.9	6.9
재고자산회전율	5.2	5.0	5.2	5.0	5.0
매입채무회전율	7.0	6.0	6.0	5.7	5.7

세아베스틸(001430)



BUY(Maintain)

주가(11/17) 30,800원

목표주가 40,000원

세아베스틸의 2018년은 변곡점이 될 전망이다. 경쟁사와의 경쟁심화가 현실화된 만큼 얼마나 물량 대응을 잘하는가가 동사 실적의 핵심이다. 단, 물량 축소는 단계적, 제한적으로 나타날 가능성이 크며, 경쟁사의 진입이 상당히 늦추어진 상황이라 물량 축소에 대한 대비는 되어 있다고 판단한다. 그래도, 실적을 확인하며 접근하는 것이 바람직해 보인다.

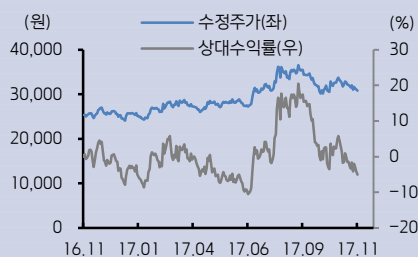
Stock Data

KOSPI (11/17)		2,533.99pt
시가총액		11,046억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	36,550원	24,100원
최고/최저가 대비 등락	-15.73%	27.80%
주가수익률	절대	상대
1M	-4.2%	-6.1%
6M	12.8%	2.1%
1Y	21.5%	-5.0%

Company Data

발행주식수	35,862천주
일평균 거래량(3M)	65천주
외국인 지분율	12.22%
배당수익률(17.E)	3.13%
BPS(17.E)	51,763원
주요 주주	세아홀딩스 58.94%

Price Trend



변곡점이 될 2018년

>>> '18년 별도 영업이익 1,391억원

2018년 별도 기준 매출액 1조 8,865억원(YOY -3.8%), 영업이익 1,391억원(YoY -6.6%)을 전망한다. 경쟁사의 본격적인 특수강 상업생산이 진행되는 만큼 물량 축소는 불가피해 보인다. 단, ISIR 인증과 품질 관리 이슈로 물량 축소는 단계적, 제한적으로 나타날 가능성이 크다. 동사의 물량 축소에 대한 적절한 대응이 향후 실적 방향의 핵심이다. 수출이 지속적으로 증가하는 것은 고무적인 상황이지만, 글로벌 경기 둔화시에도 수출 증가를 이룰 수 있을 지는 아직 불투명해 보인다.

>>> '18년 연결 영업이익 2,097억원

2018년 연결 기준 매출액 3조 625억원(YOY -0.7%), 영업이익 2,097억원(YoY 1.5%)을 전망한다. 2018년 니켈 가격이 견조한 상승세를 유지할 것으로 보여 세아창원특수강의 ASP도 2017년 대비 상승할 것으로 판단한다. 또한 세아창원특수강의 가동률이 여전히 낮아서 물량을 증가 할 여력도 충분하다. 전방산업만 받쳐준다면, 큰 폭의 실적 개선 또한 가능 할 전망이다. 2018년 대구경무계목관강 등 고부가제품이 생산될 것으로 보여 안정적인 시장 진입 여부에 따라 P와Q의 개선도 기대해 볼 만하다.

>>> 투자의견 Buy, 목표주가 40,000원

투자의견 Buy와 목표주가 40,000원을 유지한다. 밸류에이션 매력은 있으나, 경쟁사 진입에 따른 실적 영향 확인이 필요하다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	25,267	25,311	30,829	30,625	31,415
보고영업이익(억원)	2,223	1,435	2,066	2,097	2,232
핵심영업이익(억원)	2,223	1,435	2,066	2,097	2,232
EBITDA(억원)	3,556	2,946	3,486	3,503	3,625
세전이익(억원)	2,151	1,328	1,964	1,870	2,007
순이익(억원)	1,650	1,047	1,529	1,459	1,565
지배주주지분순이익(억원)	1,509	887	1,434	1,240	1,330
EPS(원)	4,208	2,473	3,997	3,457	3,710
증감율(%YoY)	22.0	-41.2	61.6	-13.5	7.3
PER(배)	6.6	10.3	7.7	8.9	8.3
PBR(배)	0.7	0.5	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA(배)	5.4	7.0	5.6	5.4	4.9
보고영업이익률(%)	8.8	5.7	6.7	6.8	7.1
핵심영업이익률(%)	8.8	5.7	6.7	6.8	7.1
ROE(%)	9.7	5.4	7.4	6.7	6.8
순부채비율(%)	44.6	48.9	45.7	37.1	29.8

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	25,267	25,311	30,829	30,625	31,415
매출원가	21,925	22,718	27,450	27,175	27,820
매출총이익	3,342	2,593	3,379	3,450	3,595
판매비및일반관리비	1,119	1,159	1,313	1,353	1,363
영업이익(보고)	2,223	1,435	2,066	2,097	2,232
영업이익(핵심)	2,223	1,435	2,066	2,097	2,232
영업외손익	-71	-106	-102	-227	-225
이자수익	20	19	3	23	23
배당금수익	24	25	28	30	31
외환이익	63	89	46	0	0
이자비용	323	312	280	280	280
외환손실	53	76	66	0	0
관계기업지분법손익	2	21	29	0	0
투자및기타자산처분손익	-2	-11	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-32	175	33	0	0
기타	228	-37	104	0	0
법인세차감전이익	2,151	1,328	1,964	1,870	2,007
법인세비용	501	282	435	411	441
유효법인세율 (%)	23.3%	21.2%	22.2%	22.0%	22.0%
당기순이익	1,650	1,047	1,529	1,459	1,565
지배주주지분손이익(억원)	1,509	887	1,434	1,240	1,330
EBITDA	3,556	2,946	3,486	3,503	3,625
현금순이익(Cash Earnings)	2,983	2,558	2,948	2,864	2,958
수정당기순이익	1,676	917	1,507	1,459	1,565
증감율(% YoY)					
매출액	14.7	0.2	21.8	-0.7	2.6
영업이익(보고)	26.8	-35.5	44.0	1.5	6.5
영업이익(핵심)	26.8	-35.5	44.0	1.5	6.5
EBITDA	33.1	-17.2	18.3	0.5	3.5
지배주주지분 당기순이익	22.0	-41.2	61.6	-13.5	7.3
EPS	22.0	-41.2	61.6	-13.5	7.3
수정순이익	35.4	-45.3	64.3	-3.2	7.3

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,537	2,552	1,261	2,980	2,636
당기순이익	2,151	1,328	1,529	1,495	1,568
감가상각비	1,327	1,503	1,412	1,399	1,387
무형자산상각비	6	9	8	7	7
외환손익	-6	-9	21	0	0
자산처분손익	5	50	0	0	0
지분법손익	-2	-21	-29	0	0
영업활동자산부채 증감	300	-77	-1,633	107	-294
기타	-244	-230	-46	-28	-30
투자활동현금흐름	-4,424	-1,714	-1,286	-1,194	-1,216
투자자산의 처분	151	-17	-86	6	-16
유형자산의 처분	2	11	0	0	0
유형자산의 취득	-817	-1,608	-1,200	-1,200	-1,200
무형자산의 처분	-12	-15	0	0	0
기타	-3,748	-85	-1	0	0
재무활동현금흐름	-560	-1,791	82	-323	-218
단기차입금의 증가	-408	-1,060	0	0	0
장기차입금의 증가	200	1,297	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-356	-356	-285	-285	-285
기타	4	-1,672	367	-38	67
현금및현금성자산의순증가	-1,446	-956	57	1,463	1,203
기초현금및현금성자산	2,624	1,178	222	279	1,742
기말현금및현금성자산	1,178	222	279	1,742	2,944
Gross Cash Flow	3,237	2,630	2,894	2,873	2,931
Op Free Cash Flow	2,510	942	-41	1,985	1,642

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	11,740	11,074	13,498	14,805	16,434
현금및현금성자산	1,178	222	279	1,742	2,944
유동금융자산	19	22	27	27	28
매출채권및유동채권	3,162	3,376	4,112	4,064	4,197
재고자산	7,380	7,454	9,079	8,972	9,265
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	24,200	24,296	24,233	24,048	23,904
장기매출채권및기타비유동채권	89	91	111	110	113
투자자산	800	810	946	969	1,014
유형자산	23,170	23,282	23,070	22,871	22,685
무형자산	104	91	83	76	69
기타비유동자산	37	23	23	23	23
자산총계	35,939	35,371	37,730	38,853	40,338
유동부채	5,955	7,770	8,508	8,460	8,593
매입채무및기타유동채무	2,823	3,310	4,032	3,984	4,114
단기차입금	900	980	980	980	980
유동성장기차입금	2,009	3,407	3,407	3,407	3,407
기타유동부채	223	74	90	89	92
비유동부채	10,818	7,658	8,036	7,997	8,065
장기매입채무및비유동채무	1,737	48	58	58	59
사채및장기차입금	6,841	5,607	5,607	5,607	5,607
기타비유동부채	2,240	2,004	2,371	2,333	2,399
부채총계	16,773	15,428	16,544	16,456	16,658
자본금	2,193	2,193	2,193	2,193	2,193
주식발행초과금	302	302	302	302	302
이익잉여금	10,954	11,545	12,731	13,752	14,836
기타자본	1,282	3,338	3,338	3,338	3,338
지배주주지분자본총계	14,732	17,378	18,563	19,584	20,668
비지배주주지분자본총계	4,434	2,565	2,623	2,812	3,012
자본총계	19,166	19,942	21,186	22,397	23,680
순차입금	8,554	9,749	9,687	8,225	7,021
총차입금	9,751	9,993	9,993	9,993	9,993

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	4,208	2,473	3,997	3,543	3,716
BPS	41,079	48,457	51,763	54,610	57,632
주당EBITDA	9,916	8,215	9,720	9,898	10,118
CFPS	8,319	7,132	8,221	8,089	8,257
DPS	1,000	800	800	800	800
주가배수(배)					
PER	6.6	10.3	7.7	8.7	8.3
PBR	0.7	0.5	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	5.4	7.0	5.6	5.4	4.9
PCFR	3.3	3.6	3.7	3.8	3.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	8.8	5.7	6.7	7.0	7.1
영업이익률(핵심)	8.8	5.7	6.7	7.0	7.1
EBITDA margin	14.1	11.6	11.3	11.7	11.5
순이익률	6.5	4.1	5.0	4.9	5.0
자기자본이익률(ROE)	9.7	5.4	7.4	6.9	6.8
투자자본이익률(ROIC)	7.1	3.8	4.3	5.2	5.4
안정성(%)					
부채비율	87.5	77.4	78.1	73.5	70.3
순차입금비율	44.6	48.9	45.7	36.7	29.7
이자보상배율(배)	6.9	4.6	7.4	7.7	8.0
활동성(배)					
매출채권회전율	7.3	7.7	8.2	7.5	7.6
재고자산회전율	4.1	3.4	3.7	3.4	3.5
매입채무회전율	11.2	8.3	8.4	7.6	7.8

고려아연 (010130)



BUY(Initiate)

주가(11/17) 498,500원

목표주가 650,000원

2018년은 동사의 양날개가 모두 펼쳐지는 해가 될것이다. 2018년 아연과 연 가격의 상승으로 동사의 실적이 개선될 전망이다. 타이트한 아연과 연 수급, 회복 추세에 있는 글로벌 경기로 당사는 2018년 비철금속 가격의 견조한 상승세를 전망한다. 또한 정광수급 개선으로 판매량 증가할 전망이다. 실적은 top line 부터 영업이익까지 구조적으로 개선될 것이다.

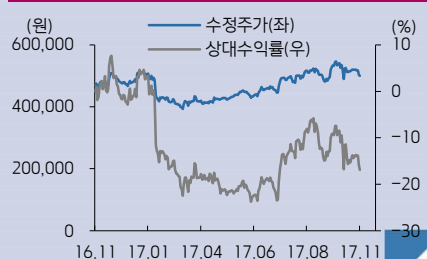
Stock□Data

KOSPI (11/17)	2,533.99pt	
시가총액	94,067억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	546,000원	392,500원
최고/최저가 대비 등락	-8.70%	27.01%
주가수익률	절대	상대
1M	-8.7%	-10.5%
6M	17.8%	6.6%
1Y	4.9%	-18.0%

Company Data

발행주식수	18,870천주
일평균 거래량(3M)	42천주
외국인 지분율	24.14%
배당수익률(17.E)	1.79%
BPS(17.E)	321,141원
주요 주주	영풍 26.91%

Price Trend



2018년은 나야나

>>> 아연과 연 가격의 상승

2018년 아연과 연 가격의 상승으로 동사의 실적이 개선될 전망이다. 타이트한 아연과 연 수급, 회복추세에 있는 글로벌 경기로 당사는 2018년 비철금속 가격의 견조한 상승세를 전망하며, 아연과 연 매출 비중이 큰 동사의 실적에 긍정적으로 작용할 전망이다. 당사는 2018년 아연과 연 가격 모두 전년대비 9% 상승한 \$3100/톤, \$2500/톤을 전망하며, 동사의 아연과 연 판매단가 또한 10% 내외의 상승을 기대한다.

>>> 물량도 증가할 전망

2018년 당사의 아연과 연 판매량도 증가 할 전망이다.

타이트한 아연정광 공급으로 2017년 동사의 아연 판매량은 전년대비 -4.3% 감소하였다. 하지만, 2018년 글로벌 아연정광 공급이 13,780천톤(YoY 6.0%)로 증가하며 공급이 개선됨에 따라 동사의 아연 판매량도 63만톤으로 전년대비 2.3% 늘어날 것으로 판단한다.

따라서 동사의 실적은 P(비철금속 가격) 상승과 Q(판매량) 증가로 Top line부터 개선될 전망이다. 2018년 매출 7조 1,105억원, 영업이익 1조 405억원으로 매출액은 전년대비 7.0%, 영업이익은 11.9% 증가 할 것으로 전망한다.

>>> 투자의견 Buy, 목표주가 650,000원

투자의견 Buy와 목표주가 650,000원을 제시하며 동사의 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2018년 예상 BPS에 Target multiple 1.8배를 적용한 가격이다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	47,714	58,475	66,463	71,105	75,557
보고영업이익(억원)	6,722	7,647	9,299	10,405	11,369
핵심영업이익(억원)	6,722	7,647	9,299	10,405	11,369
EBITDA(억원)	8,463	9,832	11,308	12,397	13,345
세전이익(억원)	6,845	8,017	9,744	10,913	11,718
순이익(억원)	5,140	5,946	6,932	8,294	8,906
자배주주지분순이익(억원)	5,094	5,924	6,898	8,294	8,906
EPS(원)	26,994	31,395	36,557	43,952	47,195
증감율(%YoY)	1.6	16.3	16.4	20.2	7.4
PER(배)	17.4	15.1	13.6	11.3	10.6
PBR(배)	1.7	1.6	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	9.2	7.9	7.0	5.9	5.0
보고영업이익률(%)	14.1	13.1	14.0	14.6	15.0
핵심영업이익률(%)	14.1	13.1	14.0	14.6	15.0
ROE(%)	10.3	10.9	11.7	12.7	12.3
순부채비율(%)	-22.1	-22.5	-25.6	-31.1	-36.2

>>> 투자포인트

아연과 연 가격의 상승

2018년 아연과 연 가격의 상승으로 동사의 실적이 개선될 전망이다.

당사는 앞에서 기술한 바와 같이 2017년에 이어 2018년에도 아연과 연 가격의 견조한 상승세를 전망한다. 아연의 경우 중국의 지속적인 자동차 생산 증가와 견조한 조강생산량을 감안하면, 타이트한 아연 수급은 당분간 지속될 전망이어서 아연 가격은 하락보다는 상승에 무게가 실린다.

연의 경우도 중국의 환경오염 문제와 공유경제 활성화로 전동 자전거 수요가 새롭게 폭발하면서 이에 따른 배터리 수요는 지속적으로 발생할 것으로 전망되어서 연의 수급도 타이트 할 전망이다. 2018년 아연과 연의 공급 부족은 각각 22만톤, 5만톤으로 이러한 공급부족이 가격 상승 요인으로 작용할 것으로 판단되며 당사는 2018년 아연과 연 가격 모두 전년대비 9% 상승한 \$3100/톤, \$2500/톤을 전망한다.

아연과 연의 가격 상승은 아연과 연 매출 비중이 큰 동사에 긍정적으로 작용 할 것이다.

동사의 금속별 매출 비중은(매출액 기준, 2016년 연간 기준) 아연33%(1조 6,437억원), 연 20%(9,939억원), 은 29%(1조 4,665억), 금 11%(5,798억원)으로 아연과 연의 비중이 53%를 차지한다. 2017년에는 아연과 연 가격의 견조한 상승세로 비중은 더욱 확대되어 3Q 17 60%를 기록하였는데, 2018년에는 63%까지 더 늘어날 전망이다. 이러한 비철금속의 가격 상승으로 동사의 실적은 Top line에서부터 개선될 전망이다.

물량도 증가할 전망

2018년 당사의 아연과 연 판매량도 증가 할 전망이다.

타이트한 아연정광 수급이 완화되면서 동사의 아연 판매량도 늘어날 전망이다. 글로벌 아연 정광 공급량이 2016년 12,770천톤(YoY -5.8%), 2017년 13,000천톤(YoY 1.8%)으로 원활하지 못해서 글로벌 아연 메탈 생산량도 2016년 13,720천톤(YoY -1.9%), 2017년 13,530천톤(YoY -1.4%)로 감소하였다. 따라서 동사의 판매량 감소도 불가피 하였는데, 2017년 동사의 아연 판매량은 616천톤으로(YoY -4.3%)로 역성장이 불가피할 전망이다.

하지만, 2018년 상황은 반전될 전망이다.

글로벌 아연정광 공급이 13,780천톤(YoY 6.0%)로 증가하며 타이트한 수급이 완화되어서 글로벌 아연 메탈 공급도 14,060천톤(YoY 3.9%)으로 증가할 전망이다. 동사의 2018년 아연 판매량도 630천톤으로(YoY 2.3%) 늘어날 것으로 판단되어 실적을 견인 할 전망이다.

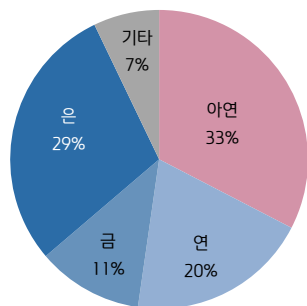
양과 질 모두 성장

P(비철금속 가격) 상승과 Q(판매량) 증가로 동사의 실적은 Top line부터 개선될 전망이다.

비철금속의 가격 상승에 따른 아연과 연의 ASP상승, 원활한 아연정광 공급으로 동사의 실적은 매출액에서부터 개선될 전망이다. 연결기준 2018년 매출액은 7조 1,105억원으로 전년대비 7% 증가 할 전망이다.

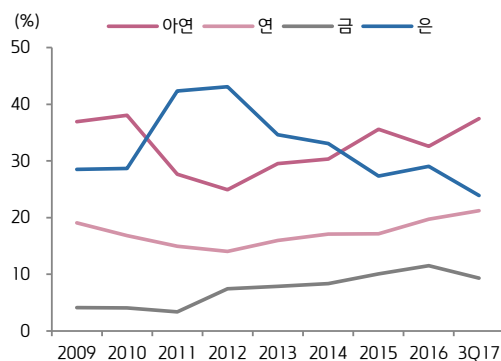
매출액 성장과 함께 동사의 이익 성장도 기대된다. 1,193억원을 투자한 전해 공정 합리화 공사와 640억원을 투자한 ESS신설 공사가 모두 2017년 12월에 마무리되며, 동사의 전력비용 감소를 기대할 수 있으며, 매출 성장으로 고정비 절감 효과도 기대된다. 동사의 2018년 영업이익은 1조 405억원(YoY 11.9%), 영업이익률 14.6%로 전년대비 0.6%pt 개선될 전망이다.

금속별 매출액 비중



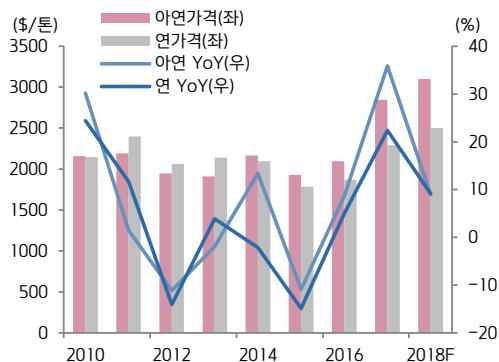
자료:고려아연, 키움증권 주:2016년 연간, 별도기준

금속별 매출 비중 추이



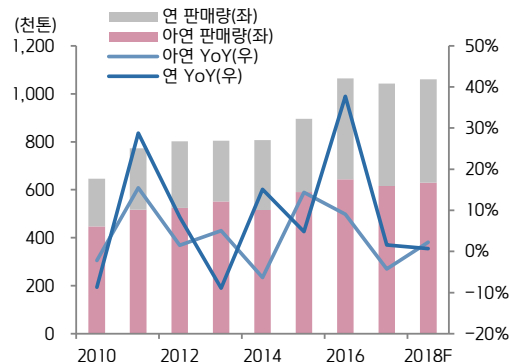
자료:고려아연, 키움증권 주:별도기준

2018년 아연&연 메탈 가격 상승 전망



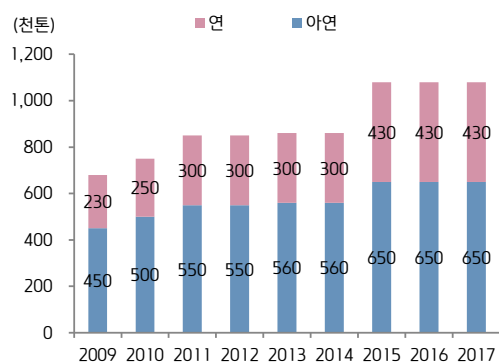
자료:고려아연, 키움증권 주:2017년, 2018년 당사 추정

2018년 아연&연 판매량 증가 할 전망



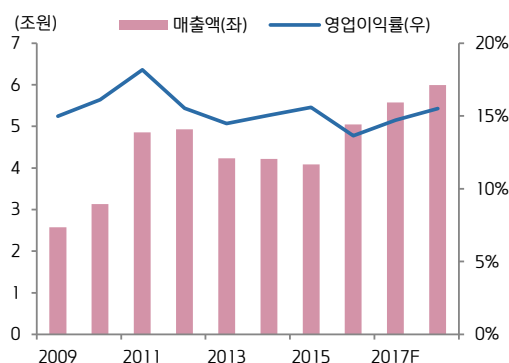
자료:고려아연, 키움증권 주:2017년, 2018년 당사 추정

아연과 연 생산능력 추이



자료:고려아연, 키움증권 주:본사기준

매출액과 영업이익률 추이



자료:고려아연, 키움증권 주:2017년, 2018년 당사 추정, 별도기준

>>> 실적전망 및 Valuation

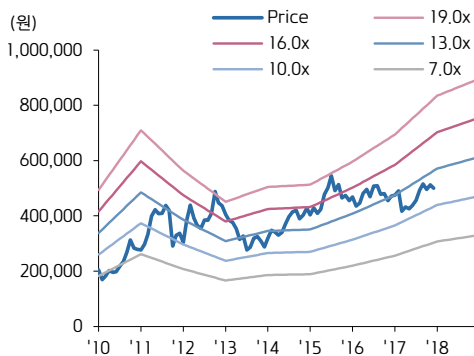
실적 전망

고려아연의 2018년 매출 7조 1,105억원, 영업이익 1조 405억원으로 매출액은 전년대비 7.0%, 영업이익은 11.9% 증가 할 것으로 전망한다. 실적 개선은 P(비철금속 가격)와 Q(아연과 연의 판매량)의 동반 증가에 따른 것이다. 2018년 아연 매출액(별도 기준)은 2조 4,341억원으로 YoY 14.3%, 연 매출액은 1조 3,449억원으로 YoY 10.8% 개선될 전망이다. 또한 매출액 상승에 따른 고정비 절감 효과 외에도 동사가 전력비 절감으로 위해서 투자한 전해공정 합리화 공사와 ESS 신설 공사가 모두 2017년 12월 마무리 될 예정이어서 영업이익 또한 개선될 전망이다. 동사의 2018년 영업이익은 1조 405억원(YoY 11.9%), 영업이익률 14.6%로 전년대비 0.6%pt 증가 할 것으로 판단된다.

Valuation

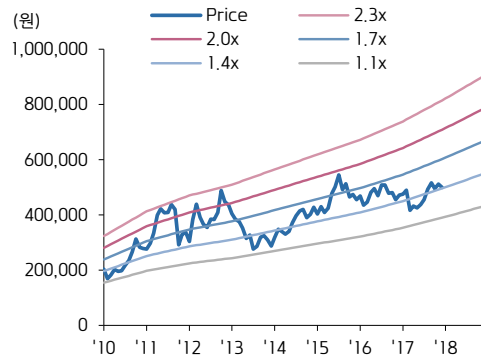
투자이건 Buy와 목표주가 650,000원을 제시하며 동사의 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2018년 예상 BPS 357,319원에 Target multiple 1.8배를 적용한 가격이다. Target multiple 1.8배는 아연 가격이 상승했던 2009~2011년 12m fwd PBR 평균으로, 2018년 EPS 기준 PER 15배 수준이다. 최근 3년 평균 PER 이 16.5배를 감안한다면, 매력적인 수준이라 판단한다.

고려아연 12m fwd PER 밴드



자료: 고려아연, 키움증권 주: 연결 기준

고려아연 12m fwd PBR 밴드



자료: 고려아연, 키움증권 주: 연결 기준

고려아연 분기 실적 추정 (단위: 억원,%)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
별도기준											
매출액(억원)	13,385	13,880	13,419	15,039	14,144	15,364	14,653	15,745	50,448	55,723	59,905
아연	4,692	5,282	5,266	6,061	5,381	6,483	6,115	6,362	16,437	21,301	24,341
연	2,814	3,016	2,793	3,517	3,031	3,444	3,196	3,778	9,939	12,141	13,449
은	3,522	3,246	2,949	3,190	3,462	3,167	3,073	3,335	14,665	12,908	13,037
기타	2,357	2,336	2,411	2,270	2,270	2,270	2,270	2,270	9,407	9,373	9,079
YoY(%)											
매출액	14.8	13.1	6.1	8.4	5.7	10.7	9.2	4.7	23.4	10.5	7.5
아연	31.8	37.3	29.9	21.9	14.7	22.7	16.1	5.0	13.0	29.6	14.3
연	29.3	38.8	12.6	13.1	7.7	14.2	14.4	7.4	41.9	22.2	10.8
은	4.0	-11.5	-22.3	-16.4	-1.7	-2.4	4.2	4.5	31.3	-12.0	1.0
판매량(톤)											
아연	137,556	164,639	154,303	159,502	140,682	168,381	157,810	163,127	643,518	616,000	630,000
연	98,680	110,332	100,740	117,248	99,373	111,107	101,448	118,072	420,220	427,000	430,000
은	559	508	485	523	566	514	491	529	2,349	2,075	2,100
YoY(%)											
아연	-17.0	2.6	1.9	-3.8	2.3	2.3	2.3	2.3	9.1	-4.3	2.3
연	4.3	15.3	-8.3	-2.3	0.7	0.7	0.7	0.7	39.1	1.6	0.7
은	-7.8	-17.1	-14.3	-7.3	1.2	1.2	1.2	1.2	21.3	-11.7	1.2
판매단가(천원/톤)											
아연	3,411	3,208	3,412	3,800	3,825	3,850	3,875	3,900	2,554	3,458	3,864
연	2,852	2,734	2,773	3,000	3,050	3,100	3,150	3,200	2,365	2,843	3,128
은(천원/kg)	630	639	608	610	612	616	626	630	624	622	621
YoY(%)											
아연	58.7	33.8	27.5	26.7	12.1	20.0	13.6	2.6	3.6	35.4	11.7
연	24.0	20.4	22.8	15.8	6.9	13.4	13.6	6.7	2.0	20.2	10.0
은	12.8	6.9	-9.3	-9.9	-2.9	-3.6	2.9	3.3	8.3	-0.4	-0.2
매출액대비 비중(%)											
아연	35.1	38.1	39.2	40.3	38.0	42.2	41.7	40.4	32.6	38.2	40.6
연	21.0	21.7	20.8	23.4	21.4	22.4	21.8	24.0	19.7	21.8	22.5
은	26.3	23.4	22.0	21.2	24.5	20.6	21.0	21.2	29.1	23.2	21.8
기타	17.6	16.8	18.0	15.1	16.0	14.8	15.5	14.4	18.6	16.8	15.2
영업이익	2,080	2,177	1,644	2,300	2,192	2,381	2,271	2,440	6,884	8,202	9,285
영업이익률(%)	15.5	15.7	12.3	15.3	15.5	15.5	15.5	15.5	13.6	14.7	15.5
연결 기준											
매출액	15,738	16,717	16,169	17,839	16,944	18,164	17,453	18,545	58,475	66,463	71,105
본사	13,385	13,880	13,419	15,039	14,144	15,364	14,653	15,745	50,448	55,723	59,905
자회사	2,353	2,837	2,750	2,800	2,800	2,800	2,800	2,800	8,027	10,740	11,200
영업이익	2,363	2,483	1,873	2,580	2,472	2,661	2,551	2,720	7,647	9,299	10,405
본사	2,080	2,177	1,644	2,300	2,192	2,381	2,271	2,440	6,884	8,202	9,285
자회사	283	306	229	280	280	280	280	280	763	1,098	1,120
영업이익률	15.0	14.9	11.6	14.5	14.6	14.7	14.6	14.7	13.1	14.0	14.6
본사	15.5	15.7	12.3	15.3	15.5	15.5	15.5	15.5	13.6	14.7	15.5
자회사	12.0	10.8	8.3	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	9.5	10.2	10.0
YoY(%)											
매출액	16.4	18.6	10.8	9.6	7.7	8.7	7.9	4.0	22.6	13.7	7.0
본사	14.8	13.1	6.1	8.4	5.7	10.7	9.2	4.7	23.4	10.5	7.5
자회사	26.3	55.7	41.3	17.0	19.0	-1.3	1.8	0.0	17.3	33.8	4.3
영업이익	27.1	37.8	15.5	9.1	4.6	7.2	36.2	5.4	13.8	21.6	11.9
본사	18.1	33.2	19.1	9.1	5.4	9.4	38.1	6.1	8.1	19.1	13.2
자회사	186.9	82.5	-4.6	9.1	-1.0	-8.5	22.2	0.0	116.5	43.9	2.0

자료: 고려아연, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산 FRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	47,714	58,475	66,463	71,105	75,557
매출원가	39,295	49,048	55,457	58,874	62,248
매출이익	8,420	9,427	11,006	12,231	13,309
판매비와일반관리비	1,697	1,780	1,707	1,826	1,940
영업이익(보고)	6,722	7,647	9,299	10,405	11,369
영업이익(핵심)	6,722	7,647	9,299	10,405	11,369
영업외손익	123	370	445	508	349
이자수익	245	254	387	522	328
배당금수익	23	27	25	0	35
외환이익	492	793	313	0	0
이자비용	18	9	13	15	13
외환손실	479	650	434	0	0
관계기업지분법손익	-90	-17	0	0	0
투자및기타자산처분손익	54	-8	-6	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-137	-37	137	0	0
기타	32	18	36	0	0
법인세비용	6,845	8,017	9,744	10,913	11,718
법인세비용	1,705	2,071	2,812	2,619	2,812
유효법인세율(%)	24.9%	25.8%	28.9%	24.0%	24.0%
당기순이익	5,140	5,946	6,932	8,294	8,906
지배주주지분손익(억원)	5,094	5,924	6,898	8,294	8,906
EBITDA	8,463	9,832	11,308	12,397	13,345
현금순이익(Cash Earnings)	6,880	8,131	8,940	10,286	10,882
수정당기순이익	5,202	5,979	6,845	8,294	8,906
증감율(% YoY)					
매출액	-3.4	22.6	13.7	7.0	6.3
영업이익(보고)	-1.5	13.8	21.6	11.9	9.3
영업이익(핵심)	-1.5	13.8	21.6	11.9	9.3
EBITDA	0.9	16.2	15.0	9.6	7.6
지배주주지분 당기순이익	1.6	16.3	16.4	20.2	7.4
EPS	1.6	16.3	16.4	20.2	7.4
수정순이익	-1.7	14.9	14.5	21.2	7.4

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산 FRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	9,449	6,807	7,419	9,389	10,046
당기순이익	5,140	5,946	6,932	8,294	8,906
감가상각비	1,740	2,185	2,009	1,992	1,976
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	-36	-131	121	0	0
자산처분손익	245	245	6	0	0
지분법손익	90	17	0	0	0
영업활동자산부채 증감	2,163	-1,838	-1,500	-872	-836
기타	107	383	-148	-25	0
투자활동현금흐름	-6,508	-4,590	-4,526	-3,381	-3,316
투자자산의 처분	-1,790	-2,806	-2,728	-1,581	-1,516
유형자산의 처분	64	27	0	0	0
유형자산의 취득	-4,799	-1,845	-1,800	-1,800	-1,800
무형자산의 처분	-3	-2	0	0	0
기타	21	36	2	0	0
재무활동현금흐름	-2,363	-1,565	-1,141	-1,292	-1,301
단기차입금의 증가	-1,132	-47	0	0	0
장기차입금의 증가	-67	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-1,164	-1,518	-1,502	-1,502	-1,502
기타	0	-1	362	210	202
현금및현금성자산의순증가	641	698	1,752	4,716	5,429
기초현금및현금성자산	1,754	2,395	3,093	4,845	9,561
기말현금및현금성자산	2,395	3,093	4,845	9,561	14,991
Gross Cash Flow	7,286	8,645	8,919	10,261	10,882
Op Free Cash Flow	4,149	4,172	4,883	7,436	7,981

재무상태표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산 FRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	25,379	28,946	34,230	40,998	48,396
현금및현금성자산	2,395	3,093	4,845	9,561	14,991
유동금융자산	9,687	10,132	11,516	12,321	13,092
매출채권및유동채권	3,145	3,677	4,179	4,471	4,751
재고자산	10,152	12,040	13,684	14,640	15,557
기타유동비금융자산	0	4	5	5	5
비유동자산	33,700	35,881	37,056	37,678	38,258
장기매출채권및기타비유동채권	202	156	177	189	201
투자자산	8,407	10,097	11,460	12,261	13,005
유형자산	24,281	24,843	24,635	24,443	24,267
무형자산	708	737	737	737	737
기타비유동자산	102	48	48	48	48
자산총계	59,079	64,826	71,286	78,676	86,654
유동부채	3,900	5,368	6,035	6,422	6,794
매입채무및기타유동채무	2,522	3,698	4,203	4,496	4,778
단기차입금	203	243	243	243	243
유동성장기차입금	90	64	64	64	64
기타유동부채	1,085	1,363	1,524	1,619	1,709
비유동부채	2,985	2,832	3,195	3,406	3,608
장기매입채무및기타비유동채무	36	10	12	12	13
사채및장기차입금	236	173	173	173	173
기타비유동부채	2,714	2,648	3,010	3,221	3,422
부채총계	6,886	8,199	9,230	9,828	10,402
자본금	944	944	944	944	944
주식발행초과금	416	416	416	416	416
이익잉여금	48,649	53,003	58,437	65,264	72,699
기타자본	764	802	802	802	802
지배주주지분자본총계	50,773	55,165	60,599	67,426	74,861
비지배주주지분자본총계	1,421	1,463	1,457	1,422	1,391
자본총계	52,194	56,627	62,056	68,848	76,251
순차입금	-11,553	-12,745	-15,881	-21,402	-27,602
총차입금	529	480	480	480	480

투자지표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산 FRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	26,994	31,395	36,557	43,952	47,195
BPS	269,065	292,340	321,141	357,319	396,717
주당EBITDA	44,848	52,105	59,926	65,697	70,723
CFPS	36,462	43,090	47,378	54,508	57,668
DPS	8,500	8,500	8,500	8,500	8,500
주가배수(배)					
PER	17.4	15.1	13.6	11.3	10.6
PBR	1.7	1.6	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	9.2	7.9	7.0	5.9	5.0
PCFR	12.9	11.0	10.5	9.1	8.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	14.1	13.1	14.0	14.6	15.0
영업이익률(핵심)	14.1	13.1	14.0	14.6	15.0
EBITDA margin	17.7	16.8	17.0	17.4	17.7
순이익률	10.8	10.2	10.4	11.7	11.8
자기자본이익률(ROE)	10.3	10.9	11.7	12.7	12.3
투자자본이익률(ROIC)	14.7	16.0	16.8	21.5	22.5
안정성(%)					
부채비율	13.2	14.5	14.9	14.3	13.6
순차입금비율	-22.1	-22.5	-25.6	-31.1	-36.2
이자보상배율(배)	384.0	812.6	743.9	713.0	845.3
활동성(배)					
매출채권회전율	14.5	17.1	16.9	16.4	16.4
재고자산회전율	4.2	5.3	5.2	5.0	5.0
매입채무회전율	16.5	18.8	16.8	16.3	16.3

풍산(103140)



BUY(Initiate)

주가(11/17) 45,700원

목표주가 65,000원

구리가격 상승과 함께 동사의 2018년 실적은 개선될 전망이다. 신동부문은 저수익 부문 조정과 구리가격 상승으로 이익의 질이 개선될 전망이며, 방산부문은 북한과의 긴장 지속, 자주 국방 능력 강화라는 큰 틀 안에서 안정적인 실적 성장을 시현 할 것이다. 방산 수출 부문이 경쟁심화와 미국 총기 이슈 등 risk가 있지만, 중동의 끊이지 않는 지정학적 리스크 등 글로벌 수출 수요는 지속적으로 창출 될 것으로 판단한다.

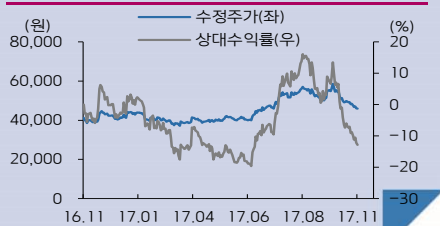
Stock Data

KOSPI (11/17)	2,533.99pt	
시가총액	12,807억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	58,600원	37,150원
최고/최저가 대비 등락	-22.01%	23.01%
주가수익률	절대	상대
1M	-22.0%	-23.5%
6M	15.3%	4.3%
1Y	14.3%	-10.7%

Company Data

발행주식수	28,024천주
일평균 거래량(3M)	171천주
외국인 지분율	22.73%
배당수익률(17.E)	1.73%
BPS(17.E)	49,261원
주요 주주	풍산홀딩스 35.98%

Price Trend



2018년, 구리가격 상승과 함께

>>> 구리가격 상승으로 신동실적 개선

구리가격의 상승이 동사의 신동부문 실적 개선을 이끌 것으로 판단한다. 전기동의 안정적인 가격 상승으로 Metal gain과 재고평가 이익을 기대할 수 있다. 이익률이 극히 낮았던 동관 부문을 구조조정과 판/대 비중 확대로 이익률은 개선 추세에 있다. 2015년까지 BEP 수준에 그쳤던 신동부문의 이익은 2016년 4.5%, 2017년 3분기 누적 5.8%로 추세적으로 개선 중이다.

>>> 방산부문도 구조적으로 나아질 전망

당사는 구조적으로 방산내수 부문의 성장을 전망하는데, 북한과의 긴장 격화로 무기 수요가 증가하며, 정부가 전작권 환수를 통해 자주 국방 능력을 키워간다는 목표에 따라 방위력 개선에 투자해야 하기 때문이다. 지난 15년간 국방예산은 연평균 6%로 지속적으로 증가했으며, 향후 2022년까지 국방예산은 지속적으로 증가 할 전망이다. 방산 수출 저하 우려가 있으나 일시적이라 판단한다. 미국의 지속적인 총기 관련 사고로 총기 규제가 대두되나, 단기간에 해결될 문제는 아니며, 지속적인 중동의 지정학적 이슈로 spot물량도 꾸준히 창출 가능하기 때문이다.

>>> 투자의견 Buy, 목표주가 65,000원

투자의견 Buy와 목표주가 65,000원을 제시하며 동사의 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2018년 예상 BPS 54,860원에 Target multiple 1.2배를 적용한 가격이다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억 원)	28,197	28,318	29,696	30,794	31,604
보고영업이익(억 원)	1,111	2,178	2,597	2,629	2,749
핵심영업이익(억 원)	1,111	2,178	2,597	2,629	2,749
EBITDA(억 원)	1,920	3,019	3,384	3,422	3,550
세전이익(억 원)	798	1,822	2,287	2,322	2,469
순이익(억 원)	517	1,377	1,674	1,765	1,876
지배주주지분순이익(억 원)	516	1,376	1,673	1,765	1,876
EPS(원)	1,841	4,910	5,970	6,297	6,695
증감율(%YoY)	-29.9	166.8	21.6	5.5	6.3
PER(배)	15.0	8.2	7.7	7.3	6.8
PBR(배)	0.7	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	9.6	6.8	6.3	5.9	5.3
보고영업이익률(%)	3.9	7.7	8.7	8.5	8.7
핵심영업이익률(%)	3.9	7.7	8.7	8.5	8.7
ROE(%)	4.8	11.8	12.8	12.1	11.6
순부채비율(%)	97.2	75.1	61.3	48.2	35.8

>>> 투자포인트

구리가격 상승으로 신동부문 이익 개선

구리가격의 상승이 동사의 신동부문 실적 개선을 이끌 것으로 판단한다.

당사는 앞에서 기술한대로, 타이트한 구리 수급과 점진적으로 회복 추세에 있는 글로벌 경제, 그리고 전기차 배터리 시장 확산에 따른 구리 수요 증가 등으로 구리 가격이 2018년에 상승 할 것으로 전망한다. 따라서 구리 가격에 영향을 받는 동사의 신동부문실적 개선이 이어질 것으로 판단한다.

동사의 신동부문은 매출액기준(2016년 연간, 연결 기준) 71%, 이익 기준 50%(세전이익 기준)로 가장 큰 비중을 차지하고 있는 사업부로서 동을 가공하여 판/대, 봉 등 다양한 제품을 만든다. 또한, 신동부문의 이익은 구리가격의 변동에 영향을 받지 않는 가공 부문과 구리 가격의 변동(상승)으로 영향을 받는 Metal gain/loss(판매가 적용 구리 가격-원가 적용 구리가격), 재고평가손실로 구분된다. 따라서 전기동의 안정적인 가격 상승으로 Metal gain과 재고평가이익을 기대할 수 있다.

또한 동사의 가공이익도 구조적 개선 추세 중으로 판단된다. 당사는 2017년 이익률이 극히 낮았던 동관 부문을 구조조정, 판매를 중단하였다. 그리고 상대적으로 고부가 제품군인 판/대 비중이(판매량 기준) 꾸준히 늘어나고 있는 상황이다. 2016년까지 60% 중반대에 머물렀던 판/대 판매량 비중은 2017년부터 70% 상회하며 가공이익률 개선에 긍정적인 영향을 끼쳤을 것으로 판단된다. 이에 2015년까지 BEP 수준에 그쳤던 신동부문의 이익은 2016년 4.5%, 2017년 3분기 누적 5.8%로 추세적으로 개선 중에 있다.

방산 부문도 결국 구조적으로 개선 될 전망

방산부문의 안정적인 실적은 지속될 전망이다.

군용탄을 납품하며 스포츠탄을 수출하는 방산 부문은 실적이 신동부문에비 안정적이며, 이익률이 높다. 연결 기준 방산 부문의 세전이익은 2017년 3분기 누적 평균 13%로 2013~2017년 3분기 평균 12%와 큰 차이가 없다. 즉, 납품일정과 spot 수출 물량 등으로 분기별 실적 차이는 존재하나 연간으로 보면 10% 초중반의 안정적인 이익률을 창출하는 고수익 사업군이다.

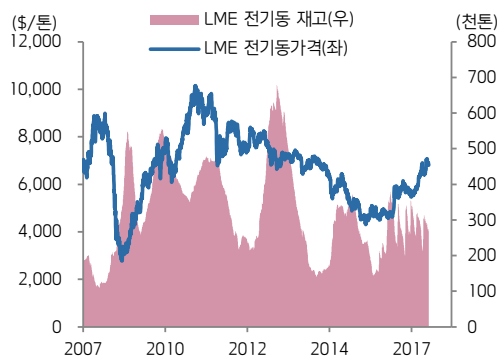
방산 산업은 크게 방산 내수부문과 방산 수출 부문으로 나눌 수 있다.

방산 내수 부문은 비중은 2013~2017년 3분기 누적 평균(별도 기준, 판매액 기준) 66%이다. 방산 내수 이익률의 경우 정부와의 방산원가 규칙에 의거 일정수준의 이익률이 담보되기 때문에, 매출이 증가 할수록 이익이 증가하는 구조이다.

당사는 구조적으로 방산내수 부문의 성장을 전망하는데, 북한과의 긴장 격화로 무기 수요가 지속적으로 증가할 것으로 판단하며, 정부가 전작권 환수를 통해 자주 국방 능력을 키워간다는 목표에 따라 방위력 개선에 투자해야 하기 때문이다. 지난15년간(2003~2018F) 국방예산은 연평균 6%로 지속적으로 증가했으며, 향후 2022년까지 국방예산은 더욱 증가 할 전망이다. 실제로, 정부는 2018년부터 2022년까지 5년간 총 238조원의 국방예산을 투입 할 계획이고, 이중 78.2조원(33%, 2017년 기준 국방예산 중 방위력 개선비는 30%)을 방위력 개선에 쓰일 것으로 밝혔다

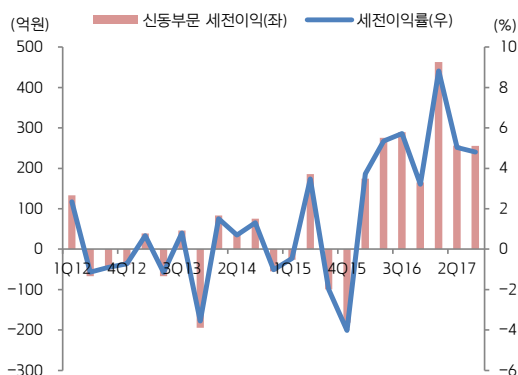
방산 수출 저하 우려가 있으나 일시적이라 판단한다. 미국의 지속적인 총기 관련 사고로 총기 규제가 대두되나, 단기간에 해결될 문제는 아니며, 지속적인 중동의 지정학적 이슈로 spot물량도 꾸준히 창출 가능하기 때문이다.

상승하고 있는 전기동 가격



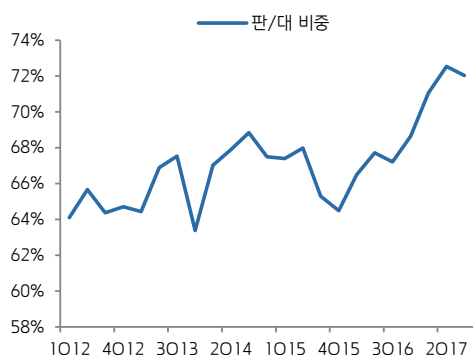
자료: Bloomberg, LME 현물기준

추세적으로 개선되는 신동부문 이익



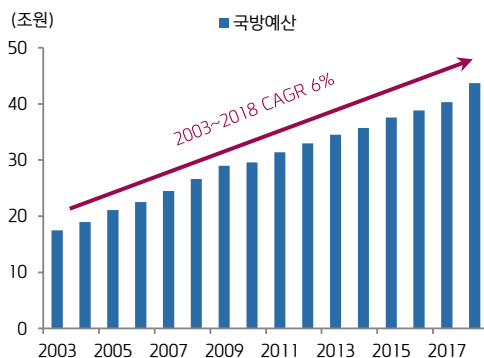
자료: 풍산, 키움증권 주분기 연결 기준

추세적으로 증가하는 판/대 판매량 비중



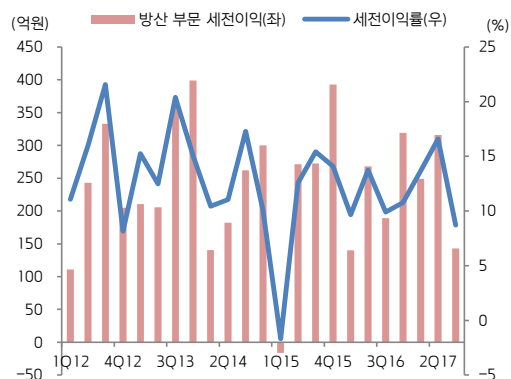
자료: 풍산, 키움증권 주분기 별도 기준, 판매량 기준

국방예산은 지속적으로 증가 할 수밖에



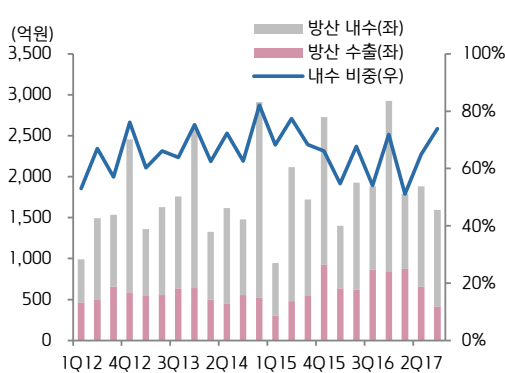
자료: 국방부, 키움증권

건조한 수준의 방산 부문 이익률



자료: 풍산, 키움증권 주분기 연결 기준

60% 중후반 수준의 방산 내수 비중



자료: 풍산, 키움증권 주분기 별도 기준, 판매액 기준

>>> 실적전망 및 Valuation

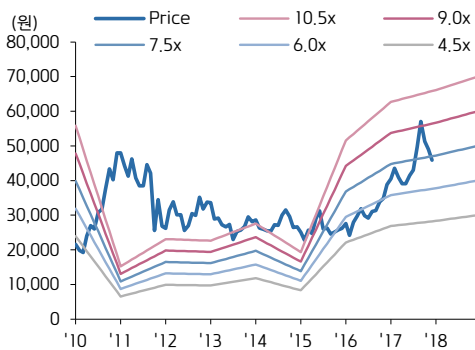
실적 전망

풍산의 2017년 매출 3조 794억원, 영업이익 2,629억원으로 매출액은 전년대비 3.7%, 영업이익은 1.2% 증가 할 것으로 전망한다. 실적 개선은 신동부문이 이끌 것으로 판단하는데, 구리 가격 상승과 고부가가치 제품 중심의 product mix 개선으로 별도기준 신동부문 매출액은 1조 5,294억원으로 전년대비 6% 증가 할 전망이다. 방산부문도 수출 둔화 우려가 있긴 하지만, 꾸준한 방산 내수 실적으로 매출액 8,100억원으로 전년대비 0.4% 소폭 상승 할 것으로 판단한다.

Valuation

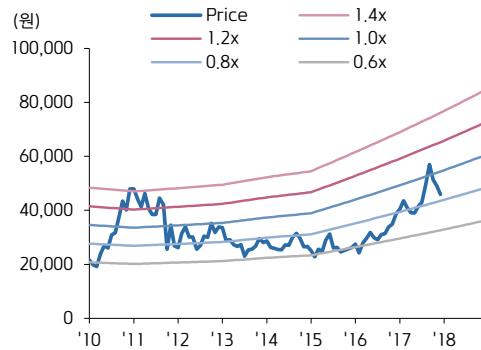
투자의견 Buy와 목표주가 65,000원을 제시하며 동사의 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2018년 예상 BPS 54,860원에 Target multiple 1.2배를 적용한 가격이다. Target multiple 1.2배는 1) 동사의 2017~2019년 평균 ROE가 12% 수준이며, 2)2008~2011년 구리가격 상승시기에 12m fwd PBR 1.4배까지 상승한 것을 고려하면, Target multiple 1.2배는 합리적인 수준이라 판단한다. 또한 동사는 부산 해운대구에 43만평 규모의 방산사업장도 보유하고 있는데, 3Q17 기준 계상된 장부가격이 1,811억원에 불과하여 실질적인 valuation은 부담은 더욱 줄어든다.

풍산 12m fwd PER 밴드



자료: 풍산, 키움증권 주: 연결 기준

풍산 12m fwd PBR 밴드



자료: 풍산, 키움증권 주: 연결 기준

품산 별도 실적 추정 (단위: 억원,%)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	5,276	5,376	5,202	6,637	5,578	5,748	5,404	6,663	20,345	22,490	23,394
신동부문	3,485	3,496	3,606	3,837	3,790	3,861	3,797	3,846	12,238	14,424	15,294
신동 판매량(천톤)	51	51	50	51	51	52	50	51	198	203	204
신동 ASP(천원/톤)	6,872	6,800	7,162	7,524	7,452	7,493	7,524	7,519	6,178	7,089	7,497
방산부문	1,791	1,880	1,596	2,800	1,789	1,887	1,607	2,817	8,107	8,067	8,100
방산 내수	915	1,221	1,179	2,000	930	1,241	1,198	2,032	5,171	5,315	5,400
방산 수출	875	659	418	800	859	646	410	785	2,966	2,752	2,700
내수 비중(%)	51.1	65.0	73.8	71.4	52.0	65.7	74.5	72.1	63.8	65.9	66.7
신동 매출비중(%)	66.1	65.0	69.3	57.8	67.9	67.2	70.3	57.7	60.2	64.1	65.4
방산 매출비중(%)	33.9	35.0	30.7	42.2	32.1	32.8	29.7	42.3	39.8	35.9	34.6
영업이익	643	500	363	558	499	519	473	657	1,696	2,064	2,148
영업이익률(%)	12.2	9.3	7.0	8.4	9.0	9.0	8.7	9.9	8.3	9.2	9.2
YoY(%)											
매출액	22.4	5.2	7.2	9.3	5.7	6.9	3.9	0.4	-0.3	10.5	4.0
신동부문	19.9	9.8	21.4	20.8	8.7	10.5	5.3	0.2	-5.1	17.9	6.0
신동 판매량	7.8	-0.2	1.8	1.9	0.3	0.2	0.2	0.3	5.7	2.7	0.3
신동 ASP	11.2	10.0	19.3	18.6	8.4	10.2	5.1	-0.1	-10.0	14.8	5.8
방산부문	27.7	-2.4	-15.1	-3.3	-0.1	0.4	0.7	0.6	8.0	-0.5	0.4
방산 내수	19.3	-6.4	15.9	-3.9	1.6	1.6	1.6	1.6	-1.7	2.8	1.6
방산 수출	37.8	6.0	-51.7	-5.3	-1.9	-1.9	-1.9	-1.8	32.0	-7.2	-1.9
영업이익	110.4	-1.2	-12.3	18.9	-22.3	3.8	30.1	17.7	48.8	21.7	4.1
기본 가정											
원달러 환율	1,154	1,129	1,132	1,125	1,125	1,125	1,125	1,125	1,161	1,135	1,125
LME 전기동 가격	5,834	5,671	6,349	6,812	7,000	7,000	7,000	7,000	4,863	6,166	7,000

자료: 풍산, 키움증권 주:별도기준

품산 별도 실적 추정 (단위: 억원,%)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	7,073	6,991	6,958	8,674	7,428	7,548	7,304	8,513	28,318	29,696	30,794
본사	5,276	5,376	5,202	6,637	5,578	5,748	5,404	6,663	20,345	22,490	23,394
자회사	1,797	1,616	1,756	2,037	1,850	1,800	1,900	1,850	7,973	7,206	7,400
영업이익	817	598	502	681	620	636	596	777	2,178	2,597	2,629
본사	643	500	363	558	499	519	473	657	1,696	2,064	2,148
자회사	174	98	139	122	120	117	124	120	483	533	481
영업이익률	11.5	8.5	7.2	7.8	8.3	8.4	8.2	9.1	7.7	8.7	8.5
본사	12.2	9.3	7.0	8.4	9.0	9.0	8.7	9.9	8.3	9.2	9.2
자회사	9.7	6.1	7.9	6.0	6.5	6.5	6.5	6.5	6.1	7.4	6.5

자료: 풍산, 키움증권 주:연결기준

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산 FRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	28,197	28,318	29,696	30,794	31,604
매출원가	25,794	24,607	25,537	26,498	27,192
매출이익	2,403	3,711	4,159	4,296	4,412
판매비와일반관리비	1,292	1,533	1,562	1,667	1,662
영업이익(보고)	1,111	2,178	2,597	2,629	2,749
영업이익(핵심)	1,111	2,178	2,597	2,629	2,749
영업외손익	-312	-356	-311	-307	-280
이자수익	1	2	2	2	2
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	448	541	322	0	0
이자비용	397	319	295	309	282
외환손실	464	508	383	0	0
관계기업지분법손익	-4	0	-2	0	0
투자및기타자산처분손익	-35	1	1	0	0
금융상품평가및기타금융이익	91	-108	15	0	0
기타	47	35	28	0	0
법인세비용전이익	798	1,822	2,287	2,322	2,469
법인세비용	282	445	613	557	592
유효법인세율(%)	35.3%	24.4%	26.8%	24.0%	24.0%
당기순이익	517	1,377	1,674	1,765	1,876
지배주주지분순이익(억원)	516	1,376	1,673	1,765	1,876
EBITDA	1,920	3,019	3,384	3,422	3,550
현금이익(Cash Earnings)	1,326	2,218	2,460	2,558	2,677
수정당기순이익	480	1,458	1,663	1,765	1,876
증감율(% YoY)					
매출액	-6.0	0.4	4.9	3.7	2.6
영업이익(보고)	-13.0	96.1	19.3	1.2	4.6
영업이익(핵심)	-13.0	96.1	19.3	1.2	4.6
EBITDA	-5.1	57.3	12.1	1.2	3.7
지배주주지분 당기순이익	-29.9	166.8	21.6	5.5	6.3
EPS	-29.9	166.8	21.6	5.5	6.3
수정순이익	-27.1	203.4	14.1	6.1	6.3

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산 FRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,396	2,463	2,011	2,200	2,412
당기순이익	798	1,822	1,674	1,765	1,876
감가상각비	790	827	773	781	789
무형자산상각비	19	14	13	13	12
외환손익	4	-74	61	0	0
자산처분손익	252	234	-1	0	0
지분법손익	4	0	2	0	0
영업활동자산부채 증감	1,907	108	-450	-359	-265
기타	-378	-467	-61	0	0
투자활동현금흐름	-849	-1,008	-908	-907	-905
투자자산의 처분	-5	-8	-9	-7	-5
유형자산의 처분	30	18	0	0	0
유형자산의 취득	-903	-987	-900	-900	-900
무형자산의 처분	-2	4	0	0	0
기타	30	-36	1	0	0
재무활동현금흐름	-2,456	-1,287	-315	-232	-203
단기차입금의 증가	-3,693	-3,310	0	0	0
장기차입금의 증가	1,238	2,023	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	-196	-196	-196
기타	0	0	-119	-36	-7
현금및현금성자산의순증가	136	197	788	1,060	1,304
기초현금및현금성자산	399	536	733	1,521	2,581
기말현금및현금성자산	536	733	1,521	2,581	3,885
Gross Cash Flow	1,490	2,355	2,461	2,558	2,677
Op Free Cash Flow	-17,882	8,255	23,672	21,873	21,364

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산 FRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	12,785	13,807	15,232	16,799	18,477
현금및현금성자산	536	733	1,521	2,581	3,885
유동금융자산	91	83	87	90	93
매출채권및유동채권	4,755	5,530	5,799	6,013	6,171
재고자산	7,403	7,410	7,770	8,058	8,269
기타유동비금융자산	0	52	55	57	58
비유동자산	13,291	13,342	13,460	13,572	13,675
장기매출채권및기타비유동채권	73	30	31	32	33
투자자산	1,233	1,229	1,232	1,236	1,238
유형자산	11,752	11,856	11,983	12,102	12,213
무형자산	200	194	180	168	156
기타비유동자산	34	34	34	34	34
자산총계	26,076	27,149	28,692	30,371	32,152
유동부채	9,686	9,635	9,816	9,960	10,067
매입채무및기타유동채무	2,417	3,402	3,567	3,699	3,797
단기차입금	4,155	3,925	3,925	3,925	3,925
유동성장기차입금	2,922	1,977	1,977	1,977	1,977
기타유동부채	192	332	347	359	368
비유동부채	5,460	5,166	5,050	5,016	5,010
장기매입채무및기타비유동채무	110	57	60	62	64
사채및장기차입금	4,172	4,187	4,187	4,187	4,187
기타비유동부채	1,178	921	802	766	758
부채총계	15,146	14,801	14,866	14,976	15,077
자본금	1,401	1,401	1,401	1,401	1,401
주식발행초과금	5,134	5,134	5,134	5,134	5,134
이익잉여금	4,505	5,851	7,329	8,898	10,578
기타자본	-130	-59	-59	-59	-59
지배주주지분자본총계	10,910	12,328	13,805	15,374	17,054
비지배주주지분자본총계	20	21	21	21	21
자본총계	10,930	12,348	13,826	15,395	17,075
순차입금	10,622	9,273	8,481	7,417	6,111
총차입금	11,249	10,089	10,089	10,089	10,089

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산 FRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	1,841	4,910	5,970	6,297	6,695
BPS	38,930	43,990	49,261	54,860	60,856
주당EBITDA	6,850	10,773	12,073	12,212	12,666
CFPS	4,730	7,915	8,778	9,129	9,551
DPS	500	700	700	700	700
주가배수(배)					
PER	15.0	8.2	7.7	7.3	6.8
PBR	0.7	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	9.6	6.8	6.3	5.9	5.3
PCFR	5.8	5.1	5.2	5.0	4.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.9	7.7	8.7	8.5	8.7
영업이익률(핵심)	3.9	7.7	8.7	8.5	8.7
EBITDA margin	6.8	10.7	11.4	11.1	11.2
순이익률	1.8	4.9	5.6	5.7	5.9
자기자본이익률(ROE)	4.8	11.8	12.8	12.1	11.6
투자자본이익률(ROIC)	3.2	7.7	8.0	9.3	9.3
안정성(%)					
부채비율	138.6	119.9	107.5	97.3	88.3
순차입금비율	97.2	75.1	61.3	48.2	35.8
이자보상배율(배)	2.8	6.8	8.8	8.5	9.7
활동성(배)					
매출채권회전율	5.6	5.5	5.2	5.2	5.2
재고자산회전율	3.3	3.8	3.9	3.9	3.9
매입채무회전율	10.5	9.7	8.5	8.5	8.4

투자의견 변동내역 (2개년)

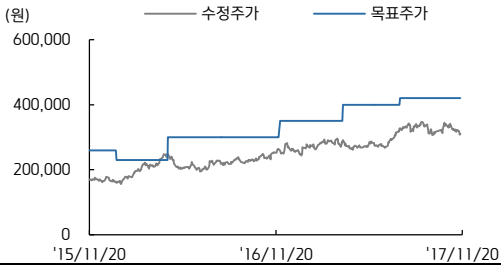
종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
POSCO (005490)	2015-10-15	BUY(Maintain)	260,000원	6개월	-29.42	-28.85
	2015-10-21	BUY(Maintain)	260,000원	6개월	-30.72	-25.77
	2015-11-24	BUY(Maintain)	260,000원	6개월	-33.05	-25.77
	2016-01-12	BUY(Maintain)	230,000원	6개월	-28.79	-24.13
	2016-01-29	BUY(Maintain)	230,000원	6개월	-12.58	8.04
	2016-04-22	BUY(Maintain)	300,000원	6개월	-22.24	-17.00
	2016-05-09	BUY(Maintain)	300,000원	6개월	-28.01	-17.00
	2016-06-08	BUY(Maintain)	300,000원	6개월	-29.56	-17.00
	2016-07-14	BUY(Maintain)	300,000원	6개월	-29.23	-17.00
	2016-07-22	BUY(Maintain)	300,000원	6개월	-27.88	-17.00
	2016-09-08	BUY(Maintain)	300,000원	6개월	-27.17	-17.00
	2016-10-12	BUY(Maintain)	300,000원	6개월	-26.87	-17.00
	2016-10-27	BUY(Maintain)	300,000원	6개월	-17.46	-11.83
	2016-11-28	BUY(Maintain)	350,000원	6개월	-25.61	-19.29
	2017-01-13	BUY(Maintain)	350,000원	6개월	-25.00	-19.29
	2017-01-26	BUY(Maintain)	350,000원	6개월	-22.26	-15.29
	2017-03-31	BUY(Maintain)	400,000원	6개월	-31.46	-27.25
	2017-04-19	BUY(Maintain)	400,000원	6개월	-31.06	-25.00
	2017-07-11	BUY(Maintain)	400,000원	6개월	-30.17	-18.25
	2017-07-21	BUY(Maintain)	420,000원	6개월	-21.57	-17.38
	2017-09-26	BUY(Maintain)	420,000원	6개월	-21.86	-17.38
	2017-10-30	BUY(Maintain)	420,000원	6개월	-22.14	-17.38
	2017-11-20	BUY(Maintain)	420,000원	6개월		
현대제철 (004020)	2015-10-15	BUY(Maintain)	74,000원	6개월	-24.95	-23.78
	2015-10-23	BUY(Maintain)	74,000원	6개월	-28.42	-23.38
	2015-11-24	BUY(Maintain)	74,000원	6개월	-30.56	-23.38
	2016-01-18	BUY(Maintain)	74,000원	6개월	-31.28	-23.38
	2016-01-28	BUY(Maintain)	74,000원	6개월	-29.31	-16.89
	2016-04-28	BUY(Maintain)	74,000원	6개월	-19.10	-15.00
	2016-05-09	BUY(Maintain)	74,000원	6개월	-32.10	-15.00
	2016-07-14	BUY(Maintain)	74,000원	6개월	-32.11	-15.00
	2016-07-26	BUY(Maintain)	74,000원	6개월	-31.85	-15.00
	2016-10-18	BUY(Maintain)	74,000원	6개월	-31.77	-15.00
	2016-11-01	BUY(Maintain)	63,000원	6개월	-21.01	-17.62
	2016-11-28	BUY(Maintain)	63,000원	6개월	-13.98	-3.02
	2017-01-18	BUY(Maintain)	77,000원	6개월	-21.17	-19.48
	2017-01-26	BUY(Maintain)	77,000원	6개월	-21.50	-16.23
	2017-04-18	BUY(Maintain)	77,000원	6개월	-22.44	-16.23
	2017-04-28	BUY(Maintain)	77,000원	6개월	-23.54	-16.23
	2017-06-02	BUY(Maintain)	77,000원	6개월	-23.55	-16.23
	2017-06-26	BUY(Maintain)	77,000원	6개월	-23.24	-16.23
	2017-07-13	BUY(Maintain)	77,000원	6개월	-23.10	-16.23
	2017-07-31	BUY(Maintain)	77,000원	6개월	-26.80	-17.66
	2017-10-12	BUY(Maintain)	66,000원	6개월	-15.93	-13.03
	2017-10-31	BUY(Maintain)	72,000원	6개월	-20.14	-17.36
	2017-11-20	BUY(Maintain)	72,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

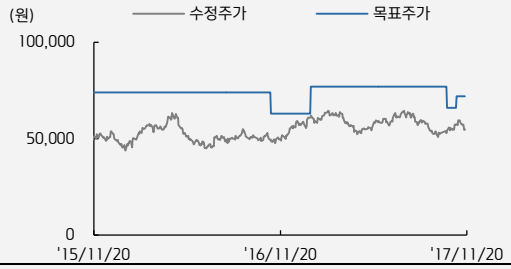
종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
세아베스틸 (001430)	2015-10-07	BUY(Maintain)	44,000원	6개월	-35.23	-24.66
	2016-02-02	Outperform(Downgrade)	28,000원	6개월	-2.27	9.64
	2016-04-29	Marketperform(Downgrade)	28,000원	6개월	-4.75	9.64
	2016-07-21	Marketperform(Maintain)	28,000원	6개월	-4.79	9.64
	2016-07-29	Marketperform(Maintain)	28,000원	6개월	-4.77	9.64
	2017-01-24	Outperform(Upgrade)	28,000원	6개월	-11.13	-7.86
	2017-02-09	Outperform(Maintain)	28,000원	6개월	-4.51	2.50
	2017-04-24	BUY(Upgrade)	33,000원	6개월	-15.53	-13.48
	2017-05-08	BUY(Maintain)	33,000원	6개월	-15.83	-13.48
	2017-05-22	BUY(Maintain)	33,000원	6개월	-13.88	-4.70
	2017-07-13	BUY(Maintain)	38,000원	6개월	-16.82	-13.42
	2017-07-28	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-16.48	-8.63
	2017-10-17	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-16.76	-8.63
	2017-11-01	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-17.28	-8.63
	2017-11-20	BUY(Maintain)	40,000원	6개월		
고려아연 (010130)	2017-11-20	Buy(Initiate)	650,000원			
풍산 (103140)	2017-11-20	Buy(Initiate)	65,000원			

목표주가 추이 (2개년)

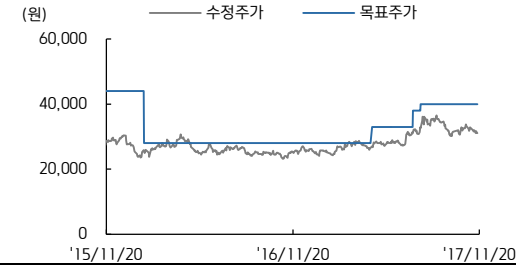
POSCO(005490)



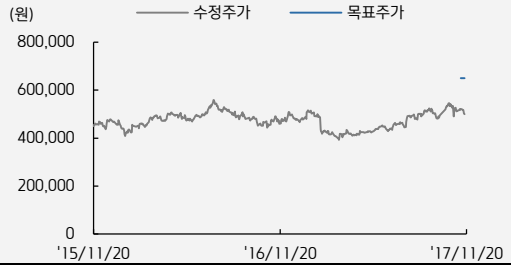
현대제철(004020)



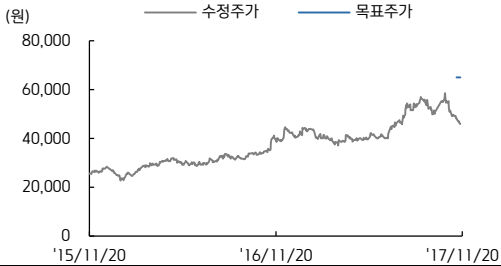
세아베스틸(001430)



고려아연(010130)



풍산(103140)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	상	Neutral (중립)	예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10 ~ +20% 주가 상승 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	상		시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Sell(매도)	시장대비 +10 ~ -10% 주가 변동 예상		
	시장대비 -10 ~ -20% 주가 하락 예상		
	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2016/10/01~2017/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	152	93.25%
중립	10	6.13%
매도	1	0.61%



ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다



이 페이지는 편집상 공백입니다



ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다