

# 철강/금속산업

Overweight  
(Maintain)

2018. 01. 23

## 전방산업이 차이를 만든다

4Q17 실적은 기업별로 상이할 것이다. 시장컨센서스를 만족하는 기업은 POSCO, 풍산으로 판단되며, 나머지 기업들은 하회 할 것으로 전망된다. 견조한 철강가격 흐름속에서도 실적이 기업별로 차별화가 나타나는 것은 결국 기업의 평가인상 여부와, 평가 인상 여부는 각 기업들이 속한 전방산업의 상황에 기인한 것으로 판단된다. 따라서, 우리는 이번 보고서를 통해서 각 업체가 속한 전방산업의 분위기를 파악하고 향후 실적 분위기를 알아보고자 한다.



철강

Analyst 박종국

02) 3787-5152

jkpark@kiwoom.com

키움증권

## Contents



### I. SUMMARY 3

#### > 같은 철강, 다른 전방 3

### II. 같은 철강, 다른 전방 5

#### > 4Q17 당사 추정 vs 시장 컨센서스 5

#### > 각사 전방산업 전망 6

### 기업분석 11

#### > POSCO(005490) 12

#### > 현대제철(004020) 16

#### > 세아베스틸(001430) 20

#### > 고려아연(010310) 24

#### > 풍산 (103140) 28

#### > 대한제강 (084010) 32

#### > 한국철강 (104700) 36

#### > 포스코 ICT (022100) 40

#### Compliance Notice

- 당사는 1월 22일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

## 전방산업이 차이를 만든다

### >>> 같은 철강, 다른 전방

4Q17에 시장 기대치를 만족시키는 기업은 철강은 POSCO, 비철금속에서는 풍산이 될 전망이다.

POSCO의 경우 철광석, 원료탄 등 원재료 가격 상승에도 적극적인 가격 인상으로 스프레드는 전분기 대비 개선되었을 것으로 판단된다.

반면, 현대제철, 세아베스틸, 대한제강, 한국철강은 시장기대치를 하회하는 실적을 보일 것으로 판단되는데, 이 기업들은 공통적으로 전방산업의 부진으로 원가상승분을 가격 전가를 통해서 충분히 상쇄시키지 못한 것으로 판단된다.

비철금속의 고려아연은 아연, 연 가격의 긍정적인 흐름에도 부정적인 환율이라는 불가항력적인 변수로 실적 개선이 제한되었을 것으로 판단되며, 풍산은 양호한 신동판매량과 구리가격 상승, 방산수출 회복 등으로 양호한 실적을 시현할 것으로 판단된다.

### >>>업체별 전방산업 상황

POSCO: 글로벌 자동차산업의 성장으로 실적 견조할 전망  
현대제철:현대차 그룹의 판매량 부진으로 실적 개선 제한적  
세아베스틸:국내 자동차산업 정체로 실적 개선 제한적

고려아연: 아연과 연의 꾸준한 수요 증가로 실적 개선 전망

풍산: 국내 방산 실적 구조적으로 견조할 전망

대한제강/한국철강: 아파트 분양 물량이 최악은 지나갔으나 확인 필요

포스코 ICT: POSCO의 전사적인 스마트팩토리 추진으로 실적 구조적 증가 가능성

### >>> Top Pick

철강산업 Overweight을 제시한다. 상반기 Top pick으로 실적 개선이 전망되는 POSCO를 추천한다. 관심종목으로는 2018년 꾸준한 실적 개선이 전망되는 포스코 ICT 제시한다.

# I. Summary

## >>> 같은 철강, 다른 전방

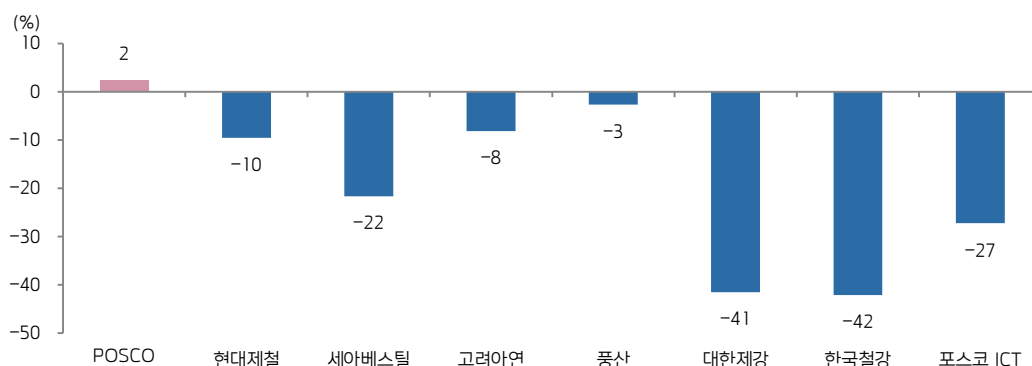
### 시장기대치를 만족 시킬 기업은 POSCO,풍산

4Q17에 시장 기대치를 만족시키는 기업은 철강은 POSCO, 비철금속에서는 풍산이 될 전망이다. POSCO의 경우 철광석, 원료탄 등 원재료 가격 상승에도 적극적인 가격 인상으로 스프레드는 전분기 대비 개선되었을 것으로 판단된다. 반면, 현대제철, 세아베스틸, 대한제강, 한국철강은 시장기대치를 하회하는 실적을 보일 것으로 판단되는데, 이 기업들은 공통적으로 전방산업의 부진으로 원가상승분을 가격 전가를 통해서 충분히 상쇄시키지 못한 것으로 판단된다.

비철금속의 고려아연은 아연, 연 가격의 긍정적인 흐름에도 부정적인 환율이라는 불가항력적인 변수로 실적 개선을 제한했을 것으로 판단되며, 풍산은 양호한 신동판매량과 구리가격 상승, 방산수출 회복 등으로 양호한 실적을 시현할 것으로 판단된다.

포스코 ICT의 경우 스마트팩토리 관련 부문의 성장으로 전분기 대비 실적은 개선되었지만, 외환관련 손익이나 인센티브 등 일회성 비용 발생으로 실적에 부정적인 영향을 끼친 것으로 보인다.

### 4Q17 영업이익 당사 추정과 시장 컨센서스 비교



자료: 키움증권 주연결기준

### 결국 전방산업 상황이 실적 좌우 할 전망

같은 철강업황속에서 기업별 실적의 차이를 가져오는 것은 결국 전방산업의 상황이라 판단한다.

POSCO와 같이 품목과 매출처가 다변화되어 있고, 주요 전방산업인 자동차산업이 견조한 성장세를 보이는 경우 평가 인상을 통한 안정적인 실적이 시현되는 반면, Captive Market이 부진한 현대제철, 전방산업인 건설산업이 위축된 대한제강, 한국철강 등은 원가상승분 만큼의 충분한 가격 전가가 이루어 지지 않아 실적 부진을 겪고 있다.

이에 기업별 주요전방산업의 분석을 통해서 향후 실적분위기를 가늠해 보고자 한다.



#### 4Q17 실적 전망 테이블 (억원)

	4Q17E	컨센서스	차이(%)	4Q16	YoY(%)	3Q17	QoQ(%)
POSCO	12,900	12,604	2.3	4,717	173.4	11,257	14.6
현대제철	3,595	3,974	-9.5	3,874	-7.2	3,396	5.9
세아베스틸	360	460	-21.6	326	10.5	453	-20.5
고려아연	2,280	2,482	-8.1	2,364	-3.6	1,873	21.7
풍산	681	699	-2.6	601	13.3	502	35.5
대한제강	118	201	-41.5	94	24.6	50	133.3
한국철강	96	166	-42.1	82	17.4	57	69.1
포스코 ICT	162	222	-27.3	206	-21.5	146	10.3

자료: 키움증권 주·연결기준, 한국철강은 개별

#### 기업 요약 테이블

		매출액 (억원)	영업이익 (억원)	EBITDA (억원)	세전이익 (억원)	순이익 (억원)	PER (배)	PBR (배)	EV/ EBITDA (배)	ROE (%)	투자 의견	현재가	목표주가
POSCO	2015	581,923	24,100	56,283	1,808	-962	80.4	0.4	1.5	-0.2	Buy	377,500	460,000
	2016	530,835	28,443	60,582	14,329	10,482	16.5	0.5	5.3	2.3			
	2017E	599,948	47,597	77,258	45,199	32,898	10.9	0.8	6.6	7.0			
	2018E	617,704	53,774	83,473	50,029	36,837	9.5	0.7	5.7	7.5			
현대제철	2015	161,325	14,641	27,377	9,267	7,392	8.5	0.4	6.8	5.0	Buy	60,000	73,000
	2016	166,915	14,450	28,328	11,302	8,340	9.3	0.5	6.7	5.2			
	2017E	192,325	13,997	27,051	11,759	8,727	9.3	0.5	7.1	5.2			
	2018E	200,286	15,448	28,569	12,687	9,329	8.8	0.5	6.6	5.3			
세아베스틸	2015	25,267	2,223	3,556	2,151	1,650	6.6	0.7	5.4	9.7	Buy	30,300	38,000
	2016	25,311	1,435	2,946	1,328	1,047	10.3	0.5	7.0	5.4			
	2017E	30,460	1,861	3,280	1,741	1,360	8.6	0.6	6.0	6.6			
	2018E	30,787	2,065	3,471	1,827	1,398	8.3	0.6	5.3	6.5			
고려아연	2015	47,714	6,722	8,463	6,845	5,140	17.4	1.7	9.2	10.3	Buy	511,000	650,000
	2016	58,475	7,647	9,832	8,017	5,946	15.1	1.6	7.9	10.9			
	2017E	65,613	8,999	11,008	9,448	6,706	14.6	1.6	7.4	11.3			
	2018E	71,627	10,486	12,478	11,015	8,372	11.6	1.4	6.1	12.8			
풍산	2015	28,197	1,111	1,920	798	517	15.0	0.7	9.6	4.8	Buy	50,200	65,000
	2016	28,318	2,178	3,019	1,822	1,377	8.2	0.9	6.8	11.8			
	2017E	29,696	2,597	3,384	2,298	1,682	8.5	1.0	6.7	12.9			
	2018E	30,794	2,598	3,392	2,337	1,776	8.0	0.9	6.4	12.1			
대한제강	2015	8,897	557	826	474	359	5.7	0.5	2.2	9.2	Buy	9,680	12,000
	2016	8,979	563	812	524	398	5.9	0.5	2.3	9.4			
	2017E	11,867	476	700	470	357	6.7	0.5	2.4	7.9			
	2018E	12,860	469	676	465	353	6.8	0.5	2.0	7.3			
한국철강	2015	6,845	651	902	688	536	6.9	0.5	1.8	7.6	Buy	36,000	45,000
	2016	6,634	530	783	638	465	7.3	0.4	1.0	6.2			
	2017E	7,483	438	676	567	435	7.6	0.4	0.5	5.5			
	2018E	7,979	407	637	459	352	9.4	0.4	0.1	4.3			
포스코 ICT	2015	8,405	140	504	-277	-563	-15.0	2.3	15.1	-15.6	Buy	9,240	11,000
	2016	8,669	522	806	359	376	23.8	2.3	10.2	10.6			
	2017E	9,523	581	807	573	496	28.3	3.4	9.6	12.5			
	2018E	10,316	788	987	766	548	25.7	3.0	7.5	12.4			

자료: 각사, 키움증권 추정

## II. 같은 철강, 다른 전방

### >>>4Q17 당사 추정 vs 시장 컨센서스

#### 시장기대치를 만족 시킬 기업은 POSCO,풍산

4Q17 실적은 기업별로 엇갈릴 전망이다.

2016년 초를 저점으로 글로벌 철강시황은 중국의 견조한 철강재 가격 상승으로 회복 추세에 놓여있다.

4Q17도 중국의 철강 동절기 감산과 상향 조정되는 글로벌 경기 전망 등으로 철강재 가격은 통상적으로 약세를 보이는 시기임에도 우상향하였다.

이렇듯 긍정적인 철강시황속에서도 국내 철강/비철금속 산업의 기업들은 상이한 실적 흐름을 나타내고 있는데, 4Q17 또한 이러한 흐름은 지속될 것으로 판단된다.

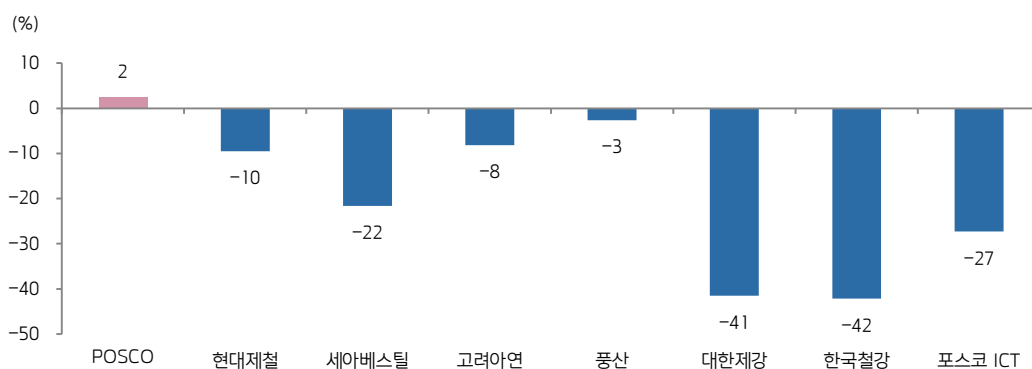
4Q17에 시장 기대치를 만족시키는 기업은 철강은 POSCO, 비철금속에서는 풍산이 될 전망이다.

POSCO의 경우 철광석, 원료탄 등 원재료 가격 상승에도 적극적인 가격 인상으로 스프레드는 전분기 대비 개선되었을 것으로 판단된다. 반면, 현대제철, 세아베스틸, 대한제강, 한국철강은 시장기대치를 하회하는 실적을 보일 것으로 판단되는데, 이 기업들은 공통적으로 전방산업의 부진으로 원가상승분을 가격 전가를 통해서 충분히 상쇄시키지 못한 것으로 판단된다.

비철금속의 고려아연은 아연, 연 가격의 긍정적인 흐름에도 부정적인 환율이라는 불가항력적인 변수로 실적 개선을 제한했을 것으로 판단되며, 풍산은 양호한 신동판매량과 구리가격 상승, 방산수출 회복 등으로 양호한 실적을 시현할 것으로 판단된다.

포스코 ICT의 경우 스마트팩토리 관련 부문의 성장으로 전분기 대비 실적은 개선되겠지만, 외환관련 손익이나 인센티브 등 일회성 비용 발생으로 실적에 부정적인 영향을 끼친 것으로 보인다.

#### 4Q17 영업이익 당사 추정과 시장 컨센서스 비교



자료: 키움증권 주연결기준

당사는 환율이나 일회성 비용 등 불가항력적인 변수를 차치하고, 같은 업황 속에서 실적을 가르는 핵심변수는 전방산업이라고 판단한다. 다시 말하면, 전방산업이 살아있어야 철강업체들은 충분한 가격 전가 가능한 것이고, 결국 이게 호실적으로 귀결되는 것이다.

따라서, 우리는 각 기업들의 전방사업 분석을 통해서 4Q17 실적 분석과 향후 실적 흐름을 알아보고자 한다.

## &gt;&gt;&gt;각사 전방산업 전망

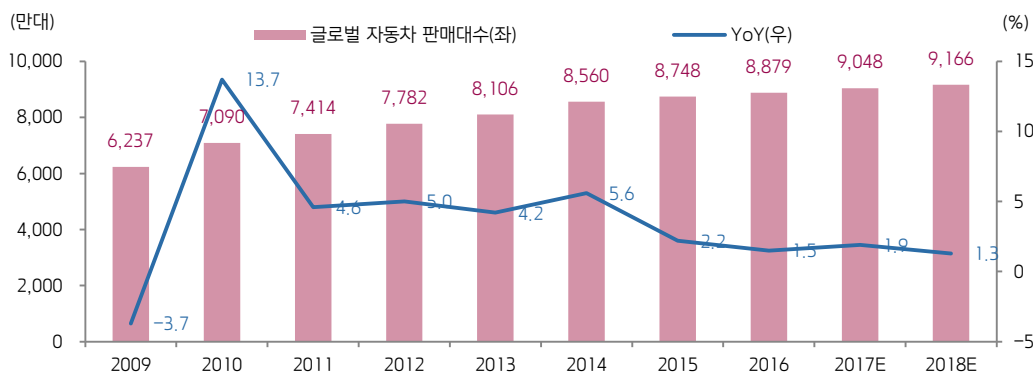
## POSCO

POSCO의 핵심 전방산업은 글로벌 자동차 산업이다.

당사 자동차 애널리스트 전망에 따르면 글로벌 자동차 판매량은 2018년 9,166만대로 2017년 대비 1.3% 성장 할 것으로 전망하였다. 2010년대 초반보다는 글로벌 자동차 성장률이 떨어지긴 하였지만, 2010년 이래로 단 한번의 역성장 없이 지속적으로 증가한 것이 의미가 있다.

2017년 글로벌 자동차 산업의 견조한 성장 속에 POSCO가 글로벌 철강재 가격 인상에 발맞추어 철강재 가격 인상을 단행한 만큼, 2018년에도 철강재 가격 인상을 통한 마진 확보는 어렵지 않을 전망이다.

## 여전히 성장하는 글로벌 자동차 판매량



자료: 키움증권

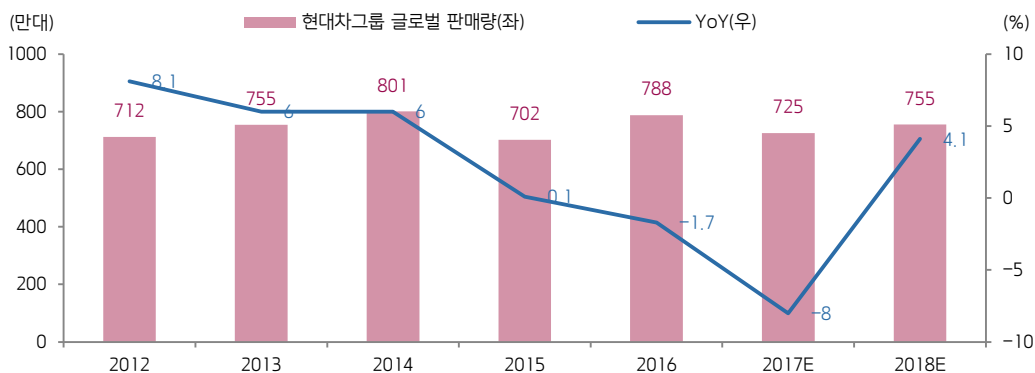
## 현대제철

현대제철의 핵심 전방산업은 자동차산업이다.

하지만, 엄밀히 말하면 현대제철이 현대차그룹의 자동차강판 생산을 담당하고 있는 만큼, 현대제철의 핵심전방산업은 현대차그룹의 자동차판매량이라 할 수 있겠다. 현대차그룹의 자동차 판매량은 앞에서 언급한 글로벌 자동차 수요량과 큰 차이를 보이고 있다. 현대차그룹의 글로벌 판매량은 2016년부터 역성장을 시작하여 2017년에는 725만대로 2016년 대비 8% 감소하는 극히 부진한 실적을 기록하였다. 2018년 판매목표는 755만대로 2017년 대비 소폭 회복되긴 하지만, 2017년 판매량 목표대비 70만대가 감소한 점과 실제 판매량 달성 여부가 불확실한 점 때문에 2018년 전망이 밝은 것은 아니다.

따라서 현대제철 또한 2017년 극히 부진했던 현대차그룹의 영향을 받아 경쟁사 대비 소극적인 가격 인상 정책이 불가피 했고, 그것이 철강시황 호조에도 부진한 실적을 시현한 이유라 판단한다. 2018년에도 현대차그룹의 판매량 회복이 불확실한 상황이기 때문에 현대제철의 실적 개선을 크게 기대하기 어려운 상황이다.

## 2017년 극히 저조했던 현대차그룹 판매량



자료: 현대차, 키움증권

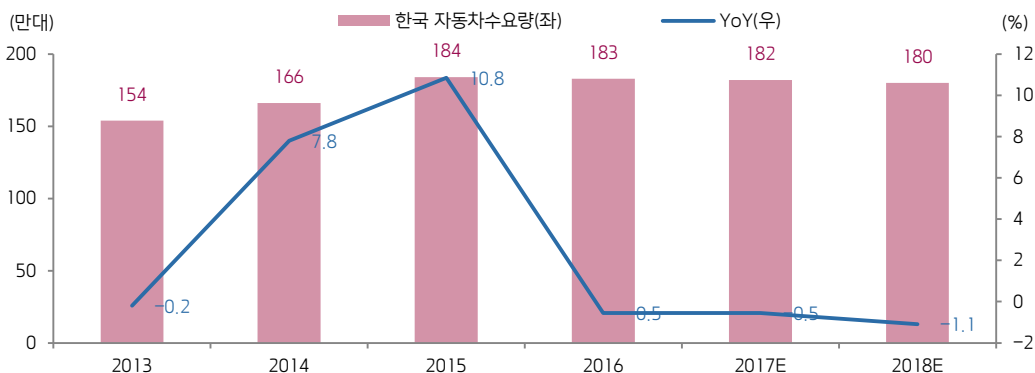
## 세아베스틸

세아베스틸의 핵심 전방산업은 국내 자동차산업이다.

국내 자동차 수요량은 2017년 182만대로 2016년대비 -0.5% 역성장 할 것으로 전망된다. 2018년에도 180만대로 -1.1% 역성장 할 것으로 전망되어 국내 자동차 산업은 회복은 여전히 요원해 보이는 상황이다.

세아베스틸의 실적 또한 국내 자동차 산업의 부진의 영향을 받고 있는 것으로 판단된다. 비록, 2017년 글로벌 경기 회복에 따른 건설기계량 판매량 증가 및 수출 증가로 판매량은 증가하였지만, 이익 비중이 높은 자동차량 판매 부진으로 전반적인 product mix 가 악화된 것으로 파악된다. 2018년에도 국내 자동차산업의 회복이 어두운 만큼, 세아베스틸 실적 또한 큰 개선을 기대하긴 어렵다.

## 역성장하는 국내 자동차 수요량



자료: 키움증권, 현대차그룹 글로벌 경제연구소

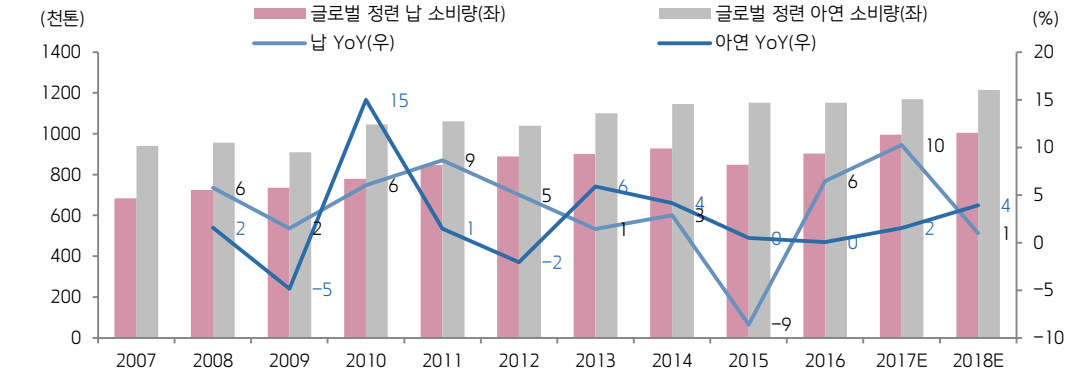


## 고려아연

고려아연의 핵심 전방산업은 아연과 연을 주로 소비하는 아연도강판과 배터리이다.

ILZSG에 따르면 글로벌 아연과 연 소비는 2017년 각각 2%, 10% 증가하였다. 2018년에도 각각 4%, 1% 증가할 것으로 판단되어 아연과 연 매출 비중이 절대적인 고려아연에게 긍정적이라 판단한다.

### 꾸준한 글로벌 납, 아연 소비량



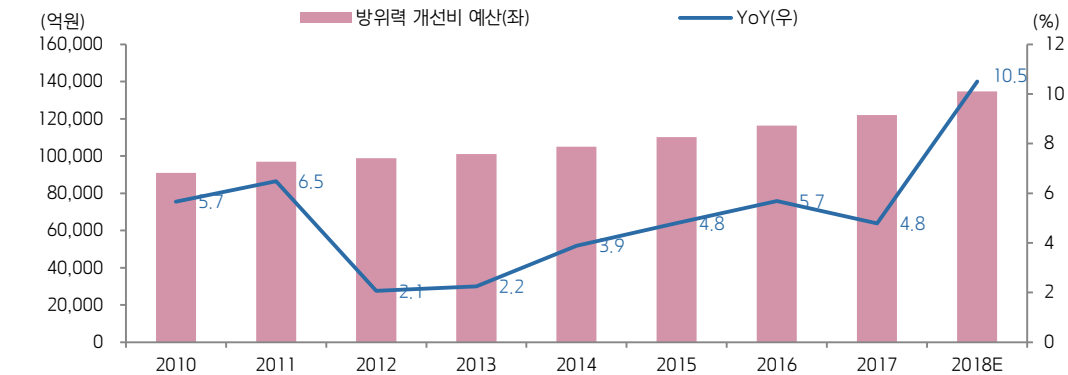
자료: 키움증권, ILZSG

## 풍산

풍산의 매출은 신동부문과 방산부문으로 나뉘는데, 신동의 경우 자동차, 반도체, 가전 등 전 산업에 걸쳐 폭 넓게 쓰이며, 방산의 경우 국내 매출은 산업 특성상 국방예산, 특히 방위력개선비와 연관이 깊다.

2017년 국내 방위력 개선비는 12조2천억원으로 2016년 대비 4.8% 증가하였다. 2018년에도 국내 방위력 개선비는 13조 5천억원으로 전년대비 10.5% 크게 개선될 전망이다. 지속되는 북핵위협과 자주국방 실현이라는 기조 속에 방위력개선은 구조적으로 증가할 것으로 전망되어 풍산의 방산 실적에 긍정적으로 판단된다.

### 지속적으로 증가하는 방위력개선비 예산



자료: 키움증권, 국방부

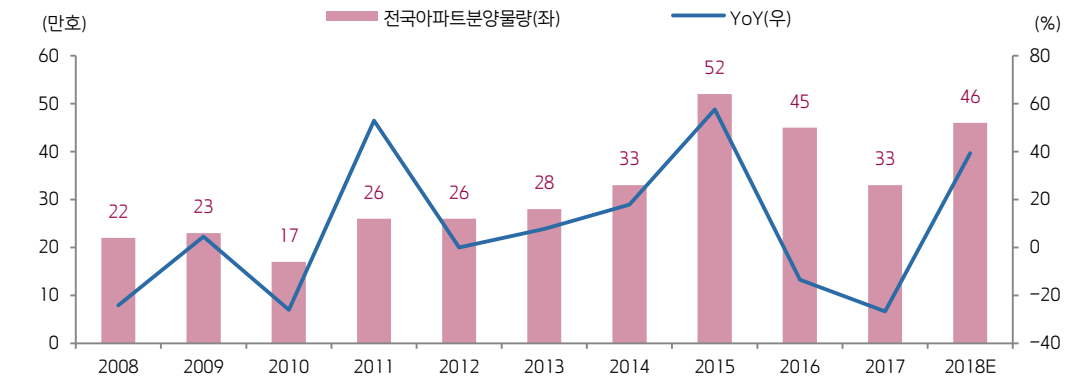


## 대한제강, 한국철강

대한제강, 한국철강의 핵심전방산업은 국내 아파트분양이다. 철근 매출에 전적으로 의존하는 만큼, 국내신규 아파트 분양 물량이 절대적이다.

국내 아파트 분양물량 추이를 보면, 2015년 52만호 peak를 기록한 이후 지속적으로 감소하여, 2017년에는 33만호로 부진하였다. 정부의 부동산 규제 정책에 따른 분양 지연과 2015년 아파트 분양 밀어내기에 따른 영향으로 판단된다. 부동산관계자에 따르면 2018년 아파트 분양 물량은 전국적으로 46만호가 계획되어 있어 2017년 대비 큰 폭으로 개선될 것으로 판단되지만, 아파트 분양 등 국내 주택산업이 정부의 부동산 정책에 좌우되는데 정부의 부동산 정책이 규제 일변도라는 점과, 2017년 극심한 부진으로 건설사들이 공격적으로 2018년 계획을 잡은 점을 감안하면, 실제 분양 물량과는 차이가 있을 가능성이 있다.

### 극심하게 부진했던 2017년 아파트분양물량, 2018년 회복은 예상되지만...



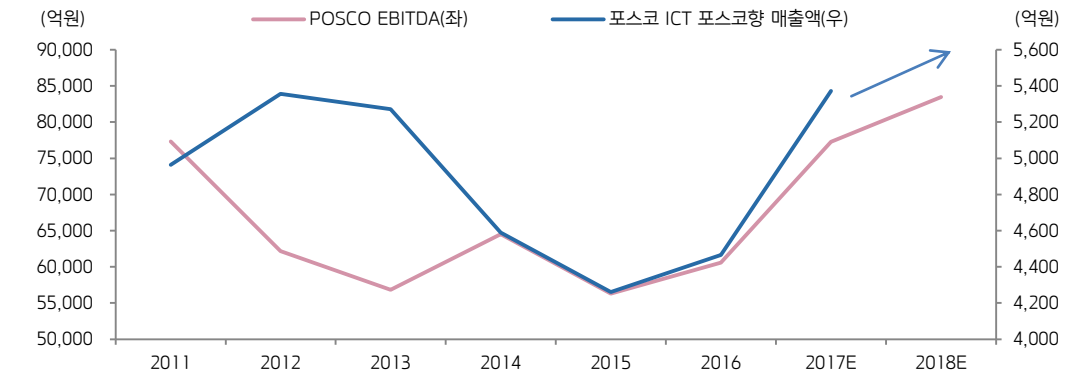
자료: 키움증권, 부동산 114

## 포스코 ICT

포스코 ICT의 핵심 전방산업은 POSCO항의 captive market이다.

포스코 ICT의 매출 대부분이 Smart ECI와 Smart IT부분에서 나오는데 이 사업부문과 연관이 깊은 것이 POSCO의 고로 정비 등 maintenance 부분이다. POSCO가 2010년부터 이어진 철강시황 부진으로 EBITDA가 크게 낮아지면서, 구조조정을 진행하며 최소한의 투자만 했는데, 이 영향으로 포스코 ICT의 POSCO항 매출도 줄어들었다. 하지만, 2016년 이후 POSCO가 턴어라운드에 완벽히 성공하며, EBITDA도 크게 개선되고 있고, 전사적으로 스마트팩토리를 추진함에 따라 포스코 ICT의 POSCO항 매출액도 다시 늘어나고 있다. POSCO의 스마트팩토리 진행이 단기간에 마무리되는 것이 아니라 지속적으로 꾸준한 투자가 필요한 만큼, 포스코 ICT의 실적은 구조적으로 개선될 것으로 전망한다.

### 포스코ICT의 포스코항 매출액 추이와 POSCO EBITDA 추이



자료: 키움증권, POSCO, 포스코 ICT





## 기업분석

POSCO BUY (Maintain)/목표주가 460,000원(상향)  
(005490) 호실적, 호실적

현대제철 BUY (Maintain)/목표주가 73,000원(상향)  
(004020) 부진할 4분기, 그리고 1분기

세아베스틸 BUY (Maintain)/ 38,000원(하향)  
(001430) 비관적이진 않지만, 낙관적이지도 않다

고려아연 BUY (Maintain)/목표주가 650,000원  
(010130) 아쉽지만, 괜찮다

풍산 BUY(Maintain)/목표주가 65,000원  
(103140) 신동도 좋고 방산도 준수

대한제강 BUY(Maintain)/목표주가 12,000원(하향)  
(084010) 가격 전가의 어려움

한국철강 BUY(Maintain)/목표주가 45,000원(하향)  
(104700) 부담스러운 원재료가격

포스코 ICT BUY(Maintain)/목표주가 11,000원(상향)  
(022100) 2018년에 주목할 주식



POSCO (005490)



BUY (Maintain)

주가(1/22) 377,500원

목표주가 460,000원(상향)

4Q17 연결 기준 매출액 14조 9,370억원 (YOY -0.5%, QoQ -0.7%), 영업이익 1조 2,900억원(YoY 173.4%, QoQ 14.6%)으로 컨센서스(영업이익 1조 2,600억원)에 부합할 전망이다. 1Q18 연결 기준 매출액 15조 3,630억원(YOY 1.9%, QoQ 2.9%), 영업이익 1조 4,019억원(YoY 2.7%, QoQ 8.7%)을 전망한다.

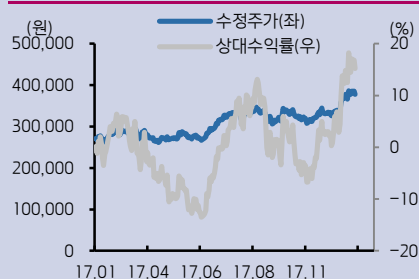
#### Stock Data

KOSPI (01/22)		2,502.11pt
시가총액		329,130억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	386,500원	261,500원
최고/최저가 대비 등락	-2.33%	44.36%
주가수익률	절대	상대
	1M	12.0% 9.3%
	6M	15.3% 12.9%
	1Y	38.3% 14.2%

#### Company Data

발행주식수	87,187천주
일평균 거래량(3M)	241천주
외국인 지분율	57.33%
배당수익률(17.E)	3.11%
BPS (17.E)	503,039원
주요 주주	국민연금공단 11.08%

#### Price Trend



## 호실적, 호실적

### >>> 4Q17 영업이익 1조 2,900억원

4Q17 연결 기준 매출액 14조 9,370억원(YOY -0.5%, QoQ -0.7%), 영업이익 1조 2,900억원(YoY 173.4%, QoQ 14.6%)으로 컨센서스(영업이익 1조 2,600억원)에 부합할 전망이다. 철강재 가격의 꾸준한 상승으로 본사의 철강 스프레드 개선이 주요한 것과 통상적으로 4분기에 지속적으로 발생하였던 연결자회사에서의 일화성비용 발생이 제한적인 것이 실적 개선의 배경으로 판단된다.

### >>> 1Q18 영업이익 1조 4,267억원

1Q18 연결 기준 매출액 15조 3,630억원(YOY 1.9%, QoQ 2.9%), 영업이익 1조 4,019억원(YoY 2.7%, QoQ 8.7%)을 전망한다. 역대 최대 분기 실적을 전망하는데, 연초 중국을 비롯한 글로벌 철강재 가격 상승으로 동사의 철강재 가격 인상 가능성이 높으며, 연결 자회사들의 구조조정이 마무리되어 연결 영업이익 기여도가 개선될 것으로 판단하기 때문이다.

### >>> 투자의견 Buy, 목표주가 460,000원

투자의견 Buy, 업종 Top pick 유지하며, 목표주가를 460,000원으로 상향한다. 목표주가는 12m fwd BPS 539,811원에 target multiple 0.85배를 적용한 가격이다. 적어도 상반기에는 철강재 가격 강세가 전망되는 만큼, 동사의 실적과 주가의 긍정적인 흐름이 예상된다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	581,923	530,835	599,948	617,704	659,775
보고영업이익(억원)	24,100	28,443	47,597	53,774	57,368
핵심영업이익(억원)	24,100	28,443	47,597	53,774	57,368
EBITDA(억원)	56,283	60,582	77,258	83,473	87,100
세전이익(억원)	1,808	14,329	45,199	50,029	54,212
순이익(억원)	-962	10,482	32,898	36,837	39,658
자배주주지분순이익(억원)	1,806	13,633	30,734	35,326	37,675
EPS(원)	2,072	15,637	35,251	40,517	43,211
증감율(%YoY)	-71.1	654.7	125.4	14.9	6.6
PER(배)	80.4	16.5	10.9	9.5	8.9
PBR(배)	0.4	0.5	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	1.5	5.3	6.6	5.7	5.2
보고영업이익률(%)	4.1	5.4	7.9	8.7	8.7
핵심영업이익률(%)	4.1	5.4	7.9	8.7	8.7
ROE(%)	-0.2	2.3	7.0	7.5	7.6
순부채비율(%)	35.6	32.1	31.7	24.8	19.2

#### 4Q17 실적 전망 (단위: 십억원, %, %p)

	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E		차이 (%, %p)	YoY (%, %p)	QoQ (%, %p)
					당사추정	컨센서스			
<b>별도</b>									
매출액	6,442	7,067	7,134	7,255	7,204	7,409	-2.8	11.8	-0.7
영업이익	488	795	585	722	846	877	-3.5	73.4	17.3
영업이익률(%)	7.6	11.3	8.2	9.9	11.8	11.8	-0.1	4.2	1.8
<b>연결</b>									
매출액	15,017	15,077	14,944	15,036	14,937	15,543	-3.9	-0.5	-0.7
영업이익	472	1,365	979	1,126	1,290	1,260	2.3	173.4	14.6
영업이익률(%)	3.1	9.1	6.6	7.5	8.6	8.1	0.5	5.5	1.1

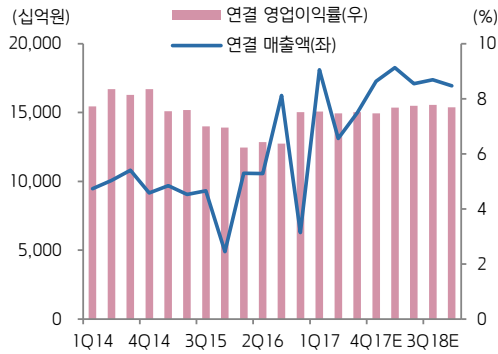
자료: POSCO, 키움증권

#### 포스코 실적 추정 (단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
<b>포스코 별도</b>											
매출	7,067	7,134	7,255	7,204	7,692	7,809	7,878	7,591	24,325	28,660	30,970
총철강재	6,603	6,694	6,853	6,804	7,257	7,374	7,443	7,156	22,748	26,953	29,229
탄소강	5,525	5,606	5,796	5,754	6,087	6,189	6,240	6,154	19,176	22,681	24,670
탄소강ASP(천원/톤)	671	705	687	706	740	742	738	722	565	692	735
탄소강제품판매량(천톤)	8,239	7,954	8,440	8,150	8,228	8,336	8,456	8,529	33,911	32,783	33,548
매출총이익	1,224	1,001	1,172	1,286	1,416	1,361	1,381	1,314	4,421	4,684	5,471
영업이익	795	585	722	846	950	888	904	854	2,635	2,949	3,596
<b>이익률(%)</b>											
매출총이익률	17.3	14.0	16.2	17.9	18.4	17.4	17.5	17.3	18.2	16.3	17.7
영업이익률	11.3	8.2	9.9	11.8	12.3	11.4	11.5	11.3	10.8	10.3	11.6
<b>YoY(%)</b>											
매출	22.5	18.7	18.8	11.8	8.8	9.5	8.6	5.4	-5.0	17.8	8.1
총철강재	22.8	18.7	19.7	13.2	9.9	10.2	8.6	5.2	-4.9	18.5	8.4
탄소강	21.1	18.5	20.6	13.4	10.2	10.4	7.7	7.0	-5.5	18.3	8.8
탄소강ASP	21.7	26.5	20.6	21.1	10.3	5.3	7.5	2.2	-6.8	22.3	6.3
탄소강제품판매량	-0.5	-6.3	0.0	-6.3	-0.1	4.8	0.2	4.7	1.2	-3.3	2.3
매출총이익	22.2	-13.6	-9.1	32.5	15.7	35.9	17.8	2.1	7.0	5.9	16.8
영업이익	36.6	-17.9	-15.3	73.4	19.4	51.8	25.3	0.9	17.7	11.9	22.0
<b>이익률(%pt)</b>											
매출총이익률	-0.1	-5.2	-5.0	2.8	1.1	3.4	1.4	-0.6	2.0	-1.8	1.3
영업이익률	1.2	-3.7	-4.0	4.2	1.1	3.2	1.5	-0.5	2.1	-0.5	1.3
<b>포스코연결</b>											
매출	15,077	14,944	15,036	14,937	15,363	15,494	15,544	15,369	53,084	59,995	61,770
철강	12,260	11,598	11,919	11,904	12,447	12,564	12,633	12,346	42,906	47,680	49,989
무역	8,279	9,586	8,477	8,356	8,780	8,861	8,861	8,861	26,420	34,698	35,362
E&C	1,737	1,809	1,821	1,821	1,797	1,797	1,797	1,797	7,482	7,188	7,188
기타	1,322	1,212	1,341	1,323	1,303	1,313	1,323	1,333	5,077	5,198	5,270
연결조정	8,520	9,259	8,523	8,467	8,963	9,040	9,069	8,967	28,802	34,769	36,039
영업이익	1,365	979	1,126	1,290	1,402	1,325	1,350	1,301	2,844	4,760	5,377
철강	1,023	715	912	1,046	1,130	1,068	1,084	1,034	2,927	3,697	4,316
무역	127	103	93	107	131	115	123	123	361	430	492
E&C	135	65	32	50	60	60	60	60	-626	281	240
기타	132	85	114	112	104	105	106	107	278	443	422
연결조정	52	-11	26	26	23	23	23	23	96	92	92
영업이익률(%)	9.1	6.6	7.5	8.6	9.1	8.6	8.7	8.5	5.4	7.9	8.7
철강	8.3	6.2	7.7	8.8	9.1	8.5	8.6	8.4	6.8	7.8	8.6
무역	1.5	1.1	1.1	1.3	1.5	1.3	1.4	1.4	1.4	1.2	1.4
E&C	7.7	3.6	1.8	2.7	3.3	3.3	3.3	3.3	-8.4	3.9	3.3
기타	10.0	7.0	8.5	8.5	8.0	8.0	8.0	8.0	5.5	8.5	8.0

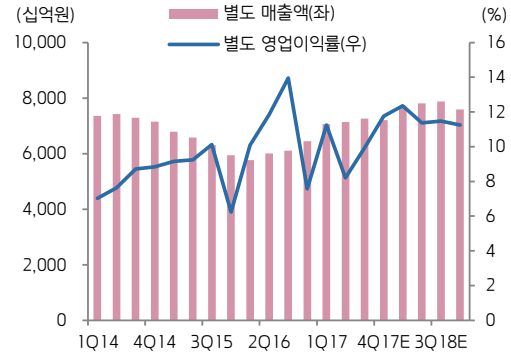
자료: POSCO, 키움증권

## 연결 실적 추이



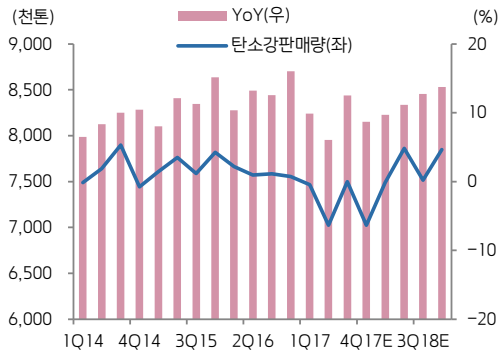
자료: POSCO, 키움증권

## 별도 실적 추이



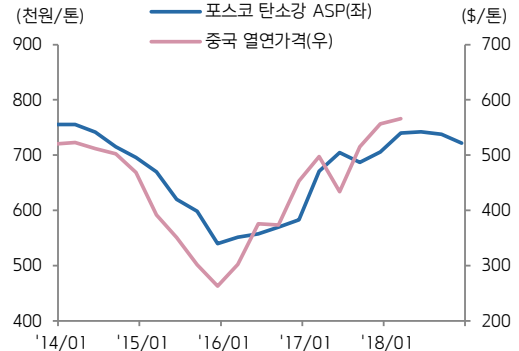
자료: POSCO, 키움증권

## POSCO탄소강 판매량 추이



자료: POSCO, 키움증권

## POSCO탄소강 ASP &amp; 중국 열연가격 추이



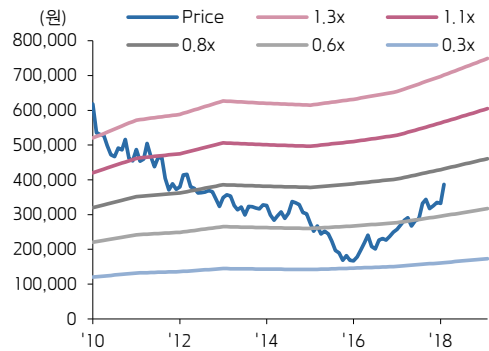
자료: KoreaPDS, 키움증권 주중국열연가격= 중국 열연코일 FOB기준

## 12m FWD PER 밴드



자료: POSCO, 키움증권 주연결기준

## 12m FWD PBR 밴드



자료: POSCO, 키움증권 주연결기준



## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	581,923	530,835	599,948	617,704	659,775
매출원가	516,581	463,940	515,769	526,265	562,688
매출총이익	65,342	66,896	84,178	91,438	97,088
판매비및일반관리비	41,242	38,452	36,581	37,664	39,720
영업이익(보고)	24,100	28,443	47,597	53,774	57,368
영업이익(핵심)	24,100	28,443	47,597	53,774	57,368
영업외손익	-22,293	-14,115	-2,399	-3,746	-3,155
이자수익	2,102	1,825	2,100	2,482	2,268
배당금수익	1,837	410	769	162	510
외환이익	14,913	14,103	8,868	0	0
이자비용	7,888	6,587	6,721	6,389	5,933
외환손실	18,739	15,526	7,813	0	0
관계기업지분법손익	-4,363	-879	961	0	0
투자및기타자산처분손익	977	909	2,934	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-3,498	-3,857	-2,812	0	0
기타	-7,635	-4,512	-685	0	0
법인세차감전이익	1,808	14,329	45,199	50,029	54,212
법인세비용	2,769	3,847	12,301	13,191	14,555
유효법인세율 (%)	153.2%	26.8%	27.2%	26.4%	26.8%
당기순이익	-962	10,482	32,898	36,837	39,658
지배주주지분손이익(억원)	1,806	13,633	30,734	35,326	37,675
EBITDA	56,283	60,582	77,258	83,473	87,100
현금순이익(Cash Earnings)	31,221	42,620	62,559	66,536	69,390
수정당기순이익	-2,303	12,638	32,809	36,837	39,658
증감률(% YoY)					
매출액	-10.6	-8.8	13.0	3.0	6.8
영업이익(보고)	-25.0	18.0	67.3	13.0	6.7
영업이익(핵심)	-25.0	18.0	67.3	13.0	6.7
EBITDA	-12.8	7.6	27.5	8.0	4.3
지배주주지분 당기순이익	-71.1	654.7	125.4	14.9	6.6
EPS	-71.1	654.7	125.4	14.9	6.6
수정순이익	N/A	N/A	159.6	12.3	7.7

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	76,018	52,694	31,408	61,553	58,396
당기순이익	-962	10,482	32,898	36,837	39,658
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	-1,055	0	0
자산처분손익	1,245	1,104	-2,934	0	0
지분법손익	5,061	887	-961	0	0
영업활동자산부채 증감	27,540	-4,258	-16,876	-4,214	-10,182
기타	10,952	12,341	-9,324	-769	-812
투자활동현금흐름	-45,347	-37,546	-38,763	-33,005	-37,121
투자자산의 처분	-23,348	-16,912	-7,884	-3,005	-7,121
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	-879	0	0
재무활동현금흐름	-22,416	-39,510	-3,517	-5,274	-4,106
단기자입금의 증가	-8,462	-8,859	0	0	0
장기자입금의 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	2,883	1,126	2,294
현금및현금성자산의순증가	8,490	-24,236	-10,873	23,274	17,170
기초현금및현금성자산	40,221	48,712	24,476	13,603	36,877
기말현금및현금성자산	48,712	24,476	13,603	36,877	54,047
Gross Cash Flow	48,478	56,952	48,284	65,767	68,578
Op Free Cash Flow	18,533	24,151	17,603	34,822	31,517

## 재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	291,809	293,038	317,131	349,388	388,494
현금및현금성자산	48,702	24,476	13,603	36,877	54,697
유동금융자산	43,367	56,570	63,935	65,828	70,311
매출채권및유동채권	116,875	118,336	133,743	137,701	147,080
재고자산	82,252	90,517	102,302	105,330	112,504
기타유동비금융자산	613	3,139	3,548	3,653	3,901
비유동자산	512,279	504,592	511,462	513,858	517,428
장기매출채권및기타비유동채권	7,895	6,356	7,183	7,396	7,899
투자자산	79,722	83,278	88,982	90,864	93,663
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	828,593	863,246	905,922
유동부채	201,309	189,154	200,467	203,496	210,474
매입채무및기타유동채무	69,853	79,631	89,998	92,662	98,973
단기자입금	84,426	80,042	80,042	80,042	80,042
유동성장기자입금	39,553	22,151	22,151	22,151	22,151
기타유동부채	7,477	7,330	8,276	8,640	9,308
비유동부채	152,076	150,092	153,213	154,401	156,840
장기매입채무및비유동채무	1,520	1,832	2,071	2,132	2,277
사채및장기자입금	128,636	126,001	126,001	126,001	126,001
기타비유동부채	21,920	22,259	25,142	26,268	28,562
부채총계	353,385	339,246	353,680	357,896	367,314
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	436,556	465,971	497,719
기타자본	-12,089	-7,435	-7,435	-7,435	-7,435
지배주주지분자본총계	412,353	423,734	438,583	467,999	499,747
비지배주주지분자본총계	38,349	34,650	36,329	37,351	38,861
자본총계	450,702	458,384	474,913	505,350	538,608
순차입금	160,546	147,148	150,655	125,489	103,185
총차입금	252,615	228,194	228,194	228,194	228,194

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	2,072	15,637	35,251	40,517	43,211
BPS	472,954	486,007	503,039	536,777	573,190
주당EBITDA	64,554	69,485	88,612	95,740	99,900
CFPS	35,809	48,884	71,753	76,314	79,588
DPS	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000
주가배수(배)					
PER	80.4	16.5	10.9	9.5	8.9
PBR	0.4	0.5	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	1.5	5.3	6.6	5.7	5.2
PCFR	4.6	5.3	5.4	5.1	4.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.1	5.4	7.9	8.7	8.7
영업이익률(핵심)	4.1	5.4	7.9	8.7	8.7
EBITDA margin	9.7	11.4	12.9	13.5	13.2
순이익률	-0.2	2.0	5.5	6.0	6.0
자기자본이익률(ROE)	-0.2	2.3	7.0	7.5	7.6
투자자본이익률(ROIC)	-2.3	4.0	6.7	7.4	7.8
안정성(%)					
부채비율	78.4	74.0	74.5	70.8	68.2
순차입금비율	35.6	32.1	31.7	24.8	19.2
이자보상배율(배)	3.1	4.3	7.1	8.4	9.7
활동성(배)					
매출채권회전율	4.4	4.5	4.8	4.6	4.6
재고자산회전율	6.2	6.1	6.2	5.9	6.1
매입채무회전율	7.7	7.1	7.1	6.8	6.9

## 현대제철 (004020)



### BUY(Maintain)

주가(1/22) 60,000원

목표주가 73,000원(상향)

4Q17 연결 기준 매출액 5조 1,456억원 (YoY 10.5%, QoQ 6.8%), 영업이익은 3,595억원(YoY -7.2%, QoQ 5.9%)로 컨센서스(영업이익 3,974억원)를 -9.5% 하회할 전망이다. 1Q18 연결 기준 매출액 4조 7,375억원(YoY 3.6%, QoQ -7.9%), 영업이익 3,684억원(YoY 5.4%, QoQ 2.5%)를 전망한다.

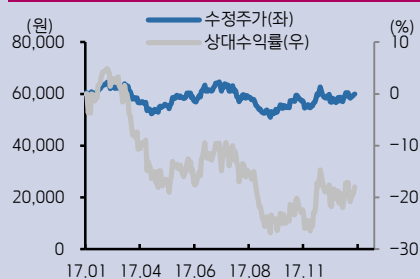
#### Stock Data

KOSPI (1/22)		2,502.11pt
시가총액		80,067억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	64,600원	50,900원
최고/최저가 대비 등락	-7.12%	17.88%
주가수익률	절대	상대
	1M	4.5% 2.0%
	6M	-5.1% -7.0%
	1Y	-2.0% -19.1%

#### Company Data

발행주식수	133,446천주
일평균 거래량(3M)	415천주
외국인 지분율	25.91%
배당수익률(17.E)	1.32%
BPS (17.E)	126,121원
주요 주주	기아자동차 17.27%

#### Price Trend



## 부진할 4분기, 그리고 1분기

### >>>4Q17 영업이익 1조 4,268억원

4Q17 연결 기준 매출액 5조 1,456억원(YoY 10.5%, QoQ 6.8%), 영업이익은 3,595억원(YoY -7.2%, QoQ 5.9%)로 컨센서스(영업이익 3,974억원)를 -9.5% 하회할 전망이다. 철강시황 개선에도 불구하고 철강재 가격인상은 시장 기대 만큼 이루어지지 않은 것으로 판단되며, 철스크랩 가격 상승폭이 철근가격 인상폭보다 커서 봉형강류의 스프레드가 전분기 대비 악화 된 것이 실적 부진의 배경으로 보인다.

### >>>1Q18 영업이익 3,684억원

1Q18 연결 기준 매출액 4조 7,375억원(YoY 3.6%, QoQ -7.9%), 영업이익 3,684억원(YoY 5.4%, QoQ 2.5%)를 전망한다. 현대기아차의 실적부진으로 동사의 적극적인 자동차강판 가격 인상이 제한적인 가운데, 봉형강류의 스프레드 악화가 실적 개선을 제한할 것으로 보인다. 또한 SSC의 경우 중국SSC의 점진적 회복이 전망되긴 하나, 현대기아차의 글로벌 판매량이 정체된 만큼, 글로벌 SSC의 실적 성장세도 제한적일 것으로 판단한다.

### >>> 투자의견 Buy, 목표주가 73,000원

투자의견 Buy 유지하며, 목표주가는 73,000원으로 상향한다. 목표주가는 12m fwd BPS 132,763원에 target multiple 0.55배를 적용한 것이다. 경쟁사 대비 밸류에이션 매력은 있으나, 실적 개선을 제한하는 변수가 많다는 점이 주가 상승을 제한하고 있는 것으로 판단된다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	161,325	166,915	192,325	200,286	209,796
보고영업이익(억원)	14,641	14,450	13,997	15,448	16,024
핵심영업이익(억원)	14,641	14,450	13,997	15,448	16,024
EBITDA(억원)	27,377	28,328	27,051	28,569	29,212
세전이익(억원)	9,267	11,302	11,759	12,687	13,619
순이익(억원)	7,392	8,340	8,727	9,329	10,051
자배주순이익(억원)	7,336	8,188	8,566	9,090	9,850
EPS(원)	5,866	6,136	6,419	6,811	7,381
증감율(%YoY)	-10.6	4.6	4.6	6.1	8.4
PER(배)	8.5	9.3	9.3	8.8	8.1
PBR(배)	0.4	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA(배)	6.8	6.7	7.1	6.6	6.3
보고영업이익률(%)	9.1	8.7	7.3	7.7	7.6
핵심영업이익률(%)	9.1	8.7	7.3	7.7	7.6
ROE(%)	5.0	5.2	5.2	5.3	5.5
순부채비율(%)	76.7	68.1	65.4	59.9	54.3

#### 4Q17 실적 전망 (단위: 억원, %, %p)

	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E		차이 (%, %p)	YoY (%, %p)	QoQ (%, %p)
					당사추정	컨센서스			
<b>별도</b>									
매출액(억원)	40,507	39,559	42,743	42,839	45,600	44,745	1.9	12.6	6.4
영업이익(억원)	3,491	2,831	3,448	3,063	3,225	3,657	-11.8	-7.6	5.3
영업이익률(%)	8.6	7.2	8.1	7.1	7.1	8.2	-1.1	-1.5	-0.1
<b>연결</b>									
매출액(억원)	46,586	45,741	46,925	48,202	51,456	50,487	1.9	10.5	6.8
영업이익(억원)	3,874	3,497	3,509	3,396	3,595	3,974	-9.5	-7.2	5.9
영업이익률(%)	8.3	7.6	7.5	7.0	7.0	7.9	-0.9	-1.3	-0.1

자료: 현대제철, 키움증권

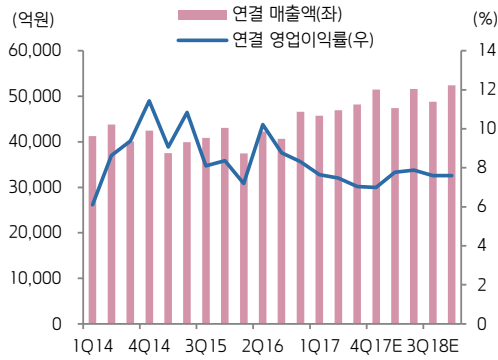
#### 현대제철 실적 추정 (단위: 억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
<b>매출액</b>											
판재류	25,069	26,020	25,630	26,860	25,970	27,357	25,760	27,854	89,190	103,579	106,961
봉형강류	14,490	16,720	17,210	17,940	14,912	17,781	16,487	17,892	54,580	66,360	67,106
합계	39,559	42,743	42,839	45,600	41,682	45,938	43,046	46,547	143,766	170,740	176,866
<b>ASP(천원/톤)</b>											
판재류	773	793	782	790	820	820	800	800	708	784	810
봉형강류	746	753	764	780	780	780	760	760	682	761	770
전체	763	777	774	800	821	818	799	798	698	772	792
<b>판매량(천톤)</b>											
판재류	3,244	3,282	3,279	3,400	3,167	3,336	3,220	3,482	12,593	13,205	13,205
봉형강류	1,942	2,220	2,253	2,300	1,912	2,280	2,169	2,354	8,007	8,715	8,715
전체	5,186	5,502	5,532	5,700	5,079	5,616	5,389	5,836	20,600	21,920	22,320
영업이익	2,831	3,448	3,063	3,225	3,312	3,697	3,335	3,606	12,774	12,567	13,348
영업이익률	7.2	8.1	7.1	7.1	7.9	8.0	7.7	7.7	8.9	7.4	7.5
<b>매출비중(%)</b>											
판재류	63.4	60.9	59.8	58.9	62.3	59.6	59.8	59.8	62.0	60.7	60.5
봉형강류	36.6	39.1	40.2	39.3	35.8	38.7	38.3	38.4	38.0	38.9	37.9
<b>연결기준</b>											
매출액	45,741	46,925	48,202	51,456	47,375	51,631	48,839	52,440	166,915	192,325	200,286
본사	39,559	42,743	42,839	45,600	41,682	45,938	43,046	46,547	143,766	170,740	176,866
본사외	6,182	4,182	5,364	5,856	5,693	5,693	5,793	5,893	23,149	21,585	23,420
영업이익	3,497	3,509	3,396	3,595	3,685	4,069	3,710	3,984	14,450	13,997	15,448
본사	2,831	3,448	3,063	3,225	3,312	3,697	3,335	3,606	12,774	12,567	13,348
본사외	666	61	334	370	372	372	375	378	1,676	1,430	2,100
영업이익률	7.6	7.5	7.0	7.0	7.8	7.9	7.6	7.6	8.7	7.3	7.7
<b>YoY</b>											
매출액	22.2	11.0	18.6	10.5	3.6	10.0	1.3	1.9	3.5	15.2	4.1
본사	23.5	18.2	22.2	12.6	5.4	7.5	0.5	2.1	-0.7	18.8	3.6
본사외	14.5	-31.5	-3.6	-3.7	-7.9	36.1	8.0	0.6	40.0	-6.8	8.5
영업이익	29.9	-18.8	-4.7	-7.2	5.4	16.0	9.2	10.8	-1.3	-3.1	10.4
본사	10.7	-2.1	-4.4	-7.6	17.0	7.2	8.9	11.8	-13.0	-1.6	6.2
본사외	398.0	-92.4	-7.2	-3.5	-44.1	514.5	12.5	2.3	흑전	-14.7	46.9
영업이익률	0.5	-2.7	-1.7	-1.3	0.1	0.4	0.6	0.6	-0.4	-1.4	0.4

자료: 현대제철, 키움증권

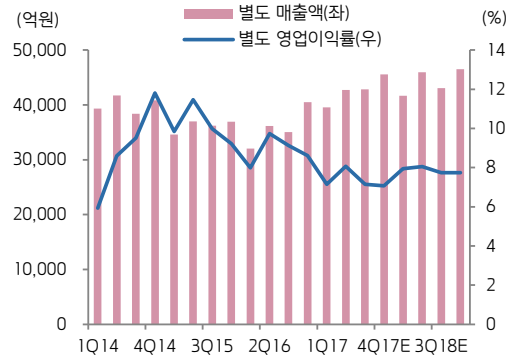


### 연결 실적 추이



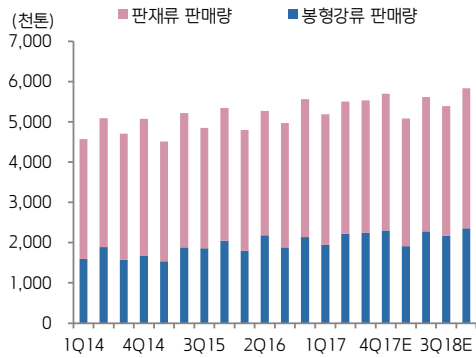
자료: 현대제철, 키움증권

### 별도 실적 추이



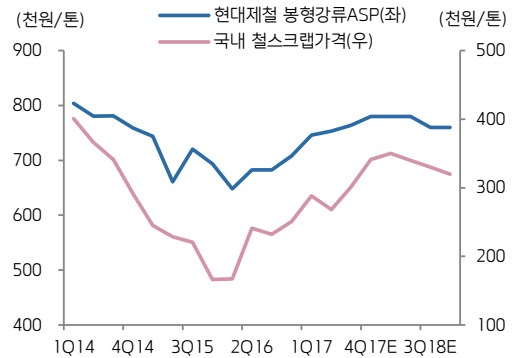
자료: 현대제철, 키움증권

### 현대제철 철강재 판매량 추이



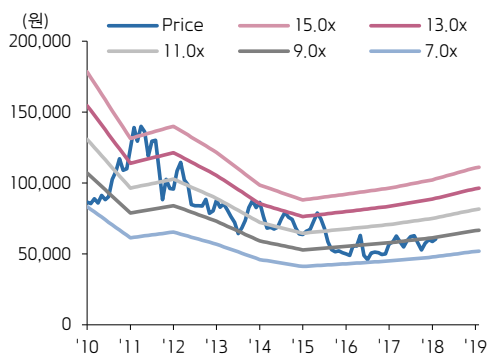
자료: 현대제철, 키움증권 주별도기준

### 현대제철 봉형강류 ASP와 철스크랩 가격 추이



자료: 현대제철, KoreaPDS, 키움증권 주 철스크랩가격=국내생철 A기준

### 12m FWD PER 밴드



자료: 현대제철, 키움증권 주연결기준

### 12m FWD PBR 밴드



자료: 현대제철, 키움증권 주연결기준

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	161,325	166,915	192,325	200,286	209,796
매출원가	137,019	142,308	167,463	173,463	181,857
매출총이익	24,306	24,607	24,862	26,822	27,939
판매비및일반관리비	9,665	10,157	10,865	11,374	11,914
영업이익(보고)	14,641	14,450	13,997	15,448	16,024
영업이익(핵심)	14,641	14,450	13,997	15,448	16,024
영업외손익	-5,374	-3,148	-2,238	-2,761	-2,405
이자수익	148	113	104	136	139
배당금수익	167	281	277	0	353
외환이익	1,638	2,342	2,902	0	0
이자비용	3,885	3,153	2,977	2,897	2,897
외환손실	3,007	2,533	2,903	0	0
관계기업지분법손익	95	100	169	0	0
투자및기타자산처분손익	-244	-103	-18	0	0
금융상품평가및기타금융이익	82	-236	124	0	0
기타	-367	41	84	0	0
법인세차감전이익	9,267	11,302	11,759	12,687	13,619
법인세비용	1,876	2,963	3,032	3,357	3,568
유효법인세율 (%)	20.2%	26.2%	25.8%	26.5%	26.2%
당기순이익	7,392	8,340	8,727	9,329	10,051
지배주주순이익(억원)	7,336	8,188	8,566	9,090	9,850
EBITDA	27,377	28,328	27,051	28,569	29,212
현금순이익(Cash Earnings)	20,127	22,217	21,781	22,450	23,238
수정당기순이익	7,521	8,590	8,657	9,329	10,051
증감률(% YoY)					
매출액	-3.8	3.5	15.2	4.1	4.7
영업이익(보고)	-1.8	-1.3	-3.1	10.4	3.7
영업이익(핵심)	-1.8	-1.3	-3.1	10.4	3.7
EBITDA	2.2	3.5	-4.5	5.6	2.3
지배주주 당기순이익	-4.1	11.6	4.6	6.1	8.4
EPS	-10.6	4.6	4.6	6.1	8.4
수정순이익	-5.2	14.2	0.8	7.8	7.7

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	30,732	29,638	16,942	20,792	21,588
당기순이익	7,392	8,340	8,727	9,329	10,051
감가상각비	11,904	12,825	12,108	12,269	12,422
무형자산상각비	832	1,053	947	851	765
외환손익	1,174	487	1	0	0
자산처분손익	388	154	18	0	0
지분법손익	-95	-100	-169	0	0
영업활동자산부채 증감	9,096	5,375	-4,408	-1,381	-1,650
기타	42	1,504	-281	-277	0
투자활동현금흐름	-22,017	-20,230	-17,824	-15,879	-16,050
투자자산의 처분	-1,128	-257	-2,782	-879	-1,050
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	-42	0	0
재무활동현금흐름	-7,468	-10,170	106	-633	-538
단기자입금의 증가	-24,399	-30,355	0	0	0
장기자입금의 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	1,090	352	446
현금및현금성자산의순증가	1,248	-831	-777	4,280	5,000
기초현금및현금성자산	6,955	8,203	7,372	6,595	10,875
기말현금및현금성자산	8,203	7,372	6,595	10,875	15,875
Gross Cash Flow	21,636	24,263	21,349	22,173	23,238
Op Free Cash Flow	10,890	9,754	2,940	8,140	8,364

## 재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	66,668	67,950	76,395	83,564	92,015
현금및현금성자산	8,203	7,372	6,595	10,875	15,875
유동금융자산	2,130	1,837	2,117	2,205	2,309
매출채권및유동채권	23,385	24,609	28,356	29,529	30,931
재고자산	32,872	34,077	39,265	40,890	42,832
기타유동비금융자산	78	54	62	64	68
비유동자산	252,696	255,943	261,075	264,089	266,926
장기매출채권및기타비유동채권	902	1,382	1,592	1,658	1,736
투자자산	18,957	19,938	22,914	23,982	24,928
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	337,470	347,653	358,942
유동부채	66,574	68,131	72,847	74,324	76,089
매입채무및기타유동채무	25,912	29,718	34,242	35,659	37,352
단기자입금	18,935	11,055	11,055	11,055	11,055
유동성장기자입금	20,538	26,100	26,100	26,100	26,100
기타유동부채	1,190	1,258	1,450	1,510	1,582
비유동부채	97,590	92,125	93,244	93,606	94,063
장기매입채무및비유동채무	110	192	221	230	241
사채및장기자입금	89,890	83,563	83,563	83,563	83,563
기타비유동부채	7,590	8,371	9,461	9,813	10,259
부채총계	164,164	160,256	166,091	167,930	170,152
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	113,084	121,207	130,090
기타자본	10,599	11,347	11,347	11,347	11,347
지배주주지분자본총계	152,420	160,704	168,303	176,426	185,309
비지배주주지분자본총계	2,780	2,932	3,076	3,298	3,481
	155,200	163,636	171,379	179,724	188,790
순차입금	119,030	111,509	112,006	107,638	102,534
총차입금	129,363	120,718	120,718	120,718	120,718

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	5,866	6,136	6,419	6,811	7,381
BPS	114,219	120,427	126,121	132,208	138,865
주당EBITDA	21,890	21,228	20,271	21,408	21,890
CFPS	16,093	16,649	16,322	16,823	17,414
DPS	750	750	750	750	750
주가배수(배)					
PER	8.5	9.3	9.3	8.8	8.1
PBR	0.4	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	6.8	6.7	7.1	6.6	6.3
PCFR	3.1	3.4	3.7	3.5	3.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	9.1	8.7	7.3	7.7	7.6
영업이익률(핵심)	9.1	8.7	7.3	7.7	7.6
EBITDA margin	17.0	17.0	14.1	14.3	13.9
순이익률	4.6	5.0	4.5	4.7	4.8
자기자본이익률(ROE)	5.0	5.2	5.2	5.3	5.5
투자자본이익률(ROIC)	4.8	4.2	3.6	4.3	4.4
안정성(%)					
부채비율	105.8	97.9	96.9	93.4	90.1
순차입금비율	76.7	68.1	65.4	59.9	54.3
이자보상배율(배)	3.8	4.6	4.7	5.3	5.5
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(1/22) 30,300원

목표주가 38,000원(하향)

4Q17 연결 기준 매출액 7,576억원(YOY 15.9%, QoQ -3.2%), 영업이익 360억원(YoY 15.8%, -47.6)으로 시장기대(영업이익 332억원)을 크게 하회하며 부진한 실적을 기록할 것으로 전망한다. 1Q18 연결 기준 매출액 7,965억원(YOY 8.9%, QoQ 5.1%), 영업이익 522억원(YoY 16.1%, 44.7%)으로 실적이 소폭 회복 될 것으로 판단된다.

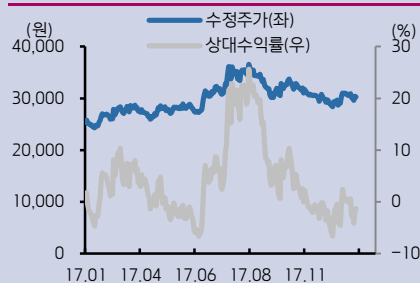
#### Stock Data

KOSPI (1/22)		2,502.11pt
시가총액		10,866억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	36,550원	24,300원
최고/최저가 대비 등락	-17.10%	24.69%
주가수익률	절대	상대
	1M	4.5% 1.9%
	6M	-1.9% -4.0%
	1Y	18.4% -2.3%

#### Company Data

발행주식수	35,862천주
일평균 거래량(3M)	56천주
외국인 지분율	11.79%
배당수익률(17.E)	3.13%
BPS (17.E)	51,320원
주요 주주	세아홀딩스 58.94%

#### Price Trend



## 비관적이진 않지만, 낙관적이지도 않다

### >>> 4Q17 기준 영업이익 360억원

4Q17 연결 기준 매출액 7,576억원(YOY 15.9%, QoQ -3.2%), 영업이익 360억원(YoY 15.8%, -47.6)으로 시장기대(영업이익 332억원)을 크게 하회하며 부진한 실적을 기록할 것으로 전망한다. 실적 부진의 배경은 본사의 스프레드 축소와 판매량 부진에 따른 것으로 판단된다. 주요 전방산업인 자동차산업의 부진으로 철스크랩의 가격 상승에도 특수강 ASP는 가격 인상이 미미했을 것으로 판단되며, 판매량 또한 영향을 받은 것으로 판단된다.

### >>> 1Q18 기준 영업이익 522억원

1Q18 연결 기준 매출액 7,965억원(YOY 8.9%, QoQ 5.1%), 영업이익 522억원(YoY 16.1%, 44.7%)으로 실적이 소폭 회복 될 것으로 판단된다. 1분기 적극적인 특수강 가격 인상이 예상되어 스프레드는 전분기 대비 개선될 것으로 판단되며, 세아창원특수강의 꾸준한 실적 개선으로 동사의 연결 영업이익은 500억원대를 회복할 것으로 판단한다.

### >>> 투자의견 Buy, 목표주가 38,000원

투자의견 Buy 유지하나, 목표주가 38,000원으로 하향한다. 목표주가는 12m fwd BPS 54,537원에 target multiple 0.70을 적용하였다. 벨류에이션 매력은 있으나, 실적 가시성이 훼손된 만큼 실적 확인 후 매수하는 것이 바람직할 것으로 판단한다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	25,267	25,311	30,460	30,787	32,472
보고영업이익(억원)	2,223	1,435	1,861	2,065	2,203
핵심영업이익(억원)	2,223	1,435	1,861	2,065	2,203
EBITDA(억원)	3,556	2,946	3,280	3,471	3,597
세전이익(억원)	2,151	1,328	1,741	1,827	1,980
순이익(억원)	1,650	1,047	1,360	1,398	1,544
자배주주지분순이익(억원)	1,509	887	1,275	1,314	1,313
EPS(원)	4,208	2,473	3,555	3,665	3,660
증감율(%YoY)	22.0	-41.2	43.7	3.1	-0.1
PER(배)	6.6	10.3	8.6	8.3	8.3
PBR(배)	0.7	0.5	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA(배)	5.4	7.0	6.0	5.3	5.1
보고영업이익률(%)	8.8	5.7	6.1	6.7	6.8
핵심영업이익률(%)	8.8	5.7	6.1	6.7	6.8
ROE(%)	9.7	5.4	6.6	6.5	6.8
순부채비율(%)	44.6	48.9	46.6	38.8	32.2



#### 4Q17 실적 전망 (단위: 억원, %, %p)

	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E		차이 (%, %p)	YoY (%, %p)	QoQ (%, %p)
					당사추정	컨센서스			
<b>별도</b>									
매출액(억원)	4,026	4,638	5,113	4,821	4,667	4,805	-2.9	15.9	-3.2
영업이익(억원)	161	234	469	355	186	332	-44.0	15.8	-47.6
영업이익률(%)	4.0	5.0	9.2	7.4	4.0	6.9	-2.9	0.0	-3.4
<b>연결</b>									
매출액(억원)	6,467	7,313	7,902	7,670	7,576	7,585	-0.1	17.2	-1.2
영업이익(억원)	326	449	598	453	360	460	-21.6	10.5	-20.5
영업이익률(%)	5.0	6.1	7.6	5.9	4.8	6.1	-1.3	-0.3	-1.2

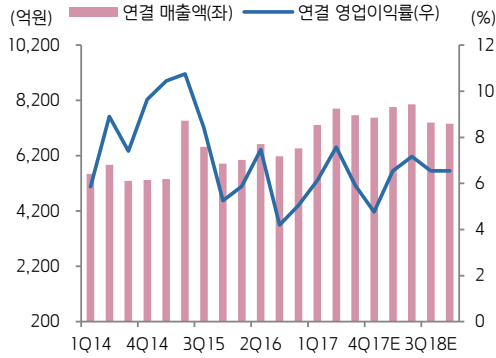
자료: 세아베스틸, 키움증권

#### 세아베스틸 실적 추정 (단위: 억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
<b>별도기준</b>											
매출액	4,638	5,113	4,821	4,667	4,841	4,932	4,401	4,359	16,193	19,240	18,810
특수강	4,433	4,875	4,581	4,447	4,611	4,702	4,171	4,124	15,190	18,337	17,865
대형단조	101	127	110	120	120	120	120	120	823	458	500
기타	104	111	130	100	110	110	110	115	179	445	445
영업이익	234	469	355	186	319	374	290	287	808	1,243	1,269
영업이익률	5.0	9.2	7.4	4.0	6.6	7.6	6.6	6.6	5.0	6.5	6.7
<b>YoY</b>											
매출액	16.2	17.6	26.0	15.9	4.4	-3.5	-8.7	-6.6	-11.3	18.8	-2.2
특수강	19.4	18.7	27.3	17.9	4.0	-3.6	-8.9	-7.3	-11.6	20.7	-2.6
대형단조	-54.7	-38.3	-44.8	-38.3	18.8	-5.2	8.7	0.0	10.6	-44.3	9.2
기타	84.1	201.5	389.7	68.5	5.7	-1.0	-15.3	15.1	-45.8	148.3	0.0
영업이익	4.7	43.6	263.6	15.8	36.4	-20.3	-18.3	54.2	-53.5	53.9	2.0
영업이익률(%pt)	-0.6	1.7	4.8	0.0	1.5	-1.6	-0.8	2.6	-4.5	1.5	0.3
<b>특수강 DATA</b>											
특수강 판매량(천톤)	527	557	519	505	515	525	475	470	1,882	2,107	1,985
특수강 ASP(천원/톤)	841	876	883	881	895	896	878	877	807	870	900
특수강 수출비중(물량, %)	12.4	14.3	17.4	17.5	16.3	16.0	17.9	19.1	12.8	16.7	19.4
<b>연결기준</b>											
매출액	7,313	7,902	7,670	7,576	7,965	8,056	7,404	7,362	25,311	30,460	30,787
모회사	4,638	5,113	4,821	4,667	4,841	4,932	4,401	4,359	16,193	19,240	18,810
자회사	2,603	2,799	2,851	2,909	3,124	3,124	3,003	3,003	9,119	11,161	12,254
영업이익	449	598	453	360	522	577	485	482	1,435	1,861	2,065
모회사	234	469	355	186	319	374	290	287	808	1,243	1,269
자회사	216	129	99	175	203	203	195	195	627	617	797
영업이익률	6.1	7.6	5.9	4.8	6.5	7.2	6.5	6.5	5.7	6.1	6.7
모회사	5.0	9.2	7.4	4.0	6.6	7.6	6.6	6.6	5.0	6.5	6.7
자회사	8.3	4.6	3.5	6.0	6.5	6.5	6.5	6.5	6.9	5.5	6.5
<b>YoY</b>											
매출액	20.8	19.4	24.2	17.2	8.9	2.0	-3.5	-2.8	0.2	20.3	1.1
영업이익	26.4	21.1	74.9	10.5	16.1	-3.6	7.0	33.7	-35.5	29.7	11.0
영업이익률(%pt)	0.3	0.1	1.7	-0.3	0.4	-0.4	0.6	1.8	-3.1	0.4	0.6

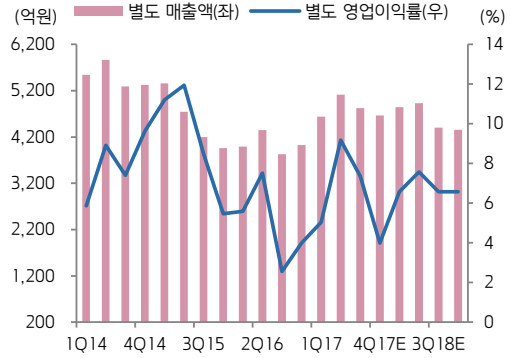
자료: 세아베스틸, 키움증권

### 연결 실적 추이



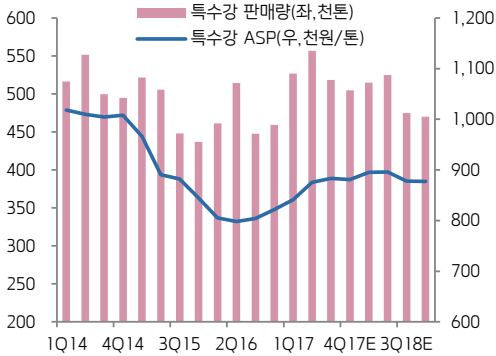
자료:세아베스틸, 키움증권

### 별도 실적 추이



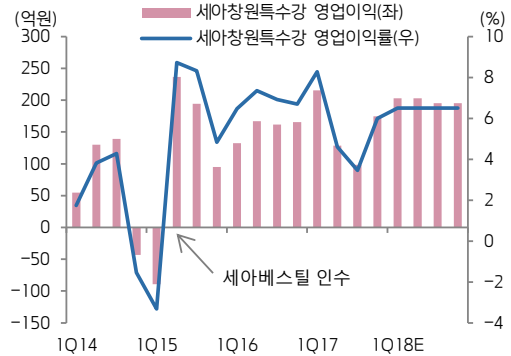
자료:세아베스틸, 키움증권

### 세아베스틸 특수강 판매량&ASP 추이



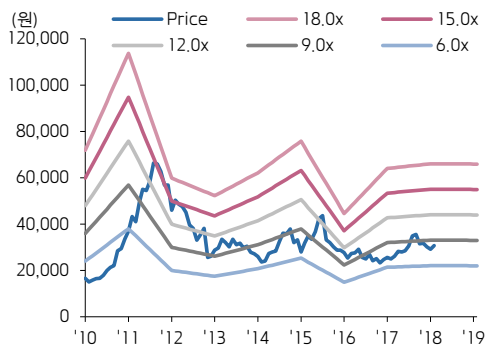
자료:세아베스틸, 키움증권 주별도기준

### 세아창원특수강 실적 추이



자료:세아베스틸, 키움증권

### 12m FWD PER 밴드



자료:세아베스틸, 키움증권 주연결기준

### 12m FWD PBR 밴드



자료:세아베스틸, 키움증권 주연결기준

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	25,267	25,311	30,460	30,787	32,472
매출원가	21,925	22,718	27,292	27,400	28,875
매출총이익	3,342	2,593	3,168	3,387	3,597
판매비및일반관리비	1,119	1,159	1,308	1,322	1,394
영업이익(보고)	2,223	1,435	1,861	2,065	2,203
영업이익(핵심)	2,223	1,435	1,861	2,065	2,203
영업외손익	-71	-106	-120	-238	-224
이자수익	20	19	17	31	24
배당금수익	24	25	30	0	32
외환이익	63	89	70	0	0
이자비용	323	312	288	279	280
외환손실	53	76	81	0	0
관계기업지분법손익	2	21	47	0	0
투자및기타자산처분손익	-2	-11	-15	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-32	175	44	0	0
기타	228	-37	55	10	0
법인세차감전이익	2,151	1,328	1,741	1,827	1,980
법인세비용	501	282	381	429	436
유효법인세율 (%)	23.3%	21.2%	21.9%	23.5%	22.0%
당기순이익	1,650	1,047	1,360	1,398	1,544
지배주주순이익(억원)	1,509	887	1,275	1,314	1,313
EBITDA	3,556	2,946	3,280	3,471	3,597
현금순이익(Cash Earnings)	2,983	2,558	2,780	2,804	2,937
수정당기순이익	1,676	917	1,342	1,398	1,544
증감률(% YoY)					
매출액	14.7	0.2	20.3	1.1	5.5
영업이익(보고)	26.8	-35.5	29.7	11.0	6.7
영업이익(핵심)	26.8	-35.5	29.7	11.0	6.7
EBITDA	33.1	-17.2	11.4	5.8	3.6
지분법적용 당기순이익	22.0	-41.2	43.7	3.1	-0.1
EPS	22.0	-41.2	43.7	3.1	-0.1
수정순이익	35.4	-45.3	46.3	4.2	10.4

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,537	2,552	1,199	2,677	2,439
당기순이익	2,151	1,328	1,360	1,398	1,544
감가상각비	1,327	1,503	1,412	1,399	1,387
무형자산상각비	6	9	8	7	7
외환손익	-6	-9	10	0	0
자산처분손익	5	50	15	0	0
지분법손익	-2	-21	-47	0	0
영업활동자산부채 증감	300	-77	-1,524	-97	-499
기타	-244	-230	-36	-30	0
투자활동현금흐름	-4,424	-1,714	-1,296	-1,205	-1,226
투자자산의 처분	151	-17	-80	-5	-26
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	-16	0	0
재무활동현금흐름	-560	-1,791	56	-273	-169
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	341	11	116
현금및현금성자산의순증가	-1,446	-956	-41	1,199	1,044
기초현금및현금성자산	2,624	1,178	222	181	1,380
기말현금및현금성자산	1,178	222	181	1,380	2,423
Gross Cash Flow	3,237	2,630	2,723	2,774	2,937
Op Free Cash Flow	2,510	942	-69	1,720	1,413

## 재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	11,740	11,074	13,241	14,580	16,346
현금및현금성자산	1,178	222	181	1,380	2,423
유동금융자산	19	22	27	27	28
매출채권및유동채권	3,162	3,376	4,063	4,107	4,332
재고자산	7,380	7,454	8,970	9,067	9,563
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	24,200	24,296	24,244	24,075	23,912
장기매출채권및기타비유동채권	89	91	110	111	117
투자자산	800	810	959	994	1,019
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	37,485	38,655	40,259
유동부채	5,955	7,770	8,459	8,503	8,728
매입채무및기타유동채무	2,823	3,310	3,983	4,026	4,247
단기차입금	900	980	980	980	980
유동성장기차입금	2,009	3,407	3,407	3,407	3,407
기타유동부채	223	74	89	90	95
비유동부채	10,818	7,658	8,009	8,021	8,140
장기매입채무및비유동채무	1,737	48	58	58	61
사채및장기차입금	6,841	5,607	5,607	5,607	5,607
기타비유동부채	2,240	2,004	2,344	2,356	2,472
부채총계	16,773	15,428	16,467	16,523	16,868
자본금	2,193	2,193	2,193	2,193	2,193
주식발행초과금	302	302	302	302	302
이익잉여금	10,954	11,545	12,572	13,637	14,699
기타자본	1,282	3,338	3,338	3,338	3,338
지배주주지분자본총계	14,732	17,378	18,404	19,469	20,531
비지배주주지분자본총계	4,434	2,565	2,614	2,662	2,860
	19,166	19,942	21,018	22,132	23,391
순차입금	8,554	9,749	9,786	8,587	7,541
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	3,555	3,665	3,660
BPS	41,079	48,457	51,320	54,290	57,251
주당EBITDA	9,916	8,215	9,147	9,679	10,029
CFPS	8,319	7,132	7,752	7,820	8,191
DPS	1,000	800	800	800	800
주가배수(배)					
PER	6.6	10.3	8.6	8.3	8.3
PBR	0.7	0.5	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	5.4	7.0	6.0	5.3	5.1
PCFR	3.3	3.6	3.9	3.9	3.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	8.8	5.7	6.1	6.7	6.8
영업이익률(핵심)	8.8	5.7	6.1	6.7	6.8
EBITDA margin	14.1	11.6	10.8	11.3	11.1
순이익률	6.5	4.1	4.5	4.5	4.8
자기자본이익률(ROE)	9.7	5.4	6.6	6.5	6.8
투자자본이익률(ROIC)	7.1	3.8	3.9	5.0	5.3
안정성(%)					
부채비율	87.5	77.4	78.3	74.7	72.1
순차입금비율	44.6	48.9	46.6	38.8	32.2
이자보상배율(배)	6.9	4.6	6.5	7.4	7.9
활동성(배)					
매출채권회전율	7.3	7.7	8.2	7.5	7.7
재고자산회전율	4.1	3.4	3.7	3.4	3.5
매입채무회전율	11.2	8.3	8.4	7.7	7.9



고려아연 (010310)



BUY(Maintain)

주가(1/22) 511,000원

목표주가 650,000원

4Q17 연결 기준 매출액 1조 6,988억원 (YoY 4.4%, QoQ 5.1%), 영업이익 2,280억원(YoY -3.6%, QoQ 21.7%)으로 컨센서스(영업이익 2,482억원)를 하회할 전망이다. 1Q18 연결 기준 매출액 1조 74억원(YoY 8.5%, QoQ 0.5%), 영업이익 2,493억원(YoY 5.5%, QoQ 9.3%)을 전망한다.

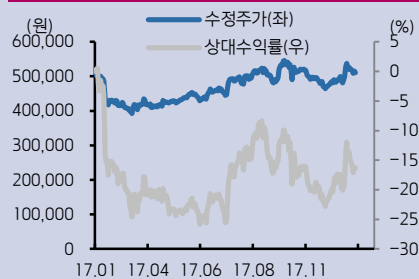
#### Stock Data

KOSPI (1/22)	2,502.11pt		
시가총액	96,426억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	546,000원	392,500원	
최고/최저가 대비 등락	-6.41%	30.19%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	5.8%	3.2%
	6M	14.8%	12.4%
	1Y	1.6%	-16.1%

#### Company Data

발행주식수	18,870천주
일평균 거래량(3M)	37천주
외국인 지분율	24.88%
배당수익률(17.E)	1.79%
BPS (17.E)	319,948원
주요 주주	영풍 26.91%

#### Price Trend



## 아쉽지만, 괜찮다

### >>> 4Q17 영업이익 2,280억원

4Q17 연결 기준 매출액 1조 6,988억원(YoY 4.4%, QoQ 5.1%), 영업이익 2,280억원(YoY -3.6%, QoQ 21.7%)으로 컨센서스(영업이익 2,482억원)를 하회할 전망이다. 견조한 비철금속 가격 흐름으로 동사의 아연 판매단가와 연 판매단가가 전분기 대비 각각 11%, 6% 증가했을 것으로 전망되지만, 예상보다 강한 환율과 생각보다 낮은 판매량으로 실적을 저하시켰을 것으로 판단된다.

### >>> 1Q18 영업이익 2,493억원

1Q18 연결 기준 매출액 1조 74억원(YoY 8.5%, QoQ 0.5%), 영업이익 2,493억원(YoY 5.5%, QoQ 9.3%)을 전망한다. 비철금속 가격이 여전히 견조한 흐름을 보이고 있어 1분기에도 아연과 연 판매단가는 전분기 대비 각각 12%, 7% 상승할 것으로 판단되며, 아연과 연 판매량도 전년 동기 대비 각각 2%, 1% 증가 할 것으로 보인다. 또한 추가적인 환율 강세보다는 현 수준에서 환율이 움직일 가능성이 크다고 판단한다.

### >>> 투자의견 Buy, 목표주가 650,000원

투자의견 Buy와 목표주가 650,000원을 유지한다. 목표주는 12m fwd BPS에 Target multiple 1.8배를 적용한 가격이다. 2018년 비철금속 가격 강세 흐름이 지속될 가능성이 크기 때문에 동사 주가 흐름 또한 긍정적인 가능성이 크다고 판단한다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	47,714	58,475	65,613	71,627	75,933
보고영업이익(억원)	6,722	7,647	8,999	10,486	11,429
핵심영업이익(억원)	6,722	7,647	8,999	10,486	11,429
EBITDA(억원)	8,463	9,832	11,008	12,478	13,406
세전이익(억원)	6,845	8,017	9,448	11,015	11,780
순이익(억원)	5,140	5,946	6,706	8,372	8,953
지배주주지분순이익(억원)	5,094	5,924	6,673	8,372	8,953
EPS(원)	26,994	31,395	35,364	44,364	47,445
증감율(%)YoY)	1.6	16.3	12.6	25.4	6.9
PER(배)	17.4	15.1	14.6	11.6	10.9
PBR(배)	1.7	1.6	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	9.2	7.9	7.4	6.1	5.2
보고영업이익률(%)	14.1	13.1	13.7	14.6	15.1
핵심영업이익률(%)	14.1	13.1	13.7	14.6	15.1
ROE(%)	10.3	10.9	11.3	12.8	12.4
순부채비율(%)	-22.1	-22.5	-25.7	-30.7	-36.0

#### 4Q17 실적 전망 (단위: 억원, %, %p)

	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E		차이	YoY	QoQ
					당사추정	컨센서스	(%, %p)	(%, %p)	(%, %p)
<b>별도</b>									
매출액(억원)	13,875	13,385	13,880	13,419	14,188	14,776	-4.0	2.3	5.7
영업이익(억원)	2,108	2,080	2,177	1,644	2,000	2,210	-9.5	-5.1	21.6
영업이익률(%)	15.2	15.5	15.7	12.3	14.1	15.0	-0.9	-1.1	1.8
<b>연결</b>									
매출액(억원)	16,269	15,738	16,717	16,169	16,988	17,656	-3.8	4.4	5.1
영업이익(억원)	2,364	2,363	2,483	1,873	2,280	2,482	-8.1	-3.6	21.7
영업이익률(%)	14.5	15.0	14.9	11.6	13.4	14.1	-0.6	-1.1	1.8

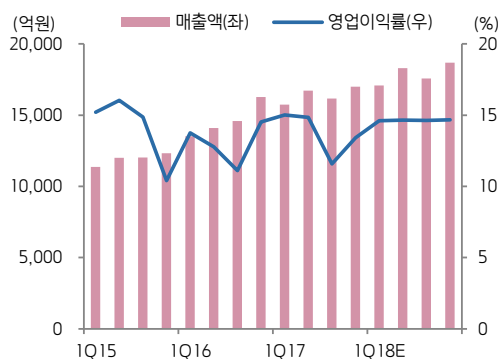
자료: 고려아연, 키움증권

#### 고려아연 실적 추정 (단위: 억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
<b>별도기준</b>											
매출액(억원)	13,385	13,880	13,419	14,188	14,274	15,494	14,783	15,875	50,448	54,873	60,427
아연	4,692	5,282	5,266	5,548	5,381	6,483	6,115	6,362	16,437	20,788	24,341
연	2,814	3,016	2,793	2,950	3,031	3,444	3,196	3,778	9,939	11,574	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	2,500	2,400	2,400	2,400	2,400	9,407	9,603	9,600
<b>YoY(%)</b>											
매출액	14.8	13.1	6.1	2.3	6.6	11.6	10.2	11.9	23.4	8.8	10.1
아연	31.8	37.3	29.9	11.6	14.7	22.7	16.1	14.7	13.0	26.5	17.1
연	29.3	38.8	12.6	-5.1	7.7	14.2	14.4	28.1	41.9	16.4	16.2
은	4.0	-11.5	-22.3	-16.4	-1.7	-2.4	4.2	4.5	31.3	-12.0	1.0
<b>판매량(톤)</b>											
아연	137,556	164,639	154,303	146,000	140,682	168,381	157,810	163,127	643,518	602,498	630,000
연	98,680	110,332	100,740	100,000	99,373	111,107	101,448	118,072	420,220	409,752	430,000
은	559	508	485	523	566	514	491	529	2,349	2,075	2,100
<b>YoY(%)</b>											
아연	-17.0	2.6	1.9	-12.0	2.3	2.3	2.3	11.7	9.1	-6.4	4.6
연	4.3	15.3	-8.3	-16.7	0.7	0.7	0.7	18.1	39.1	-2.5	4.9
은	-7.8	-17.1	-14.3	-7.3	1.2	1.2	1.2	1.2	21.3	-11.7	1.2
<b>판매단가(천원/톤)</b>											
아연	3,411	3,208	3,412	3,800	3,825	3,850	3,875	3,900	2,554	3,450	3,864
연	2,852	2,734	2,773	2,950	3,050	3,100	3,150	3,200	2,365	2,825	3,128
은(천원/kg)	630	639	608	610	612	616	626	630	624	622	621
<b>YoY(%)</b>											
아연	58.7	33.8	27.5	26.7	12.1	20.0	13.6	2.6	3.6	35.1	12.0
연	24.0	20.4	22.8	13.9	6.9	13.4	13.6	8.5	2.0	19.4	10.7
은	12.8	6.9	-9.3	-9.9	-2.9	-3.6	2.9	3.3	8.3	-0.4	-0.2
<b>매출액대비 비중(%)</b>											
아연	35.1	38.1	39.2	39.1	37.7	41.8	41.4	40.1	32.6	37.9	40.3
연	21.0	21.7	20.8	20.8	21.2	22.2	21.6	23.8	19.7	21.1	22.3
은	26.3	23.4	22.0	22.5	24.3	20.4	20.8	21.0	29.1	23.5	21.6
기타	17.6	16.8	18.0	17.6	16.8	15.5	16.2	15.1	18.6	17.5	15.9
영업이익	2,080	2,177	1,644	2,000	2,213	2,402	2,291	2,461	6,884	7,902	9,366
영업이익률(%)	15.5	15.7	12.3	14.1	15.5	15.5	15.5	15.5	13.6	14.4	15.5
<b>연결 기준</b>											
매출액	15,738	16,717	16,169	16,988	17,074	18,294	17,583	18,675	58,475	65,613	71,627
본사	13,385	13,880	13,419	14,188	14,274	15,494	14,783	15,875	50,448	54,873	60,427
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	2,280	2,493	2,682	2,571	2,741	7,647	8,999	10,486
본사	2,080	2,177	1,644	2,000	2,213	2,402	2,291	2,461	6,884	7,902	9,366
자회사	283	306	229	280	280	280	280	280	763	1,098	1,120

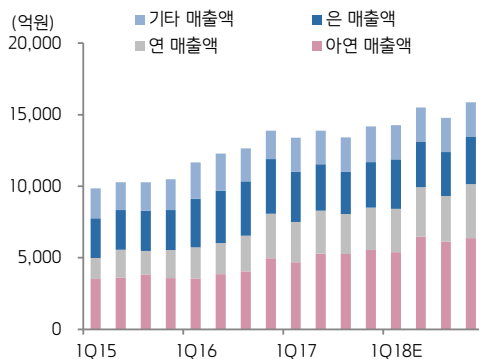
자료: 고려아연, 키움증권

### 연결 실적 추이



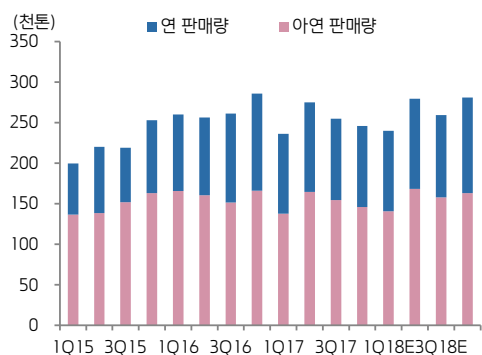
자료: 고려아연, 키움증권

### 품목별 매출액 추이



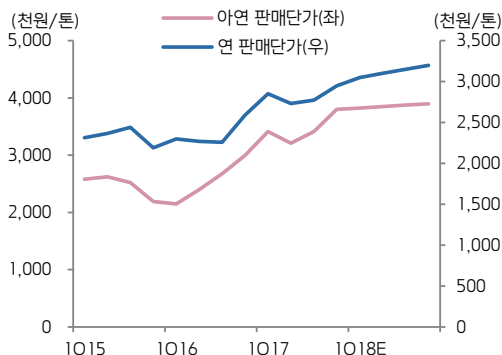
자료: 고려아연, 키움증권 주·별도 기준

### 아연, 연 판매량



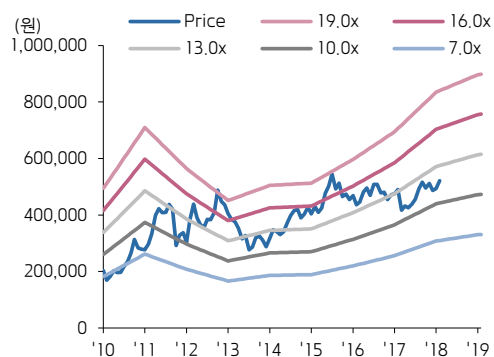
자료: 고려아연, 키움증권

### 아연, 연 판매단가



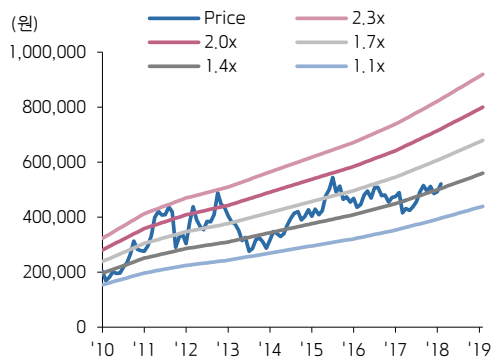
자료: 고려아연, 키움증권

### 12m fwd PER밴드



자료: 고려아연, 키움증권 주·연결 기준

### 12m fwd PBR밴드



자료: 고려아연, 키움증권 주·연결 기준



## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	47,714	58,475	65,613	71,627	75,933
매출원가	39,295	49,048	54,929	59,302	62,554
매출총이익	8,420	9,427	10,684	12,325	13,378
판매비및일반관리비	1,697	1,780	1,684	1,839	1,949
영업이익(보고)	6,722	7,647	8,999	10,486	11,429
영업이익(핵심)	6,722	7,647	8,999	10,486	11,429
영업외손익	123	370	448	529	351
이자수익	245	254	382	533	330
배당금수익	23	27	25	0	35
외환이익	492	793	421	0	0
이자비용	18	9	7	4	13
외환손실	479	650	536	0	0
관계기업지분법손익	-90	-17	5	0	0
투자및기타자산처분손익	54	-8	-41	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-137	-37	177	0	0
기타	32	18	23	0	0
법인세차감전이익	6,845	8,017	9,448	11,015	11,780
법인세비용	1,705	2,071	2,742	2,644	2,827
유효법인세율 (%)	24.9%	25.8%	29.0%	24.0%	24.0%
당기순이익	5,140	5,946	6,706	8,372	8,953
지배주주순이익(억원)	5,094	5,924	6,673	8,372	8,953
EBITDA	8,463	9,832	11,008	12,478	13,406
현금순이익(Cash Earnings)	6,880	8,131	8,715	10,363	10,929
수정당기순이익	5,202	5,979	6,616	8,372	8,953
증감률(% YoY)					
매출액	-3.4	22.6	12.2	9.2	6.0
영업이익(보고)	-1.5	13.8	17.7	16.5	9.0
영업이익(핵심)	-1.5	13.8	17.7	16.5	9.0
EBITDA	0.9	16.2	12.0	13.4	7.4
지배주주 당기순이익	1.6	16.3	12.6	25.4	6.9
EPS	1.6	16.3	12.6	25.4	6.9
수정순이익	-1.7	14.9	10.6	26.5	6.9

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	9,449	6,807	7,383	9,209	10,120
당기순이익	5,140	5,946	6,706	8,372	8,953
감가상각비	1,740	2,185	2,009	1,992	1,976
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	-36	-131	115	0	0
자산처분손익	245	245	41	0	0
지분법손익	90	17	-5	0	0
영업활동자산부채 증감	2,163	-1,838	-1,341	-1,130	-809
기타	107	383	-142	-25	0
투자활동현금흐름	-6,508	-4,590	-4,271	-3,848	-3,266
투자자산의 처분	-1,790	-2,806	-2,476	-2,048	-1,466
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	4	0	0
재무활동현금흐름	-2,363	-1,565	-1,179	-1,230	-1,307
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	323	272	195
현금및현금성자산의순증가	641	698	1,933	4,131	5,547
기초현금및현금성자산	1,754	2,395	3,093	5,026	9,157
기말현금및현금성자산	2,395	3,093	5,026	9,157	14,704
Gross Cash Flow	7,286	8,645	8,724	10,338	10,929
Op Free Cash Flow	4,149	4,172	4,844	7,241	8,054

## 재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	25,379	28,946	34,034	40,824	48,275
현금및현금성자산	2,395	3,093	5,026	9,157	14,704
유동금융자산	9,687	10,132	11,369	12,411	13,157
매출채권및유동채권	3,145	3,677	4,126	4,504	4,775
재고자산	10,152	12,040	13,509	14,747	15,634
기타유동비금융자산	0	4	5	5	5
비유동자산	33,700	35,881	36,917	37,771	38,327
장기매출채권및기타비유동채권	202	156	175	191	202
투자자산	8,407	10,097	11,322	12,353	13,073
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	70,951	78,596	86,601
유동부채	3,900	5,368	5,964	6,466	6,826
매입채무및기타유동채무	2,522	3,698	4,149	4,529	4,802
단기차입금	203	243	243	243	243
유동성장기차입금	90	64	64	64	64
기타유동부채	1,085	1,363	1,507	1,629	1,716
비유동부채	2,985	2,832	3,156	3,430	3,625
장기매입채무및비유동채무	36	10	11	12	13
사채및장기차입금	236	173	173	173	173
기타비유동부채	2,714	2,648	2,972	3,244	3,439
부채총계	6,886	8,199	9,120	9,895	10,451
자본금	944	944	944	944	944
주식발행초과금	416	416	416	416	416
이익잉여금	48,649	53,003	58,212	65,117	72,599
기타자본	764	802	802	802	802
지배주주지분자본총계	50,773	55,165	60,374	67,279	74,760
비지배주주지분자본총계	1,421	1,463	1,457	1,421	1,390
	52,194	56,627	61,831	68,700	76,151
순차입금	-11,553	-12,745	-15,914	-21,088	-27,380
총차입금	529	480	480	480	480

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	26,994	31,395	35,364	44,364	47,445
BPS	269,065	292,340	319,948	356,539	396,187
주당EBITDA	44,848	52,105	58,336	66,126	71,041
CFPS	36,462	43,090	46,183	54,920	57,918
DPS	8,500	8,500	8,500	8,500	8,500
주가배수(배)					
PER	17.4	15.1	14.6	11.6	10.9
PBR	1.7	1.6	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	9.2	7.9	7.4	6.1	5.2
PCFR	12.9	11.0	11.2	9.4	8.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	14.1	13.1	13.7	14.6	15.1
영업이익률(핵심)	14.1	13.1	13.7	14.6	15.1
EBITDA margin	17.7	16.8	16.8	17.4	17.7
순이익률	10.8	10.2	10.2	11.7	11.8
자기자본이익률(ROE)	10.3	10.9	11.3	12.8	12.4
투자자본이익률(ROIC)	14.7	16.0	16.3	21.6	22.5
안정성(%)					
부채비율	13.2	14.5	14.7	14.4	13.7
순차입금비율	-22.1	-22.5	-25.7	-30.7	-36.0
이자보상배율(배)	384.0	812.6	1,249.3	2,656.5	849.8
활동성(배)					
매출채권회전율	14.5	17.1	16.8	16.6	16.4
재고자산회전율	4.2	5.3	5.1	5.1	5.0
매입채무회전율	16.5	18.8	16.7	16.5	16.3

풍산 (103140)



BUY(Maintain)

주가(1/22) 50,200원

목표주가 65,000원

4Q17 연결 기준 매출액 8,674억원(YoY 7.0%, QoQ 24.7%), 영업이익 681억원 (YoY 13.3%, QoQ 35.5%)으로 컨센서스 (영업이익 699억원)에 부합할 전망이다. 1Q18 연결 기준 매출액 7,428억원 (YoY 5.0%, QoQ -14.4%), 영업이익 612억원(YoY -25.1%, QoQ -10.1%)을 전망한다.

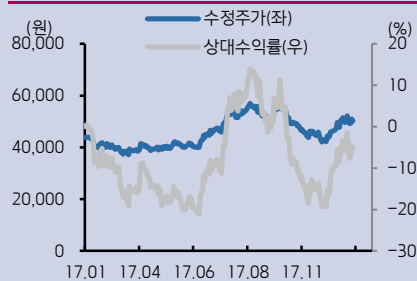
#### Stock Data

KOSPI (1/22)	2,502.11pt	
시가총액	14,068억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	58,600원	37,150원
최고/최저가 대비 등락	-14.33%	35.13%
주가수익률	절대	상대
	1M	8.5% 5.9%
	6M	8.2% 5.9%
	1Y	17.0% -3.4%

#### Company Data

발행주식수	28,024천주
일평균 거래량(3M)	219천주
외국인 지분율	16.27%
배당수익률(17.E)	1.73%
BPS (17.E)	49,291원
주요 주주	풍산홀딩스 36.14%

#### Price Trend



## 신동도 좋고 방산도 준수

### >>> 4Q17 영업이익 681억원

4Q17 연결 기준 매출액 8,674억원(YoY 7.0%, QoQ 24.7%), 영업이익 681억원(YoY 13.3%, QoQ 35.5%)으로 컨센서스(영업이익 699억원)에 부합할 전망이다. 신동부문 판매량은 자동차향의 부진에도 반도체 등 전기전자부문의 호조로 5.1만톤 견조할 전망이다, 방산 부문도 수출 부진의 우려와 달리 중동향 spot물량의 꾸준한 발생으로 전년동기와 비슷할 전망이다.

### >>> 1Q18 영업이익 612억원

1Q18 연결 기준 매출액 7,428억원(YoY 5.0%, QoQ -14.4%), 영업이익 612억원(YoY -25.1%, QoQ -10.1%)을 전망한다. 전년동기의 일회성 요인들이 겹친 서프라이즈로 높은 기저를 감안하면, 양호한 수준으로 판단한다. 신동부문은 전기동가격의 견조한 우상향과 그로 인한 재고평가이익, 동관 구조조정을 통한 Product mix 효과가 지속될 것으로 보이며, 방산부문도 지속적인 중동향 spot 물량에 미국향 수출도 점진적으로 회복 될 것으로 판단한다.

### >>> 투자의견 Buy, 목표주가 65,000원

투자의견 Buy와 목표주가 65,000원을 유지한다. 목표주가는 12m fwd BPS에 Target multiple 1.2배를 적용한 가격이다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	28,197	28,318	29,696	30,794	31,604
보고영업이익(억원)	1,111	2,178	2,597	2,598	2,717
핵심영업이익(억원)	1,111	2,178	2,597	2,598	2,717
EBITDA(억원)	1,920	3,019	3,384	3,392	3,518
세전이익(억원)	798	1,822	2,298	2,337	2,437
순이익(억원)	517	1,377	1,682	1,776	1,852
지배주주지분순이익(억원)	516	1,376	1,681	1,776	1,852
EPS(원)	1,841	4,910	5,999	6,338	6,609
증감율(%YoY)	-29.9	166.8	22.2	5.7	4.3
PER(배)	15.0	8.2	8.5	8.0	7.7
PBR(배)	0.7	0.9	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	9.6	6.8	6.7	6.4	5.8
보고영업이익률(%)	3.9	7.7	8.7	8.4	8.6
핵심영업이익률(%)	3.9	7.7	8.7	8.4	8.6
ROE(%)	4.8	11.8	12.9	12.1	11.4
순부채비율(%)	97.2	75.1	61.2	48.0	35.8

#### 4Q17 실적 전망 (단위: 억원, %, %p)

	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E		차이 (%, %p)	YoY (%, %p)	QoQ (%, %p)
					당사추정	컨센서스			
<b>별도</b>									
매출액(억원)	6,073	5,276	5,376	5,202	6,637	6,744	-1.6	9.3	27.6
영업이익(억원)	470	643	500	363	558	567	-1.5	18.9	53.7
영업이익률(%)	7.7	12.2	9.3	7.0	8.4	8.4	0.0	0.7	1.4
<b>연결</b>									
매출액(억원)	8,109	7,073	6,991	6,958	8,674	8,629	0.5	7.0	24.7
영업이익(억원)	601	817	598	502	681	699	-2.6	13.3	35.5
영업이익률(%)	7.4	11.5	8.5	7.2	7.8	8.1	-0.3	0.4	0.6

자료: 풍산, 키움증권

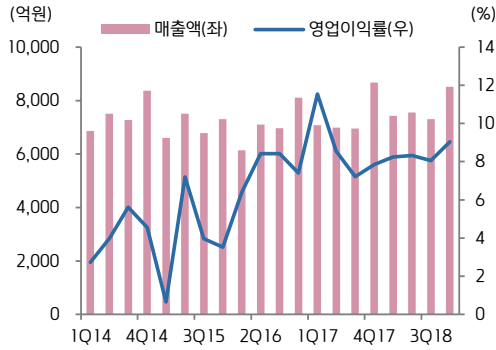
#### 풍산 실적 추정 (단위: 억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
<b>별도</b>											
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	492	511	465	650	1,696	2,064	2,117
영업이익률(%)	12.2	9.3	7.0	8.4	8.8	8.9	8.6	9.7	8.3	9.2	9.1
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	-23.5	2.3	28.0	16.3	48.8	21.7	2.6
<b>기본 가정</b>											
원달러 환율	1,154	1,129	1,132	1,105	1,105	1,105	1,105	1,105	1,161	1,130	1,105
LME 전기동 가격	5,834	5,671	6,349	6,808	7,000	7,000	7,000	7,000	4,863	6,165	7,000
<b>연결</b>											
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	612	628	589	770	2,178	2,597	2,598
본사	643	500	363	558	492	511	465	650	1,696	2,064	2,117
자회사	174	98	139	122	120	117	124	120	483	533	481
영업이익률	11.5	8.5	7.2	7.8	8.2	8.3	8.1	9.0	7.7	8.7	8.4
본사	12.2	9.3	7.0	8.4	8.8	8.9	8.6	9.7	8.3	9.2	9.1
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

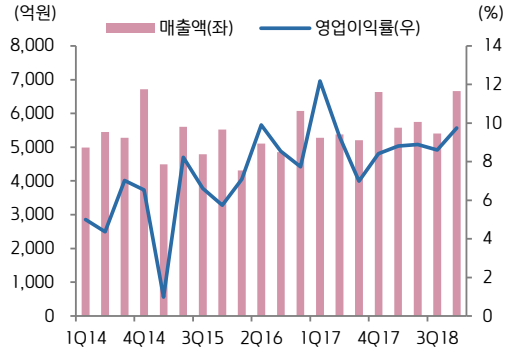


### 연결 실적 추이



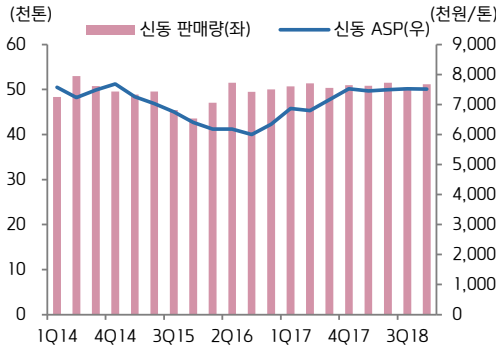
자료: 풍산, 키움증권

### 별도 실적 추이



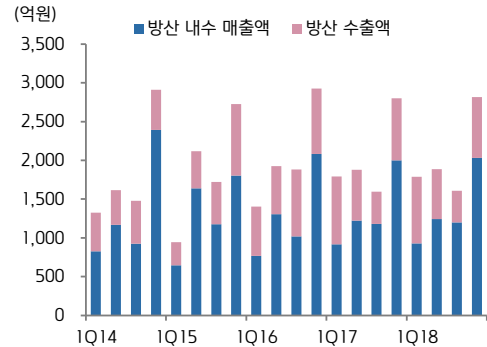
자료: 풍산, 키움증권

### 신동 판매량과 ASP 추이



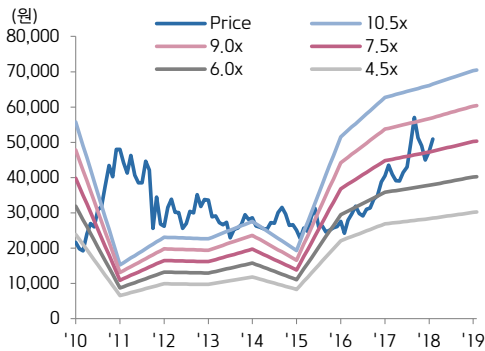
자료: 풍산, 키움증권

### 방산 부문 내수와 수출 매출액 추이



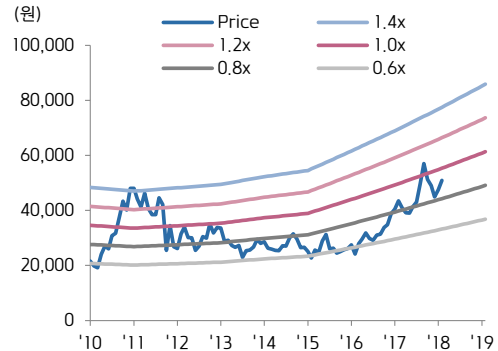
자료: 풍산, 키움증권

### 12m FWD PER 밴드



자료: 풍산, 키움증권

### 12m FWD PBR 밴드



자료: 풍산, 키움증권

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	28,197	28,318	29,696	30,794	31,604
매출원가	25,794	24,607	25,537	26,529	27,224
매출총이익	2,403	3,711	4,159	4,265	4,380
판매비및일반관리비	1,292	1,533	1,562	1,667	1,662
영업이익(보고)	1,111	2,178	2,597	2,598	2,717
영업이익(핵심)	1,111	2,178	2,597	2,598	2,717
영업외손익	-312	-356	-299	-261	-280
이자수익	1	2	2	4	2
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	448	541	400	0	0
이자비용	397	319	274	265	282
외환손실	464	508	435	0	0
관계기업지분법손익	-4	0	-1	0	0
투자및기타자산지분손익	-35	1	3	0	0
금융상품평가및기타금융이익	91	-108	-50	0	0
기타	47	35	54	0	0
법인세차감전이익	798	1,822	2,298	2,337	2,437
법인세비용	282	445	616	561	585
유효법인세율 (%)	35.3%	24.4%	26.8%	24.0%	24.0%
당기순이익	517	1,377	1,682	1,776	1,852
지배주주순이익(억원)	516	1,376	1,681	1,776	1,852
EBITDA	1,920	3,019	3,384	3,392	3,518
현금순이익(Cash Earnings)	1,326	2,218	2,469	2,570	2,653
수정당기순이익	480	1,458	1,713	1,776	1,852
증감률(% YoY)					
매출액	-6.0	0.4	4.9	3.7	2.6
영업이익(보고)	-13.0	96.1	19.3	0.0	4.6
영업이익(핵심)	-13.0	96.1	19.3	0.0	4.6
EBITDA	-5.1	57.3	12.1	0.2	3.7
지분법적용 당기순이익	-29.9	166.8	22.2	5.7	4.3
EPS	-29.9	166.8	22.2	5.7	4.3
수정순이익	-27.1	203.4	17.5	3.7	4.3

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,396	2,463	2,016	2,211	2,388
당기순이익	798	1,822	1,682	1,776	1,852
감가상각비	790	827	773	781	789
무형자산상각비	19	14	13	13	12
외환손익	4	-74	35	0	0
자산처분손익	252	234	-3	0	0
지분법손익	4	0	1	0	0
영업활동자산부채 증감	1,907	108	-450	-359	-265
기타	-378	-467	-35	0	0
투자활동현금흐름	-849	-1,008	-905	-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	3	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	796	1,072	1,280
기초현금및현금성자산	399	536	733	1,529	2,601
기말현금및현금성자산	536	733	1,529	2,601	3,880
Gross Cash Flow	1,490	2,355	2,466	2,570	2,653
Op Free Cash Flow	2,530	1,612	1,161	1,562	1,701

## 재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	12,785	13,807	15,239	16,818	18,472
현금및현금성자산	536	733	1,529	2,601	3,880
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	13,461	13,573	13,676
장기매출채권및기타비유동채권	73	30	31	32	33
투자자산	1,233	1,229	1,233	1,236	1,239
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	28,701	30,391	32,148
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
장기매입채무및비유동채무	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	7,337	8,917	10,574
기타자본	-130	-59	-59	-59	-59
지배주주지분자본총계	10,910	12,328	13,813	15,394	17,050
비지배주주지분자본총계	20	21	21	21	21
	10,930	12,348	13,835	15,415	17,071
순차입금	10,622	9,273	8,473	7,398	6,116
총차입금	11,249	10,089	10,089	10,089	10,089

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	1,841	4,910	5,999	6,338	6,609
BPS	38,930	43,990	49,291	54,930	60,841
주당EBITDA	6,850	10,773	12,073	12,103	12,553
CFPS	4,730	7,915	8,809	9,170	9,465
DPS	500	700	700	700	700
주가배수(배)					
PER	15.0	8.2	8.5	8.0	7.7
PBR	0.7	0.9	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	9.6	6.8	6.7	6.4	5.8
PCFR	5.8	5.1	5.8	5.6	5.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.9	7.7	8.7	8.4	8.6
영업이익률(핵심)	3.9	7.7	8.7	8.4	8.6
EBITDA margin	6.8	10.7	11.4	11.0	11.1
순이익률	1.8	4.9	5.7	5.8	5.9
자기자본이익률(ROE)	4.8	11.8	12.9	12.1	11.4
투자자본이익률(ROIC)	3.2	7.7	8.0	9.2	9.2
안정성(%)					
부채비율	138.6	119.9	107.5	97.2	88.3
순차입금비율	97.2	75.1	61.2	48.0	35.8
이자보상배율(배)	2.8	6.8	9.5	9.8	9.6
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

## 대한제강 (084010)



### BUY(Maintain)

주가(1/22) 9,680원

목표주가 12,000원(하향)

4Q17 연결 기준 매출액 2,973억원(YoY 14.3%, QoQ 6.6%), 영업이익 118억원(YoY 24.6%, QoQ 133.3%)으로 전분기 대비 개선되나, 시장기대치(영업이익 기준 201억원)를 크게 하회 할 전망이다. 1Q18 연결 기준 매출액 3,072억원(YoY 8.2%, QoQ 3.4%), 영업이익 112억원(YoY 9.7%, QoQ -4.8%)을 전망한다.

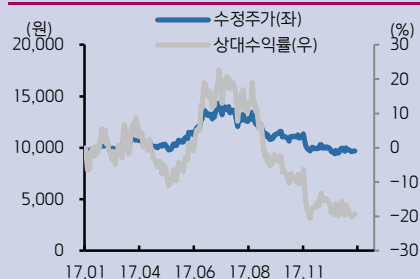
#### Stock Data

KOSPI (1/22)		2,502.11pt
시가총액		2,386억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	14,350원	9,260원
최고/최저가 대비 등락	-32.54%	4.54%
주가수익률	절대	상대
	1M	2.9% 0.3%
	6M	-31.1% -32.5%
	1Y	-2.0% -19.1%

#### Company Data

발행주식수	24,647천주
일평균 거래량(3M)	54천주
외국인 지분율	18.45%
배당수익률(17.E)	3.47%
BPS (17.E)	18,949원
주요 주주	오치훈 18.38%

#### Price Trend



## 가격 전가의 어려움

### >>> 4Q17 영업이익 118억원

4Q17 연결 기준 매출액 2,973억원(YoY 14.3%, QoQ 6.6%), 영업이익 118억원(YoY 24.6%, QoQ 133.3%)으로 전분기대비 개선되나, 시장기대치(영업이익 기준 201억원)를 크게 하회 할 전망이다. 실적 부진의 배경은 철스크랩 가격 급등에 따른 스프레드 축소가 주 원인으로 판단된다. 철근판매단가를 QoQ 6만원/톤 인상했음에도 철스크랩, 전극봉 등 대부분의 원부재료 가격이 상승하여 스프레드는 전분기 대비 악화된 것으로 판단된다.

### >>> 1Q18 영업이익 112억원

1Q18 연결 기준 매출액 3,072억원(YoY 8.2%, QoQ 3.4%), 영업이익 112억원(YoY 9.7%, QoQ -4.8%)을 전망한다. 비수기임에도 불구하고 2018년 아파트 분양 물량이 연간으로 증가 할 것으로 보여 철근 판매량은 견조할 것으로 판단된다. 관건은 철스크랩 가격 흐름과 그에 따른 철근 단가 인상폭이다. 비수기를 감안하면 철스크랩 가격이 급등할 가능성은 제한적이지만, 철강재 가격 상승 흐름을 감안하면 하락도 제한적이다. 따라서 4분기와 비슷한 수준에서 철스크랩과 철근 가격이 형성 될 것으로 판단한다.

### >>> 투자의견 Buy, 목표주가 12,000원

투자의견 Buy 유지하나 목표주가 12,000원으로 조정한다. 목표주가는 12m fwd BPS에 target multiple 0.60배를 적용하였다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	8,897	8,979	11,867	12,860	12,352
보고영업이익(억원)	557	563	476	469	487
핵심영업이익(억원)	557	563	476	469	487
EBITDA(억원)	826	812	700	676	677
세전이익(억원)	474	524	470	465	481
순이익(억원)	359	398	357	353	366
지배주주지분순이익(억원)	359	400	358	355	367
EPS(원)	1,458	1,622	1,454	1,439	1,490
증감율(%YoY)	N/A	11.3	-10.4	-1.1	3.5
PER(배)	5.7	5.9	6.7	6.7	6.5
PBR(배)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	2.2	2.3	2.4	2.0	1.3
보고영업이익률(%)	6.3	6.3	4.0	3.6	3.9
핵심영업이익률(%)	6.3	6.3	4.0	3.6	3.9
ROE(%)	9.2	9.4	7.9	7.3	7.2
순부채비율(%)	-6.0	-11.5	-15.0	-21.0	-29.0



#### 4Q17 실적 전망 (단위: 억원, %, %p)

	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E		차이 (%, %p)	YoY (%, %p)	QoQ (%, %p)
					당사추정	컨센서스			
<b>연결</b>									
매출액(억원)	2,601	2,839	3,268	2,788	2,973	3,103	-4.2	14.3	6.6
영업이익(억원)	94	102	206	50	118	201	-41.5	24.6	133.3
영업이익률(%)	3.6	3.6	6.3	1.8	4.0	6.5	-2.5	0.3	2.1

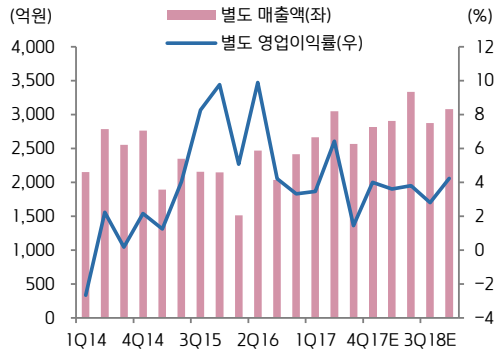
자료: 대한제강, 키움증권

#### 대한제강 실적 추정 (단위: 억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
<b>별도</b>											
매출액	2,666	3,051	2,568	2,815	2,906	3,335	2,874	3,080	8,432	11,100	12,270
철근	2,449	2,912	2,432	2,685	2,776	3,205	2,744	2,950	8,049	10,478	11,670
기타	217	139	136	130	130	130	130	130	383	622	600
철근판매량(천톤)	402	465	399	400	412	463	402	433	1,458	1,666	1,710
<b>철근산업DATA(천원/톤)</b>											
철근유통가격	607	629	643	669	690	720	710	700	535	637	705
철근기준가격	620	635	620	682	700	720	720	710	570	639	713
철스크랩가격	288	268	301	341	360	370	360	350	223	299	360
철근기준가-철근유통가	13	6	-23	13	10	0	10	10	35	2	8
철근유통가-철스크랩	320	361	342	328	330	350	350	350	312	338	345
영업이익	93	196	37	113	105	127	80	130	487	438	442
영업이익률	3.5	6.4	1.4	4.0	3.6	3.8	2.8	4.2	5.8	4.0	3.6
<b>연결</b>											
매출액	2,839	3,268	2,788	2,973	3,072	3,502	3,040	3,246	8,979	11,867	12,860
별도	2,683	3,096	2,634	2,815	2,906	3,335	2,874	3,080	8,432	11,100	12,195
자회사	156	171	154	158	166	166	166	166	547	767	665
영업이익	102	206	50	118	112	133	87	137	563	476	469
별도	93	196	37	113	105	127	80	130	487	438	442
자회사	10	9	13	5	7	7	7	6	76	37	27

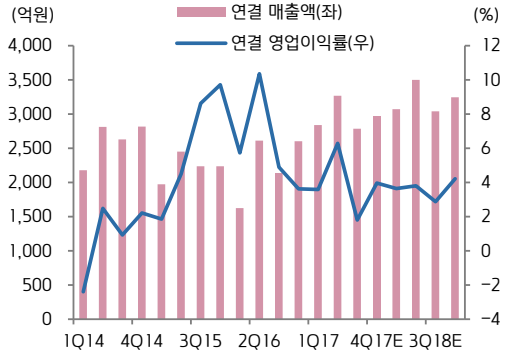
자료: 대한제강, 스틸데일리, 키움증권

### 연결 실적 추이



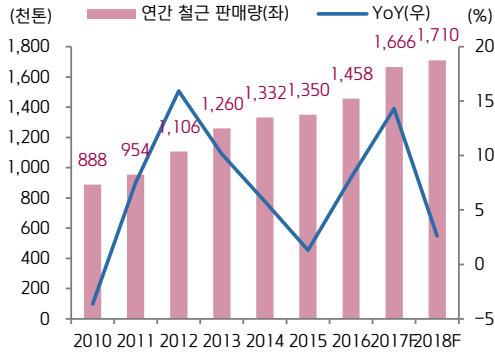
자료:대한제강, 키움증권

### 별도 실적 추이



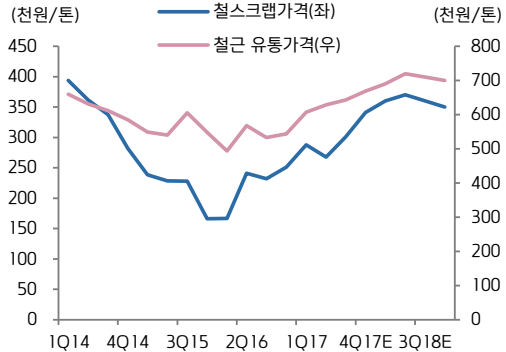
자료:대한제강, 키움증권

### 대한제강 연간 철근 판매량 추이



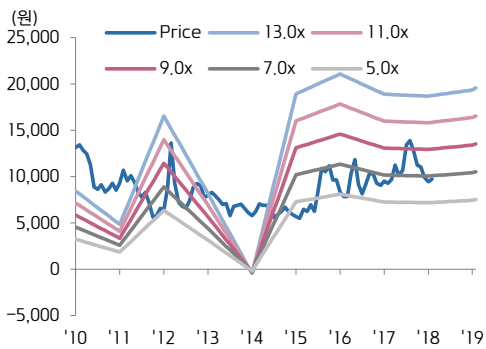
자료:대한제강, 키움증권

### 철근&철스크랩 가격 추이



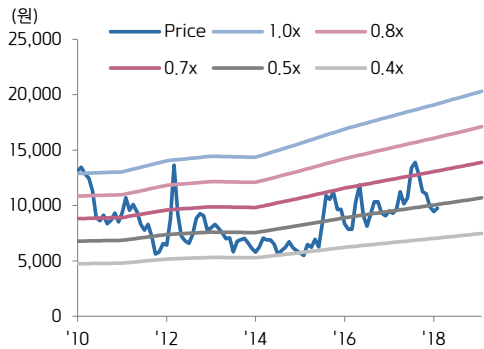
자료: 스틸데일리, 키움증권 주·생철 A기준

### 12m FWD PER 밴드



자료:대한제강, 키움증권 주 연결기준

### 12m FWD PBR 밴드



자료:대한제강, 키움증권 주 연결기준

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	8,897	8,979	11,867	12,860	12,352
매출원가	7,738	7,885	10,802	11,722	11,223
매출총이익	1,159	1,094	1,066	1,138	1,129
판매비및일반관리비	602	531	590	669	642
영업이익(보고)	557	563	476	469	487
영업이익(핵심)	557	563	476	469	487
영업외손익	-83	-39	-6	-5	-5
이자수익	22	14	18	20	19
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	22	39	0	0	0
이자비용	55	25	25	25	25
외환손실	26	36	0	0	0
관계기업지분법손익	0	3	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-23	-17	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-31	-4	0	0	0
기타	8	-14	0	0	0
법인세차감전이익	474	524	470	465	481
법인세비용	115	126	113	111	115
유효법인세율 (%)	24.3%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%
당기순이익	359	398	357	353	366
지배주주순이익(억원)	359	400	358	355	367
EBITDA	826	812	700	676	677
현금순이익(Cash Earnings)	628	647	581	560	557
수정당기순이익	400	415	357	353	366
증감률(% YoY)					
매출액	-14.8	0.9	32.2	8.4	-4.0
영업이익(보고)	434.9	1.0	-15.5	-1.4	3.7
영업이익(핵심)	434.9	1.0	-15.5	-1.4	3.7
EBITDA	120.1	-1.7	-13.8	-3.4	0.2
지분법적용 당기순이익	N/A	11.3	-10.4	-1.1	3.5
EPS	N/A	11.3	-10.4	-1.1	3.5
수정순이익	N/A	3.7	-13.9	-1.1	3.5

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,118	409	354	481	596
당기순이익	359	398	357	353	366
감가상각비	262	246	221	204	188
무형자산상각비	7	3	3	3	3
외환손익	5	-1	0	0	0
자산처분손익	26	28	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	271	-234	-227	-78	40
기타	187	-31	0	0	0
투자활동현금흐름	747	-129	-190	-98	-26
투자자산의 처분	774	-58	-139	-48	25
유형자산의 처분	16	12	0	0	0
유형자산의 취득	-52	-50	-50	-50	-50
무형자산의 처분	0	-20	0	0	0
기타	9	-13	0	0	0
재무활동현금흐름	-1,427	-208	-68	-72	-75
단기차입금의 증가	-1,036	-150	0	0	0
장기차입금의 증가	-372	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-23	-57	-74	-74	-74
기타	3	-2	6	2	-1
현금및현금성자산의순증가	438	77	96	311	496
기초현금및현금성자산	331	769	846	942	1,253
기말현금및현금성자산	769	846	942	1,253	1,748
Gross Cash Flow	847	643	581	560	556
Op Free Cash Flow	910	373	308	435	550

## 재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	2,914	3,435	4,363	4,961	5,310
현금및현금성자산	769	846	942	1,253	1,748
유동금융자산	259	301	397	430	413
매출채권및유동채권	1,253	1,535	2,029	2,199	2,112
재고자산	634	753	995	1,079	1,036
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	3,440	3,261	3,143	3,006	2,856
장기매출채권및기타비유동채권	44	41	54	59	56
투자자산	894	930	973	988	981
유형자산	2,416	2,180	2,009	1,856	1,718
무형자산	86	110	106	103	101
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	6,355	6,696	7,506	7,967	8,166
유동부채	1,637	1,687	2,170	2,336	2,251
매입채무및기타유동채무	1,265	1,431	1,891	2,049	1,968
단기차입금	193	135	135	135	135
유동성장기차입금	62	51	51	51	51
기타유동부채	117	71	94	101	97
비유동부채	672	607	652	667	660
장기매입채무및비유동채무	126	121	160	173	166
사채및장기차입금	529	453	453	453	453
기타비유동부채	18	33	39	41	40
부채총계	2,309	2,294	2,821	3,003	2,910
자본금	246	246	246	246	246
주식발행초과금	261	261	261	261	261
이익잉여금	3,738	4,081	4,365	4,646	4,939
기타자본	-201	-202	-202	-202	-202
지배주주지분자본총계	4,045	4,386	4,670	4,951	5,244
비지배주주지분자본총계	0	16	15	13	12
	4,045	4,402	4,685	4,964	5,255
순차입금	-244	-508	-701	-1,045	-1,524
총차입금	784	638	638	638	638

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	1,458	1,622	1,454	1,439	1,490
BPS	16,413	17,795	18,949	20,087	21,276
주당EBITDA	3,350	3,294	2,839	2,742	2,748
CFPS	2,547	2,627	2,357	2,271	2,259
DPS	250	330	330	330	330
주가배수(배)					
PER	5.7	5.9	6.7	6.7	6.5
PBR	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	2.2	2.3	2.4	2.0	1.3
PCFR	3.3	3.6	4.1	4.3	4.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	6.3	6.3	4.0	3.6	3.9
영업이익률(핵심)	6.3	6.3	4.0	3.6	3.9
EBITDA margin	9.3	9.0	5.9	5.3	5.5
순이익률	4.0	4.4	3.0	2.7	3.0
자기자본이익률(ROE)	9.2	9.4	7.9	7.3	7.2
투자자본이익률(ROIC)	13.0	14.7	12.2	12.0	13.0
안정성(%)					
부채비율	57.1	52.1	60.2	60.5	55.4
순차입금비율	-6.0	-11.5	-15.0	-21.0	-29.0
이자보상배율(배)	10.1	22.8	19.3	19.0	19.7
활동성(배)					
매출채권회전율	6.2	6.4	6.7	6.1	5.7
재고자산회전율	10.9	13.0	13.6	12.4	11.7
매입채무회전율	6.2	6.7	7.1	6.5	6.1



## 한국철강 (104700)



BUY(Maintain)

주가(1/22) 36,000원

목표주가 45,000원(하향)

4Q17 개별 기준 매출액 2,088억원(YoY 14.8%, QoQ 9.9%), 영업이익 96억원(YoY 17.4%, QoQ 69.1%)으로 전분기대비 개선되나, 시장기대치(영업이익 기준 166억원)를 크게 하회 할 전망이다. 1Q18 개별 기준 매출액 1,940억원(YoY 20.2%, QoQ -7.1%), 영업이익 99억원(YoY 20.1%, QoQ 3.0%)을 전망한다.

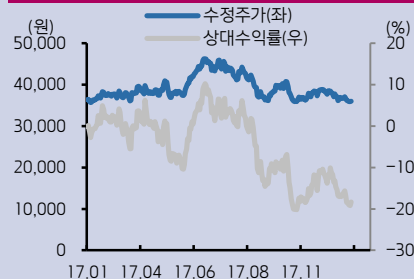
### Stock Data

KOSPI (1/22)	2,502.11pt	
시가총액	3,316억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	46,250원	35,700원
최고/최저가 대비 등락	-22.16%	0.84%
주가수익률	절대	상대
1M	-5.4%	-7.7%
6M	-21.7%	-23.3%
1Y	-2.0%	-19.1%

### Company Data

발행주식수	9,210천주
일평균 거래량(3M)	26천주
외국인 지분율	20.90%
배당수익률(17.E)	2.43%
BPS (17.E)	87,312원
주요 주주	KISCO홀딩스 40.81%

### Price Trend



## 부담스러운 원재료가격

### >>> 4Q17 영업이익 96억원

4Q17 개별 기준 매출액 2,088억원(YoY 14.8%, QoQ 9.9%), 영업이익 96억원(YoY 17.4%, QoQ 69.1%)으로 전분기대비 개선되나, 시장기대치(영업이익 기준 166억원)를 크게 하회 할 전망이다. 실적 부진의 배경은 철스크랩 가격 급등에 따른 스프레드 축소가 주 원인으로 판단된다. 철근 판매단가를 QoQ 6만원/톤 인상했음에도 철스크랩, 전극봉 등 대부분의 원부재료 가격이 상승하여 스프레드는 전분기 대비 악화된 것으로 판단된다.

### >>> 1Q18 영업이익 99억원

1Q18 개별 기준 매출액 1,940억원(YoY 20.2%, QoQ -7.1%), 영업이익 99억원(YoY 20.1%, QoQ 3.0%)을 전망한다. 비수기임에도 불구하고 2018년 아파트 분양 물량이 연간으로 증가 할 것으로 보여 철근 판매량은 견조할 것으로 판단된다. 관건은 철스크랩 가격 흐름과 그에 따른 철근 단가 인상폭이다. 비수기를 감안하면 철스크랩 가격이 급등할 가능성은 제한적이지만, 철강재 가격 상승 흐름을 감안하면 하락도 제한적이다. 따라서 4분기와 비슷한 수준에서 철스크랩과 철근 가격이 형성 될 것으로 판단한다.

### >>> 투자의견 Buy, 목표주가 45,000원

투자의견 Buy 유지하나 목표주가 45,000원으로 조정한다. 목표주가는 12m fwd BPS에 target multiple 0.50배를 적용하였다.

투자지표, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	6,845	6,634	7,483	7,979	7,660
보고영업이익(억원)	651	530	438	407	467
핵심영업이익(억원)	651	530	438	407	467
EBITDA(억원)	902	783	676	637	690
세전이익(억원)	688	638	567	459	520
순이익(억원)	536	465	435	352	379
지분법적용순이익(억원)	536	465	435	352	379
EPS(원)	5,822	5,054	4,721	3,820	4,120
증감율(%YoY)	198.1	-13.2	-6.6	-19.1	7.8
PER(배)	6.9	7.3	7.6	9.4	8.7
PBR(배)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	1.8	1.0	0.5	0.1	-0.6
보고영업이익률(%)	9.5	8.0	5.9	5.1	6.1
핵심영업이익률(%)	9.5	8.0	5.9	5.1	6.1
ROE(%)	7.6	6.2	5.5	4.3	4.5
순부채비율(%)	-28.3	-34.1	-36.8	-39.4	-43.3

#### 4Q17 실적 전망 (단위: 억원, %, %p)

	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E		차이 (%, %p)	YoY (%, %p)	QoQ (%, %p)
					당사추정	컨센서스			
<b>개별</b>									
매출액(억원)	1,818	1,613	1,881	1,900	2,088	1,990	4.9	14.8	9.9
영업이익(억원)	82	82	203	57	96	166	-42.1	17.4	69.1
영업이익률(%)	4.5	5.1	10.8	3.0	4.6	8.3	-3.7	0.1	1.6

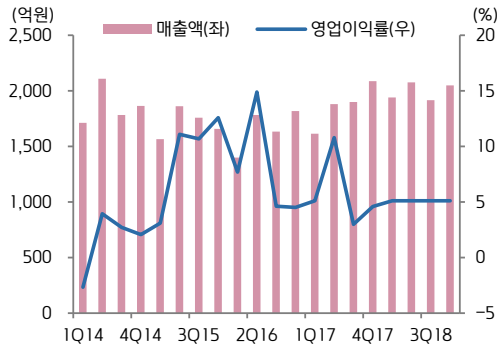
자료: 한국철강, 키움증권

#### 한국철강 실적 추정 (단위: 억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	1,613	1,881	1,900	2,088	1,940	2,076	1,915	2,049	6,634	7,483	7,979
철근	1,367	1,662	1,646	1,848	1,700	1,836	1,675	1,809	5,397	6,524	7,020
기타	246	219	254	240	240	240	240	240	1,237	959	959
철근판매량(천톤)	235	278	275	280	250	270	250	270	1,040	1,035	1,040
철근유통가격(천원/톤)	607	629	643	669	690	720	710	700	535	624	705
철근기준가격(천원/톤)	620	635	620	682	700	720	720	710	570	631	713
철스크랩가격(천원/톤)	288	268	301	341	360	370	360	350	223	279	360
철근기준가-철근유통가	13	6	-23	13	10	0	10	10	35	7	8
철근유통가-철스크랩	320	361	342	328	330	350	350	350	312	345	345
영업이익	82	203	57	96	99	106	98	104	530	438	407
영업이익률(%)	5.1	10.8	3.0	4.6	5.1	5.1	5.1	5.1	8.0	5.9	5.1
YoY(%)											
매출액	15.2	5.6	16.3	14.8	20.2	10.4	0.8	-1.9	-3.1	12.8	6.6
철근	22.2	13.8	23.4	24.5	24.3	10.5	1.8	-2.1	-3.3	20.9	7.6
기타	-12.6	-31.9	-15.1	-28.2	-2.6	9.6	-5.7	-0.1	-2.4	-22.4	0.0
철근판매량	-2.0	3.6	8.3	0.9	6.5	-3.0	-9.1	-3.6	1.0	-0.5	0.5

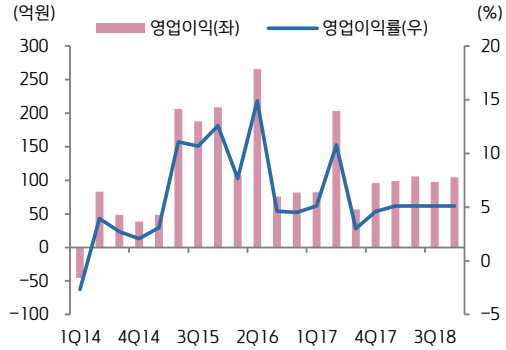
자료: 한국철강, 키움증권 주: 별도기준

### 매출액&영업이익률 추이



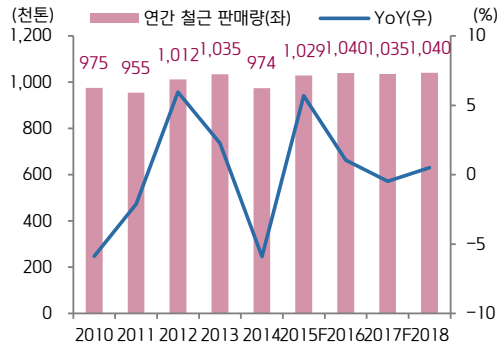
자료:한국철강, 키움증권 주개별기준

### 영업이익&영업이익률 추이



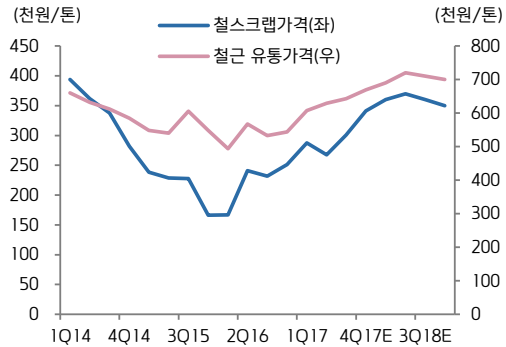
자료:한국철강, 키움증권 주개별기준

### 한국철강 연간 철근 판매량 추이



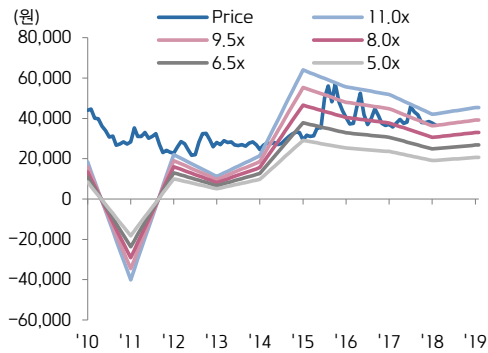
자료:한국철강, 키움증권

### 철근&철스크랩 가격 추이



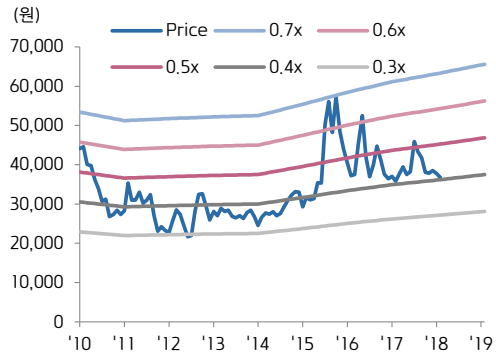
자료: 스틸데일리, 키움증권 주·생철 A기준

### 12m FWD PER 밴드



자료:한국철강, 키움증권 주개별기준

### 12m FWD PBR 밴드



자료:한국철강, 키움증권 주개별기준



## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	6,845	6,634	7,483	7,979	7,660
매출원가	5,819	5,703	6,677	7,181	6,817
매출총이익	1,027	931	806	798	843
판매비및일반관리비	375	400	368	391	375
영업이익(보고)	651	530	438	407	467
영업이익(핵심)	651	530	438	407	467
영업외손익	37	107	129	52	52
이자수익	48	45	49	52	52
배당금수익	3	3	0	0	0
외환이익	11	8	0	0	0
이자비용	1	0	0	0	0
외환손실	15	9	0	0	0
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-10	15	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	1	40	0	0
기타	0	43	40	0	0
법인세차감전이익	688	638	567	459	520
법인세비용	152	172	132	107	140
유효법인세율 (%)	22.1%	27.0%	23.3%	23.3%	27.0%
당기순이익	536	465	435	352	379
지분법적용순이익(억원)	536	465	435	352	379
EBITDA	902	783	676	637	690
현금순이익(Cash Earnings)	786	718	672	582	602
수정당기순이익	544	454	406	352	379
증감률(% YoY)					
매출액	-8.4	-3.1	12.8	6.6	-4.0
영업이익(보고)	422.6	-18.6	-17.4	-7.2	14.8
영업이익(핵심)	422.6	-18.6	-17.4	-7.2	14.8
EBITDA	141.9	-13.2	-13.6	-5.8	8.4
지분법적용 당기순이익	198.1	-13.2	-6.6	-19.1	7.8
EPS	198.1	-13.2	-6.6	-19.1	7.8
수정순이익	244.6	-16.6	-10.5	-13.3	7.8

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,047	780	543	508	650
당기순이익	536	465	435	352	379
감가상각비	250	252	238	230	223
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	-1	-3	0	0	0
자산처분손익	10	6	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	29	-109	-126	-74	48
기타	222	168	-3	0	0
투자활동현금흐름	-884	-383	-385	-270	-4
투자자산의 처분	-581	-281	-277	-162	104
유형자산의 처분	5	6	0	0	0
유형자산의 취득	-308	-108	-108	-108	-108
무형자산의 처분	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
재무활동현금흐름	-215	-83	-58	-62	-102
단기차입금의 증가	-132	0	0	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-83	-83	-83	-83	-83
기타	0	0	25	20	-19
현금및현금성자산의순증가	-51	314	100	176	544
기초현금및현금성자산	493	443	757	857	1,033
기말현금및현금성자산	443	757	857	1,033	1,577
Gross Cash Flow	1,018	889	669	582	602
Op Free Cash Flow	479	422	323	345	504

## 재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,356	4,922	5,556	6,043	6,387
현금및현금성자산	443	757	857	1,033	1,577
유동금융자산	1,620	1,864	2,102	2,242	2,152
매출채권및유동채권	1,537	1,529	1,725	1,840	1,766
재고자산	756	772	871	929	892
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	4,610	4,496	4,408	4,309	4,179
장기매출채권및기타비유동채권	8	2	3	3	3
투자자산	343	390	431	454	439
유형자산	4,250	4,094	3,965	3,843	3,728
무형자산	9	9	9	9	9
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	8,966	9,418	9,963	10,351	10,565
유동부채	1,320	1,316	1,484	1,583	1,519
매입채무및기타유동채무	1,290	1,282	1,446	1,542	1,480
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	29	34	38	41	39
비유동부채	358	412	438	458	439
장기매입채무및비유동채무	5	0	0	0	0
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	353	412	437	458	439
부채총계	1,678	1,728	1,922	2,041	1,958
자본금	461	461	461	461	461
주식발행초과금	5,525	5,525	5,525	5,525	5,525
이익잉여금	1,278	1,679	2,031	2,300	2,597
기타자본	24	24	24	24	24
지배주주지분자본총계	7,288	7,689	8,041	8,310	8,607
비지배주주지분자본총계	7,288	7,689	8,041	8,310	8,607
순차입금	-2,063	-2,620	-2,959	-3,274	-3,729
총차입금	0	0	0	0	0

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	5,822	5,054	4,721	3,820	4,120
BPS	79,133	83,491	87,312	90,233	93,453
주당EBITDA	9,789	8,497	7,338	6,916	7,494
CFPS	8,539	7,791	7,300	6,317	6,540
DPS	900	900	900	900	900
주가배수(배)					
PER	6.9	7.3	7.6	9.4	8.7
PBR	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	1.8	1.0	0.5	0.1	-0.6
PCFR	4.7	4.8	4.9	5.7	5.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	9.5	8.0	5.9	5.1	6.1
영업이익률(핵심)	9.5	8.0	5.9	5.1	6.1
EBITDA margin	13.2	11.8	9.0	8.0	9.0
순이익률	7.8	7.0	5.8	4.4	5.0
자기자본이익률(ROE)	7.6	6.2	5.5	4.3	4.5
투자자본이익률(ROIC)	9.6	7.5	6.3	5.9	6.9
안정성(%)					
부채비율	23.0	22.5	23.9	24.6	22.8
순차입금비율	-28.3	-34.1	-36.8	-39.4	-43.3
		65,160.			
이자보상배율(배)	884.5	1	N/A	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	4.3	4.3	4.6	4.5	4.2
재고자산회전율	7.2	8.7	9.1	8.9	8.4
매입채무회전율	4.6	5.2	5.5	5.3	5.1

포스코 ICT (022100)



BUY(Maintain)

주가(1/22) 9,240원

목표주가 11,000원(상향)

4Q17 연결 기준 매출액 2,725억원(YoY 5.3%, QoQ 16.4%), 영업이익 162억원 (YoY -21.5%, QoQ 10.3%)으로 컨센서 스(영업이익 222억원)을 하회할 전망이다. 1Q18 연결 기준 매출액 2,312억원 (YoY 0.4%, QoQ -15.2%), 영업이익 168억원(YoY 1.5%, QoQ 3.9%)을 전망 이다.

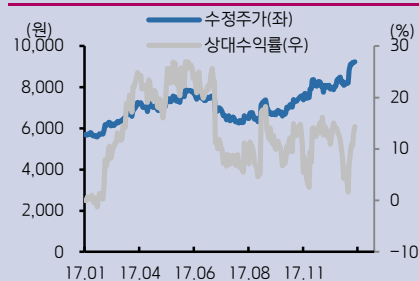
Stock Data

KOSDAQ(1/22)		873.09pt	
시가총액		14,048억원	
52주 주가동향		최고가	최저가
		9,240원	5,580원
최고/최저가 대비 등락		0.00%	65.59%
주가수익률		절대	상대
1M		14.8%	0.1%
6M		32.4%	2.6%
1Y		61.8%	15.3%

Company Data

발행주식수	152,035천주
일평균 거래량(3M)	1,647천주
외국인 지분율	2.48%
배당수익률(17.E)	0.87%
BPS (17.E)	2,737원
주요 주주	포스코 65.38%

Price Trend



2018년에 주목할 주식

>>> 4Q17 영업이익 162억원

4Q17 연결 기준 매출액 2,725억원(YoY 5.3%, QoQ 16.4%), 영업이익 162억원(YoY -21.5%, QoQ 10.3%)으 로 컨센서스(영업이익 222억원)을 하회할 전망이다. 스마트 팩토리 관련부문인 스마트IC와 스마트IT 부문의 견조한 성장세는 유지될 전망이나, 분기말 환율 변동에 따른 외환 관련 손익이 발생했을 것으로 보이며, 인센티브 등 일회성 비용 등이 실적 개선을 제한했을 것으로 판단된다.

>>> 1Q18 영업이익 168억원

1Q18 연결 기준 매출액 2,312억원(YoY 0.4%, QoQ - 15.2%), 영업이익 168억원(YoY 1.5%, QoQ 3.9%)을 전망 이다. 포스코 그룹의 전사적인 스마트팩토리화에 따라서 동 사의 스마트IC와 스마트IT 부문의 꾸준하고 점진적인 실 적개선이 시현할 것으로 판단한다. 또한, 동사 실적을 제한 했던 에너지부문의 구조조정 완료로 동사의 실적은 한층 레 벨업 될 것으로 보인다. 2018년 실적면으로나 사업모델면 으로나 관심을 갖고 봐야 할 기업으로 판단된다

>>> 투자의견 Buy, 목표주가 11,000원

투자의견 Buy 유지하며, 목표주가 11,000원으로 상향한다. 목표주가는 12m fwd EPS에 Target multiple 30배를 적용 한 가격이다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	8,405	8,669	9,523	10,316	11,244
보고영업이익(억원)	140	522	581	788	953
핵심영업이익(억원)	140	522	581	788	953
EBITDA(억원)	504	806	807	987	1,135
세전이익(억원)	-277	359	573	766	934
순이익(억원)	-563	376	496	548	669
지배주주지분순이익(억원)	-515	369	494	546	666
EPS(원)	-339	243	325	359	438
증감율(%YoY)	N/A	N/A	34.0	10.3	22.0
PER(배)	-14.97	23.81	28.3	25.7	21.0
PBR(배)	2.3	2.3	3.4	3.0	2.7
EV/EBITDA(배)	15.1	10.2	9.6	7.5	6.1
보고영업이익률(%)	1.7	6.0	6.1	7.6	8.5
핵심영업이익률(%)	1.7	6.0	6.1	7.6	8.5
ROE(%)	-15.6	10.6	12.5	12.4	13.5
순부채비율(%)	-24.3	-19.2	-25.4	-31.0	-36.4

#### 4Q17 실적 전망 (단위: 억원, %, %p)

	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E		차이 (%, %p)	YoY (%, %p)	QoQ (%, %p)
					당사추정	컨센서스			
<b>연결</b>									
매출액(억원)	2,588	2,301	2,155	2,342	2,725	2,902	-6.1	5.3	16.4
영업이익(억원)	206	165	107	146	162	222	-27.3	-21.5	10.3
영업이익률(%)	8.0	7.2	5.0	6.3	5.9	7.6	-1.7	-2.0	-0.3

자료: 포스코ICT, 키움증권 주연결기준

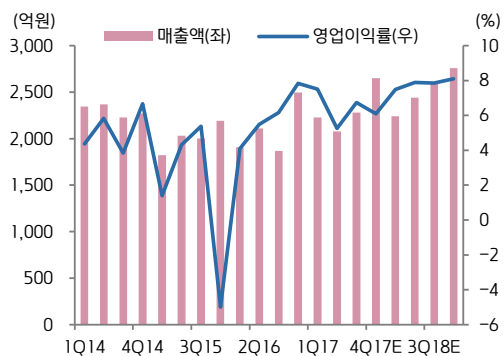
#### 포스코 ICT 실적 추정 (단위: 억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
<b>별도기준</b>											
매출액	2,229	2,077	2,281	2,650	2,240	2,440	2,590	2,760	8,383	9,237	10,030
Smart EIC	721	586	840	900	700	800	900	952	2,503	3,048	3,352
Smart IT	870	844	863	1,000	900	950	1,000	1,085	3,293	3,577	3,935
Smart EIC+Smart IT	1,592	1,430	1,703	1,900	1,600	1,750	1,900	2,037	5,796	6,625	7,287
Smart Energy	235	206	139	150	190	190	190	197	704	730	767
SOC	402	442	438	600	450	500	500	526	1,883	1,882	1,976
영업이익	167	109	154	162	168	192	203	224	505	592	788
Smart EIC+Smart IT	180	148	201	151	170	187	203	218	571	680	779
그 외	-13	-39	-47	11	-3	6	0	6	-65	-88	9
영업이익률	7.5	5.3	6.7	6.1	7.5	7.9	7.9	8.1	6.0	6.4	7.9
Smart EIC+Smart IT	11.3	10.4	11.8	7.9	10.7	10.7	10.7	10.7	9.8	10.3	10.7
그 외	-2.0	-6.0	-8.1	1.4	-0.4	0.8	0.0	0.8	-2.5	-3.4	0.3
<b>연결기준</b>											
매출액	2,301	2,155	2,342	2,725	2,312	2,512	2,662	2,832	8,669	9,523	10,316
본사	2,229	2,077	2,281	2,650	2,240	2,440	2,590	2,760	8,383	9,237	10,030
자회사	72	78	61	75	72	72	72	72	286	286	286
영업이익	165	107	146	162	168	192	203	224	522	581	788
본사	167	109	154	162	168	192	203	224	505	592	788
자회사	-2	-2	-7	0	0	0	0	0	17	-11	0
영업이익률	7.2	5.0	6.3	5.9	7.3	7.7	7.6	7.9	6.0	6.1	7.6
본사	7.5	5.3	6.7	6.1	7.5	7.9	7.9	8.1	6.0	6.4	7.9
자회사	-2.7	-2.8	-11.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	6.0	-4.0	0.0

자료: 포스코ICT, 키움증권

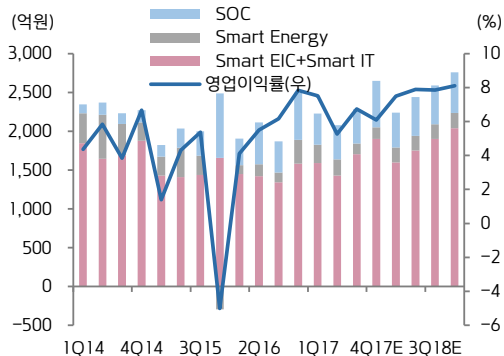


### 별도 실적 추이



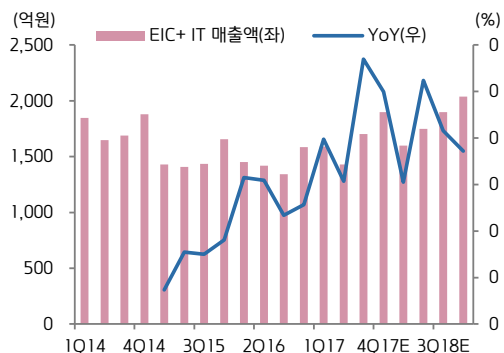
자료:포스코CT, 키움증권 주:별도기준

### 부문별 매출 추이



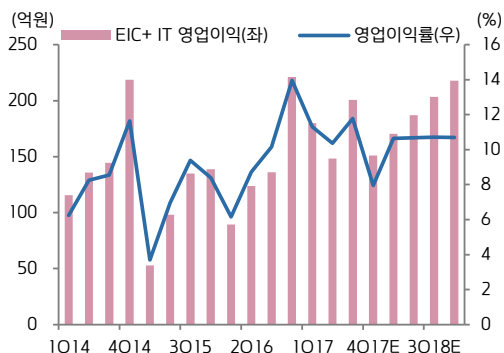
자료:포스코CT, 키움증권 주:별도기준

### 스마트 EIC+IT 매출액 추이



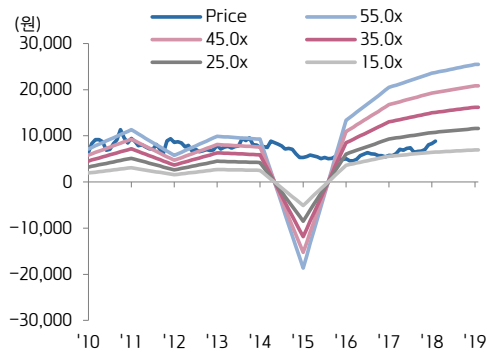
자료:포스코CT, 키움증권 주:별도기준

### 스마트 EIC+IT 영업이익&영업이익률 추이



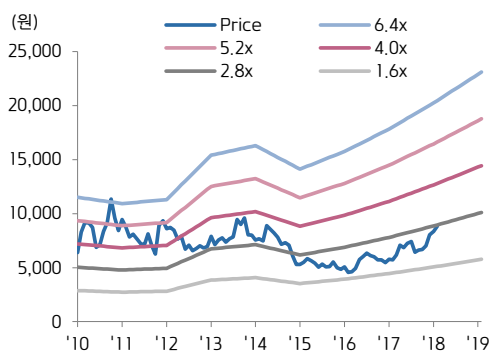
자료:포스코CT, 키움증권 주:별도기준

### 12m FWD PER 밴드



자료:포스코CT, 키움증권 주:연결기준

### 12m FWD PBR 밴드



자료:포스코CT, 키움증권 주:연결기준

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	8,405	8,669	9,523	10,316	11,244
매출원가	7,420	7,487	8,243	8,792	9,577
매출총이익	985	1,182	1,280	1,525	1,667
판매비및일반관리비	846	659	700	737	713
영업이익(보고)	140	522	581	788	953
영업이익(핵심)	140	522	581	788	953
영업외손익	-417	-163	-8	-22	-20
이자수익	17	24	19	18	18
배당금수익	1	1	1	0	1
외환이익	47	67	18	0	0
이자비용	11	6	6	9	9
외환손실	57	29	49	0	0
관계기업지분법손익	4	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	4	8	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-451	-179	-18	0	0
기타	29	-48	26	-31	-30
법인세차감전이익	-277	359	573	766	934
법인세비용	29	63	77	217	265
유효법인세율 (%)	-10.5%	17.6%	13.4%	28.4%	28.4%
당기순이익	-563	376	496	548	669
지배주주순이익(억원)	-515	369	494	546	666
EBITDA	504	806	807	987	1,135
현금순이익(Cash Earnings)	-198	659	723	748	850
수정당기순이익	-69	517	508	548	669
증감률(% YoY)					
매출액	-13.3	3.1	9.9	8.3	9.0
영업이익(보고)	-75.2	274.0	11.1	35.7	21.1
영업이익(핵심)	-75.2	274.0	11.1	35.7	21.1
EBITDA	-50.5	59.9	0.2	22.3	15.0
지배주주 당기순이익	N/A	N/A	34.0	10.3	22.0
EPS	N/A	N/A	34.0	10.3	22.0
수정순이익	N/A	N/A	-1.8	7.9	21.9

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	567	481	613	645	775
당기순이익	-563	376	496	548	669
감가상각비	193	157	142	143	144
무형자산상각비	171	126	85	57	38
외환손익	5	-35	30	0	0
자산처분손익	6	2	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-367	-695	-110	-102	-119
기타	1,122	551	-31	-1	44
투자활동현금흐름	309	-306	-187	-184	-190
투자자산의 처분	375	-239	-35	-33	-38
유형자산의 처분	15	3	0	0	0
유형자산의 취득	-167	-156	-150	-150	-150
무형자산의 처분	-61	-45	0	0	0
기타	147	131	-2	-2	-2
재무활동현금흐름	-251	-276	-89	-83	-78
단기차입금의 증가	-254	-258	0	0	0
장기차입금의 증가	13	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-27	0	-76	-76	-76
기타	17	-18	-13	-7	-2
현금및현금성자산의순증가	625	-97	337	378	506
기초현금및현금성자산	184	809	712	1,049	1,427
기말현금및현금성자산	809	712	1,049	1,427	1,933
Gross Cash Flow	934	1,177	722	747	894
Op Free Cash Flow	-77	-182	353	578	595

## 재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,085	4,026	4,690	5,371	6,189
현금및현금성자산	799	712	1,049	1,427	1,890
유동금융자산	31	28	31	34	37
매출채권및유동채권	2,977	3,199	3,514	3,807	4,149
재고자산	67	34	37	41	44
기타유동비금융자산	211	53	59	63	69
비유동자산	2,855	2,596	2,564	2,556	2,573
장기매출채권및기타비유동채권	132	106	116	126	137
투자자산	432	354	387	417	452
유형자산	1,594	1,506	1,514	1,521	1,528
무형자산	325	257	172	116	77
기타비유동자산	371	373	375	377	379
자산총계	6,939	6,622	7,254	7,928	8,762
유동부채	3,291	2,606	2,830	3,037	3,280
매입채무및기타유동채무	2,216	1,750	1,922	2,082	2,269
단기차입금	7	22	22	22	22
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	1,068	835	886	933	988
비유동부채	334	268	255	250	249
장기매입채무및비유동채무	13	12	13	14	15
사채및장기차입금	18	1	1	1	1
기타비유동부채	303	255	242	235	233
부채총계	3,625	2,874	3,085	3,287	3,528
자본금	760	760	760	760	760
주식발행초과금	2,243	2,243	2,243	2,243	2,243
이익잉여금	351	751	1,170	1,640	2,230
기타자본	-1	-12	-12	-12	-12
지배주주지분자본총계	3,353	3,742	4,161	4,631	5,221
비지배주주지분자본총계	-38	6	8	10	13
	3,315	3,748	4,169	4,641	5,234
순차입금	-805	-718	-1,057	-1,438	-1,904
총차입금	25	22	22	22	22

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	-339	243	325	359	438
BPS	2,205	2,461	2,737	3,046	3,434
주당EBITDA	331	530	531	649	747
CFPS	-131	433	476	492	559
DPS	0	50	50	50	50
주가배수(배)					
PER	-15.0	23.8	28.3	25.7	21.0
PBR	2.3	2.3	3.4	3.0	2.7
EV/EBITDA	15.1	10.2	9.6	7.5	6.1
PCFR	-38.8	13.3	19.4	18.7	16.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	1.7	6.0	6.1	7.6	8.5
영업이익률(핵심)	1.7	6.0	6.1	7.6	8.5
EBITDA margin	6.0	9.3	8.5	9.6	10.1
순이익률	-6.7	4.3	5.2	5.3	5.9
자기자본이익률(ROE)	-15.6	10.6	12.5	12.4	13.5
투자자본이익률(ROIC)	5.7	18.8	15.0	24.1	25.4
안정성(%)					
부채비율	109.4	76.7	74.0	70.8	67.4
순차입금비율	-24.3	-19.2	-25.4	-31.0	-36.4
이자보상배율(배)	13.2	82.6	101.2	87.6	106.0
활동성(배)					
매출채권회전율	2.6	2.8	2.8	2.8	2.8
재고자산회전율	78.7	171.9	265.9	264.1	264.9
매입채무회전율	4.0	4.4	5.2	5.2	5.2

투자이전 변동내역 (2개년)

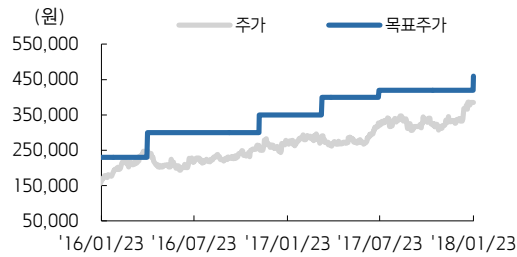
종목명	일자	투자이전	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%) 평균 주가 대비	최고 주가 대비
POSCO (005490)	2015-10-15	BUY(Maintain)	260,000원	-29.42	-28.85	-30.96
	2015-10-21	BUY(Maintain)	260,000원	-30.72	-25.77	-36.35
	2015-11-24	BUY(Maintain)	260,000원	-33.05	-25.77	-37.88
	2016-01-12	BUY(Maintain)	230,000원	-28.79	-24.13	-32.17
	2016-01-29	BUY(Maintain)	230,000원	-12.58	8.04	-32.17
	2016-04-22	BUY(Maintain)	300,000원	-22.24	-17.00	-26.83
	2016-05-09	BUY(Maintain)	300,000원	-28.01	-17.00	-32.50
	2016-06-08	BUY(Maintain)	300,000원	-29.56	-17.00	-35.33
	2016-07-14	BUY(Maintain)	300,000원	-29.23	-17.00	-35.33
	2016-07-22	BUY(Maintain)	300,000원	-27.88	-17.00	-35.33
	2016-09-08	BUY(Maintain)	300,000원	-27.17	-17.00	-35.33
	2016-10-12	BUY(Maintain)	300,000원	-26.87	-17.00	-35.33
	2016-10-27	BUY(Maintain)	300,000원	-17.46	-11.83	-22.83
	2016-11-28	BUY(Maintain)	350,000원	-25.61	-19.29	-30.29
	2017-01-13	BUY(Maintain)	350,000원	-25.00	-19.29	-30.29
	2017-01-26	BUY(Maintain)	350,000원	-22.26	-15.29	-30.29
	2017-03-31	BUY(Maintain)	400,000원	-31.46	-27.25	-34.00
	2017-04-19	BUY(Maintain)	400,000원	-31.06	-25.00	-34.63
	2017-07-11	BUY(Maintain)	400,000원	-30.17	-18.25	-34.63
	2017-07-21	BUY(Maintain)	420,000원	-21.57	-17.38	-27.02
	2017-09-26	BUY(Maintain)	420,000원	-21.95	-17.38	-27.02
	2017-10-27	BUY(Maintain)	420,000원	-21.86	-17.38	-27.02
	2017-10-30	BUY(Maintain)	420,000원	-22.19	-17.38	-27.02
	2017-11-20	BUY(Maintain)	420,000원	-20.84	-7.98	-27.02
	2018-01-23	BUY(Maintain)	460,000원			
현대제철 (004020)	2015-10-15	BUY(Maintain)	74,000원	-24.95	-23.78	-26.62
	2015-10-23	BUY(Maintain)	74,000원	-28.42	-23.38	-33.11
	2015-11-24	BUY(Maintain)	74,000원	-30.56	-23.38	-38.65
	2016-01-18	BUY(Maintain)	74,000원	-31.28	-23.38	-40.74
	2016-01-28	BUY(Maintain)	74,000원	-29.31	-16.89	-40.74
	2016-04-28	BUY(Maintain)	74,000원	-19.10	-15.00	-22.70
	2016-05-09	BUY(Maintain)	74,000원	-32.10	-15.00	-39.19
	2016-07-14	BUY(Maintain)	74,000원	-32.11	-15.00	-39.19
	2016-07-26	BUY(Maintain)	74,000원	-31.85	-15.00	-39.19
	2016-10-18	BUY(Maintain)	74,000원	-31.77	-15.00	-39.19
	2016-11-01	BUY(Maintain)	63,000원	-21.01	-17.62	-24.21
	2016-11-28	BUY(Maintain)	63,000원	-13.98	-3.02	-24.21
	2017-01-18	BUY(Maintain)	77,000원	-21.17	-19.48	-24.42
	2017-01-26	BUY(Maintain)	77,000원	-21.50	-16.23	-30.52
	2017-04-18	BUY(Maintain)	77,000원	-22.44	-16.23	-32.08
	2017-04-28	BUY(Maintain)	77,000원	-23.54	-16.23	-32.08
	2017-06-02	BUY(Maintain)	77,000원	-23.55	-16.23	-32.08
	2017-06-26	BUY(Maintain)	77,000원	-23.24	-16.23	-32.08
	2017-07-13	BUY(Maintain)	77,000원	-23.10	-16.23	-32.08
	2017-07-31	BUY(Maintain)	77,000원	-26.80	-17.66	-33.90
	2017-10-12	BUY(Maintain)	66,000원	-15.93	-13.03	-18.18
	2017-10-31	BUY(Maintain)	72,000원	-20.46	-17.36	-24.31
	2017-11-20	BUY(Maintain)	72,000원	-19.28	-13.06	-24.31
	2018-01-23	BUY(Maintain)	73,000원			
고려이전 (010310)	2017-11-20	BUY(Initiate)	650,000원	-24.16	-17.38	-28.62
	2018-01-23	BUY(Maintain)	650,000원			
세아네스틸 (033780)	2015-10-07	BUY(Maintain)	44,000원	-35.23	-24.66	-46.48
	2016-02-02	Outperform(Downgrade)	28,000원	-2.27	9.64	-15.18
	2016-04-29	Marketperform(Downgrade)	28,000원	-4.75	9.64	-15.18
	2016-07-21	Marketperform(Maintain)	28,000원	-4.79	9.64	-15.18
	2016-07-29	Marketperform(Maintain)	28,000원	-4.77	9.64	-15.18
	2017-01-24	Outperform(Upgrade)	28,000원	-11.13	-7.86	-13.21
	2017-02-09	Outperform(Maintain)	28,000원	-4.51	2.50	-13.21
	2017-04-24	Buy(Upgrade)	33,000원	-15.53	-13.48	-18.94
	2017-05-08	BUY(Maintain)	33,000원	-15.83	-13.48	-18.94
	2017-05-22	BUY(Maintain)	33,000원	-13.88	-4.70	-18.94
대한원재료 (084010)	2015-11-26	BUY(Initiate)	13,000원	-34.23	-25.23	-42.15
	2016-01-22	BUY(Maintain)	10,000원	-21.99	-18.80	-24.00
	2016-02-02	BUY(Maintain)	10,000원	-7.92	18.50	-25.40
	2016-05-17	BUY(Maintain)	13,000원	-29.78	-18.46	-38.92
	2016-08-17	BUY(Maintain)	13,000원	-26.04	-14.23	-38.92
	2017-02-17	BUY(Maintain)	13,000원	-19.43	-7.69	-26.92
	2017-06-26	BUY(Maintain)	16,000원	-17.77	-14.38	-24.69
	2017-07-20	BUY(Maintain)	16,000원	-16.81	-10.31	-24.69
	2017-08-17	BUY(Maintain)	16,000원	-26.71	-10.31	-41.19
	2018-01-23	BUY(Maintain)	12,000원			
한독철강 (104700)	2015-11-26	BUY(Initiate)	60,000원	-32.71	-25.42	-40.08
	2016-01-25	BUY(Maintain)	47,000원	-21.36	-20.43	-22.45
	2016-02-02	BUY(Maintain)	47,000원	-10.59	11.70	-24.47
	2016-05-17	BUY(Maintain)	59,000원	-32.05	-22.03	-39.41
	2016-08-17	BUY(Maintain)	59,000원	-30.78	-22.03	-39.41
	2017-02-17	BUY(Maintain)	59,000원	-34.68	-26.10	-38.81
	2017-06-26	BUY(Maintain)	59,000원	-32.99	-21.61	-38.81
	2017-07-20	BUY(Maintain)	59,000원	-31.88	-21.61	-38.81
	2017-08-17	BUY(Maintain)	59,000원	-35.05	-25.00	-39.15
	2018-01-23	BUY(Maintain)	45,000원			
포스코 ICT (022100)	2017-04-03	BUY(Initiate)	9,000원	-21.44	-19.33	-24.33
	2017-04-24	BUY(Maintain)	9,000원	-18.75	-12.56	-24.56
	2017-07-21	BUY(Maintain)	9,000원	-21.82	-12.56	-30.44
	2017-10-24	BUY(Maintain)	9,000원	-21.30	-20.44	-22.56
	2017-10-30	BUY(Maintain)	9,000원	-11.26	2.33	-22.56
	2018-01-23	BUY(Maintain)	11,000원			
종산 (103140)	2017-11-20	BUY(Initiate)	65,000원	-28.04	-19.69	-35.23
	2018-01-23	BUY(Maintain)	65,000원			

\* 주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

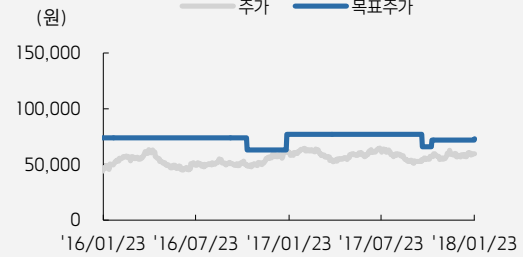


## 목표주가 추이 (2개년)

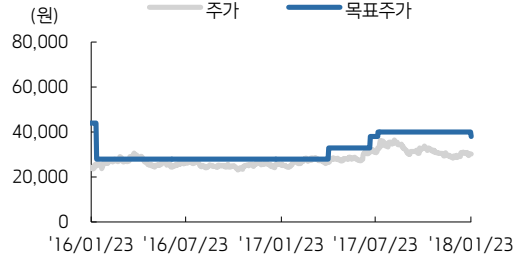
POSCO(005490)



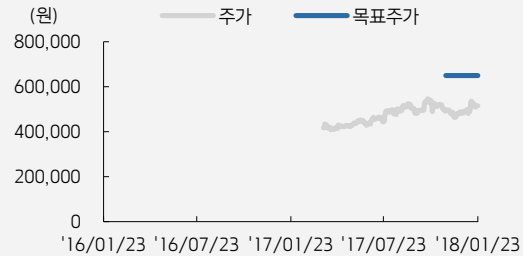
현대제철(004020)



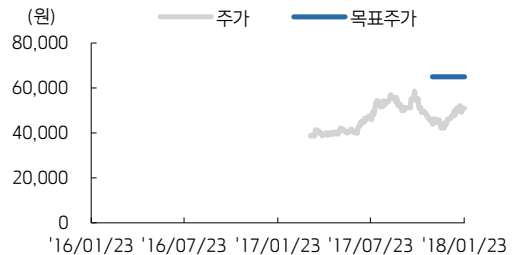
세아베스탈(033780)



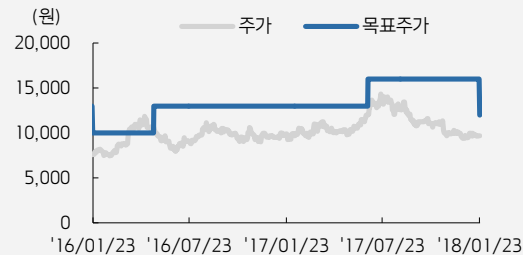
고려아연(010310)



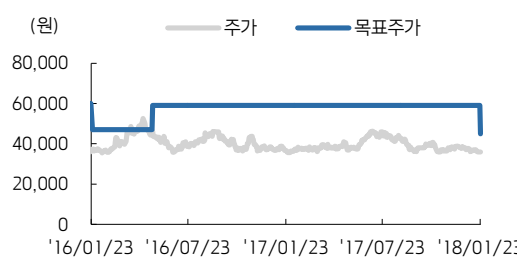
풍산 (103140)



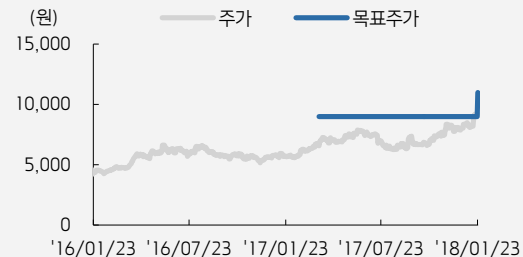
대한제강 (084010)



한국철강 (104700)



포스코 ICT (022100)



## 투자 의견 및 적용 기준

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

## 투자등급 비율 통계 (2017/01/01~2017/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	95.21%
중립	7	4.19%
매도	1	0.60%