

2018년 10월 17일

키움증권 리서치센터 | 산업분석

철강/금속 Neutral(Re-Initiate)

Cycle의 전환 결정권은 수요에서 공급으로

기업분석팀

철강/유틸리티 Analyst 이종형

02-3787-5023, leejh@kiwoom.com

키움증권





Summary

>>> 2018년 주목해야 할 철강/비철 업황의 변화

- 중국 철강가격과 POSCO 주가의 상관관계 약해짐 – 견조한 중국 철강가격대비 부진한 POSCO 주가
- 2Q18이후 중국 철강가격과 비철금속가격의 차별화가 의미하는 바는?
- 중국 철강/비철 수요증가율 둔화 시그널 – 2017년 일대일로와 숭안신구 개발로 기대감 높았던 인프라투자는 오히려 부진

>>> 이제 Cycle의 주도권은 공급으로

- 중국 환경규제에 따른 감산은 선물시장에 반영될 '기대감' 관점에서 접근 필요
- 중국의 전기로 선호는 전극봉 등 전기로 관련 원부자재 가격상승 요인
- 중국의 고로가동률 제한이 가져오는 딜레마 – 철광석가격 안정과 제한된 Cost Push효과
- 무거워진 비철가격, 2016년 이후 랠리의 절반을 반납
- 아연 제련수수료 반등은 구조적 변화, 연 제련수수료는 아연과 동행

>>> Top-pick: 고려아연

- 아연/연 제련업황 중장기 턴어라운드 시작

Contents

I. Sector View

II. Coverage

Top-pick 고려아연(010130)

아연/연 제련업황 턴어라운드 시작

POSCO(005490) 과도한 저평가

현대제철(004020) 남북경협 대장주

포스코켄텍(003670) 이차전지가 끌고 음극재가 받치고

영풍(000670) 업황도 주가도 바닥!

풍산(103140) 방산회복이 주가 상승의 Key!

동국제강(001230) 후판회복에도 봉형강/냉연 부진

세아베스탈(001430) 자동차향 부진 지속

III. APPENDIX

Part | Sector View

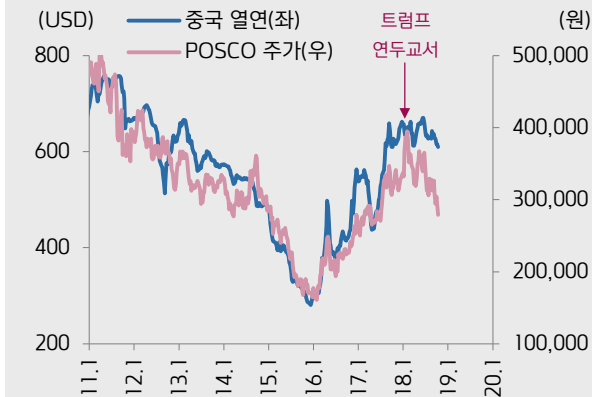


2018년 주목해야 할 변화

◎ 2016년 이후 최근 2년간의 철강/비철가격 상승세 종료

- 중국 철강가격은 4Q17이후 횡보, 비철가격은 2Q18이후 하락반전. 8월 이후 중국 철강가격과 비철가격의 동행성 약해짐
- 비철가격은 중-미 무역분쟁 우려와 달러강세에 하락. 반면, 중국 철강가격은 선물가격 상승에 지지(인프라투자, 감산 기대감)
- POSCO 주가는 중국 철강가격과 동행, 1월말 트럼프의 연두교서(1.5조달러 인프라투자 계획 포함) 발표 전후해 고점기록
- 이후 중-미 무역분쟁 격화 및 달러표시기준 중국 철강가격 하락과 연동해 부진 → **달러표시 가격이 올라야 모멘텀 존재**

중국 철강가격과 POSCO주가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 철강가격과 비철가격(LME 인덱스)



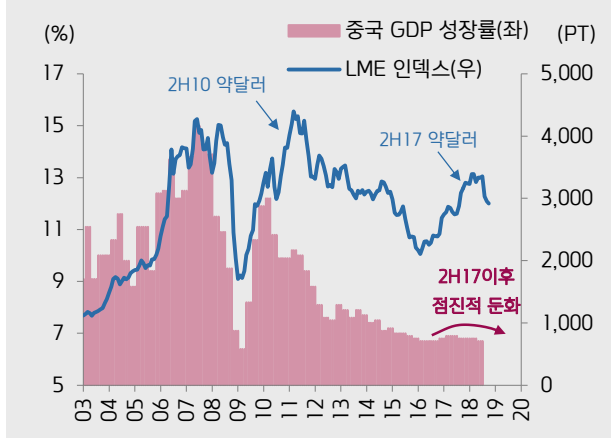
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

비철가격 하락이 의미하는 바는?

© 2016년 이후 시작된 중국발 수요 Cycle 마무리

- 비철가격을 움직이는 요소는 중국 경기모멘텀 > 달러 > G2 정책기대감
- 중국의 경기모멘텀은 2H17이후 점진적 둔화국면 진입, 달러가 강세로 전환된 2Q18이후 비철가격은 이를 반영하기 시작함
- 중국의 경기모멘텀이 다시 회복되기 전까지 비철금속가격은 중장기 하락국면에 진입(달러약세시 단기적으로 반등은 가능)
- 이는 철강가격에도 동일하게 적용(단, 철강은 원가와 공급 변수가 존재)

중국 분기 GDP 성장률과 비철가격



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

달러와 비철가격



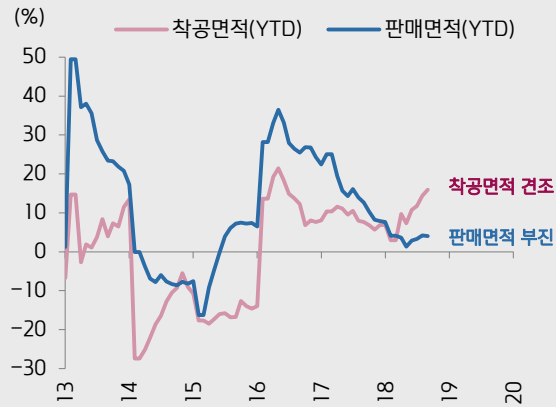
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 철강/비철 수요증가율 둔화 시그널

◎ 중국 부채 문제로 2018년 인프라투자 급감, 향후 부양에 나설 전망이나 '적극적' 부양가능성 높지 않음

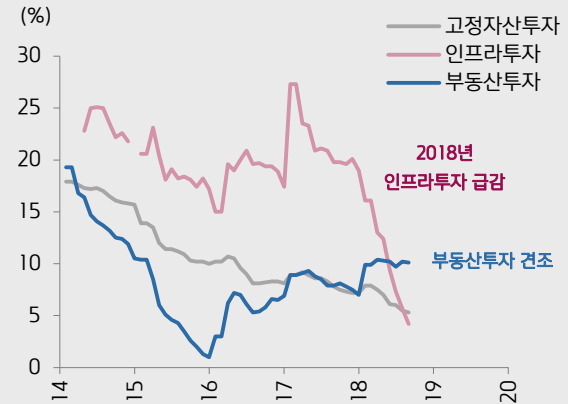
- 중국의 산업별 철강소비는 부동산 35~40%, 인프라 15~20%, 2016년 이후 부동산과 인프라투자 동시에 회복됨
- 2018년 부동산향 수요는 건조(착공면적)하나 인프라투자향 수요는 부진해 철강/비철 수요증가율은 둔화 시그널
- 향후 중국의 건축기조 완화 및 인프라투자 확대 예상되나 2015년과 같은 적극적 부양가능성은 낮음(경기 하락속도 조절)
- 한편, 미국과 중국의 대규모 인프라투자 기대감은 단기적으로 철강선물가격과 주가에 긍정적일 수 있음

중국 상업용빌딩 착공/판매면적 증가율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 부동산/인프라투자 증가율



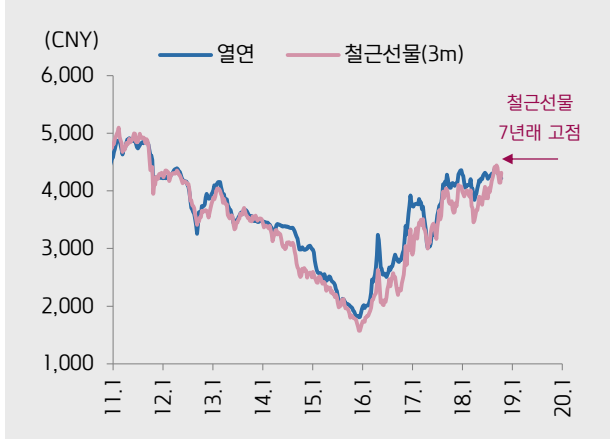
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

이제 Cycle의 주도권은 공급으로

◎ 환경규제 강화에 따른 감산기대감이 중국 철강가격을 지지 (VS 공급기대감이 없는 비철가격은 하락)

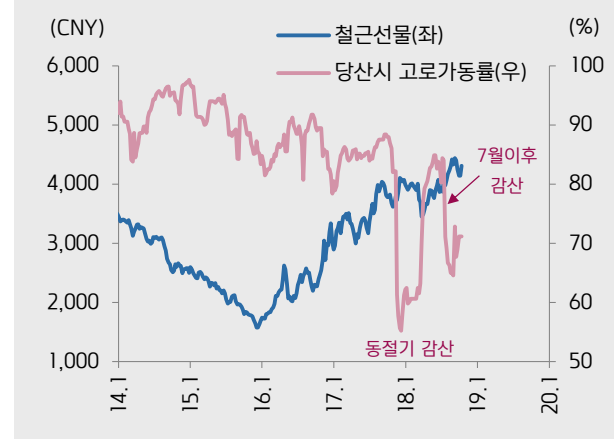
- 7월 초 중국 정부는 대기환경 개선을 위한 2018~2020년 중장기 프로젝트인 Blue Sky Action Plan 발표
- 중국 최대 철강생산 도시인 당산시(중국내 생산비중 11%)는 7/20~8/31 철강사에게 가동률을 30~50% 낮출 것을 명령
- 8월 초 중국 정부는 동절기(11/15~3/15) 30~50% 철강사 감산을 1.5개월 앞당겨 10월부터 시작하겠다는 초안을 발표
- 9월 초, 동절기 감산의 관리감독이 기존 중앙정부에서 지방정부로 이관된다는 루머에 불확실성 제기되며 선물가격 조정
- 9월 말, 올해 동절기 감산정책은 작년의 30~50%의 일괄적 감산문구 삭제되고 오염정도에 따른 지방정부 자율권 보장 공식화

중국 철근선물가격과 열연 유통가격



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 당산시 고로가동률 조사



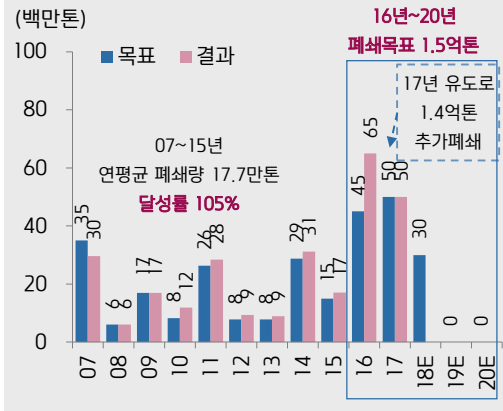
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 환경규제에 따른 감산은 '기대감' 관점에서 접근 필요

◎ 중국 환경규제 강화가 실제 '의미 있는 감산'으로 이어질 가능성은 낮음

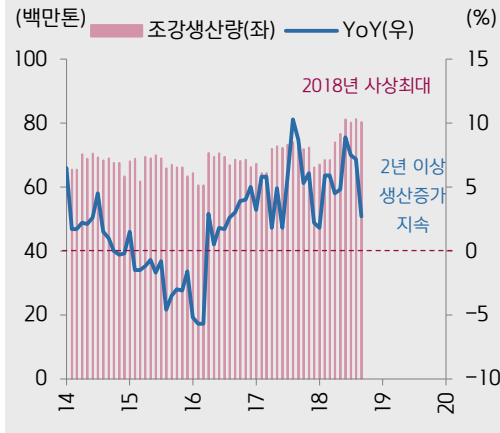
- 중국의 2016~2020년 폐쇄목표 1.5억톤은 2016년 6,500만톤, 2017년 5,000만톤, 2018년 3,000만톤으로 완료됨
- 이와 별개로 2017년 통계에 잡히지 않는 유도로(Induction Furnace, 노후 철강설비) 1.4억톤 폐쇄(가동률 50% 추정)
- 최근 3년간 대규모 철강설비 폐쇄 발표에도 중국 생산증가세는 지속, 2018년 8월누계 6%YoY 증가하며 사상최고치
- 2016년~17년 급감했던 중국의 철강수출량은 2018년 다시 증가할 조짐

중국 연도별 조강설비 폐쇄 목표와 실적



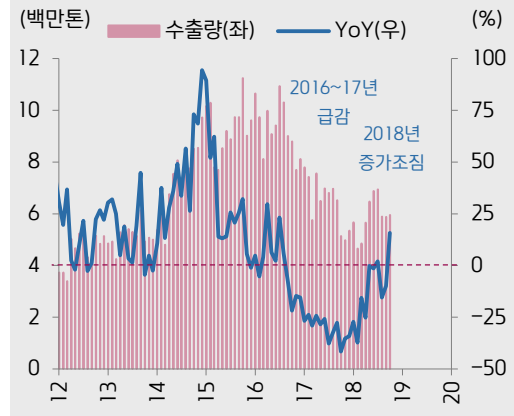
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 월별 조강생산량



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 월별 철강수출량



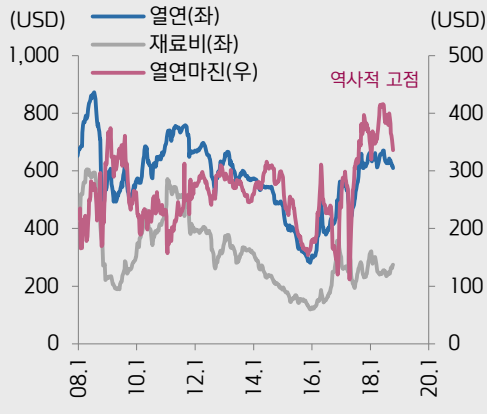
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 환경규제에 따른 감산은 '기대감' 관점에서 접근 필요

◎ 중국 환경규제 강화가 실제 '의미 있는 감산'으로 이어질 가능성은 낮은 첫번째 이유

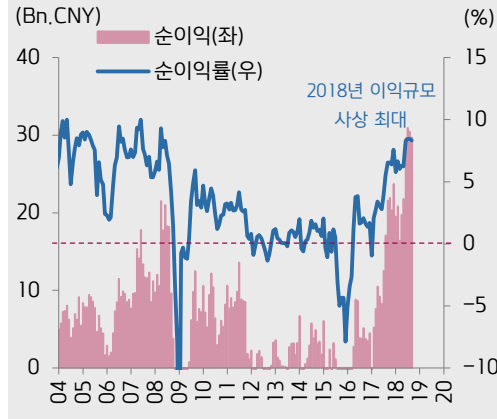
- 2012~2015년간 급격히 악화되었던 중국 철강사들의 수익성은 2016년 이후 급격히 개선되며 생산욕구를 자극
- 현재 중국 철강 spot 마진과 철강사의 이익규모는 역사상최고 수준
- 수익성이 다시 악화되기 전까지 중국 철강사와 지방정부가 적극적인 감산에 나설 가능성은 낮음

중국 spot 열연 마진



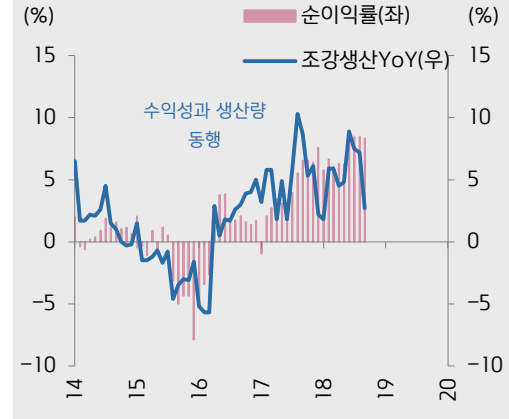
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 중대형 철강사 순이익



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 철강사 수익성과 조강생산 증가율



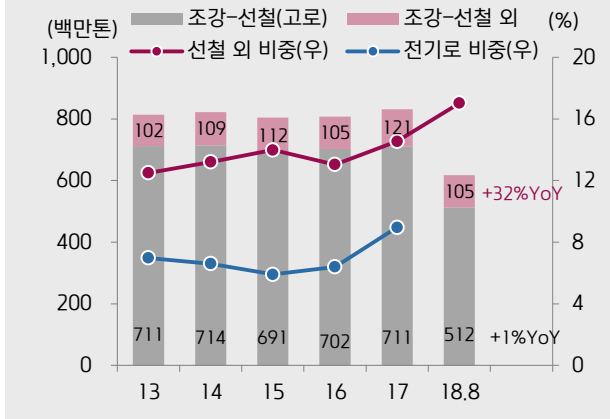
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 환경규제에 따른 감산은 '기대감' 관점에서 접근 필요

◎ 중국 환경규제 강화가 실제 '의미 있는 감산'으로 이어질 가능성은 낮은 두번째 이유

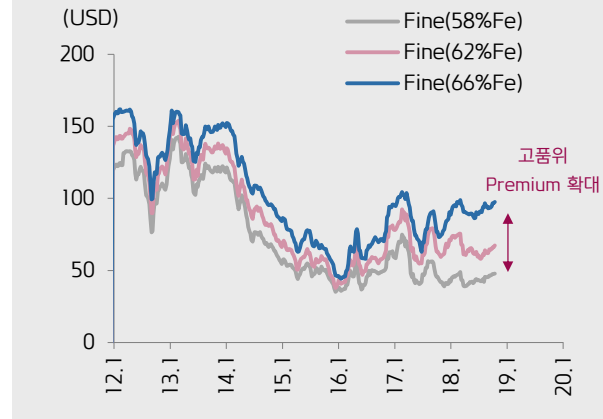
- 고로 가동을 제한에도 고품위 철광석사용과 전로에서의 고철 투입비중 확대 등의 방법으로 부족한 생산량을 보충
- 작년 대규모 설비폐쇄, 동절기(11/15~3/15) '2+26 도시' 30~50% 감산에도 고로 생산량은 큰 변화 없음
- 환경규제 및 감산명령에서 자유로운 전기로 생산량 급증(2016년 5,170만톤 → 2017년 7,449만톤 추정)

중국 공법별 조강생산 구분



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Fe 품위별 철광석가격



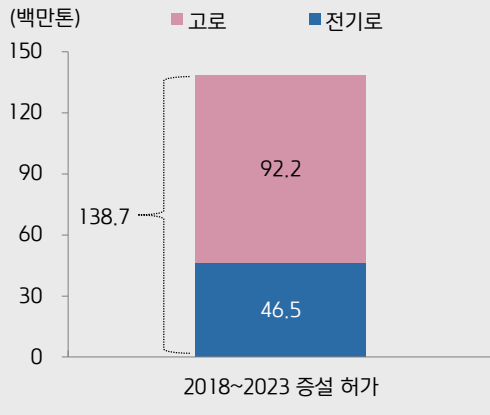
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 철강생산의 구조적 변화 - 전기로 비용상승

◎ 중국의 전기로 선호는 전극봉 등 전기로 관련 원부자재 가격상승 요인

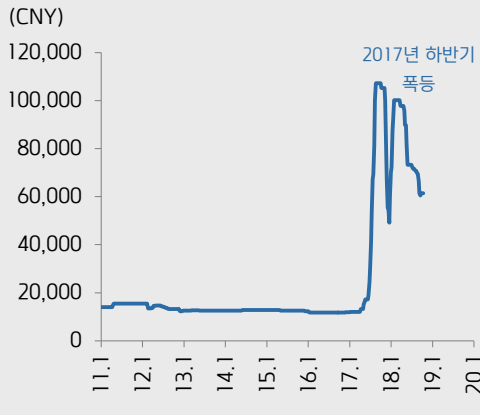
- 중국은 2016년 이후 '1:1.25 감량치환' 도입(신규 고로 100만톤 증설을 위해서는 기존 고로 125만톤을 폐쇄해야 함)
- 단, 전기로는 등량치환을 인정해 전기로 증설을 지원, 2018년 신규 허가량의 30% 이상이 전기로)
- 중국의 전기로 생산량 증가는 관련된 원부자재 가격 상승으로 연결 → 국내 전기로 제강사에는 원가 부담 증가

중국 공법별 증설 허가량



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 흑연 전극봉 가격



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

철광석-석탄 비용(고로) VS 고철비용(전기로)



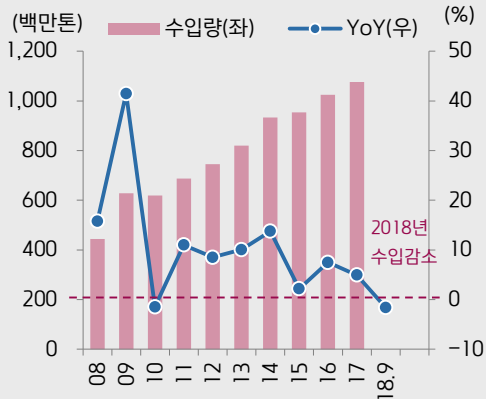
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 철강생산의 구조적 변화 - 철광석 수요둔화

◎ 중국의 고로가동을 제한이 가져오는 딜레마 - 철강사 주가는 마진보다 가격에 민감

- 고로 생산량 정체로 중국의 철광석 수입량은 2018년 증가세 종료, 항구재고도 감소하기 시작해 Destocking 시그널
- Vale를 중심으로 한 Major 철광석 업체들의 증산은 2019년까지 지속 → 중장기 철광석가격은 2017년 peak out
- 만약 중국의 의미 있는 철강 감산이 이루어질 경우 철광석가격은 하락하고 이는 결국 철강가격 하락으로 연결
→ 마진개선으로 실적에는 긍정적일 수 있으나 철강가격 하락시 주가 상승모멘텀은 약해짐(공급조절 Cycle의 딜레마)

중국 철광석 수입량



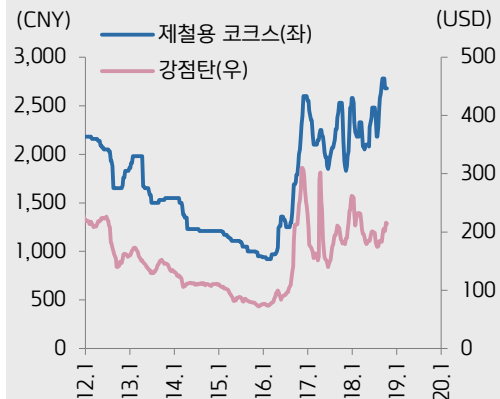
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 철광석 항구재고와 가격



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 제철용 코크스가격과 호주 강점탄가격



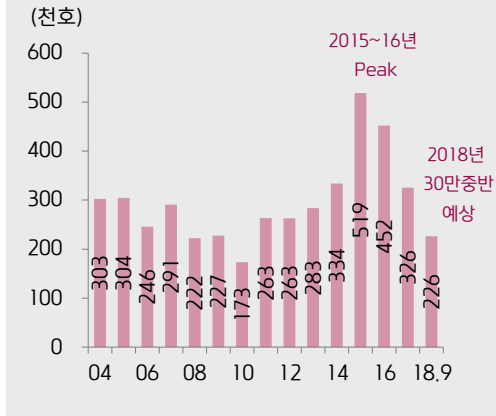
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

국내 철강 수요처 동향

◎ 건설/자동차는 부진, 조선은 회복

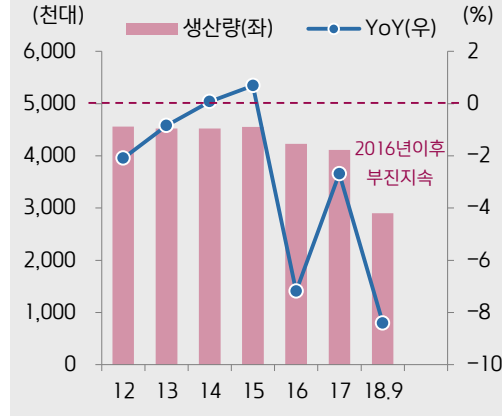
- 건설(수요비중 30%) :국내 아파트 분양은 2015~16년 정점 통과해 철근 수요도 2017년 정점 후 2018년부터 완만한 감소 중
- 자동차(30%) : 자동차 생산은 2016년이후 부진해 자동차용 철강수요 부진 지속(자동차강판, 특수강강강, CHQ wire 등)
- 조선(20%) : 조선 수주 회복에 따라 조선용 철강 수요는 2017년 이후 회복 시그널(후판, 조선용 형강 등 일부제품 수혜)

국내 아파트 분양



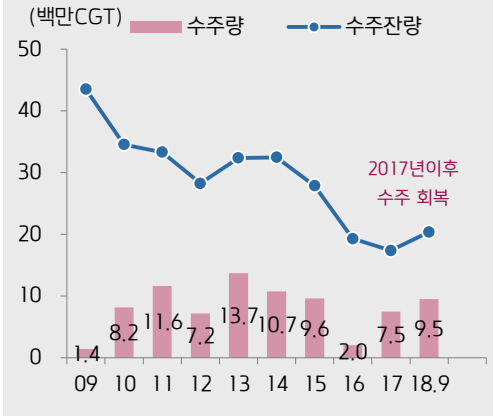
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

국내 자동차 생산



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

조선 수주 및 수주잔고



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

무거워진 비철가격, 2016년 이후 랠리의 절반을 반납

◎ 비철가격, 지난 2년간의 상승랠리 끝내고 2Q 18 이후 하락반전

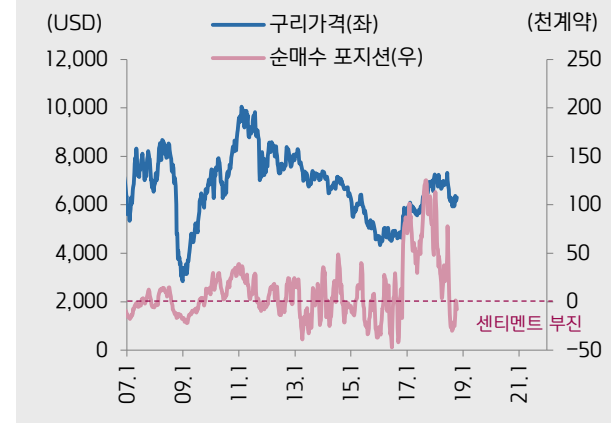
- 2016년 이후 상승배경: 1차 랠리 - 중국경기회복 + 트럼프 인프라투자 기대감, 2차 랠리 - 달러약세
- 2Q 18 이후 중국-미국 무역분쟁과 달러강세에 하락반전 → 2차랠리 상승분 반납
- 중국 경기모멘텀 둔화되고 있어 위안화강세 및 달러약세 또는 인프라투자 기대감 부각 등의 매크로/정책 변화가 필요

비철가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

구리가격과 CFTC 비상업적(투기적) 순매수 포지션



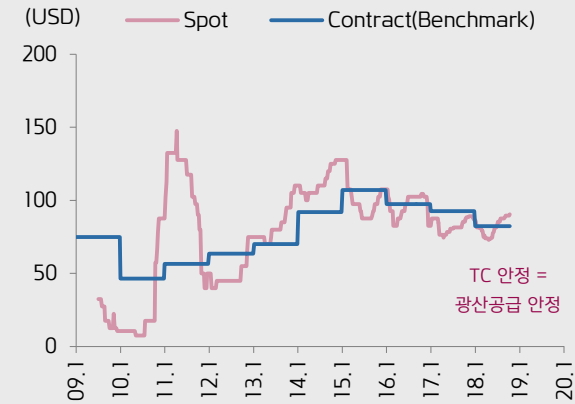
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

구리, 광산/메탈 공급은 안정적

◎ 칠레 Escondida 광산의 파업우려 해소, 광산공급에 문제 없음

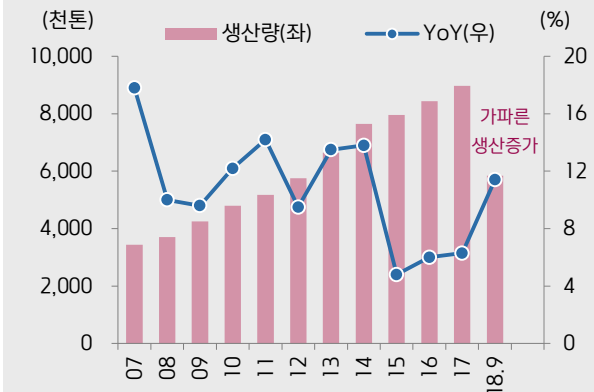
- 중국 spot 구리 제련수수료(Treatment Charge, TC)는 2017년 이후 안정되며 광산 수급이 균형을 나타냄
- 2018년 세계 최대 구리광산 칠레 Escondida는 파업우려 해소(2017년 44일 파업), 광산공급에 특별한 문제 없음
- 단, 2018년 중국 구리메탈(Refined Copper) 생산급증은 경계요소

중국 구리 제련수수료(Treatment Charge, TC)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 구리메탈(Refined Copper) 생산량



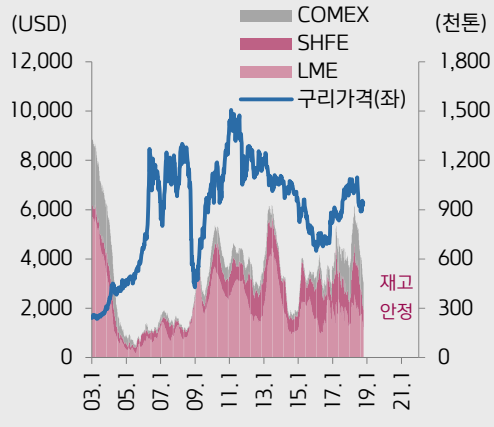
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중기 구리가격은 하락추세 전환

◎ 구리가격은 2016년 이후 중기 상승추세 종료, 하락추세로 전환

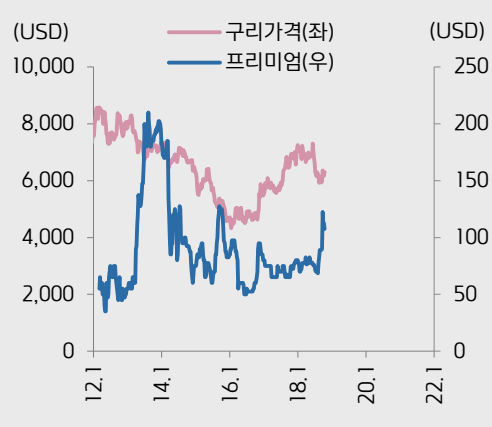
- 구리가격은 2018년 6월 초 \$7,300대를 고점으로 이후 하락 반전, 6월말 이후 하락추세 전환
- 단기급락에 따른 반등은 가능하나 중국 경기모멘텀, 또는 달러 약세 등의 매크로 변화가 없다면 하락추세의 반전가능성 낮음
- 단, 거래소의 낮은 재고와 프리미엄을 감안시 실물 구리수급은 안정적, 이는 구리가격 하락을 제한시킬 수 있는 요인

구리가격과 거래소 구리재고



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 상해 구리프리미엄



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

구리가격과 이동평균선



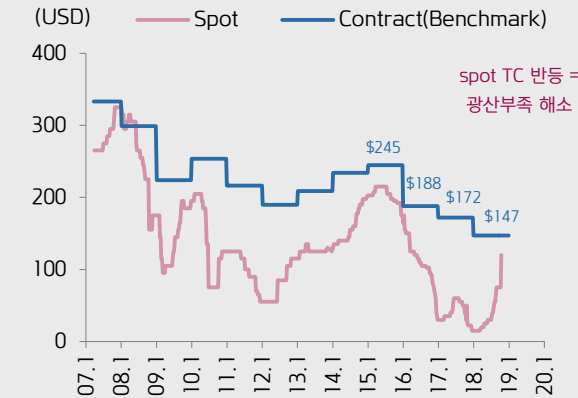
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

아연, 광산부족 해소국면 진입

◎ 2년간 하락해 역사적 저점을 확인했던 중국 spot 아연 제련수수료 급반등

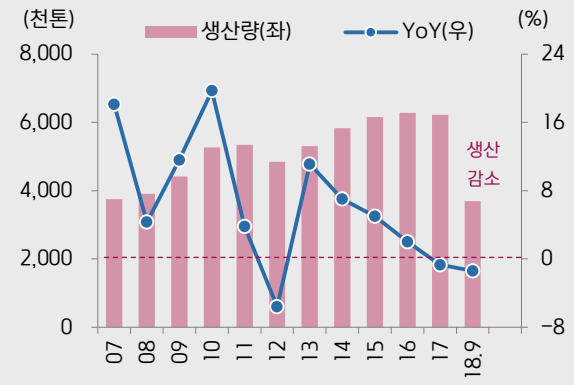
- 2015년 하반기 이후 급락했던 중국 spot 구리 제련수수료(Treatment Charge, TC)는 2018년 하반기 반등 시작
- 이는 2015년 하반기 이후 시작된 극심한 아연광산 부족이 해소되고 있음을 나타내는 시그널
- 또한 아연광산으로 쏠렸던 광산-제련사간의 힘의 균형(Bargaining power)이 제련사로 넘어오고 있음을 나타냄

중국 아연 제련수수료(Treatment Charge, TC)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 아연메탈(Refined Zinc) 생산량



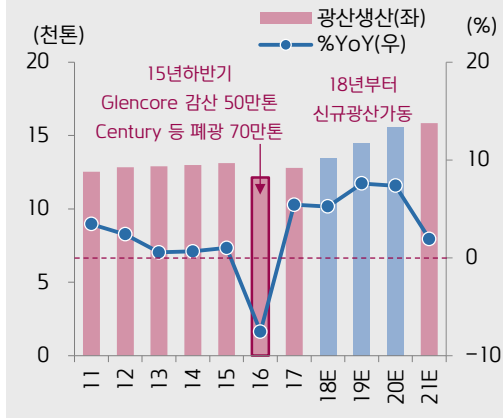
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

아연 제련수수료 반등은 구조적 변화

◎ 2018년 이후 신규 아연광산 가동으로 광석공급은 2020년까지 가파른 증가 전망

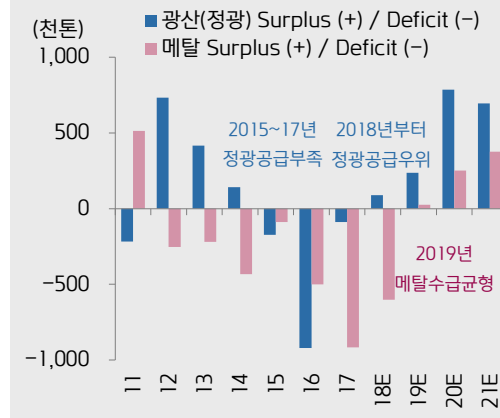
- 2015년 하반기 Century 폐광(50만톤), Glencore의 감산(50만톤) 등으로 아연 광산공급 부족
- 2017년말 Dugald River(17만톤), 2018년 Gamsberg(25만톤), New Century(26만톤) 등 신규광산 가동 본격화
- **2017~18년 5% 수준으로 급락한 벤치마크 TC rate는 내년부터 구조적 상승국면에 진입 전망(아연 제련사 실적개선)**
→ TC rate는 아연가격대비 제련수수료의 비율로 비철가격을 놓고 제련사와 광산이 얼마나 나눠가지는가를 나타냄

세계 아연광산 생산량 전망



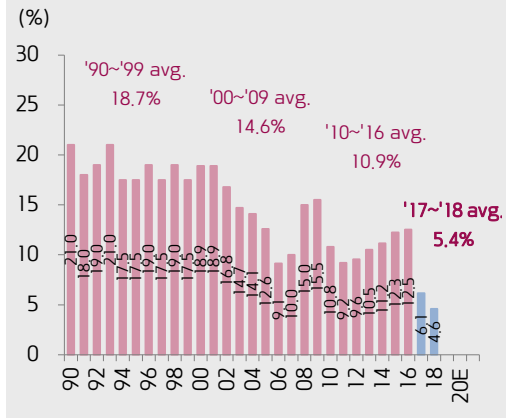
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

세계 아연 광산/메탈 수급 전망



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

아연 벤치마크 TC rate(Base TC/Base Price)



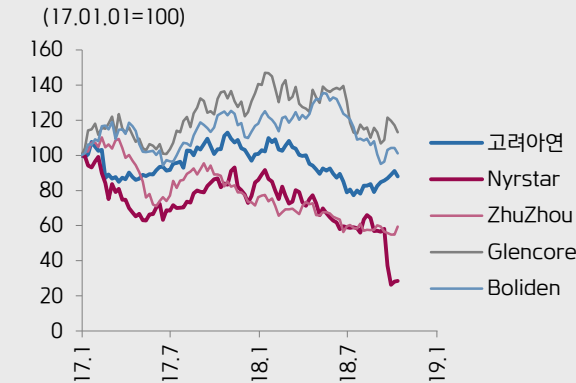
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

세계 최대 아연제련사 Nyrstar 주가급락이 의미하는 바는?

◎ Nyrstar, 현금흐름악화와 부진한 실적으로 9월말 부터 Default Risk 부각

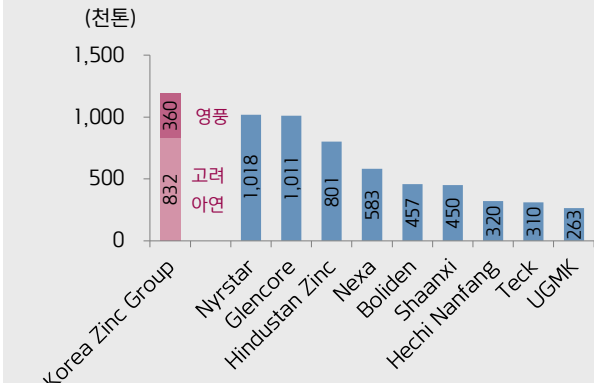
- 9월말 Nyrstar 신용등급 CAA1(무디스), CCC+(S&P)로 강등되며 내년 차입금 상환여부 불투명
- 낮은 아연 제련수수료로 글로벌 아연제련사들의 수익성 악화, 중장기 아연 제련캐파 증설여력 낮음
- 재무구조가 우수한 고려아연에게는 증설을 통한 중장기 M/S 확대 기회

글로벌 아연 제련사 주가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

2017년 세계 아연메탈 생산량



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

제련수수료와 비철가격의 직접적 상관관계는 낮음

◎ 아연 제련수수료 반등이 반드시 아연가격 하락으로 연결되지 않음

- 비철가격은 거래소선물이 주도하므로 실제 수급상황보다 중국 경기모멘텀과 달러를 중심으로 매크로 변수의 영향력이 큼
- 반면, 비철 제련수수료는 광산-제련사간의 실물 인도가 수반됨으로 매크로 변수보다는 실제 수급상황이 중요
- 2015년 이후 구리가격과 아연가격의 방향성은 일치하지만 아연/구리 제련수수료는 다르게 움직였음
- 광산생산 증가 → 제련수수료 반등 → 메탈생산 증가 → 거래소 재고증가 → 비철가격하락까지는 상당한 시간이 소요

아연가격과 제련수수료



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

구리가격과 제련수수료



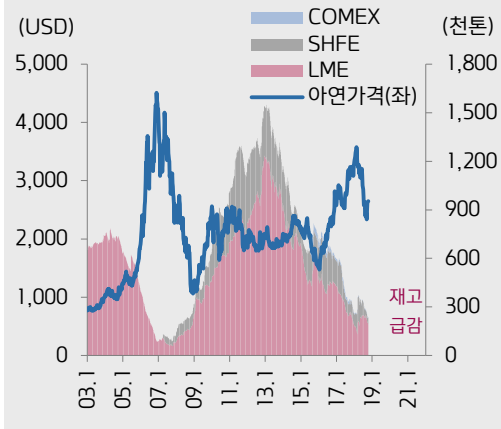
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

아연가격은 중기 하락추세 전환

◎ 아연가격은 2016년 이후 중기 상승추세 종료, 하락추세로 전환

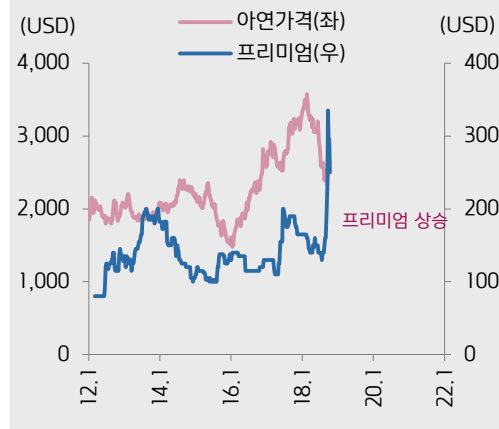
- 아연가격은 2018년 2월 \$3,500대를 고점으로 하락반전, 4월말 이후 하락추세 전환
- 구리가격과 동일하게 중국 경기모멘텀, 또는 달러 약세 등의 매크로변화가 없다면 추세전환 가능성 낮음
- 단, 거래소 아연재고는 매우 낮은 수준이고 프리미엄도 강세를 보이고 있으므로 현물수급은 타이트

아연가격과 거래소 아연재고



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 상해 아연프리미엄



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

아연가격과 이동평균선



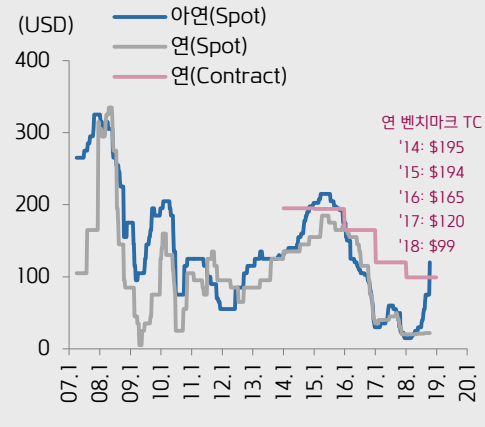
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

연 제련수수는 아연과 동행

◎ 아연 제련수수료 반등은 연 제련수수료 반등의 시그널

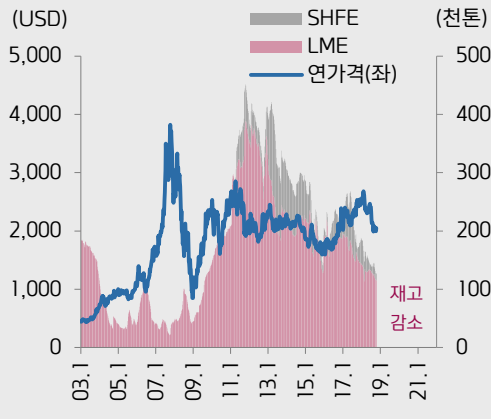
- 과거 중국 연 spot 제련수수료는 아연 제련수수료에 후행, 아연 수수료 반등으로 연 제련수수료 반등가능성도 높아짐
- 연가격은 2018년 2월 \$2,600대를 고점으로 하락반전, 4월말 이후 하락추세 전환
- 단, 아연과 유사하게 연가격 상승모멘텀은 제한적일 전망

연과 아연 제련수수료



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

연가격과 거래소 아연재고



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

연가격과 이동평균선



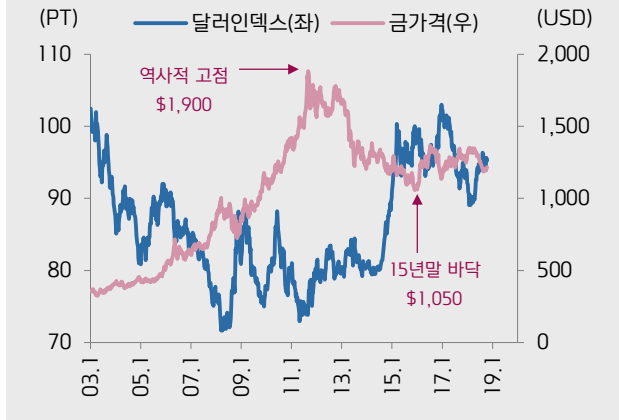
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

금가격은 결국 달러의 손에

◎ 2016년 이후 금가격은 \$1,200~1,300 범위에서 박스권

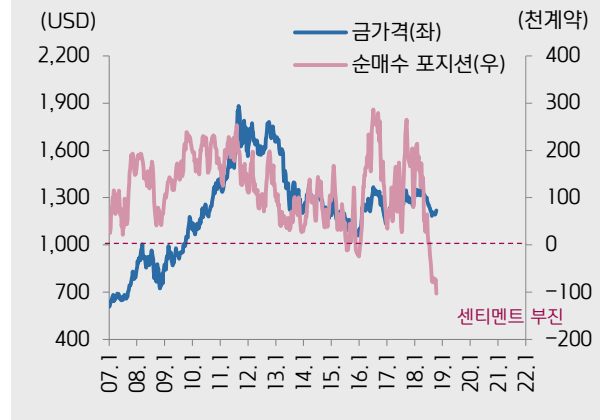
- 중장기 금가격은 2015년말 미국의 첫 금리 인상을 전후해 \$1,050로 바닥 확인, 이후 \$1,200~1,300 범위에서 등락
- 미국 금리인상과 달러강세로 금가격의 상승모멘텀 제한적
- 향후 구조적인 달러약세가 없다면 향후 금가격은 박스권 등락이 지속될 전망

금가격과 달러인덱스



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

금가격과 CFTC 비상업적(투기적) 순매수 포지션



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Part II Coverage

Top-pick 고려아연(010130) 투자 의견 BUY, 목표주가 500,000원(Re-Initiate)

POSCO(005490) 투자 의견 BUY, 목표주가 350,000원(Re-Initiate)

현대제철(004020) 투자 의견 BUY, 목표주가 66,000원(Maintain)

포스코케미칼(003670) 투자 의견 Outperform, 목표주가 80,000원(Initiate)

영풍(000670) 투자 의견 BUY, 목표주가 900,000원(Initiate)

풍산(103140) 투자 의견 BUY, 목표주가 36,000원(Re-Initiate)

동국제강(001230) 투자 의견 Market Perform, 목표주가 8,000원(Initiate)

세아베스틸(001430) 투자 의견 Outperform, 목표주가 19,000원(Re-Initiate)

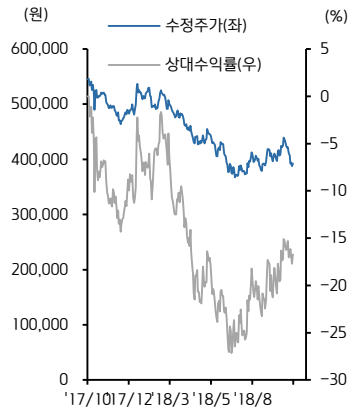


고려아연(010130): 아연/연 제련업황 턴어라운드 시작

BUY (Re-Initiate)

주가(10/16):392,500원/TP: 500,000원

KOSPI(10/16)	2,145.12pt
시가총액	74,065억원
52주 주가동향	최고가 최저가
	546,000원 367,500원
최고/최저가 대비 등락율	-28.11% 6.80%
상대수익률	절대 상대
1M	-5.8% 1.8%
6M	-11.6% 1.3%
12M	-28.0% -16.7%
발행주식수	18,870천주
일평균거래량(3M)	38천주
외국인 지분율	22.66%
배당수익률(18.E)	2.03%
BPS(18.E)	340,247원



◎ Spot 아연제련수수로 반등, 아연/연 제련업황 구조적 개선국면 진입

- 2018년 신규 아연광산 가동 본격화로 극심한 공급부족이었던 아연 광석시장은 2020년 전후까지 공급우위
- 아연광산 부족에 따라 광산쪽으로 급격히 쏠렸던 광산-제련사간 힘의 균형은 2019년부터 제련사로 넘어올 전망

◎ 2017년말 조액공정 합리화 완료로 2ndary 원료 투입 추가확대 및 수익성 개선

- 2ndary 원료 투입비중 '16년 20% → '17년 30% → '18년 40% → '19년 50% 전망
- 2017년말 아연전해공장 증설완료로 증장기 아연제련캐파 증설을 위한 예비준비 완료

◎ 우수한 재무구조와 매력적인 valuation

- 2018년 상반기 기준 1.8조원의 현금성 자산 보유, 현 주가는 12m PBR 1.2X로 PBR밴드 하단에 위치
- 목표주가 500,000원은 12mf PBR 1.4X 적용

투자지표, IFRS별도	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	58,475	65,967	67,101	64,786	66,827
보고영업이익(억원)	7,647	8,948	8,420	9,386	10,272
핵심영업이익(억원)	7,647	8,948	8,420	9,386	10,272
EBITDA(억원)	9,832	11,225	10,964	11,932	12,818
세전이익(억원)	8,017	9,257	8,940	9,848	10,746
순이익(억원)	5,946	6,340	6,388	7,189	7,845
지분법반영순이익(억원)	5,924	6,290	6,327	7,121	7,770
EPS(원)	31,395	33,336	33,529	37,736	41,177
증감율(%YoY)	16.3	6.2	0.6	12.5	9.1
PER(배)	15.1	14.8	11.7	10.4	9.5
PBR(배)	1.6	1.6	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	7.9	6.7	6.5	5.5	4.7
보고영업이익률(%)	13.1	13.6	12.5	14.5	15.4
핵심영업이익률(%)	13.1	13.6	12.5	14.5	15.4
ROE(%)	10.9	10.8	10.1	10.5	10.6
순부채비율(%)	-22.5	-31.1	-34.8	-39.8	-43.3

고려아연(010130)

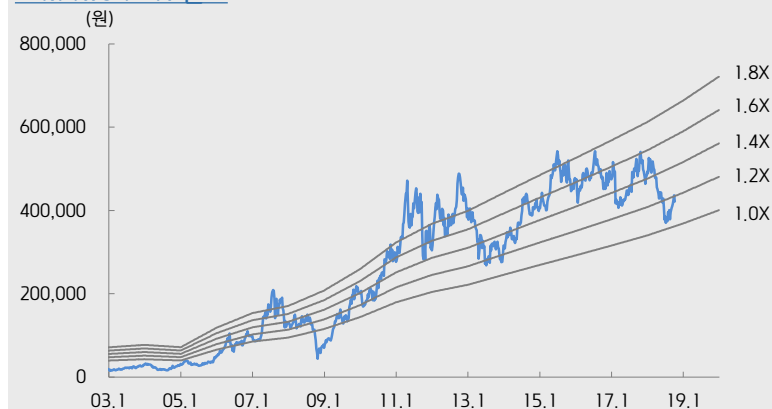
연간실적(연결) (단위: 십억원)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
판매량(천톤)						
아연	590	644	598	648	668	701
연	305	420	422	410	430	443
은(톤)	1,937	2,349	2,022	1,955	2,053	2,115
금(톤)	10	12	11	9	10	10
구리	22	23	21	23	23	24
가격(US\$/톤)						
아연	1,987	1,995	2,851	2,956	2,500	2,500
연	1,806	1,827	2,294	2,318	2,100	2,100
은(/oz)	15.9	16.9	17.1	15.9	14.5	14.5
금(/oz)	1,172	1,241	1,248	1,268	1,200	1,200
구리	5,652	4,777	6,068	6,551	6,000	6,000
원달러 환율(원)	1,131	1,161	1,130	1,098	1,120	1,120
매출액(별도)	4,087	5,045	5,452	5,431	5,199	5,403
아연	1,455	1,644	2,062	2,228	1,997	2,097
연	701	994	1,190	1,143	1,130	1,163
구리	139	131	150	166	155	160
은	1,116	1,467	1,257	1,102	1,085	1,117
금	411	580	497	418	421	434
기타	266	229	297	374	411	432
매출액(연결)	4,771	5,848	6,597	6,710	6,479	6,683
영업이익(연결)	672	765	895	842	939	1,027
영업이익률(%)	14.1	13.1	13.6	12.5	14.5	15.4
세전이익	685	802	926	894	985	1,075
순이익	514	595	634	639	719	784
지배순이익	509	592	629	633	712	777
EPS(지배주주)	26,994	31,395	33,336	33,529	37,736	41,177
BPS(지배주주)	269,065	292,340	315,862	340,247	368,827	400,835
ROE(지배주주)	10.5	11.2	11.0	10.2	10.6	10.7

분기실적 (단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E
매출액	1,574	1,672	1,617	1,734	1,683	1,788	1,661	1,578
별도기준	1,339	1,388	1,342	1,384	1,318	1,483	1,356	1,273
별도 외	235	284	275	350	365	305	305	305
영업이익	236	248	187	223	200	218	217	207
별도기준	208	218	164	171	160	184	183	173
별도 외	28	31	23	52	40	34	34	34
영업이익률(%)	15.0	14.9	11.6	12.8	11.9	12.2	13.1	13.1
별도기준	15.5	15.7	12.3	12.4	12.1	12.4	13.5	13.6
별도 외	12.0	10.8	8.3	14.8	11.0	11.2	11.2	11.2
세전이익	230	274	200	221	210	220	235	228
순이익	169	170	149	146	147	153	172	167
지배주주순이익	167	168	149	145	146	151	170	165
아연(US\$)	2,744	2,668	2,780	3,210	3,393	3,176	2,754	2,500
연(US\$)	2,263	2,213	2,252	2,449	2,560	2,373	2,240	2,100
은(US\$)	17.0	17.5	16.7	17.1	16.7	16.5	15.7	14.5
환율	1,154	1,129	1,132	1,106	1,072	1,079	1,122	1,120

12M fwd PBR 밴드



고려아연(010130)

포괄손익계산서

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	58,475	65,967	67,101	64,786	66,827
매출원가	49,048	55,279	57,384	54,116	55,248
매출총이익	9,427	10,687	9,717	10,669	11,579
판매비및일반관리비	1,780	1,740	1,297	1,284	1,308
영업이익(보고)	7,647	8,948	8,420	9,386	10,272
영업이익(핵심)	7,647	8,948	8,420	9,386	10,272
영업외손익	370	310	519	462	475
이자수익	254	377	662	370	382
배당금수익	27	26	26	26	26
외환이익	793	458	279	0	0
이자비용	9	8	15	8	8
외환손실	650	715	253	0	0
관계기업지분법손익	-17	5	5	5	5
투자및기타자산처분손익	-8	-72	-89	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-37	176	-164	0	0
기타	18	63	69	69	69
법인세비용	8,017	9,257	8,940	9,848	10,746
법인세비용	2,071	2,917	2,552	2,659	2,901
유요법인세율(%)	25.8%	31.5%	28.5%	27.0%	27.0%
당기순이익	5,946	6,340	6,388	7,189	7,845
지배주주지분순이익(억원)	5,924	6,290	6,327	7,121	7,770
EBITDA	9,832	11,225	10,964	11,932	12,818
한국순이익(Cash Earnings)	8,131	8,618	8,931	9,735	10,391
수정당기순이익	5,979	6,269	6,368	7,189	7,845
증가율(% YoY)					
매출액	22.6	12.8	1.7	-3.5	3.2
영업이익(보고)	13.8	17.0	-5.9	11.5	9.4
영업이익(핵심)	13.8	17.0	-5.9	11.5	9.4
EBITDA	16.2	14.2	-2.3	8.8	7.4
지배주주지분 당기순이익	16.3	6.2	0.6	12.5	9.1
EPS	16.3	6.2	0.6	12.5	9.1
수정순이익	14.9	4.8	4.8	9.5	9.1

현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	6,807	7,968	8,815	10,142	10,025
당기순이익	5,946	6,340	6,388	7,189	7,845
가상상각비	2,185	2,277	2,543	2,546	2,546
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	-131	251	-26	0	0
자산처분손익	245	249	89	0	0
지분법손익	17	-5	-5	-5	-5
영업활동자산부채 증감	-1,838	-1,240	-201	411	-362
기타	383	96	26	1	1
투자활동현금흐름	-4,590	-3,237	-3,444	-2,378	-3,611
투자자산의 처분	-2,806	1,577	-397	651	-574
유형자산의 처분	27	12	35	53	44
유형자산의 취득	-1,845	-4,970	-3,033	-3,033	-3,033
무형자산의 처분	-2	-28	0	0	0
기타	36	172	-13	5	-4
재무활동현금흐름	-1,565	-1,725	-1,714	-1,877	-1,670
단기차입금의 증가	-47	-139	0	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-1,518	-1,518	-1,767	-1,767	-1,767
기타	-1	-68	54	-110	97
현금및현금성자산의증감	698	2,876	3,657	5,887	4,743
기초현금및현금성자산	2,395	3,093	5,969	9,626	15,513
기말현금및현금성자산	3,093	5,969	9,626	15,513	20,256
Gross Cash Flow	8,645	9,209	9,016	9,731	10,387
Op Free Cash Flow	4,172	2,167	5,325	6,775	6,649

재무상태표

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	28,946	36,699	40,884	45,692	51,386
현금및현금성자산	3,093	5,969	9,626	15,513	20,256
유형자산	10,132	13,343	13,572	13,104	13,517
무형자산	3,677	3,834	3,900	3,766	3,884
매출채권및유동채권	12,040	13,553	13,786	13,310	13,729
재고자산	4	0	0	0	0
기타유동비금융자산	35,881	33,683	34,272	34,570	35,231
비유동자산	156	169	172	166	172
장기매출채권및기타비유동채권	10,097	5,548	5,641	5,463	5,627
투자자산	24,843	27,025	27,515	28,003	28,491
유형자산	737	797	797	797	796
무형자산	48	144	146	141	145
기타비유동자산	64,826	70,381	75,156	80,262	86,618
자산총계	5,368	6,065	6,166	5,961	6,142
유동부채	3,698	4,518	4,596	4,437	4,577
매입채무및기타유동채무	243	169	169	169	169
단기차입금	64	51	51	51	51
유동상장기차입금	1,363	1,327	1,350	1,304	1,345
기타유동부채	2,832	3,260	3,314	3,203	3,301
비유동부채	10	10	10	9	10
장기매입채무및비유동채무	173	118	118	118	118
사채및장기차입금	2,648	3,132	3,186	3,076	3,173
기타비유동부채	8,199	9,235	9,479	9,164	9,442
부채총계	944	944	944	944	944
자본금	416	416	416	416	416
주요이익잉여금	53,003	57,818	62,419	67,812	73,852
이익잉여금	402	426	426	426	426
기타자본	55,165	59,603	64,205	69,598	75,638
지배주주지분자본총계	1,463	1,453	1,472	1,501	1,538
비지배주주지분자본총계	56,627	61,057	65,677	71,098	77,175
자본총계	-12,745	-18,974	-22,861	-28,279	-33,435
순자산	480	338	338	338	338

투자지표

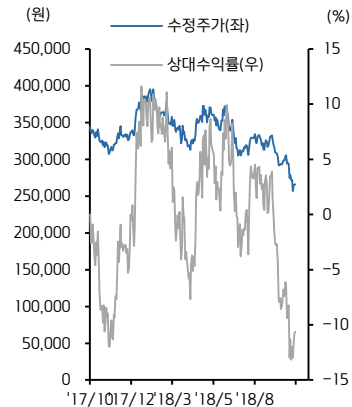
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
BPS	31,395	33,336	33,529	37,736	41,177
BPS	292,340	315,862	340,247	368,827	400,835
주당EBITDA	52,105	59,487	58,102	63,232	67,926
CFPS	43,090	45,670	47,330	51,590	55,064
DPS	8,500	10,000	10,000	10,000	10,000
주가배수(P/E)	15.1	14.8	11.7	10.4	9.5
PER	1.6	1.6	1.2	1.1	1.0
PBR	7.9	6.7	6.5	5.5	4.7
EV/EBITDA	11.0	10.8	8.3	7.6	7.1
PCFR					
주당이익(%)					
영업이익률(보고)	13.1	13.6	12.5	14.5	15.4
영업이익률(핵심)	13.1	13.6	12.5	14.5	15.4
EBITDA margin	16.8	17.0	16.3	18.4	19.2
순이익률	10.2	9.6	9.5	11.1	11.7
자기자본이익률(ROE)	10.9	10.8	10.1	10.5	10.6
투자자본이익률(ROIC)	16.0	16.2	15.2	17.1	18.5
안전성(%)					
부채비율	14.5	15.3	14.4	12.9	12.2
순차입금비율	-22.5	-31.1	-34.8	-39.8	-43.3
이자보상배율(배)	812.6	1,122.6	550.9	1,177.6	1,288.7
활동성(배)					
매출채권회전율	17.1	17.6	17.4	16.9	17.5
재고자산회전율	5.3	5.2	4.9	4.8	4.9
매입채무회전율	18.8	16.1	14.7	14.3	14.8

POSCO(005490): 과도한 저평가

BUY (Re-Initiate)

주가(10/16): 266,000원/TP: 350,000원

KOSPI(10/16)	2,145.12pt		
시가총액	231,917억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	395,000원	257,000원	
최고/최저가 대비 등락율	-32.66%	3.50%	
상대수익률	절대	상대	
	1M	-9.5%	-2.2%
	6M	-18.2%	-6.2%
	12M	-22.7%	-10.6%
발행주식수	87,187천주		
일평균거래량(3M)	283천주		
외국인 지분율	55.06%		
배당수익률(18.E)	2.41%		
BPS(18.E)	518,313원		



◎ 본사의 안정적 실적개선과 주요 자회사 수익성 정상화

- 분기기준 본사 1조원, 자회사 0.4조원 수준의 이익체력 회복
- 중국 경기의 경착륙만 없다면 연간 연결 영업이익 5조원대/순이익 3조원대 실적 가시적

◎ 리튬/음극재/양극재 등 2차전지 중심의 중장기 성장성

- 2차전지관련 매출액은 2020년 1조원 → 2025년 6조원 → 2030년 17조원으로 확대 계획

◎ 현 주가 기준 PBR 0.5X, 시가배당률 3% 내외의 Valuation 매력

- 중국과 미국의 무역분쟁 격화된 이후 과도한 주가하락, 글로벌 철강사대비 높은 valuation 매력
- 목표주가 350,000원은 12mf PBR 0.65X 적용

투자지표, IFRS별도	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	530,835	606,551	647,074	660,867	672,071
보고영업이익(억원)	28,443	46,218	54,944	53,607	53,655
핵심영업이익(억원)	28,443	46,218	54,944	53,607	53,655
EBITDA(억원)	60,582	79,193	87,831	86,438	86,457
세전이익(억원)	14,329	41,797	45,627	44,979	45,084
순이익(억원)	10,482	29,735	32,336	31,935	32,009
지분법반영순이익(억원)	13,633	27,901	30,438	30,061	30,131
EPS(원)	15,637	32,001	34,911	34,479	34,559
증감율(%YoY)	654.7	104.7	9.1	-1.2	0.2
PER(배)	16.5	10.4	7.6	7.7	7.7
PBR(배)	0.5	0.7	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	5.3	5.3	4.6	4.5	4.3
보고영업이익률(%)	5.4	7.6	8.5	8.1	8.0
핵심영업이익률(%)	5.4	7.6	8.5	8.1	8.0
ROE(%)	2.3	6.4	6.7	6.3	6.1
순부채비율(%)	32.1	22.9	19.9	15.5	11.4

POSCO(005490)

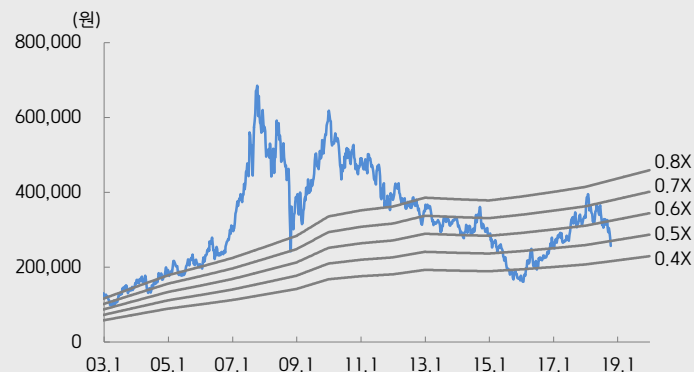
연간실적 (단위: 십억원)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	58,192	53,084	60,655	64,707	66,087	67,207
별도기준	25,607	24,325	28,554	31,155	31,584	31,903
별도 외	32,585	28,759	32,101	33,553	34,503	35,304
영업이익	2,410	2,844	4,622	5,494	5,361	5,366
별도기준	2,238	2,635	2,902	3,816	3,661	3,653
별도 외	172	209	1,719	1,678	1,700	1,713
영업이익률	4.1	5.4	7.6	8.5	8.1	8.0
별도기준	8.7	10.8	10.2	12.2	11.6	11.4
별도 외	0.5	0.7	5.4	5.0	4.9	4.9
세전이익	181	1,433	4,180	4,563	4,498	4,508
순이익	-96	1,048	2,973	3,234	3,193	3,201
지배순이익	181	1,363	2,790	3,044	3,006	3,013
EPS(지배주주)	2,072	15,637	32,001	34,911	34,479	34,559
BPS(지배주주)	472,954	486,007	501,600	518,313	546,030	573,818
ROE(지배주주)	0.4	3.3	6.5	6.8	6.5	6.2
사업부문별	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액						
철강, 지원	44,837	42,906	47,611	51,132	51,886	52,465
무역	27,008	26,420	34,878	37,445	38,593	39,666
E&C	9,868	7,482	7,286	7,217	7,217	7,217
에너지	2,008	1,751	1,697	1,875	1,875	1,875
ICT	945	882	956	1,025	1,189	1,189
화학, 소재	2,806	2,444	2,631	2,977	3,078	3,186
단순합계	87,472	81,885	95,060	101,671	103,838	105,598
영업이익						
철강, 지원	1,843	2,927	3,605	4,588	4,461	4,453
무역	374	361	423	490	589	587
E&C	147	-626	289	336	336	336
에너지	149	98	185	157	157	157
ICT	3	53	57	67	80	80
화학, 소재	33	128	139	173	204	220
단순합계	2,549	2,940	4,697	5,812	5,827	5,832

분기실적 (단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E
매출액	15,077	14,944	15,036	15,597	15,862	16,083	16,163	16,599
별도기준	7,067	7,134	7,255	7,097	7,761	7,705	7,888	7,801
별도 외	8,010	7,810	7,781	8,500	8,101	8,378	8,275	8,798
영업이익	1,365	979	1,126	1,152	1,488	1,252	1,476	1,278
별도기준	795	585	722	800	1,016	822	1,059	919
별도 외	570	394	404	352	472	430	417	359
영업이익률(%)	9.1	6.6	7.5	7.4	9.4	7.8	9.1	7.7
별도기준	11.3	8.2	9.9	11.3	13.1	10.7	13.4	11.8
별도 외	7.1	5.0	5.2	4.1	5.8	5.1	5.0	4.1
세전이익	1,325	773	1,231	850	1,483	929	1,228	922
순이익	977	530	907	560	1,084	580	897	673
지배주주순이익	851	513	869	557	994	545	860	645

12M fwd PBR 밴드



POSCO(005490)

포괄손익계산서

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	530,835	606,551	647,074	660,867	672,071
매출원가	463,940	522,992	553,959	568,266	578,755
매출총이익	66,896	83,559	93,115	92,601	93,316
판매비및일반관리비	38,452	37,341	38,176	38,995	39,661
영업이익(보고)	28,443	46,218	54,944	53,607	53,655
영업이익(핵심)	28,443	46,218	54,944	53,607	53,655
영업외손익	-14,115	-4,421	-9,317	-8,628	-8,572
이자수익	1,825	2,125	2,966	2,315	2,354
배당금수익	410	930	697	1,013	1,030
외환이익	14,103	13,496	6,589	0	0
이자비용	6,587	6,531	6,892	6,531	6,531
외환손실	15,526	11,795	7,978	0	0
관계기업지분법손익	-879	723	726	726	726
투자및기타자산처분손익	911	3,077	-1,418	-998	-998
금융상품평가및기타금융이익	-3,857	-4,475	-1,142	-2,735	-2,735
기타	-4,515	-1,971	-2,865	-2,418	-2,418
법인세감전이익	14,329	41,797	45,627	44,979	45,084
법인세비용	3,847	12,062	13,291	13,044	13,074
유요법인세율(%)	26.8%	28.9%	29.1%	29.0%	29.0%
당기순이익	10,482	29,735	32,336	31,935	32,009
지배주주지분순이익(억원)	13,633	27,901	30,438	30,061	30,131
EBITDA	60,582	79,193	87,831	86,438	86,457
한국순이익(Cash Earnings)	42,620	62,709	65,223	64,766	64,811
조정당기순이익	12,636	30,729	34,150	34,585	34,660
증감률(% YoY)					
매출액	-8.8	14.3	6.7	2.1	1.7
영업이익(보고)	18.0	62.5	18.9	-2.4	0.1
영업이익(핵심)	18.0	62.5	18.9	-2.4	0.1
EBITDA	7.6	30.7	10.9	-1.6	0.0
지배주주지분 당기순이익	654.7	104.7	9.1	-1.2	0.2
EPS	654.7	104.7	9.1	-1.2	0.2
수정순이익	N/A	143.2	11.1	1.3	0.2

현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	52,694	56,073	47,641	63,300	63,642
당기순이익	10,482	29,735	32,336	31,935	32,009
가상상각비	28,358	28,876	29,125	29,376	29,629
무형자산상각비	3,780	4,098	3,763	3,455	3,173
외환손익	0	0	1,389	0	0
자산처분손익	1,104	1,835	1,418	998	998
지분법손익	887	-105	-726	-726	-726
영업활동자산부채 증감	-4,258	-19,263	-9,603	-3,268	-2,655
기타	12,341	10,897	-10,060	1,530	1,215
투자활동현금흐름	-37,546	-38,179	-37,193	-41,563	-41,058
투자자산의 처분	-16,912	-13,681	-6,862	-2,336	-1,897
유형자산의 처분	443	392	35	53	44
유형자산의 취득	-23,241	-22,876	-27,876	-37,876	-37,876
무형자산의 취득	-1,295	-3,149	0	0	0
기타	3,459	1,136	-2,454	-1,351	-1,285
재무활동현금흐름	-39,510	-15,655	-4,666	-5,805	-5,926
당기차입금의 증가	-8,859	5,581	0	0	0
장기차입금의 증가	-22,862	-14,100	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-7,090	-8,634	-6,400	-6,400	-6,400
기타	-699	1,499	1,734	595	474
현금및현금성자산의증감	-24,236	1,649	5,783	15,932	16,658
기초현금및현금성자산	48,712	24,476	26,125	31,908	47,840
기말현금및현금성자산	24,476	26,125	31,908	47,840	64,498
Gross Cash Flow	56,952	75,336	57,244	66,568	66,298
Op Free Cash Flow	24,151	20,567	34,347	29,747	30,366

재무상태표

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	293,038	311,274	336,108	358,523	380,449
현금및현금성자산	24,476	26,125	31,908	47,840	64,498
유동부채	56,570	76,892	82,029	83,777	85,197
매출채권및유동채권	118,336	108,017	115,233	117,690	119,685
재고자산	90,517	99,510	106,158	108,420	110,259
기타유동비금융자산	3,139	731	780	796	810
비유동자산	504,592	478,975	477,025	482,503	488,094
장기매출채권및기타비유동채권	6,356	13,053	13,925	14,222	14,463
투자자산	83,278	72,056	73,210	72,993	72,982
유형자산	337,703	318,835	317,586	326,086	334,333
무형자산	60,887	59,523	55,760	52,305	49,132
기타비유동자산	16,367	15,509	16,545	16,898	17,184
자산총계	797,630	790,250	813,133	841,027	868,543
유동부채	189,154	189,460	194,574	196,314	197,728
매입채무및기타유동채무	79,631	68,517	73,094	74,652	75,918
단기차입금	80,043	81,926	81,926	81,926	81,926
유동상장기차입금	22,151	30,997	30,997	30,997	30,997
기타유동부채	7,330	8,021	8,557	8,739	8,887
비유동부채	150,092	126,149	127,953	128,572	129,065
장기매입채무및비유동채무	1,832	1,035	1,104	1,127	1,146
사채및장기차입금	126,001	98,644	98,644	98,644	98,644
기타비유동부채	22,259	26,471	28,205	28,800	29,274
부채총계	339,246	315,610	322,527	324,886	326,793
자본총계	4,824	4,824	4,824	4,824	4,824
주식보통주	4,638	4,638	4,638	4,638	4,638
이익잉여금	411,738	430,566	455,107	479,273	503,500
기타잉여금	-7,435	-12,669	-12,669	-12,669	-12,669
지배주주지분자산총계	423,734	437,329	451,901	476,066	500,294
비지배주주지분자산총계	34,650	37,311	38,706	40,075	41,456
자본총계	458,384	474,640	490,606	516,141	541,750
순차입금	147,148	108,550	97,630	79,950	61,871
총차입금	228,194	211,567	211,567	211,567	211,567

투자지표

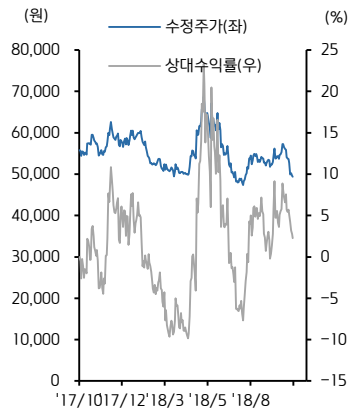
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	15,637	32,001	34,911	34,479	34,559
BPS	486,007	501,600	518,313	546,030	573,818
주당EBITDA	69,485	90,831	100,739	99,141	99,162
CFPS	48,884	71,925	74,809	74,284	74,335
DPS	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000
주가배수(P/E)	16.5	10.4	7.6	7.7	7.7
PBR	0.5	0.7	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	5.3	5.3	4.6	4.5	4.3
PCFR	5.3	4.6	3.6	3.6	3.6
주당이익(%)					
영업이익률(보고)	5.4	7.6	8.5	8.1	8.0
영업이익률(핵심)	5.4	7.6	8.5	8.1	8.0
EBITDA margin	11.4	13.1	13.6	13.1	12.9
순이익률	2.0	4.9	5.0	4.8	4.8
자기자본이익률(ROE)	2.3	6.4	6.7	6.3	6.1
투자자본이익률(ROIC)	4.0	6.4	7.6	7.4	7.3
안전성(%)					
부채비율	74.0	66.5	65.7	62.9	60.3
순차입금비율	32.1	22.9	19.9	15.5	11.4
이자부상배율(배)	4.3	7.1	8.0	8.2	8.2
활동성(배)					
매출채권회전율	4.5	5.4	5.8	5.7	5.7
재고자산회전율	6.1	6.4	6.3	6.2	6.1
매입채무회전율	7.1	8.2	9.1	8.9	8.9

현대제철(004020): 남북경협 대장주

BUY (Maintain)

주가(10/16): 49,350원/TP: 66,000원

KOSPI(10/16)	2,145.12pt		
시가총액	65,855억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	68,700원	47,400원	
최고/최저가 대비 등락율	-28.17%	4.11%	
상대수익률	절대	상대	
	1M	-9.1%	-1.8%
	6M	-1.0%	13.4%
	12M	-11.6%	2.2%
발행주식수	133,446천주		
일평균거래량(3M)	370천주		
외국인 지분율	24.99%		
배당수익률(18.E)	1.28%		
BPS(18.E)	130,584원		



◎ 업종내 남북경협 최대 수혜주

- 철도/봉형강/강관 등 대북 인프라투자 관련 제품 매출비중이 약 1/3(2017년 별도 기준)
- 중장기 남북경협 활성화로 직접적 수혜 예상

◎ 2019년 특수강봉강 턴어라운드와 후판수익성 개선에 따른 실적개선

- 특수강봉강 2017년 3분기 상업생산 시작, 2018년까지 적자 → 2019년 턴어라운드 계획
- 2018년 상반기 후판 흑자전환 → 2019년 상반기까지 조선용 후판가격 인상추세 지속

◎ 현 주가는 PBR 0.4X로 역사적 PBR밴드 저점의 Valuation 매력

- 그룹 지배구조개편과 관련해 현대모비스/현대오일뱅크 지분매각으로 1.5조원 이상의 현금유입 전망
- 현대기아차 자동차업황 부진에 따른 과도한 주가하락
- 목표주가 66,000원은 12mf PBR 0.5X 적용

투자지표, IFRS별도	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	166,915	191,660	208,048	210,238	210,655
보고영업이익(억원)	14,454	13,676	14,804	15,879	16,834
핵심영업이익(억원)	14,454	13,676	14,804	15,879	16,834
EBITDA(억원)	28,328	28,718	30,575	31,558	32,430
세전이익(억원)	11,740	10,813	11,119	13,489	14,591
순이익(억원)	8,671	7,275	8,303	10,117	10,944
지분법반영순이익(억원)	8,502	7,161	8,069	9,832	10,635
EPS(원)	6,371	5,366	6,047	7,368	7,970
증감율(%YoY)	8.6	-15.8	12.7	21.8	8.2
PER(배)	8.9	10.9	8.2	6.7	6.2
PBR(배)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA(배)	6.7	6.5	5.9	5.3	4.8
보고영업이익률(%)	8.7	7.1	7.1	7.6	8.0
핵심영업이익률(%)	8.7	7.1	7.1	7.6	8.0
ROE(%)	5.4	4.3	4.8	5.6	5.7
순부채비율(%)	67.6	62.3	55.6	46.6	37.6

현대제철(04020)

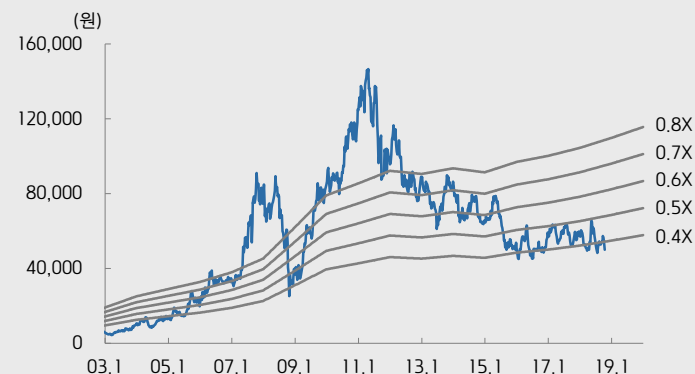
연간실적 (단위: 십억원)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	16,133	16,692	19,166	20,805	21,024	21,066
별도기준	14,479	14,268	16,889	18,427	18,576	18,617
별도 외	1,653	2,424	2,277	2,378	2,448	2,448
영업이익	1,464	1,445	1,368	1,480	1,588	1,683
별도기준	1,468	1,282	1,233	1,326	1,426	1,505
별도 외	-4	163	134	155	162	179
영업이익률	9.1	8.7	7.1	7.1	7.6	8.0
별도기준	10.1	9.0	7.3	7.2	7.7	8.1
별도 외	-0.2	6.7	5.9	6.5	6.6	7.3
세전이익	927	1,174	1,081	1,112	1,349	1,459
순이익	739	867	728	830	1,012	1,094
지배순이익	734	850	716	807	983	1,064
EPS(지배주주)	5,866	6,371	5,366	6,047	7,368	7,970
BPS(지배주주)	114,219	121,220	125,261	130,584	137,228	144,475
ROE(지배주주)	5.1	5.4	4.4	4.7	5.5	5.7

분기실적 (단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E
매출액	4,574	4,692	4,820	5,079	4,786	5,448	5,179	5,392
별도기준	3,956	4,274	4,284	4,375	4,244	4,836	4,567	4,780
별도 외	618	418	536	704	542	612	612	612
영업이익	350	351	340	327	294	376	380	431
별도기준	283	345	306	299	250	334	350	391
별도 외	67	6	33	28	43	41	30	40
영업이익률(%)	7.6	7.5	7.0	6.4	6.1	6.9	7.3	8.0
별도기준	7.2	8.1	7.1	6.8	5.9	6.9	7.7	8.2
별도 외	10.8	1.5	6.2	4.0	8.0	6.7	4.9	6.5
세전이익	458	184	244	195	235	259	266	352
순이익	342	138	180	68	177	190	199	264
지배주주순이익	335	139	175	67	173	184	194	256

12M fwd PBR 밴드



현대제철(04020)

포괄손익계산서

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	166,915	191,660	208,048	210,738	210,655
매출원가	142,308	167,335	181,127	182,153	181,591
매출총이익	24,607	24,325	26,922	28,085	29,064
판매비및일반관리비	10,154	10,649	12,118	12,206	12,230
영업이익(보고)	14,454	13,676	14,804	15,879	16,834
영업이익(핵심)	14,454	13,676	14,804	15,879	16,834
영업외손익	-2,714	-2,863	-3,684	-2,390	-2,243
이자수익	113	96	104	105	105
배당금수익	281	277	341	304	304
외환이익	2,342	2,527	736	0	0
이자비용	3,153	3,078	3,250	2,924	2,777
외환손실	2,533	1,519	1,378	0	0
관계기업지분법손익	100	95	125	125	125
투자및기타자산처분손익	-103	-108	-53	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-236	-233	53	0	0
기타	474	-920	-363	0	0
법인세차감전이익	11,740	10,813	11,119	13,489	14,597
법인세비용	3,068	3,537	2,816	3,372	3,648
유요법인세율(%)	26.1%	32.7%	25.3%	25.0%	25.0%
당기순이익	8,671	7,275	8,303	10,117	10,944
지배주주지분순이익(억원)	8,502	7,161	8,069	9,832	10,635
EBITDA	28,328	28,718	30,575	31,558	32,430
현금수익(Cash Earnings)	22,545	22,318	24,074	25,796	26,539
조정당기순이익	8,921	7,505	8,303	10,117	10,944
증감률(%, YoY)					
매출액	3.5	14.8	8.6	1.1	0.2
영업이익(보고)	-1.3	-5.4	8.3	7.3	6.0
영업이익(핵심)	-1.3	-5.4	8.3	7.3	6.0
EBITDA	3.5	1.4	6.5	3.2	2.8
지배주주지분 당기순이익	15.9	-15.8	12.7	21.8	8.2
EPS	8.6	-15.8	12.7	21.8	8.2
수정순이익	18.6	-15.9	10.6	21.8	8.2

현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	29,638	18,277	21,077	25,292	26,399
당기순이익	8,671	7,275	8,303	10,117	10,944
평가상각비	12,821	14,032	14,863	14,863	14,863
무형자산상각비	1,053	1,011	908	816	733
외환손익	487	-250	642	0	0
자산처분손익	154	228	53	0	0
지분법손익	0	0	-125	-125	-125
영업활동자산부채 증감	5,375	-6,691	-3,013	-403	-77
기타	1,076	2,672	-553	25	62
투자활동현금흐름	-20,230	-13,421	-14,201	-12,786	-12,616
투자자산의 처분	-257	-854	-1,555	-208	-40
유형자산의 처분	188	61	35	53	44
유형자산의 취득	-19,757	-12,011	-12,576	-12,576	-12,576
무형자산의 처분	-404	-616	0	0	0
기타	0	0	-69	-2	0
재무활동현금흐름	-10,170	-4,504	-257	-658	-860
단기차입금의 증가	-30,355	-28,259	0	0	0
장기차입금의 증가	21,162	24,748	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-978	-994	-985	-985	-985
기타	0	0	1,241	327	125
현금및현금성자산의증감	-831	334	7,133	11,848	12,923
기초현금및현금성자산	8,203	7,372	7,707	14,840	26,688
기말현금및현금성자산	7,372	7,707	14,840	26,688	39,611
Gross Cash Flow	24,263	24,968	24,091	25,695	26,476
Op Free Cash Flow	9,764	4,926	11,236	14,609	15,568

재무상태표

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	67,950	78,635	91,833	104,492	117,570
현금및현금성자산	7,372	7,707	14,840	26,688	39,611
유형자산	1,837	1,681	1,825	1,844	1,848
매출채권및유동채권	24,609	28,230	30,644	30,966	31,027
재고자산	34,077	40,982	44,487	44,955	45,044
기타유동비금융자산	54	35	38	39	39
비유동자산	257,459	255,703	253,590	250,809	247,895
장기매출채권및기타비유동채권	1,382	2,545	2,763	2,792	2,797
투자자산	21,536	21,481	22,928	23,217	23,316
유형자산	216,452	213,393	211,106	208,819	206,533
무형자산	17,931	17,481	16,573	15,757	15,025
기타비유동자산	158	204	221	223	224
자산총계	325,408	333,738	345,424	355,301	365,464
유동부채	68,131	67,072	70,183	70,598	70,678
매입채무및기타유동채무	29,718	34,368	37,306	37,699	37,774
단기차입금	11,055	8,863	8,863	8,863	8,863
유동상장차입금	26,100	21,832	21,832	21,832	21,832
기타유동부채	1,258	2,009	2,181	2,204	2,209
비유동부채	92,429	96,311	97,567	97,896	98,021
장기매입채무및비유동채무	192	175	190	192	193
사채및장기차입금	83,563	84,797	84,797	84,797	84,797
기타비유동부채	8,675	11,339	12,580	12,907	13,032
부채총계	160,560	163,383	167,750	168,494	168,699
주식	6,672	6,672	6,672	6,672	6,672
주식보통주	37,200	37,200	37,200	37,200	37,200
이익잉여금	106,543	112,777	119,881	128,747	138,417
기타이익잉여금	11,347	10,506	10,506	10,506	10,506
지배주주지분	161,762	167,155	174,259	183,125	192,795
지배주주지분자본총계	3,085	3,200	3,415	3,681	3,970
자본총계	164,848	170,355	177,674	186,806	196,765
차입금	111,509	106,104	98,827	86,959	74,032
총자산	120,718	115,492	115,492	115,492	115,492

투자지표

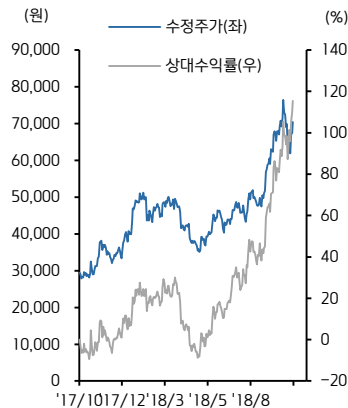
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
BPS	6,371	5,366	6,047	7,368	7,970
BPS	121,220	125,261	130,584	137,228	144,475
주당EBITDA	21,228	21,520	22,912	23,648	24,302
CFPS	16,895	16,724	18,040	19,330	19,888
DPS	750	750	750	750	750
주가배수(배)					
PER	8.9	10.9	8.2	6.7	6.2
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	6.7	6.5	5.9	5.3	4.8
PCFR	3.4	3.5	2.7	2.6	2.5
주요지표(%)					
영업이익률(보고)	8.7	7.1	7.1	7.6	8.0
영업이익률(핵심)	8.7	7.1	7.1	7.6	8.0
EBITDA margin	17.0	15.0	14.7	15.0	15.4
순이익률	5.2	3.8	4.0	4.8	5.2
자기자본이익률(ROE)	5.4	4.3	4.8	5.6	5.7
투자자본이익률(ROIC)	4.2	3.6	4.3	4.7	5.0
안전성(%)					
부채비율	97.4	95.9	94.4	90.2	85.7
순차입금비율	67.6	62.3	55.6	46.6	37.6
이자보상배율(배)	4.6	4.4	4.6	5.4	6.1
활동성(배)					
매출채권회전율	7.0	7.3	7.1	6.8	6.8
재고자산회전율	5.0	5.1	4.9	4.7	4.7
매입채무회전율	6.0	6.0	5.8	5.6	5.6

포스코캠텍(003670): 이차전지가 끌고 음극재가 받치고

Outperform (Initiate)

주가(10/16): 70,400원/TP: 80,000원

KOSDAQ(10/16)	731.50pt
시가총액	41,585억원
52주 주가동향	최고가 최저가
	76,400원 27,900원
최고/최저가 대비 등락율	-7.85% 152.33%
상대수익률	절대 상대
	1M 3.7% 18.3%
	6M 68.2% 106.3%
	12M 139.0% 115.5%
발행주식수	59,070천주
일평균거래량(3M)	638천주
외국인 지분율	11.24%
배당수익률(18.E)	0.88%
BPS(18.E)	13,033원



◎ POSCO그룹의 핵심 성장사업인 2차전지 사업의 중심

- 연말기준 음극재 생산능력은 2017년 1.2만톤(매출비중 3%) → 2020년 6.4만톤으로 확대(매출비중 약 20% 전망)
- 중장기 양극재 업체인 포스코ESM과의 합병을 통해 음극재/양극재 사업 통합계획

◎ 침상코크스 업황, 구조적 호황기 진입으로 자회사 피엠씨텍의 실적호조 지속

- 중국의 전기로 생산능력 확대로 중장기 전극봉 및 침상코크스 수요 가파른 성장국면 진입
- 중국의 환경규제 강화와 고로생산량 정체로 고품질 침상코크스 공급부족국면 지속

◎ POSCO와 거래가 대부분인 기존사업은 안정적 Cash Cow

- 2017년 하반기이후 부진했던 화성사업부는 3Q18이후 수익성 회복전망

◎ 목표주가 80,000원은 12mf PER 30X 적용

투자지표, IFRS별도	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	11,177	11,972	13,509	14,335	15,639
보고영업이익(억원)	853	1,040	1,086	1,270	1,516
핵심영업이익(억원)	853	1,040	1,086	1,270	1,516
EBITDA(억원)	998	1,182	1,252	1,466	1,748
세전이익(억원)	648	1,256	1,906	2,080	2,327
순이익(억원)	445	1,040	1,463	1,576	1,740
지분법반영순이익(억원)	437	1,036	1,458	1,570	1,734
EPS(원)	740	1,753	2,469	2,659	2,936
증감율(%YoY)	26.4	137.0	40.8	7.7	10.4
PER(배)	16.2	22.7	28.5	26.5	24.0
PBR(배)	1.3	3.6	5.4	4.6	3.9
EV/EBITDA(배)	5.5	18.6	17.9	15.6	13.2
보고영업이익률(%)	7.6	8.7	8.0	8.9	9.7
핵심영업이익률(%)	7.6	8.7	8.0	8.9	9.7
ROE(%)	8.0	17.0	20.5	18.6	17.6
순부채비율(%)	-30.9	-24.3	-14.7	-8.3	-4.7

포스코캠텍(003670)

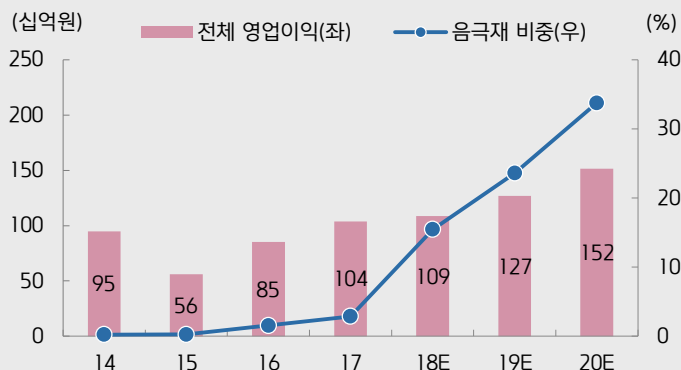
연간실적 (단위: 십억원)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,371	1,221	1,118	1,197	1,351	1,434
별도기준	1,331	1,175	1,076	1,164	1,311	1,394
별도 외	41	46	41	33	40	40
영업이익	95	56	85	104	109	127
별도기준	88	53	79	101	105	122
별도 외	7	3	7	3	4	5
영업이익률	6.9	4.6	7.6	8.7	8.0	8.9
별도기준	6.6	4.5	7.3	8.6	8.0	8.8
별도 외	16.6	5.6	15.8	9.9	9.6	11.6
세전이익	95	46	65	126	191	208
지분법이익	-2	-8	-19	29	81	80
순이익	73	32	45	104	146	158
지배순이익	73	35	44	104	146	157
EPS(지배주주)	1,230	585	740	1,753	2,469	2,659
BPS(지배주주)	8,549	8,976	9,523	10,910	13,033	15,345
ROE(지배주주)	15.3	6.7	8.0	17.2	20.6	18.7

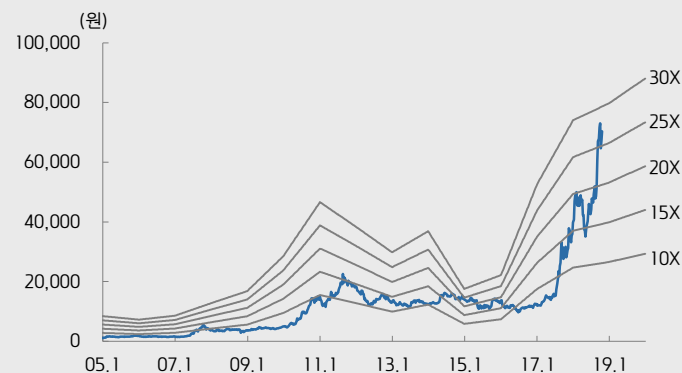
분기실적 (단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E
매출액	286	294	307	310	337	335	337	342
별도기준	279	287	298	299	328	324	327	332
별도 외	7	7	9	11	8	10	10	10
영업이익	31	27	26	20	23	21	32	33
별도기준	30	26	25	19	22	20	31	32
별도 외	1	1	1	1	1	1	1	1
영업이익률(%)	10.7	9.2	8.5	6.6	6.8	6.3	9.4	9.7
별도기준	10.6	9.2	8.5	6.4	6.8	6.1	9.4	9.7
별도 외	12.5	10.0	7.4	10.1	9.6	9.6	9.6	9.6
세전이익	31	23	37	35	41	42	53	55
지분법이익	0	-2	10	21	18	21	21	21
순이익	23	18	30	33	31	32	41	42
지배주주순이익	23	18	30	33	31	32	41	42

연결 영업이익과 음극재 비중



12M fwd PBR 밴드



포스코캠텍(003670)

포괄손익계산서

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	11,177	11,972	13,509	14,335	15,639
매출원가	9,769	10,416	11,827	12,433	13,433
매출총이익	1,408	1,556	1,682	1,902	2,206
판매비및일반관리비	555	516	596	632	690
영업이익(보고)	853	1,040	1,086	1,270	1,516
영업이익(핵심)	853	1,040	1,086	1,270	1,516
영업외손익	-206	216	820	810	811
이자수익	29	31	33	34	35
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	24	13	14	0	0
이자비용	20	15	15	15	15
외환손실	21	22	12	0	0
관계기업지분법손익	-190	286	807	795	795
투자및기타자산처분손익	1	1	-4	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	-18	0	0	0
기타	-29	-61	-4	-4	-4
법인세차감전이익	648	1,256	1,906	2,080	2,327
법인세비용	202	216	443	504	587
당기법인세율(%)	31.2%	17.2%	23.2%	24.2%	25.2%
당기순이익	445	1,040	1,463	1,576	1,740
지배주주지분순이익(억원)	437	1,036	1,458	1,570	1,734
EBITDA	998	1,182	1,252	1,466	1,748
현금수익(Cash Earnings)	590	1,182	1,629	1,772	1,972
조정당기순이익	445	1,053	1,466	1,576	1,740
증감률(% YoY)					
매출액	-8.5	7.1	12.8	6.1	9.1
영업이익(보고)	52.4	21.8	4.5	16.9	19.4
영업이익(핵심)	52.4	21.8	4.5	16.9	19.4
EBITDA	41.5	18.4	6.0	17.1	19.2
지배주주지분 당기순이익	26.4	137.0	40.8	7.7	10.4
EPS	26.4	137.0	40.8	7.7	10.4
수정순이익	39.7	136.8	39.2	7.5	10.4

현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	851	555	660	888	1,037
당기순이익	445	1,040	1,463	1,576	1,740
가상상각비	128	126	150	180	216
무형자산상각비	17	16	16	16	16
외환손익	-4	4	-2	0	0
자산처분손익	1	5	4	0	0
지분법손익	206	-286	-807	-795	-795
영업활동자산부채 증감	-130	-477	-165	-89	-140
기타	187	128	2	0	0
투자활동현금흐름	-1,063	-462	-902	-1,062	-1,086
투자자산의 처분	-840	109	-76	-41	-65
유형자산의 처분	5	17	35	53	44
유형자산의 취득	-233	-594	-820	-1,020	-1,020
무형자산의 취득	1	-13	0	0	0
기타	3	18	-5	-1	-2
재무활동현금흐름	-223	-230	-205	-206	-795
단기차입금의 증가	-72	-53	0	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	1,000
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-118	-177	-207	-207	-207
기타	-32	0	2	1	2
현금및현금성자산의증감	-433	-138	-446	-380	-745
기초현금및현금성자산	1,612	1,178	1,041	595	215
기말현금및현금성자산	1,178	1,041	595	215	960
Gross Cash Flow	981	1,032	825	976	1,177
Op Free Cash Flow	370	-81	15	50	206

재무상태표

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,207	4,683	4,599	4,413	5,465
현금및현금성자산	1,178	1,041	595	215	960
유동부채	953	824	824	824	824
매출채권및유동채권	1,468	1,804	2,036	2,160	2,357
재고자산	562	986	1,112	1,181	1,288
기타유동비금융자산	45	28	32	34	37
비유동자산	3,032	3,676	5,217	6,879	8,530
장기매출채권및기타비유동채권	1	10	11	12	13
투자자산	1,598	1,767	2,651	3,487	4,347
유형자산	1,367	1,827	2,497	3,337	4,140
무형자산	66	58	43	27	11
기타비유동자산	0	14	16	17	18
자산총계	7,239	8,358	9,815	11,292	13,995
유동부채	1,209	1,589	1,786	1,892	2,060
매입채무및기타유동채무	933	1,389	1,567	1,663	1,814
단기차입금	0	0	0	0	0
유동상장기차입금	57	51	51	51	51
기타유동부채	219	149	168	179	195
비유동부채	336	248	250	252	1,254
장기매입채무및비유동채무	13	6	7	7	8
사채및장기차입금	313	227	227	227	1,227
기타비유동부채	10	15	17	18	20
부채총계	1,545	1,837	2,037	2,144	3,314
자본총계	2,955	2,955	2,955	2,955	2,955
주식	19	19	19	19	19
이익잉여금	5,100	5,948	7,202	8,568	10,097
기타자본	211	182	182	182	182
지배주주지분자본총계	5,625	6,445	7,699	9,064	10,594
비지배주주지분자본총계	69	77	80	83	87
자본총계	5,694	6,522	7,779	9,148	10,681
순자산	-1,761	-1,585	-1,140	-760	-506
총자산	370	278	278	278	1,278

투자지표

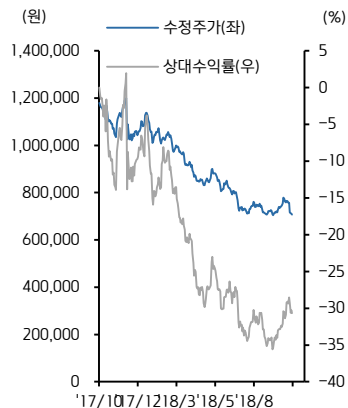
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	740	1,753	2,469	2,659	2,936
BPS	9,523	10,910	13,033	15,345	17,934
주당EBITDA	1,690	2,000	2,119	2,481	2,958
CFPS	999	2,000	2,758	2,999	3,338
DPS	300	350	350	350	350
주가배수(배)					
PER	16.2	22.7	28.5	26.5	24.0
PBR	1.3	3.6	5.4	4.6	3.9
EV/EBITDA	5.5	18.6	17.9	15.6	13.2
PCFR	12.0	19.9	25.5	23.5	21.1
주요지표(%)					
영업이익률(보고)	7.6	8.7	8.0	8.9	9.7
영업이익률(핵심)	7.6	8.7	8.0	8.9	9.7
EBITDA margin	8.9	9.9	9.3	10.2	11.2
순이익률	4.0	8.7	10.8	11.0	11.1
자기자본이익률(ROE)	8.0	17.0	20.5	18.6	17.6
투자자본이익률(ROIC)	23.9	31.2	23.3	21.6	21.1
안정성(%)					
부채비율	27.1	28.2	26.2	23.4	31.0
순차입금비율	-30.9	-24.3	-14.7	-8.3	-4.7
이자보상배율(배)	43.6	68.5	72.3	83.7	99.9
활동성(배)					
매출채권회전율	7.7	7.3	7.0	6.8	6.9
재고자산회전율	17.5	15.5	12.9	12.5	12.7
매입채무회전율	11.6	10.3	9.1	8.9	9.0

영풍(000670): 업황도 주가도 바닥!

BUY (Initiate)

주가(10/16): 707,000원/TP: 900,000원

KOSPI(10/16)	2,145.12pt		
시가총액	13,023억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	1,200,000원	704,000원	
최고/최저가 대비 등락율	-41.08%	0.43%	
상대수익률	절대	상대	
	1M	-4.5%	3.3%
	6M	-16.7%	-4.6%
	12M	-40.0%	-30.7%
발행주식수	1,842천주		
일평균거래량(3M)	1천주		
외국인 지분율	2.99%		
배당수익률(18.E)	0.93%		
BPS(18.E)	1,662,774원		



◎ 아연 제련업황은 2018년을 바닥으로 중장기 개선국면 진입

- 아연제련수수료 상승으로 본사는 2019년 이후 중장기 턴어라운드 전망
- 아연제련수수료 상승시 고려아연 실적개선 및 영풍 지분법 이익 증가

◎ 현 주가는 PBR 0.4X로 역사적 PBR밴드 저점, 자산가치 대비 절대적 Valuation 매력

- 2Q18말 현금성자산 2,800억원, 고려아연 지분가치만 2조원 이상(지분율 27%)
- 종로 영풍문고빌딩/논현동 영풍빌딩 보유(장부가 각각 3,800억원, 750억원)

◎ IT자회사는 부진지속 중이나 바닥을 통과 중

◎ 목표주가 900,000원은 Sum of the parts로 산출

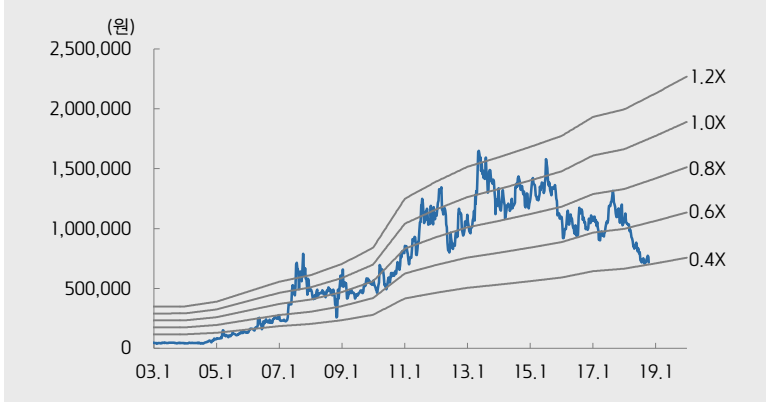
투자지표, IFRS별도	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	26,541	37,249	27,706	28,690	30,043
보고영업이익(억원)	-42	1,594	-1,170	53	602
핵심영업이익(억원)	-42	1,594	-1,170	53	602
EBITDA(억원)	1,660	3,101	466	1,610	2,158
세전이익(억원)	1,715	3,346	733	2,114	2,871
순이익(억원)	1,274	2,723	576	2,082	2,353
지분법반영순이익(억원)	1,624	2,446	1,118	2,189	2,312
EPS(원)	88,137	132,786	60,685	118,812	125,503
증감율(%YoY)	25.9	50.7	-54.3	95.8	5.6
PER(배)	12.1	8.1	11.7	6.0	5.6
PBR(배)	0.7	0.7	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	8.6	7.0	22.0	11.8	9.2
보고영업이익률(%)	-0.2	4.3	-4.2	0.2	2.0
핵심영업이익률(%)	-0.2	4.3	-4.2	0.2	2.0
ROE(%)	4.1	8.2	1.6	5.8	6.2
순부채비율(%)	-3.4	-0.9	0.2	0.6	-0.6

영풍(000670)

연간실적 (단위: 십억원)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,615	2,654	3,725	2,771	2,869	3,004
별도기준	1,068	1,155	1,458	1,372	1,325	1,434
별도 외	1,547	1,499	2,266	1,399	1,544	1,570
영업이익	-6	-4	159	-117	5	60
별도기준	49	53	25	-23	22	48
별도 외	-55	-57	135	-94	-16	12
영업이익률	-0.2	-0.2	4.3	-4.2	0.2	2.0
별도기준	4.6	4.5	1.7	-1.7	1.6	3.3
별도 외	-3.5	-3.8	5.9	-6.7	-1.0	0.8
세전이익	115	172	335	73	211	287
지분법이익	146	171	182	188	206	227
순이익	90	127	272	58	208	235
지배순이익	129	162	245	112	219	231
EPS(지배주주)	69,989	88,137	132,786	60,685	118,812	125,503
BPS(지배주주)	1,400,868	1,478,326	1,610,072	1,662,774	1,773,437	1,890,697
ROE(지배주주)	5.1	6.1	8.6	3.7	6.9	6.9

12M fwd PBR 밴드



분기실적 (단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E
매출액	706	783	1,173	1,063	745	660	698	668
별도기준	356	359	362	382	394	347	321	310
별도 외	351	424	811	681	351	313	377	358
영업이익	5	2	93	60	-18	-49	-22	-28
별도기준	18	1	3	3	3	-7	-9	-11
별도 외	-12	1	89	57	-22	-42	-13	-17
영업이익률(%)	0.8	0.3	7.9	5.6	-2.4	-7.4	-3.1	-4.3
별도기준	5.0	0.4	0.9	0.7	0.9	-2.1	-2.7	-3.6
별도 외	-3.5	0.1	11.0	8.3	-6.1	-13.3	-3.4	-4.9
세전이익	49	51	138	97	38	1	21	14
지분법이익	48	49	41	43	56	44	44	44
순이익	38	39	115	81	26	-2	21	14
지배주주순이익	53	43	81	68	38	26	29	19

Sum-of-the-parts Valuation (단위: 십억원, 원)

	주당가치	비고
1. 영업가치		
a) 18E EBITDA	30	
b) Target multiple	6.0X	
c) 순차입금	-180	2Q 18말
d) = a) X b) - c)	359	194,926
2. 지분가치		
e) 상장사		
자회사	시총	직접 지분율
고려아연	7,407	26.9%
코리아서킷	124	36.1%
인터플렉스	293	11.1%
시그네틱스	79	31.6%
합계		2,095
f) 비상장사	장부가	66
g) = e) + f)		2,161
지분가치 할인율	40%	
h) 최종지분가치	1,297	703,940
3. 영업가치 + 지분가치	1,656	898,867

영풍(000670)

포괄손익계산서

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	26,541	37,249	27,706	28,690	30,043
매출원가	25,481	34,402	27,698	27,418	28,165
매출총이익	1,059	2,847	7	1,272	1,878
판매비및일반관리비	1,101	1,253	1,177	1,219	1,276
영업이익(보고)	-42	1,594	-1,170	53	602
영업이익(핵심)	-42	1,594	-1,170	53	602
영업외손익	1,757	1,752	1,902	2,061	2,269
이자수익	57	51	58	39	41
배당금수익	27	2	1	2	2
외환이익	521	657	374	0	0
이자비용	74	93	112	112	112
외환손실	484	718	383	0	0
관계기업지분법손익	1,709	1,818	1,875	2,063	2,269
투자및기타자산처분손익	11	29	2	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-23	-19	18	0	0
기타	14	25	69	69	69
법인세감전이익	1,715	3,346	733	2,114	2,871
법인세비용	441	624	157	32	518
유효법인세율(%)	25.7%	18.6%	21.4%	1.5%	18.1%
당기순이익	1,274	2,723	576	2,082	2,353
지배주주지분순이익(억원)	1,624	2,446	1,118	2,189	2,312
EBITDA	1,660	3,101	466	1,610	2,158
한국순이익(Cash Earnings)	2,975	4,229	2,212	3,638	3,908
조정당기순이익	1,283	2,715	560	2,082	2,353
증감률(% YoY)					
매출액	1.5	40.3	-25.6	3.6	4.7
영업이익(보고)	N/A	N/A	N/A	N/A	1,034.2
영업이익(핵심)	N/A	N/A	N/A	N/A	1,034.2
EBITDA	-25.6	86.8	-85.0	245.2	34.0
지배주주지분 당기순이익	25.9	50.7	-54.3	95.8	5.6
EPS	25.9	50.7	-54.3	95.8	5.6
수정순이익	20.2	111.6	-79.4	271.6	13.0

현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	794	1,838	2,246	1,940	1,949
당기순이익	1,274	2,723	576	2,082	2,353
가상상각비	1,689	1,493	1,624	1,546	1,546
무형자산상각비	12	13	12	11	10
외환손익	-19	20	9	0	0
자산처분손익	19	28	-2	0	0
지분법손익	-1,709	-1,832	-1,875	-2,063	-2,269
영업활동자산부채 증감	-964	-1,334	1,403	-145	-199
기타	491	727	499	509	509
투자활동현금흐름	126	-3,786	-1,078	-2,043	-1,560
투자자산의 처분	854	-707	421	-43	-60
유형자산의 처분	73	1,249	35	53	44
유형자산의 취득	-809	-4,287	-1,500	-2,000	-1,500
무형자산의 처분	0	-10	0	0	0
기타	7	-32	2	0	0
재무활동현금흐름	-534	1,809	-1,172	-56	-19
단기차입금의 증가	-807	721	0	0	0
장기차입금의 증가	0	623	0	0	0
자본의 증가	272	0	0	0	0
배당금지급	0	0	-172	-172	-172
기타	1	465	-1,000	116	153
현금및현금성자산의증감	388	-150	-3	-159	371
기초현금및현금성자산	1,679	2,067	1,917	1,913	1,754
기말현금및현금성자산	2,067	1,917	1,913	1,754	2,124
Gross Cash Flow	1,757	3,172	843	2,085	2,148
Op Free Cash Flow	-102	-2,826	620	-536	350

재무상태표

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	10,974	14,643	11,379	11,556	12,389
현금및현금성자산	2,067	1,917	1,913	1,754	2,124
유형자산	838	1,531	1,139	1,179	1,235
매출채권및유동채권	3,709	5,670	4,217	4,367	4,573
재고자산	4,359	5,525	4,110	4,256	4,456
기타유동비금융자산	1	0	0	0	0
비유동자산	30,375	33,395	34,562	36,565	38,279
장기매출채권및기타비유동채권	113	141	105	108	113
투자자산	20,745	21,995	23,334	24,891	26,656
유형자산	9,408	11,138	11,014	11,468	11,422
무형자산	109	121	109	98	88
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	41,349	48,037	45,940	48,121	50,668
유동부채	5,082	7,880	6,506	6,648	6,842
매입채무및기타유동채무	3,386	5,118	3,807	3,942	4,128
단기차입금	1,063	2,044	2,044	2,044	2,044
유동상장차입금	408	473	473	473	473
기타유동부채	224	244	182	188	197
비유동부채	4,844	5,463	4,336	4,465	4,636
장기매입채무및비유동채무	437	496	369	382	400
사채및장기차입금	357	621	621	621	621
기타비유동부채	4,049	4,346	3,346	3,462	3,615
부채총계	9,926	13,343	10,842	11,113	11,479
자본	97	92	92	92	97
주식보통주	18	18	18	18	18
이익잉여금	26,813	29,083	30,054	32,092	34,252
이익잉여금	308	465	465	465	465
지배주주지분자본총계	27,231	29,658	30,629	32,667	34,827
비지배주주지분자본총계	4,192	5,037	4,470	4,341	4,362
자본총계	31,423	34,695	35,099	37,008	39,189
순자산	-1,076	-309	87	206	-221
총차입금	1,829	3,139	3,139	3,139	3,139

투자지표

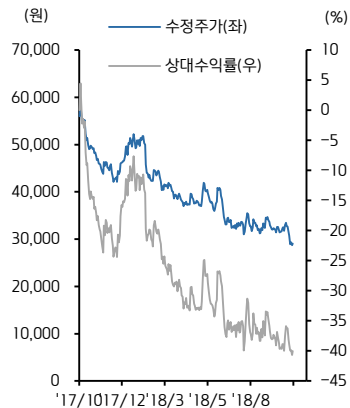
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	88,137	132,786	60,685	118,812	125,503
BPS	1,478,326	1,610,072	1,662,774	1,773,437	1,890,697
주당EBITDA	90,112	168,333	25,319	87,399	117,127
CFPS	161,517	229,606	120,084	197,522	212,175
DPS	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
주가배우(배)					
PER	12.1	8.1	11.7	6.0	5.6
PBR	0.7	0.7	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	8.6	7.0	22.0	11.8	9.2
PCFR	6.6	4.7	5.9	3.6	3.3
주당이익(%)					
영업이익률(보고)	-0.2	4.3	-4.2	0.2	2.0
영업이익률(핵심)	-0.2	4.3	-4.2	0.2	2.0
EBITDA margin	6.3	8.3	1.7	5.6	7.2
순이익률	4.8	7.3	2.1	7.3	7.8
자기자본이익률(ROE)	4.1	8.2	1.6	5.8	6.2
투자자본이익률(ROIC)	-0.2	8.5	-5.8	0.3	3.1
안정성(%)					
부채비율	31.6	38.5	30.9	30.0	29.3
순차입금비율	-3.4	-0.9	0.2	0.6	-0.6
이자보상배율(배)	N/A	17.2	N/A	0.5	5.4
활동성(배)					
매출채권회전율	7.7	7.9	5.6	6.7	6.7
재고자산회전율	6.8	7.5	5.8	6.9	6.9
매입채무회전율	8.8	8.8	6.2	7.4	7.4

풍산(103140): 방산회복이 주가 상승의 Key!

BUY (Re-Initiate)

주가(10/16): 29,050원/TP: 36,000원

KOSPI(10/16)	2,145.12pt	
시가총액	8,141억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	58,600원	28,750원
최고/최저가 대비 등락율	-50.43%	1.04%
상대수익률	절대	상대
	1M	-10.8%
	6M	-22.1%
	12M	-48.1%
발행주식수	28,024천주	
일평균거래량(3M)	168천주	
외국인 지분율	11.20%	
배당수익률(18.E)	1.47%	
BPS(18.E)	49,400원	



◎ 2H17이후 부진한 방산수출은 2019년 회복 기대감 높아질 전망

- 주력 수출시장이었던 미국은 2016년말 이후 약 2년간 재고조정 거침, 과거에도 2년 부진 후 3년째 회복
- 국내 방산은 성장성은 낮지만 안정적으로 유지

◎ 구리가격은 상승모멘텀 부진해도 \$6,000 수준에서 추가하락 가능성은 제한적

- 구리가격은 2Q18 \$7,300대를 고점으로 3Q18 \$5,800대까지 급락, 2Q18~3Q18 신동부문 수익성 부진
- 구리가격의 추가하락 없다면 2019년 구리 재고관련 손실 축소에 따른 신동부문 수익성 개선 기대

◎ 현 주가는 PBR 0.6X로 2011년 이후 PBR밴드 최저점의 Valuation 매력

- 목표주가 36,000원은 12mf PBR 0.7X 적용

투자지표, IFRS별도	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	28,318	29,450	28,830	28,691	29,070
보고영업이익(억원)	2,178	2,411	1,539	1,854	1,878
핵심영업이익(억원)	2,178	2,411	1,539	1,854	1,878
EBITDA(억원)	3,019	3,295	2,440	2,755	2,778
세전이익(억원)	1,822	2,048	1,316	1,588	1,612
순이익(억원)	1,377	1,507	999	1,159	1,177
지분법반영순이익(억원)	1,376	1,506	997	1,158	1,175
EPS(원)	4,910	5,372	3,559	4,132	4,194
증감율(%YoY)	166.8	9.4	-33.8	16.1	1.5
PER(배)	8.2	8.8	8.2	7.0	6.9
PBR(배)	0.9	1.0	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	6.8	6.6	8.5	7.0	6.5
보고영업이익률(%)	7.7	8.2	5.3	6.5	6.5
핵심영업이익률(%)	7.7	8.2	5.3	6.5	6.5
ROE(%)	11.8	11.8	7.4	8.1	7.7
순부채비율(%)	75.1	65.4	52.6	40.4	30.8

풍산(103140)

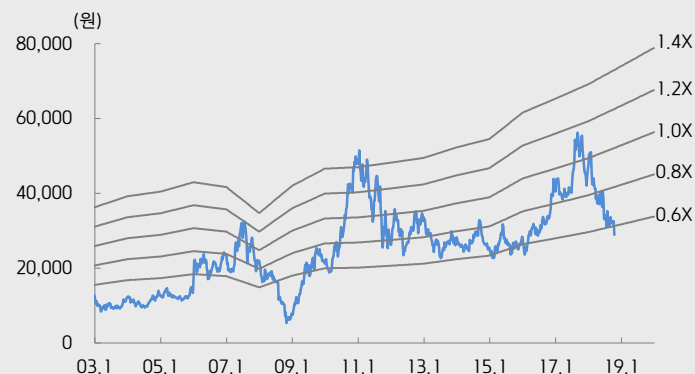
연간실적 (단위: 십억원)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,820	2,832	2,945	2,883	2,869	2,907
별도기준	2,041	2,034	2,257	2,271	2,256	2,294
별도 외	779	797	688	612	613	613
영업이익	111	218	241	154	185	188
별도기준	114	170	188	126	145	148
별도 외	-3	48	53	28	40	40
영업이익률	3.9	7.7	8.2	5.3	6.5	6.5
별도기준	5.6	8.3	8.3	5.5	6.4	6.4
별도 외	-0.4	6.1	7.8	4.6	6.5	6.5
세전이익	80	182	205	132	159	161
순이익	52	138	151	100	116	118
지배순이익	52	138	151	100	116	118
EPS(지배주주)	1,841	4,910	5,372	3,559	4,132	4,194
BPS(지배주주)	38,930	43,990	46,640	49,400	52,834	56,329
ROE(지배주주)	4.8	11.8	11.9	7.4	8.1	7.7
신동판매량(천톤)	186	196	201	198	201	205
방산매출(십억원)	751	811	837	784	799	812
구리가격(US\$)	5,652	4,777	6,068	6,599	6,200	6,200
원달러환율	1,131	1,161	1,130	1,098	1,120	1,120

분기실적 (단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E
매출액	707	699	696	843	670	709	678	826
별도기준	528	538	520	672	517	556	525	673
별도 외	180	162	176	171	152	153	153	153
영업이익	82	60	50	49	45	32	25	53
별도기준	64	50	36	37	36	26	22	43
별도 외	17	10	14	12	10	6	3	10
영업이익률(%)	11.5	8.5	7.2	5.9	6.7	4.4	3.6	6.4
별도기준	12.2	9.3	7.0	5.5	6.9	4.7	4.1	6.3
별도 외	9.7	6.1	7.9	7.2	6.3	3.6	2.0	6.5
세전이익	71	57	40	37	47	27	17	41
순이익	56	52	13	29	37	21	12	30
지배주주순이익	56	52	13	29	37	21	12	30
신동판매량(천톤)	50,719	51,404	50,343	48,053	48,903	51,050	48,842	49,439
방산매출(십억원)	179	188	160	310	837	144	166	159
구리가격(US\$)	5,782	5,704	6,052	6,735	6,961	6,819	6,414	6,200
원달러환율	1,154	1,129	1,132	1,106	1,072	1,079	1,100	1,100

12M fwd PBR 밴드



풍산(103140)

포괄손익계산서

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	28,318	29,450	28,830	28,691	29,010
매출원가	24,607	25,365	25,757	25,286	25,599
매출총이익	3,711	4,084	3,074	3,405	3,471
판매비및일반관리비	1,533	1,674	1,535	1,551	1,593
영업이익(보고)	2,178	2,411	1,539	1,854	1,878
영업이익(핵심)	2,178	2,411	1,539	1,854	1,878
영업외손익	-356	-363	-223	-266	-266
이자수익	2	2	3	2	2
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	541	460	293	0	0
이자비용	319	276	288	276	276
외환손실	508	541	258	0	0
관계기업지분법손익	0	1	1	0	0
투자및기타자산처분손익	1	2	5	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-108	-20	14	0	0
기타	35	9	7	7	7
법인세차감전이익	1,822	2,048	1,316	1,588	1,612
법인세비용	445	541	317	429	435
유효법인세율(%)	24.4%	26.4%	24.1%	27.0%	27.0%
당기순이익	1,377	1,507	999	1,159	1,177
지배주주지분순이익(억원)	1,376	1,506	997	1,158	1,175
EBITDA	3,019	3,295	2,440	2,755	2,778
한국나이(Cash Earnings)	2,218	2,391	1,900	2,060	2,076
조정당기순이익	1,458	1,520	984	1,159	1,177
증가율(% YoY)					
매출액	0.4	4.0	-2.1	-0.5	1.3
영업이익(보고)	96.1	10.7	-36.2	20.5	1.3
영업이익(핵심)	96.1	10.7	-36.2	20.5	1.3
EBITDA	57.3	9.1	-26.0	12.9	0.8
지배주주지분 당기순이익	166.8	9.4	-33.8	16.1	1.5
EPS	166.8	9.4	-33.8	16.1	1.5
수정순이익	203.4	4.3	-35.2	17.8	1.5

현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	2,463	1,375	2,097	2,105	1,951
당기순이익	1,822	2,048	999	1,159	1,177
가상상각비	827	864	882	883	883
무형자산상각비	14	21	19	18	16
외환손익	-74	77	-35	0	0
자산처분손익	234	229	-5	0	0
지분법손익	0	-1	-1	-1	-1
영업활동자산부채 증가	108	-1,234	203	46	-125
기타	-467	-628	35	0	0
투자활동현금흐름	-1,008	-877	-803	-811	-816
투자자산의 처분	-8	-16	4	1	-3
유형자산의 처분	18	25	35	53	44
유형자산의 취득	-987	-818	-813	-813	-813
무형자산의 처분	4	10	0	0	0
기타	-36	-78	5	0	0
재무활동현금흐름	-1,287	-565	-22	-2	-2
단기차입금의 증가	-3,310	-1,835	0	0	0
장기차입금의 증가	2,023	1,270	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	-224	-196	-196
기타	0	0	202	198	196
현금및현금성자산의증가	197	-164	1,272	1,296	1,135
기초현금및현금성자산	536	733	568	1,841	3,137
기말현금및현금성자산	733	568	1,841	3,137	4,272
Gross Cash Flow	2,355	2,609	1,894	2,060	2,076
Op Free Cash Flow	1,612	616	1,460	1,488	1,334

재무상태표

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	13,807	14,224	15,209	16,441	17,752
현금및현금성자산	733	568	1,841	3,137	4,272
유동부채	83	111	109	109	110
매출채권및유동채권	5,530	5,100	4,993	4,969	5,035
채권자산	7,410	8,385	8,209	8,169	8,277
기타유동비금융자산	52	59	58	57	58
비유동자산	13,342	13,071	12,980	12,891	12,807
장기매출채권및기타비유동채권	30	23	23	23	23
투자자산	1,229	1,218	1,217	1,217	1,219
유형자산	11,856	11,559	11,490	11,419	11,348
무형자산	194	248	229	211	195
기타비유동자산	34	22	22	22	22
자산총계	27,149	27,295	28,189	29,332	30,558
유동부채	9,635	9,864	9,785	9,767	9,816
매입채무및기타유동채무	3,402	3,497	3,423	3,407	3,452
단기차입금	3,925	3,548	3,548	3,548	3,548
유동성장기차입금	1,977	2,517	2,517	2,517	2,517
기타유동부채	332	303	296	295	299
비유동부채	5,166	4,339	4,539	4,736	4,933
장기매입채무및비유동채무	57	97	95	94	96
차입금	4,187	3,178	3,178	3,178	3,178
사채및장기차입금	921	1,064	1,266	1,464	1,659
기타비유동부채	14,801	14,204	14,323	14,503	14,749
부채총계	14,801	14,204	14,323	14,503	14,749
주요채권	5,134	5,134	5,134	5,134	5,134
이익잉여금	5,851	6,829	7,602	8,564	9,544
기타자산	-293	-293	-293	-293	-293
지배주주지분부채총계	12,328	13,071	13,844	14,806	15,786
비지배주주지분자본총계	21	21	22	23	24
자본총계	12,348	13,091	13,866	14,829	15,810
순이익	9,273	8,564	7,294	5,998	4,862
총자산	10,089	9,243	9,243	9,243	9,243

투자지표

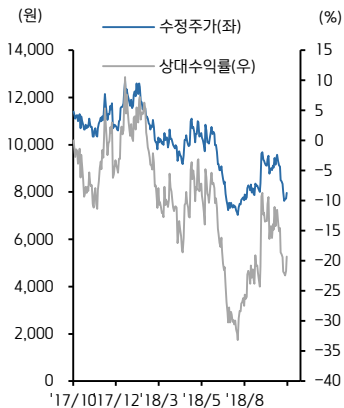
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	4,910	5,372	3,559	4,132	4,194
BPS	43,990	46,640	49,400	52,834	56,329
주당EBITDA	10,773	11,758	8,705	9,833	9,912
CFPS	7,915	8,533	6,778	7,352	7,409
DPS	700	800	700	700	700
주가배수(배)					
PER	8.2	8.8	8.2	7.0	6.9
PBR	0.9	1.0	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.8	6.6	8.5	7.0	6.5
PCFR	5.1	5.6	4.3	4.0	3.9
주당이익(%)					
영업이익률(보고)	7.7	8.2	5.3	6.5	6.5
영업이익률(핵심)	7.7	8.2	5.3	6.5	6.5
EBITDA margin	10.7	11.2	8.5	9.6	9.6
순이익률	4.9	5.1	3.5	4.0	4.0
자기자본이익률(ROE)	11.8	11.8	7.4	8.1	7.7
투자자본이익률(ROIC)	7.7	8.3	5.5	6.4	6.5
안정성(%)					
부채비율	119.9	108.5	103.3	97.8	93.3
순차입금비율	75.1	65.4	52.6	40.4	30.8
이자보상배율(배)	6.8	8.7	5.3	6.7	6.8
활동성(배)					
매출채권회전율	5.5	5.5	5.7	5.8	5.8
재고자산회전율	3.8	3.7	3.5	3.5	3.5
매입채무회전율	9.7	8.5	8.3	8.4	8.5

동국제강(001230): 후판회복에도 봉형강/냉연 부진

Market Perform(Initiate)

주가(10/16): 7,960원/TP: 8,000원

KOSPI(10/16)	2,145.12pt
시가총액	7,596억원
52주 주가동향	최고가 최저가
	12,700원 7,030원
최고/최저가 대비 등락율	-37.32% 13.23%
상대수익률	절대 상대
1M	-10.9% -3.7%
6M	-13.8% -1.2%
12M	-30.2% -19.3%
발행주식수	95,433천주
일평균거래량(3M)	506천주
외국인 지분율	27.34%
배당수익률(18.E)	-0.91%
BPS(18.E)	21,370원



◎ 국내 조선업 수주 회복으로 조선항 후판 수익성 회복

- 별도기준 후판매출 비중 약 10%, 현재 후판캐파는 당진 150만톤(가동 중), 포항 180만톤(가동중지, 매각 중)

◎ 단, 봉형강/냉연업황은 부진 지속해 실적개선 기대감 약화

- 철근은 2017년이후 아파트분양 감소에 따른 수요 감소와 고철/전극봉 등 전기로관련 원부자재 비용 상승
- 냉연은 국내 가전수요 부진과 POSCO의 가격정책 영향으로 2017년 하반기이후 부진

◎ 브라질 고로 CSP는 조업안정과 후판가격 상승에 따른 영업이익 개선

- 2Q18 CSP 지분법적자 반영은 종료

◎ 목표주가 8,000원은 12mf PBR 0.35X 적용

투자지표, IFRS별도	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	50,066	60,493	60,193	61,695	61,534
보고영업이익(억원)	2,566	2,413	1,492	2,004	2,220
핵심영업이익(억원)	2,566	2,413	1,492	2,004	2,220
EBITDA(억원)	5,098	4,791	3,587	4,061	4,176
세전이익(억원)	459	377	-2,195	896	1,113
순이익(억원)	708	48	-2,190	672	834
지분법반영순이익(억원)	613	45	-2,216	680	844
EPS(원)	642	47	-2,322	713	885
증감율(%YoY)	N/A	-92.6	N/A	N/A	24.1
PER(배)	17.2	231.7	-3.4	11.2	9.0
PBR(배)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA(배)	7.4	7.4	9.8	8.0	7.3
보고영업이익률(%)	5.1	4.0	2.5	3.2	3.6
핵심영업이익률(%)	5.1	4.0	2.5	3.2	3.6
ROE(%)	3.1	0.2	-9.7	3.1	3.7
순부채비율(%)	111.4	103.4	115.0	98.5	85.7

동국제강(001230)

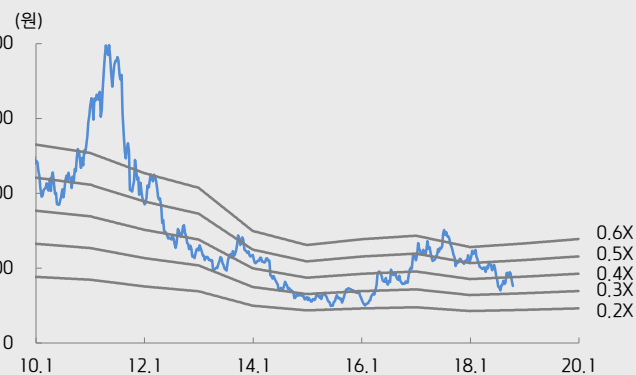
연간실적 (단위: 십억원, 천톤)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	5,266	5,007	6,049	6,019	6,169	6,153
별도기준	4,490	4,465	5,424	5,406	5,535	5,519
별도 외	777	542	626	613	634	634
영업이익	169	257	241	149	200	222
별도기준	134	210	167	108	156	177
별도 외	35	46	75	41	45	45
영업이익률	3.2	5.1	4.0	2.5	3.2	3.6
별도기준	3.0	4.7	3.1	2.0	2.8	3.2
별도 외	4.5	8.5	11.9	6.7	7.1	7.1
세전이익	-215	46	38	-220	90	111
지분법이익	-187	28	-154	-171	0	0
순이익	-238	64	5	-219	67	83
지배순이익	-239	61	5	-222	68	84
EPS(지배주주)	-2,503	642	47	-2,322	713	885
BPS(지배주주)	21,551	22,842	23,619	21,370	22,177	23,156
ROE(지배주주)	-11.2	2.9	0.2	-10.3	3.3	3.9

분기실적 (단위: 십억원, 천톤)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E
매출액	1,514	1,510	1,554	1,471	1,401	1,512	1,529	1,577
별도기준	1,377	1,394	1,350	1,303	1,264	1,353	1,371	1,418
별도 외	137	116	205	168	137	159	159	159
영업이익	58	54	73	57	21	32	40	56
별도기준	32	43	54	38	11	22	30	46
별도 외	25	11	19	19	10	10	10	10
영업이익률(%)	3.8	3.6	4.7	3.9	1.5	2.1	2.6	3.6
별도기준	2.4	3.1	4.0	2.9	0.8	1.6	2.2	3.2
별도 외	18.4	9.9	9.2	11.4	7.2	6.5	6.5	6.5
세전이익	57	-81	19	43	-37	-193	-18	28
지분법이익	-21	-92	2	-43	-30	-142	0	0
순이익	42	-69	13	20	-39	-190	-18	28
지배주주순이익	41	-71	11	23	-38	-193	-18	29

12M fwd PBR 밴드



동국제강(001230)

포괄손익계산서

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	50,066	60,493	60,193	61,695	61,534
매출원가	43,549	54,341	55,161	56,044	55,558
매출총이익	6,517	6,152	5,032	5,650	5,976
판매비및일반관리비	3,951	3,739	3,540	3,646	3,756
영업이익(보고)	2,566	2,413	1,492	2,004	2,220
영업이익(핵심)	2,566	2,413	1,492	2,004	2,220
영업외손익	-2,107	-2,036	-3,687	-1,108	-1,108
이자수익	37	39	54	40	40
배당금수익	1	1	1	1	1
외환이익	852	2,044	348	0	0
이자비용	1,187	1,105	1,149	1,149	1,149
외환손실	1,338	806	886	0	0
관계기업지분법손익	281	-1,537	-1,715	0	0
투자및기타자산처분손익	-44	-49	1	0	0
금융상품평가및기타금융이익	10	-56	-5	0	0
기타	-720	-566	-336	0	0
법인세차감전이익	459	377	-2,195	896	1,113
법인세비용	-182	330	-5	224	278
유효법인세율(%)	-39.6%	87.4%	0.3%	25.0%	25.0%
당기순이익	708	48	-2,190	672	834
지배주주지분순이익(억원)	613	45	-2,216	680	844
EBITDA	5,098	4,791	3,587	4,061	4,176
현금수익(Cash Earnings)	3,240	2,426	-95	2,729	2,790
조정당기순이익	755	61	-2,185	672	834
증감률(%, YoY)					
매출액	-4.9	20.8	-0.5	2.5	-0.3
영업이익(보고)	51.4	-6.0	-38.2	34.3	10.8
영업이익(핵심)	51.4	-6.0	-38.2	34.3	10.8
EBITDA	16.8	-6.0	-25.1	13.2	2.8
지배주주지분 당기순이익	N/A	-92.6	N/A	N/A	24.1
EPS	N/A	-92.6	N/A	N/A	24.1
수정순이익	N/A	-91.9	N/A	N/A	24.1

현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	8,883	902	1,708	3,187	2,817
당기순이익	708	48	-2,190	672	834
평가상각비	2,494	2,342	2,065	2,025	1,925
무형자산상각비	38	36	30	33	31
외환손익	408	-637	537	0	0
자산처분손익	83	57	-1	0	0
지분법손익	0	0	1,715	0	0
영업활동자산부채 증감	4,324	-3,095	-637	439	26
기타	829	2,151	188	18	0
투자활동현금흐름	-1,012	-145	-1,152	-548	-843
투자자산의 처분	-917	20	-245	234	1
유형자산의 처분	512	336	35	53	44
유형자산의 취득	-1,123	-596	-844	-844	-844
무형자산의 처분	10	-3	0	0	0
기타	464	98	-63	63	0
재무활동현금흐름	-6,795	-1,831	977	290	90
단기차입금의 증가	0	0	1,393	0	0
장기차입금의 증가	-6,732	-1,673	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-52	-158	-93	95	95
기타	-12	0	-322	195	-4
현금및현금성자산의증감	1,009	-1,143	1,533	2,929	2,064
기초현금및현금성자산	3,921	4,931	3,788	5,321	8,249
기말현금및현금성자산	4,931	3,788	5,321	8,249	10,314
Gross Cash Flow	4,560	3,997	2,344	2,748	2,790
Op Free Cash Flow	9,325	-1,011	2,102	3,155	2,803

재무상태표

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	20,423	20,494	23,506	25,287	27,307
현금및현금성자산	4,931	3,788	5,321	8,249	10,314
유동부채	438	323	475	329	328
매출채권및유동채권	7,786	8,669	9,179	8,841	8,818
채고자산	5,959	7,711	8,251	7,864	7,844
기타유동비금융자산	1,309	3	280	3	3
비유동자산	42,824	40,416	37,273	36,239	35,125
장기매출채권및기타비유동채권	799	667	351	681	679
투자자산	4,038	2,232	577	489	488
유형자산	36,872	36,547	35,340	34,160	33,080
무형자산	972	951	922	890	859
기타비유동자산	143	19	83	20	20
자산총계	63,247	60,910	60,779	61,526	62,432
유동부채	30,618	29,781	31,264	30,976	30,957
매입채무및기타유동채무	7,362	6,921	6,932	7,058	7,040
단기차입금	17,905	18,889	20,282	20,282	20,282
유동상장차입금	4,644	3,857	3,519	3,519	3,519
기타유동부채	707	115	531	117	117
비유동부채	9,736	7,422	7,951	8,201	8,196
장기매입채무및비유동채무	17	57	3	58	58
사채및장기차입금	8,330	5,886	6,791	6,791	6,791
기타비유동부채	1,389	1,479	1,157	1,352	1,348
부채총계	40,355	37,203	39,214	39,177	39,154
자본총계	5,892	5,892	5,892	5,892	5,892
주식보통주	1,016	1,017	1,017	1,017	1,017
이익잉여금	8,070	8,181	5,886	6,656	7,590
기타자본	6,818	7,450	7,599	7,599	7,599
지배주주지분자본총계	21,796	22,540	20,394	21,164	22,098
비지배주주지분자본총계	1,097	1,166	1,170	1,185	1,180
자본총계	22,893	23,707	21,565	22,349	23,278
순자산	25,510	24,522	24,796	22,013	19,950
총자산	30,879	28,632	30,592	30,592	30,592

투자지표

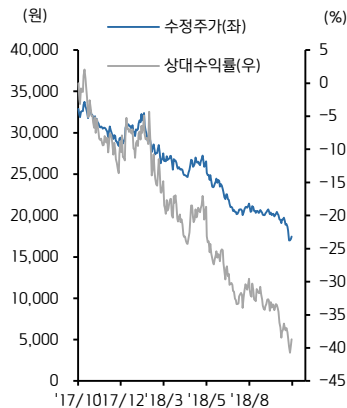
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	642	47	-2,322	713	885
BPS	22,842	23,619	21,370	22,177	23,156
주당EBITDA	5,343	5,021	3,759	4,256	4,376
CFPS	3,395	2,542	-99	2,860	2,924
DPS	150	100	-100	-100	-100
주가배수(배)					
PER	17.2	231.7	-3.4	11.2	9.0
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	7.4	7.4	9.8	8.0	7.3
PCFR	3.3	4.3	-80.4	2.8	2.7
주당이익(%)					
영업이익률(보고)	5.1	4.0	2.5	3.2	3.6
영업이익률(핵심)	5.1	4.0	2.5	3.2	3.6
EBITDA margin	10.2	7.9	6.0	6.6	6.8
순이익률	1.4	0.1	-3.6	1.1	1.4
자기자본이익률(ROE)	3.1	0.2	-9.7	3.1	3.7
투자자본이익률(ROIC)	7.2	0.7	3.2	3.3	3.7
안전성(%)					
부채비율	176.3	156.9	181.8	175.3	168.2
순차입금비율	111.4	103.4	115.0	98.5	85.7
이자보상배율(배)	2.2	2.2	1.3	1.7	1.9
활동성(배)					
매출채권회전율	5.0	7.4	6.7	6.8	7.0
재고자산회전율	8.6	8.9	7.5	7.7	7.8
매입채무회전율	6.9	8.5	8.7	8.8	8.7

세아베스틸(001430): 자동차향 부진 지속

Outperform (Re-Initiate)

주가(10/16): 17,450원/TP: 19,000원

KOSPI(10/16)	2,145.12pt		
시가총액	6,258억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	33,750원	17,000원	
최고/최저가 대비 등락율	-48.30%	2.65%	
상대수익률	절대	상대	
	1M	-14.7%	-7.8%
	6M	-29.4%	-19.1%
	12M	-47.0%	-38.7%
발행주식수	35,862천주		
일평균거래량(3M)	46천주		
외국인 지분율	10.17%		
배당수익률(18.E)	2.41%		
BPS(18.E)	53,242원		



◎ 자동차향 출하부진과 경쟁사 증설로 특수강봉강 수익성 하락

- 2016년 이후 건설증장비향 출하증가에도 자동차향 출하부진으로 수익성 악화
- 2017년 하반기 현대제철 증설물량 가동에 따른 국내 특수강봉강 시장 경쟁강도 강화

◎ 단기 모멘텀 부재에도 현 주가는 PBR 0.3X 수준으로 추가하락 가능성은 제한적

- 본사 실적부진에도 자회사 세아창원특수강은 안정적 실적 유지
- 현재 주가는 역사적 PBR밴드 최하단에 위치. 업황부진 감안해도 과매도 국면

◎ 목표주가 19,000원은 12mf PBR 0.35X 적용

투자지표, IFRS별도	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	25,311	30,553	33,097	33,530	34,097
보고영업이익(억원)	1,435	1,885	1,190	1,187	1,240
핵심영업이익(억원)	1,435	1,885	1,190	1,187	1,240
EBITDA(억원)	2,946	3,455	2,824	2,818	2,870
세전이익(억원)	1,328	1,733	936	970	1,038
순이익(억원)	1,047	1,372	711	728	778
지분법반영순이익(억원)	887	1,267	648	680	724
EPS(원)	2,473	3,533	1,806	1,896	2,020
증감율(%YoY)	-41.2	42.8	-48.9	5.0	6.5
PER(배)	10.3	8.2	9.7	9.2	8.6
PBR(배)	0.5	0.6	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	7.0	5.9	7.3	6.3	5.8
보고영업이익률(%)	5.7	6.2	3.6	3.5	3.6
핵심영업이익률(%)	5.7	6.2	3.6	3.5	3.6
ROE(%)	5.4	6.7	3.4	3.4	3.5
순부채비율(%)	48.9	42.6	44.9	30.0	24.0

세아베스틸(001430)

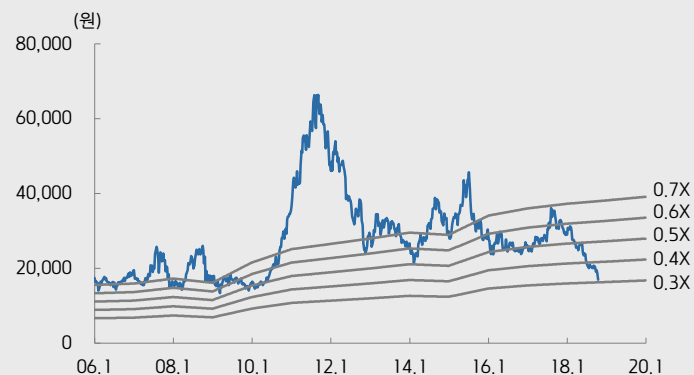
연간실적 (단위: 십억원, 천톤)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,527	2,531	3,055	3,310	3,353	3,410
별도기준	1,826	1,619	1,927	2,041	1,961	1,948
별도 외	701	912	1,128	1,269	1,392	1,462
영업이익	222	143	189	119	119	124
별도기준	174	81	126	66	64	63
별도 외	48	63	63	53	55	61
영업이익률	8.8	5.7	6.2	3.6	3.5	3.6
별도기준	9.5	5.0	6.5	3.2	3.3	3.2
별도 외	6.9	6.9	5.6	4.2	3.9	4.2
세전이익	215	133	173	94	97	104
순이익	165	105	137	71	73	78
지배순이익	151	89	127	65	68	72
EPS(지배주주)	4,208	2,473	3,533	1,806	1,896	2,020
BPS(지배주주)	41,079	48,457	51,205	53,242	54,490	55,900
ROE(지배주주)	10.1	5.5	7.1	3.5	3.5	3.7
본사 판매량(천톤)	1,954	1,934	2,150	2,090	1,982	1,977

분기실적 (단위: 십억원, 천톤)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E
매출액	731	790	767	767	830	840	810	830
별도기준	464	511	482	470	524	524	494	499
별도 외	267	279	285	297	306	316	316	331
영업이익	45	60	45	38	35	35	20	28
별도기준	23	47	35	20	21	22	9	14
별도 외	22	13	10	18	14	13	11	14
영업이익률(%)	6.1	7.6	5.9	5.0	4.2	4.2	2.5	3.4
별도기준	5.0	9.2	7.4	4.3	4.0	4.2	1.8	2.8
별도 외	8.1	4.6	3.5	6.2	4.7	4.2	3.6	4.3
세전이익	37	65	42	29	39	18	16	21
순이익	31	50	32	24	31	12	12	16
지배주주순이익	27	48	31	21	28	11	11	15
본사 판매량	537	569	530	514	549	535	506	500

12M fwd PBR 밴드



세아베스틸(001430)

포괄손익계산서

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	25,311	30,553	33,097	33,530	34,097
매출원가	22,718	27,368	30,581	30,968	31,489
매출총이익	2,593	3,186	2,517	2,562	2,608
판매비및일반관리비	1,159	1,301	1,327	1,375	1,368
영업이익(보고)	1,435	1,885	1,190	1,187	1,240
영업이익(핵심)	1,435	1,885	1,190	1,187	1,240
영업외손익	-106	-152	-254	-217	-202
이자수익	19	12	14	13	13
배당금수익	25	31	31	34	34
외환이익	89	51	71	0	0
이자비용	312	291	273	276	262
외환손실	76	119	51	0	0
관계기업지분법손익	21	45	13	13	13
투자및기타자산처분손익	-11	-22	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	175	61	18	0	0
기타	-37	80	-78	0	0
법인세차감전이익	1,328	1,733	936	970	1,038
법인세비용	282	362	225	243	259
유효법인세율(%)	21.2%	20.9%	24.1%	25.0%	25.0%
당기순이익	1,047	1,372	711	728	778
지배주주지분순이익(억원)	887	1,267	648	680	724
EBITDA	2,946	3,455	2,824	2,818	2,870
한국순이익(Cash Earnings)	2,558	2,942	2,345	2,359	2,408
조정당기순이익	917	1,341	697	728	778
증감률(%, YoY)					
매출액	0.2	20.7	8.3	1.3	1.7
영업이익(보고)	-35.5	31.4	-36.9	-0.2	4.4
영업이익(핵심)	-35.5	31.4	-36.9	-0.2	4.4
EBITDA	-17.2	17.3	-18.3	-0.2	1.8
지배주주지분 당기순이익	-41.2	42.8	-48.9	5.0	6.5
EPS	-41.2	42.8	-48.9	5.0	6.5
수정순이익	-45.3	46.2	-48.0	4.4	6.9

현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	2,552	2,219	371	3,177	2,245
당기순이익	1,328	1,733	711	728	778
가상상각비	1,503	1,558	1,621	1,621	1,621
무형자산상각비	9	12	13	10	9
외환손익	-9	39	-20	0	0
자산처분손익	50	28	0	0	0
지분법손익	-21	-45	-13	-13	-13
영업활동자산부채 증감	-77	-1,058	-329	-483	-155
기타	-230	-48	-1,612	1,315	4
투자활동현금흐름	-1,714	-1,255	-774	-856	-811
투자자산의 처분	-17	-161	54	-110	-11
유형자산의 처분	11	4	35	53	44
유형자산의 취득	-1,608	-965	-822	-750	-800
무형자산의 처분	-15	-17	0	0	0
기타	-85	-115	-6	3	0
재무활동현금흐름	-1,791	-1,043	1,397	98	-219
당기차입금의 증가	-1,060	-549	1,914	0	0
장기차입금의 증가	1,297	-205	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-356	-285	-320	-249	-249
기타	-1,672	-5	-197	347	31
현금및현금성자산의증감	-956	-98	994	2,419	1,215
기초현금및현금성자산	1,178	222	123	1,117	3,536
기말현금및현금성자산	222	123	1,117	3,536	4,751
Gross Cash Flow	2,630	3,278	700	3,660	2,399
Op Free Cash Flow	942	1,021	1,387	1,288	1,605

재무상태표

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	11,074	12,257	14,211	16,852	18,292
현금및현금성자산	222	123	1,117	3,536	4,751
유동부채	22	162	88	178	181
매출채권및유동채권	3,376	4,032	4,392	4,425	4,500
채고자산	7,454	7,939	8,613	8,713	8,860
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	24,296	23,653	22,801	21,947	21,135
장기매출채권및기타비유동채권	91	47	47	51	52
투자자산	810	889	950	976	993
유형자산	23,282	22,554	21,647	20,776	19,955
무형자산	91	140	128	118	109
기타비유동자산	23	24	29	26	26
자산총계	35,371	35,910	37,012	38,799	39,427
유동부채	7,770	6,340	9,296	8,952	9,019
매입채무및기타유동채무	3,310	3,410	4,139	3,743	3,806
단기차입금	980	940	2,854	2,854	2,854
유동상장기차입금	3,407	1,808	2,156	2,156	2,156
기타유동부채	74	182	148	200	203
비유동부채	7,658	8,538	7,239	7,583	7,615
장기매입채무및비유동채무	48	88	100	97	98
사채상장기차입금	5,607	6,496	5,382	5,382	5,382
기타비유동부채	2,004	1,954	1,757	2,104	2,135
부채총계	15,428	14,878	16,535	16,535	16,634
자본	2,193	2,193	2,193	2,193	2,193
주식보통주	302	302	302	302	302
이익잉여금	11,545	12,519	12,941	13,389	13,894
사채상장기차입금	3,338	3,349	3,658	3,658	3,658
지배주주지분자본총계	17,378	18,363	19,094	19,541	20,047
비지배주주지분자본총계	2,565	2,669	1,383	2,722	2,745
자본총계	19,942	21,032	20,477	22,263	22,792
차입금	9,749	8,958	9,187	6,678	5,460
총자산	9,993	9,244	10,392	10,392	10,392

투자지표

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당이익(원)					
EPS	2,473	3,533	1,806	1,896	2,020
BPS	48,457	51,205	53,242	54,490	55,900
주당EBITDA	8,215	9,635	7,876	7,858	8,002
CFPS	7,132	8,203	6,539	6,577	6,716
DPS	800	900	700	700	700
주가배수(배)					
PER	10.3	8.2	9.7	9.2	8.6
PBR	0.5	0.6	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	7.0	5.9	7.3	6.3	5.8
PCFR	3.6	3.5	2.7	2.7	2.6
주당이익(%)					
영업이익률(보고)	5.7	6.2	3.6	3.5	3.6
영업이익률(핵심)	5.7	6.2	3.6	3.5	3.6
EBITDA margin	11.6	11.3	8.5	8.4	8.4
순이익률	4.1	4.5	2.1	2.2	2.3
자기자본이익률(ROE)	5.4	6.7	3.4	3.4	3.5
투자자본이익률(ROIC)	3.8	4.8	2.9	2.9	3.1
안정성(%)					
부채비율	77.4	70.7	80.8	74.3	73.0
순차입금비율	48.9	42.6	44.9	30.0	24.0
이자보상배율(배)	4.6	6.5	4.4	4.3	4.7
활동성(배)					
매출채권회전율	7.7	8.2	7.9	7.6	7.6
재고자산회전율	3.4	4.0	4.0	3.9	3.9
매입채무회전율	8.3	9.1	8.8	8.5	9.0

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

◎ Compliance Notice

- > 당사는 10월 16일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- > 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- > 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- > 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

◎ 투자의견 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	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 (2017/10/01~2018/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	164	95.91%
중립	5	2.92%
매도	2	1.17%

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

투자의견 변동내역(2개년)

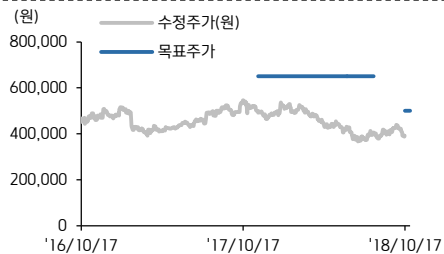
종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율(%)	
					평균주가 대비	최고주가 대비
고려아연 (010130)	2017/11/20	Buy(Initiate)	650,000원	6개월	-24.17	-17.38
	2018/01/23	Buy(Maintain)	650,000원	6개월	-23.60	-17.38
	2018/02/07	Buy(Maintain)	650,000원	6개월	-25.81	-17.38
담당자변경 POSCO (005490)	2018/10/17	Buy(Re-Initiate)	500,000원	6개월		
	2016/10/27	Buy(Maintain)	300,000원	6개월	-17.46	-11.83
	2016/11/28	Buy(Maintain)	350,000원	6개월	-25.61	-19.29
담당자변경 현대제철 (004020)	2017/01/13	Buy(Maintain)	350,000원	6개월	-25.00	-19.29
	2017/01/26	Buy(Maintain)	350,000원	6개월	-22.26	-15.29
	2017/03/31	Buy(Maintain)	400,000원	6개월	-31.46	-27.25
	2017/04/19	Buy(Maintain)	400,000원	6개월	-31.06	-25.00
	2017/07/11	Buy(Maintain)	400,000원	6개월	-30.17	-18.25
	2017/07/21	Buy(Maintain)	420,000원	6개월	-21.57	-17.38
	2017/09/26	Buy(Maintain)	420,000원	6개월	-21.86	-17.38
	2017/10/30	Buy(Maintain)	420,000원	6개월	-22.19	-17.38
	2017/11/20	Buy(Maintain)	420,000원	6개월	-20.84	-7.98
	2018/01/23	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-16.63	-15.87
	2018/01/25	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-24.39	-14.13
	2018/10/17	Buy(Re-Initiate)	500,000원	6개월		
	2016/10/18	Buy(Maintain)	74,000원	6개월	-31.04	-28.24
	2016/11/01	Buy(Maintain)	63,000원	6개월	-21.01	-17.62
	2016/11/28	Buy(Maintain)	63,000원	6개월	-13.98	-3.02
	2017/01/18	Buy(Maintain)	77,000원	6개월	-21.17	-19.48
	2017/01/26	Buy(Maintain)	77,000원	6개월	-21.50	-16.23
담당자변경	2017/04/18	Buy(Maintain)	77,000원	6개월	-22.44	-16.23
	2017/04/28	Buy(Maintain)	77,000원	6개월	-23.54	-16.23
	2017/06/02	Buy(Maintain)	77,000원	6개월	-23.55	-16.23
	2017/06/26	Buy(Maintain)	77,000원	6개월	-23.24	-16.23
	2017/07/13	Buy(Maintain)	77,000원	6개월	-23.10	-16.23
	2017/07/31	Buy(Maintain)	77,000원	6개월	-26.80	-17.66
	2017/10/12	Buy(Maintain)	66,000원	6개월	-15.93	-13.03
	2017/10/31	Buy(Maintain)	72,000원	6개월	-20.46	-17.36
	2017/11/20	Buy(Maintain)	72,000원	6개월	-19.28	-13.06
	2018/01/23	Buy(Maintain)	73,000원	6개월	-18.49	-17.26
	2018/01/29	Buy(Maintain)	73,000원	6개월	-24.66	-5.89
	2018/08/22	Buy(Re-Initiate)	66,000원	6개월	-18.13	-13.18
	2018/10/17	Buy(Maintain)	66,000원	6개월		

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율(%)	
					평균주가 대비	최고주가 대비
포스코엔텍 (003670)	2018/10/17	Outperform(Initiate)	80,000원	6개월		
				6개월		
영풍 (000670)	2018/10/17	Buy(Initiate)	900,000원	6개월		
				6개월		
풍산 (103140)	2017/11/20	Buy(Initiate)	65,000원	6개월	-28.05	-19.69
	2018/01/23	Buy(Maintain)	65,000원	6개월	-33.52	-19.69
담당자변경 동국제강 (001230)	2018/10/17	Buy(Re-Initiate)	36,000원	6개월		
				6개월		
세아베스틸 (001430)	2017/01/24	Outperform(Upgrade)	28,000원	6개월	-11.13	-7.86
	2017/02/29	Outperform(Maintain)	28,000원	6개월	-4.51	2.50
담당자변경	2017/04/24	Buy(Upgrade)	33,000원	6개월	-15.53	-13.48
	2017/05/08	Buy(Maintain)	33,000원	6개월	-15.83	-13.48
	2017/05/22	Buy(Maintain)	33,000원	6개월	-13.88	-4.70
	2017/07/13	Buy(Maintain)	38,000원	6개월	-16.82	-13.42
	2017/07/28	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-16.48	-8.63
	2017/10/17	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-16.76	-8.63
	2017/11/01	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-17.38	-8.63
	2017/11/20	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-20.18	-8.63
	2018/01/23	Buy(Maintain)	38,000원	6개월	-18.33	-14.74
	2018/02/08	Buy(Maintain)	38,000원	6개월	-32.59	-14.74
	2018/10/17	Outperform(Re-Initiate)	19,000원	6개월		

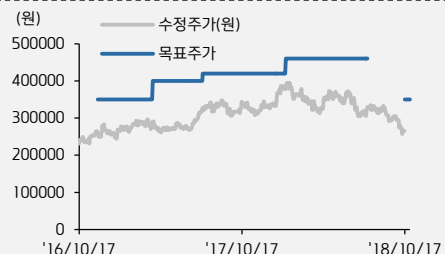
투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

목표주가 그래프 (2개년)

고려아연(010130)



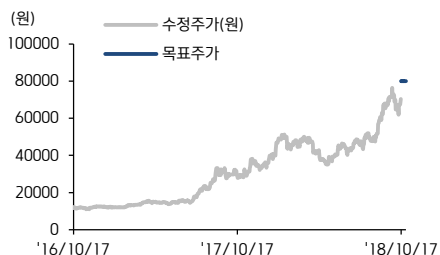
POSCO(005490)



현대제철(004020)



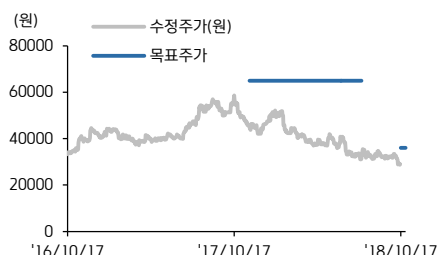
포스코캠텍(003670)



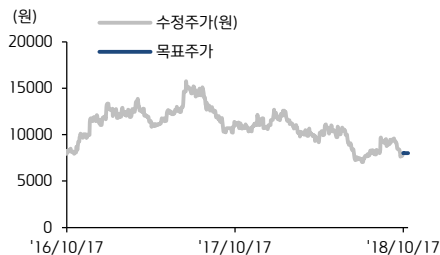
영풍(000670)



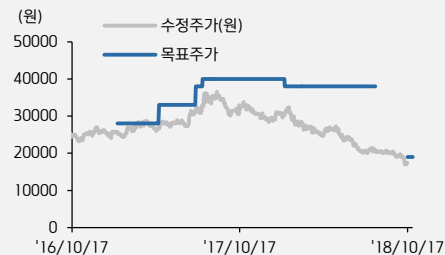
풍산(103140)



동국제강(001230)



세아베스틸(001430)

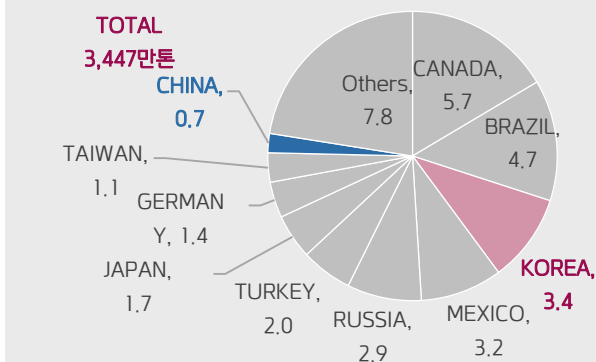


Part III APPENDIX



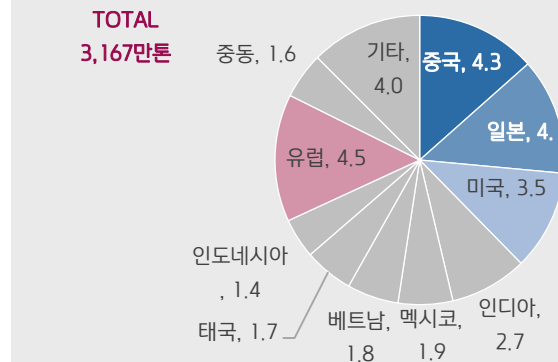
APPENDIX I

미국의 국가별 철강재 수입량(2017년)



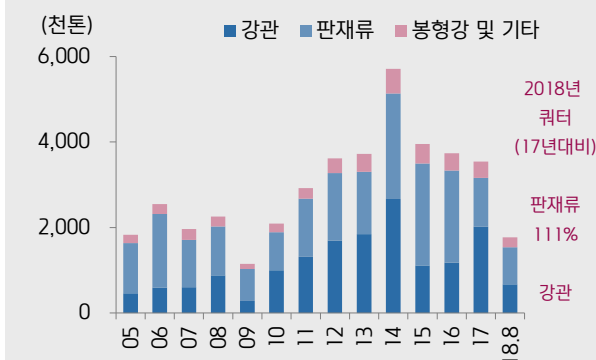
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한국의 국가별 철강재 수출량(2017년)



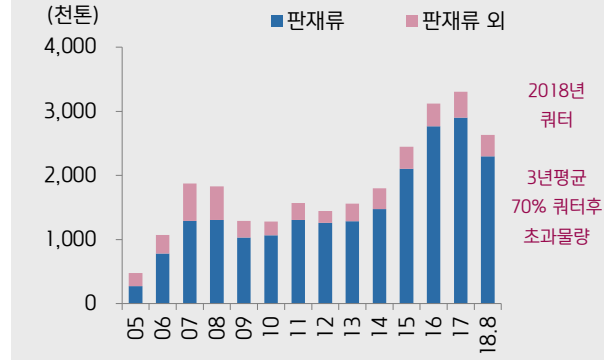
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한국의 철강 제품별 미국 수출량



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

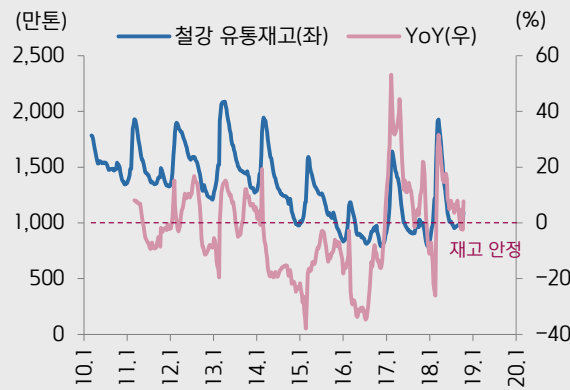
한국의 철강 제품별 EU(28) 수출량



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

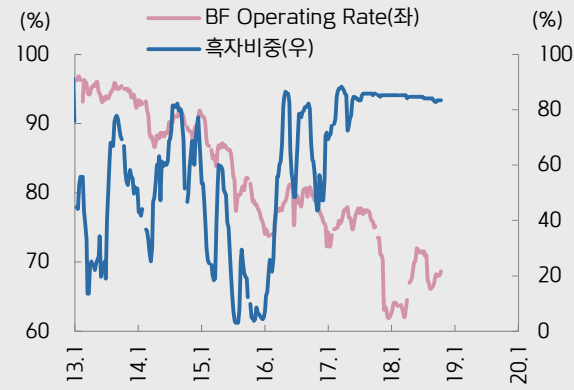
APPENDIX II

중국 철강 유통재고



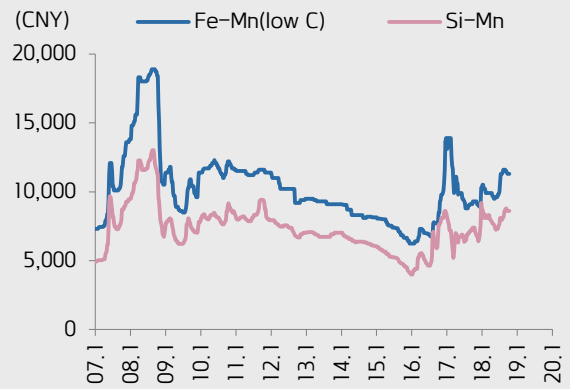
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 고로가동률 조사



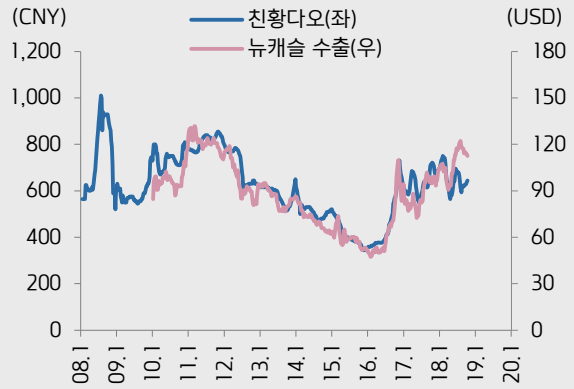
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 합금철 가격



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

발전용 석탄가격



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

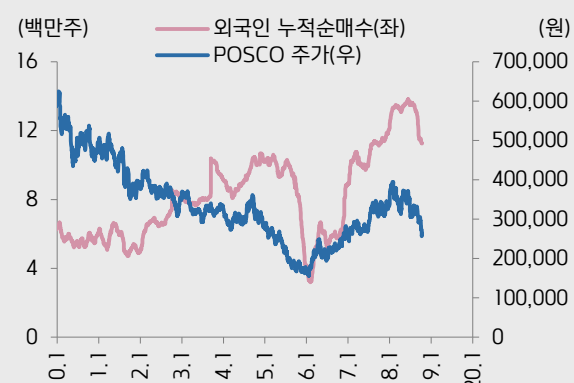
APPENDIX III

POSCO 수급 - 기관



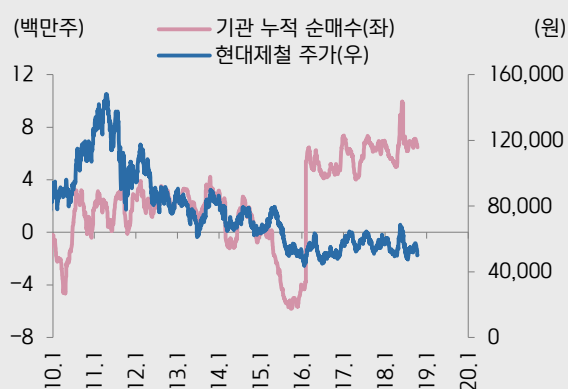
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

POSCO 수급 - 외국인



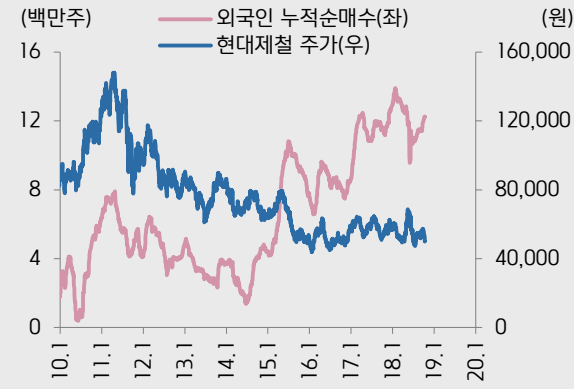
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

현대제철 수급 - 기관



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

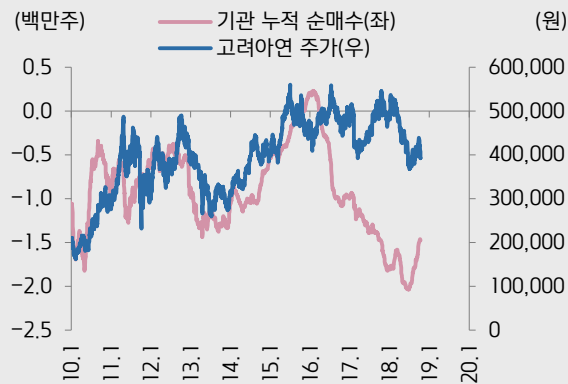
현대제철 수급 - 외국인



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

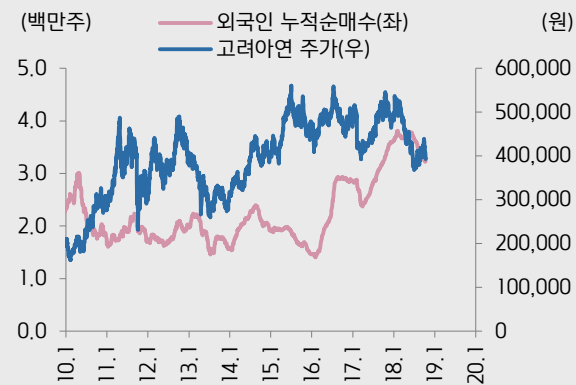
APPENDIX III

고려아연 수급 - 기관



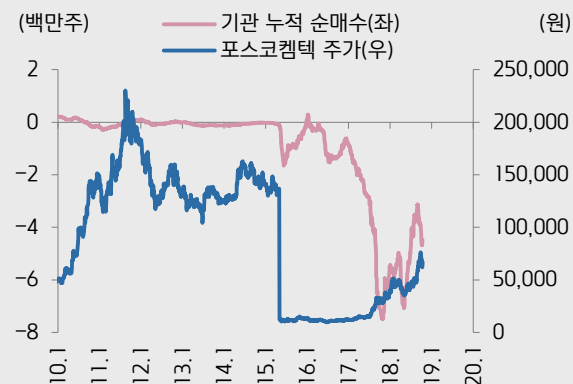
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

고려아연 수급 - 외국인



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

포스코캠텍 수급 - 기관



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

포스코캠텍 수급 - 외국인



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

APPENDIX IV

Peer Group Valuation(10/14)

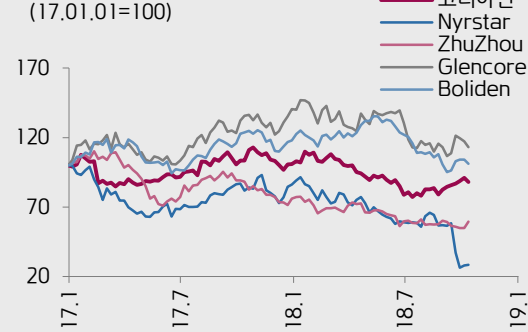
회사명		시총	시장	PER		PBR		ROE		EV/EBITDA		영업이익률	
		(mil. US\$)	PER	FY17	FY18	FY17	FY18	FY17	FY18	FY17	FY18	FY17	FY18
철강	ArcelorMittal	29,071	13.6	6.7	5.2	0.8	0.7	12.3	13.4	5.0	3.9	8.1	10.2
	POSCO	20,424	8.7	7.6	6.8	0.5	0.5	6.6	7.3	4.6	4.2	7.7	8.6
	신일본제철	18,869	13.2	21.6	10.4	0.7	0.7	3.4	6.8	11.0	8.1	2.0	3.9
	Baoshan	24,063	10.6	9.0	7.5	1.1	0.9	13.2	12.7	NA	NA	7.5	9.6
	Nucor	19,237	17.0	17.4	8.0	2.3	1.8	13.8	25.0	8.5	5.4	9.5	13.8
	China Steel	12,493	12.9	22.3	17.9	1.2	1.2	5.7	6.9	10.1	9.3	7.4	8.5
	JFE	13,522	13.2	27.9	9.0	0.8	0.7	2.8	8.5	10.3	7.2	2.5	6.4
	Angang	6,321	15.0	8.3	6.5	0.9	0.8	11.5	12.7	7.8	6.0	7.7	9.2
	US Steel	5,072	17.0	15.6	5.0	1.8	1.2	12.6	25.8	5.9	3.4	4.9	9.3
철광석	BHP(6월결산)	121,073	14.8	17.7	14.1	2.2	2.2	12.5	14.7	6.6	5.6	33.0	35.2
	Rio Tinto	85,454	12.5	9.9	9.9	2.0	1.8	21.0	19.3	5.1	5.5	34.6	32.9
	VALE	78,960	12.3	13.4	10.4	2.0	1.7	15.4	15.9	7.1	5.6	36.6	36.2
비철	Glencore	58,439	12.5	10.6	8.4	1.2	1.2	12.2	14.0	5.9	5.2	4.2	4.6
	Alcoa	6,651	17.0	11.1	9.0	1.1	1.3	9.7	12.8	4.0	3.1	13.9	16.5
	Nyrstar	282	14.3	NA	NA	0.4	0.4	-8.8	-6.1	6.3	6.1	1.8	1.8
	Barrick Gold	14,545	15.0	17.1	28.1	1.5	1.5	8.4	7.5	5.1	6.7	29.6	20.2

글로벌 철강사 주가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

글로벌 비철 광산/제련사 주가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터