

2018년 11월

2019년 철강/비철금속 산업 전망

- 2분기 업황 반등 전망. 그러나 쉽지 않은 한 해

[철강/비철금속] 김윤상
2122-9205
yoonsang.kim@hi-ib.com

하이투자증권 

Table of Content

- 1. Summary / #4
- 2. Macro 환경 분석 / #6
- 3. 철강 산업 / #13
- 4. 비철금속 산업 / #40
- 5. 주요 종목 / #62

2019년 철강/비철금속 산업 전망

1. Summary / #4

2. Macro 환경 분석 / #6

3. 철강 산업 / #13

4. 비철금속 산업 / #40

5. 주요 종목 / #62

[철강업종: 2분기 중 반등 전망. 그러나 쉽지 않은 한 해]

- Macro 측면에서 2분기 중 우호적 환경이 조성될 것. 『미국의 경기 둔화 → 금리 인상 기조 완화 → 달러 약세』의 우호적 흐름이 2분기 중 나타날 전망. 이 시기 중국으로 대별되는 非 미국 지역의 경기 부양책도 효과를 나타낼 것
- 중국 철강 업황은 수급 측면에서 19년 1분기까지 둔화 전망. 또한 동기간 중국산 철강재 유입량 증가로 1분기 국내 철강사의 내수 가격 인하는 불가피할 것
- 동절기 급증한 재고 조정이 완료되고, 중국 경기 부양책이 가시화되는 2분기 중 철강 업황 반등 전망
- 다만 2~3분기 반등 구간 기대치를 낮출 필요: 『1) 글로벌 가동률 상승 → 가격 조정 시그널 확산, 2) 19년 내수 철강 수요 부진』
- 19년 주요 이슈로는 베트남 등 신흥국 철강사의 대규모 증설에 주목할 필요. 이는 중장기 동아시아 수급에 부정적 요인
- 철강업종 중 최선호주는 POSCO [005490, TP 35만원]: 업황 둔화 및 감익 등을 감안하더라도 본업 가치 대비 지나치게 저평가

[비철금속업종: 19년은 전기동 > 아연, 연]

- 아연: 현 수급은 타이트. 그러나 하반기 정광 공급 증가 및 TC [제련수수료] 상승에 따른 제련업체 증산으로 수급은 점차 완화될 것
- 연: 아연과 마찬가지로 현 상황 수급은 타이트. 중국 정부의 생산 통제에도 수요 부진으로 수급은 점차 완화될 것
- 전기동: 미미한 신규 광산 출회 물량 및 중국의 견조한 수요로 19년 전기동 정광 수급은 타이트할 전망. 제련 Capa 증설 등으로 중국 전기동 생산은 증가하겠으나, 수요 증가분이 이를 충분히 상쇄. 이에 전기동 수급 역시 타이트할 것
- 비철금속 업종 중 최선호주는 고려아연 [010130, TP 50만원]. 다만 아연, 연의 타이트한 수급 상황이 지속되고, 연간 제련 수수료 인상 기대감이 존재하는 상반기에 집중할 필요. 하반기 이후에는 주요 제품의 수급 둔화가 예상됨

2019년 철강/비철금속 산업 전망

1. Summary / #4

2. Macro 환경 분석 / #6

3. 철강 산업 / #13

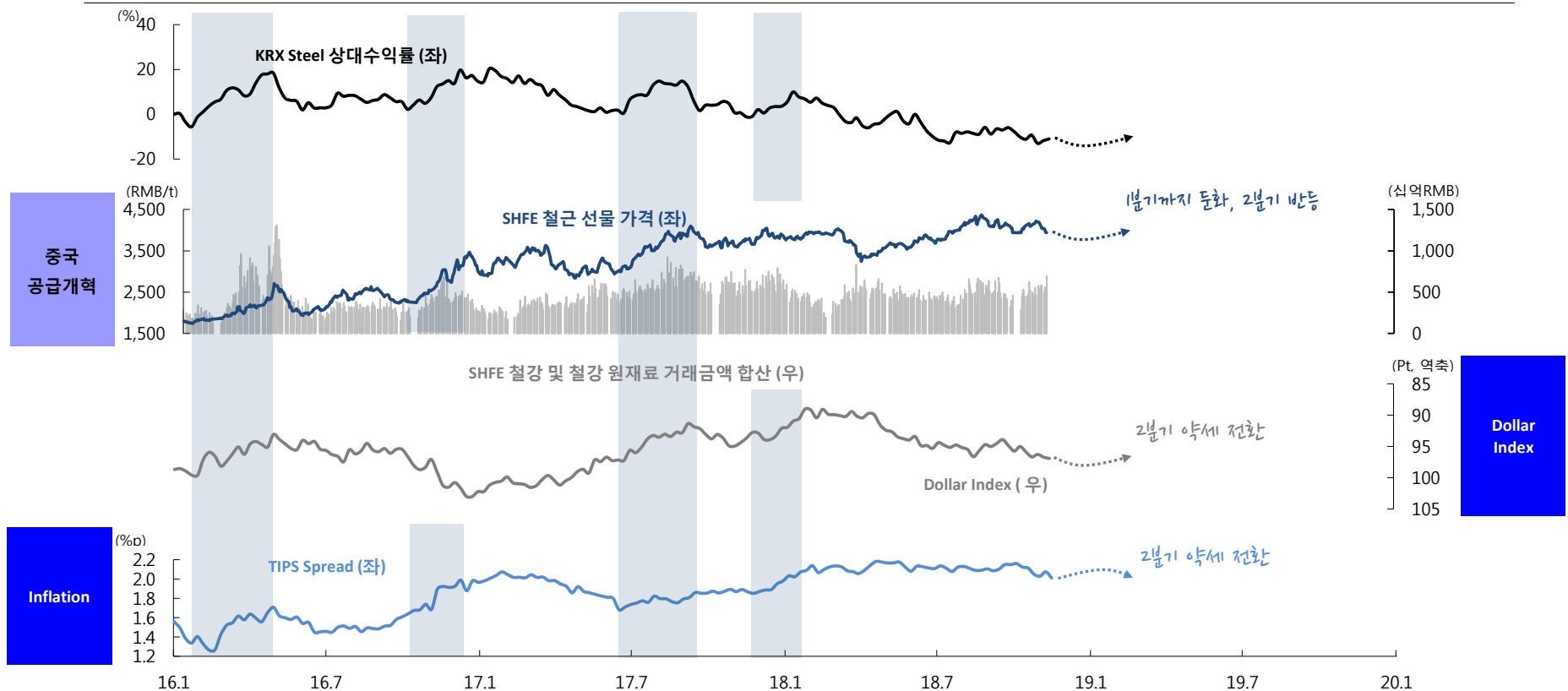
4. 비철금속 산업 / #40

5. 주요 종목 / #62

19년 업종 주가 결정 변수: 2분기 중 반등, 그러나 연간 전체적으로는 쉽지 않은 환경

- 인플레이션 지표 [중립적]: 강세 후 2분기 중 둔화. 과거와는 달리 **지금은 인플레 둔화가 업종 주가에 긍정적 영향을 미치는 시기**
- 달러 인덱스 [중립적]: 강세 후 2분기 미국 경기 둔화, 이에 따른 금리 인상 완화 기조로 약세 전환 예상
- 중국 철강 가격 및 수급 지표 [중립적]: 19년 1분기까지 둔화, 2분기 반등 예상. 그러나 전반적 수급 여건은 부정적

그림1. 철강/비철금속 주요 주가 결정변수 요약 및 전망: 2분기 중 반등이 예상된다. 그러나 연간 전체적으로는 쉽지 않은 환경이 될 것이다

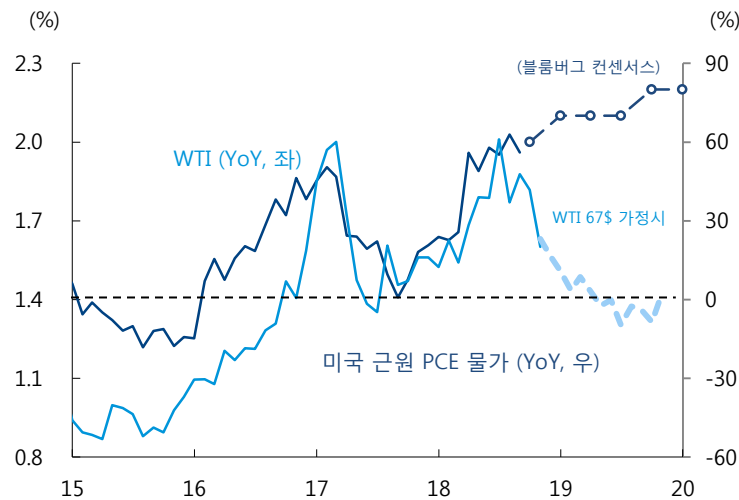


자료: 하이투자증권 리서치

미국 인플레이션 지표는 당분간 호조를 보일 것이나...

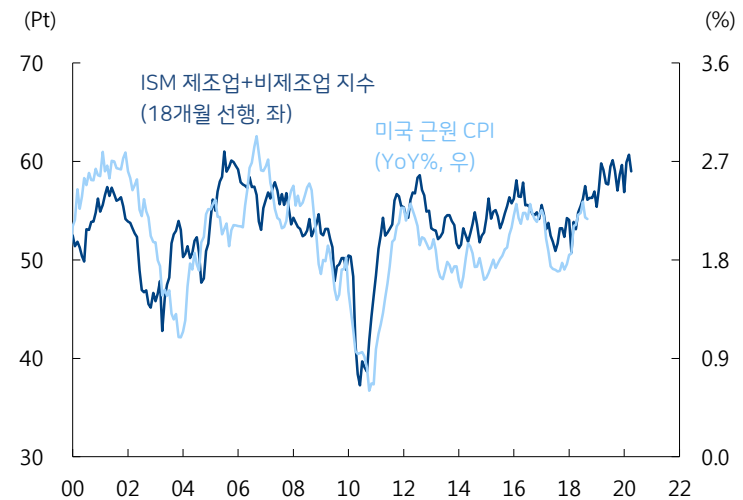
- 미국의 물가 상승세는 유가 y-y 둔화에도 불구하고, 경기 호조 등으로 당분간 지속될 것
- 소재 업종 주가 및 상품 가격은 물가 상승 국면에서 전통적으로 강세를 보여왔으나...
- 현 시기는 미국 인플레이션 지표 호조가 업종 주가에 부정적으로 작용. **인플레이션이 금리를 건드리면서, 달러 강세를 촉발하기 때문**

그림2. 미국 PCE는 유가 y-y 둔화로 컨센서스 대비는 안정될 것이나...



자료: 하이투자증권 리서치

그림3. 경기 등 감안시 미국의 인플레 상승기조에는 변화가 없을 것이다



자료: 하이투자증권 리서치

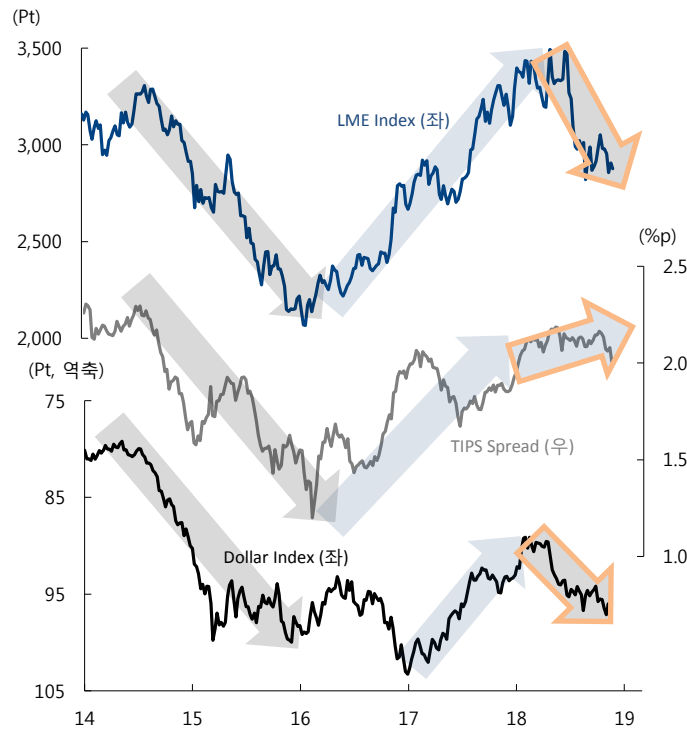
18년 업종 주가 및 상품 가격 하락 원인을 짚어본다면....

– 실제 18년 미국 인플레이션 지표는 양호했으나 업종 주가 및 상품 가격은 부진

: 미 인플레이션 지표 호조 → 금리 인상 → 달러 강세 ↑ → 非 미국 동반 금리 인상 → 非 미국 경기 위축 → 달러 강세 ↑↑ → 상품 약세

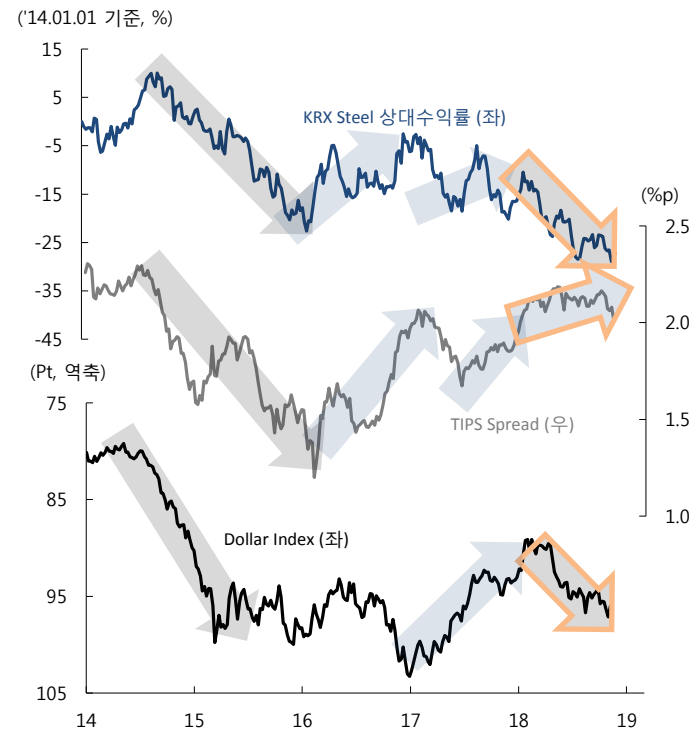
– 지금은 미국 및 非 미국 간 경기 격차가 확대된 상황. 이런 환경에서는 미 인플레이션 둔화가 업종 주가 및 상품 가격에 오히려 긍정적

그림4. LME Index와 TIPS Spread, 달러 인덱스 추이



자료: 하이투자증권 리서치

그림5. 철강 업종 수익률과 TIPS Spread, 달러 인덱스 추이



자료: 하이투자증권 리서치

비우호적인 Macro 환경은 19년 1분기까지 지속

– 그러나 미국의 금리 인상 기조 및 이에 기반한 달러 강세는 19년 1분기까지는 지속될 것

: 전술한 인플레이션 지표 및 미국의 임금 상승률 호조 때문

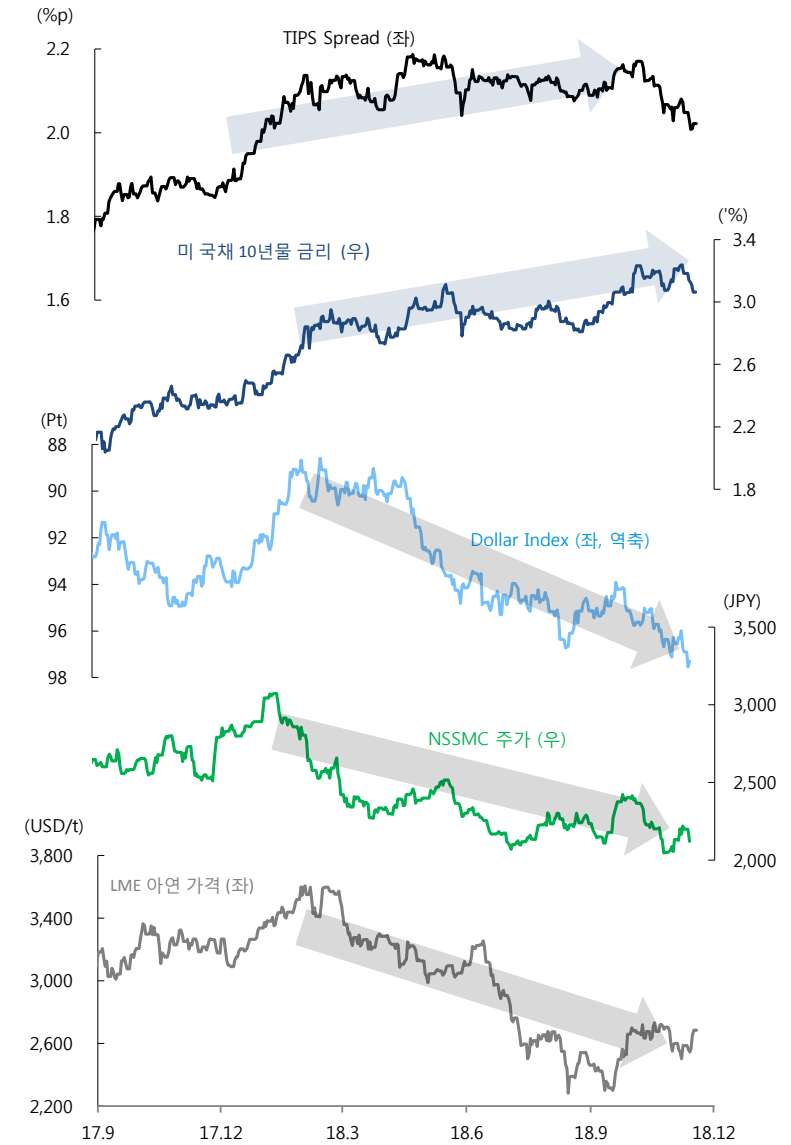
: 과거 미국 임금 상승률 상승 구간에서 미국의 금리 인상은 지속

그림6. 임금 상승률 상승 구간에서 미국의 금리 인상은 지속되었다



자료 : 하이투자증권 리서치

그림7. 18년 업종 주가 약세 원인 : 물가 호조 → 금리 상승 → 달러 강세



자료 : 하이투자증권 리서치

19년 2분기, 우호적 Macro 환경 조성

- 그러나 당사는 2분기 중 달러가 약세 전환할 것으로 보고 있음

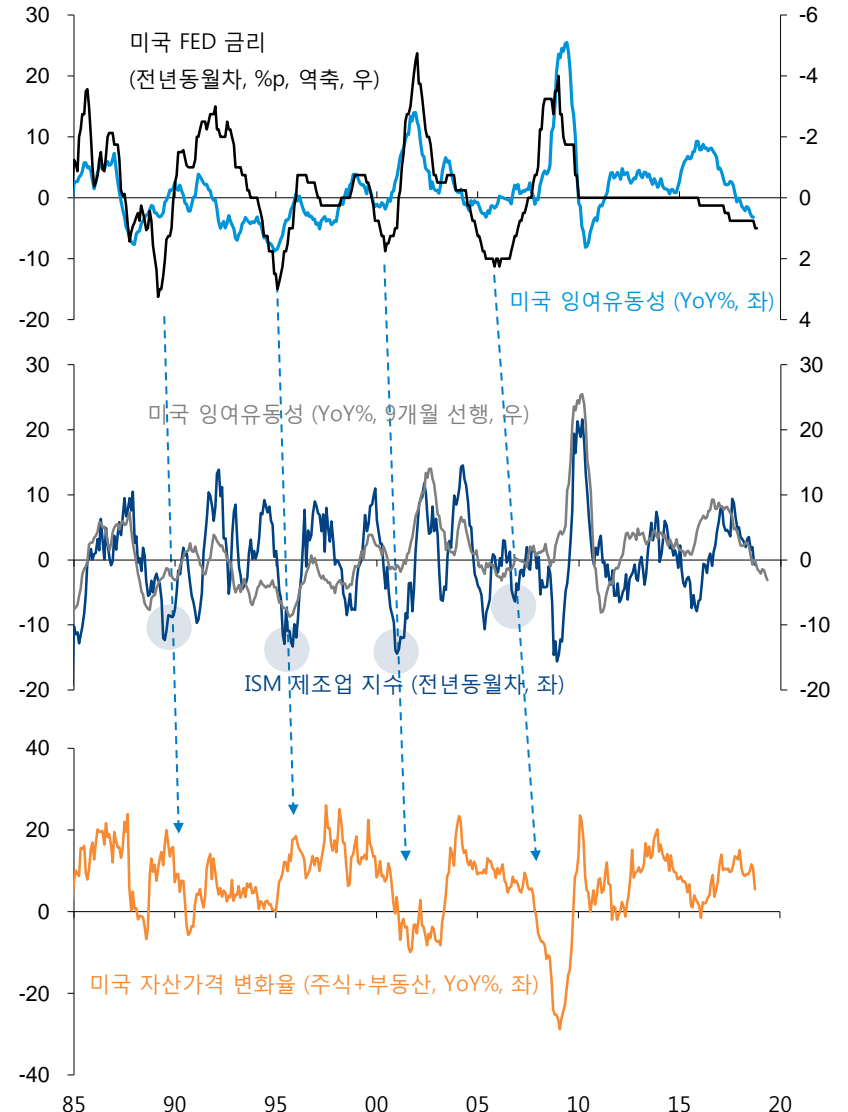
- 1) 미국의 잉여 유동성 지표는 ISM 등 경기 지표에 9개월 정도 선행. 그런데 이 지표가 최근 (-)로 전환. 이는 2분기 중 미국 경기가 둔화될 것임을 시사. 경기 둔화는 미국의 금리 인상 우려 완화, 즉 달러 약세 전환을 의미
- 2) 2분기 중 非 미국 지역은 금리 인상 [경기 위축]을 유보하고, 경기 부양책을 사용할 수 있다는 의미

그림8. 미국 경제성장률 컨센서스 : 19년 하반기 둔화 속도 빨라짐



자료 : 하이투자증권 리서치

그림9. 경기에 9개월 선행하는 잉여 유동성의 (-) 반전도 미국 경기 둔화를 시사



자료 : 하이투자증권 리서치

소결론: 2분기 우호적 환경 조성. 그러나 연간으로는 중립적

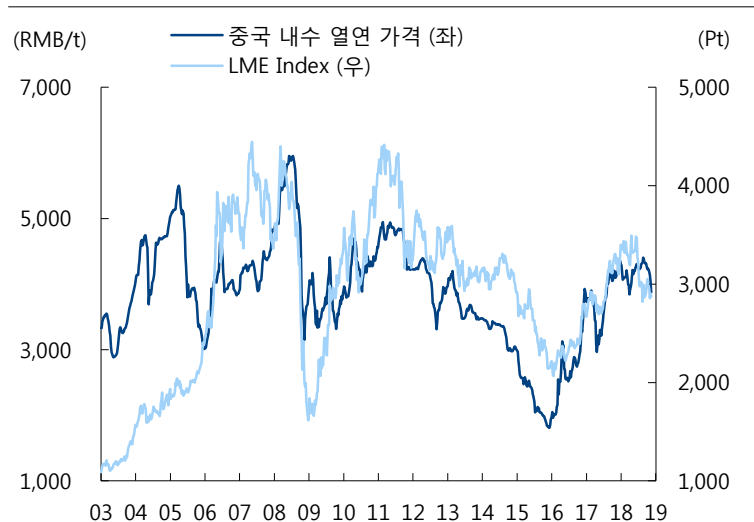
- 2분기 중 소재 업종 및 상품 가격에 우호적인 Macro 환경이 조성될 것이나, 연간으로는 『중립적』

- 1) 전반적 경기 부진: 2분기 달러 약세는 미국의 경기 둔화를 전제. 非 미국의 경기 부양책 역시 부양 보다는 현상 유지 성격
- 2) 추세적 약달러 등 상품 가격 강세를 이끌만한 Macro 모멘텀 부재

- 개별 수급 요인과는 별도로 철강 역시 『글로벌 Commodity 가격과 동일한 흐름』을 보인다는 점을 주지해야 함

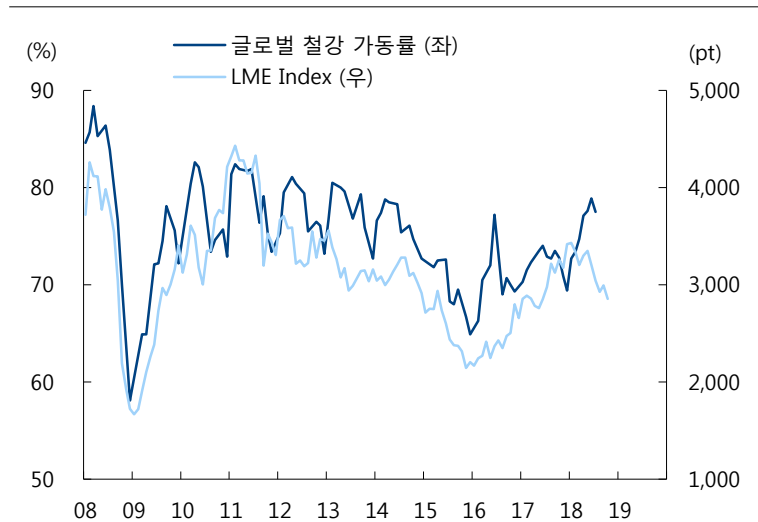
* 18년 상품 가격 하락 구간에서의 가동률 상승은 중국 설비 폐쇄 때문

그림10. 철강, 비철금속 가격은 같은 패턴을 보인다



자료: 하이투자증권 리서치

그림11. 글로벌 철강 가동률과 LME Index 추이



자료: 하이투자증권 리서치

2019년 철강/비철금속 산업 전망

1. Summary / #4

2. Macro 환경 분석 / #6

3. 철강 산업 / #13

4. 비철금속 산업 / #40

5. 주요 종목 / #62

중국 업황, 19년 1분기까지 둔화 불가피

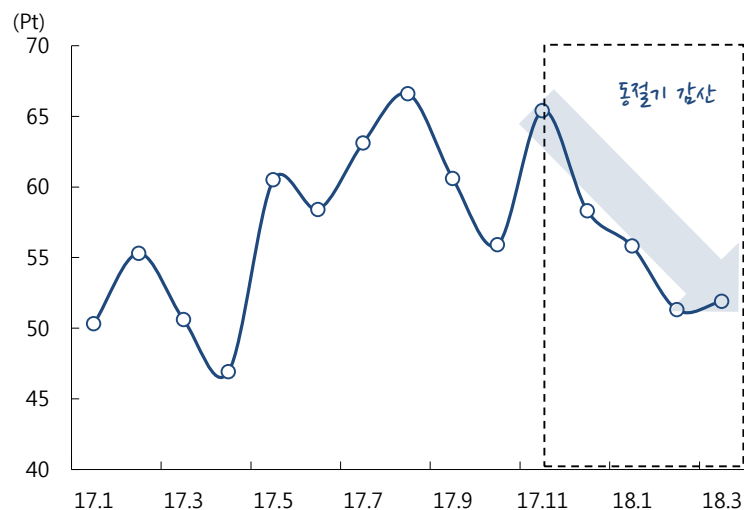
- [근거 1] 동절기 감산 전 재고 비축 수요 종료

: 18년 재고 비축 수요는 『1) 10월 조기 감산 소식, 2) 동절기 감산 완화 기조』로 조기 종료

- [근거 2] 12월 ~ 3월 신규 주문 급감

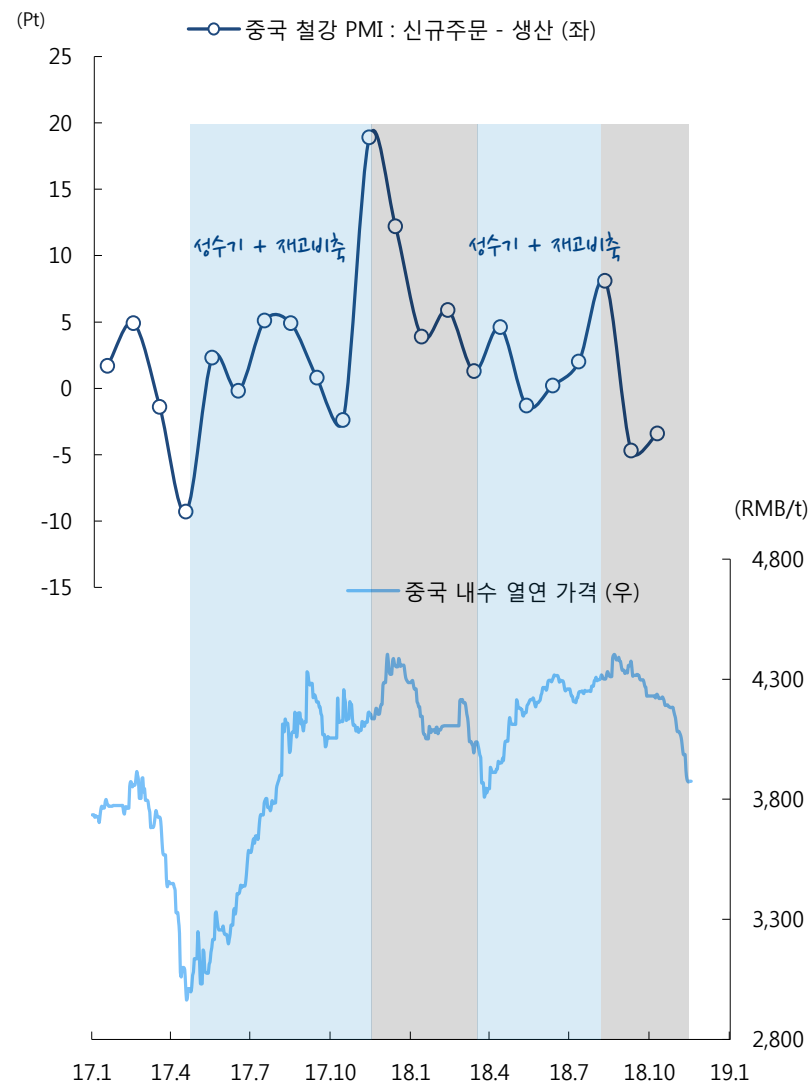
: 전술한 재고 비축 수요 종료 및 비수기 진입 때문

그림12. 중국 철강 PMI 중 신규 주문 항목 추이



자료: 하이투자증권 리서치

그림13. 18년 재고 비축 수요는 동절기 조기 감산 소식으로 9월 조기 종료



자료: 하이투자증권 리서치

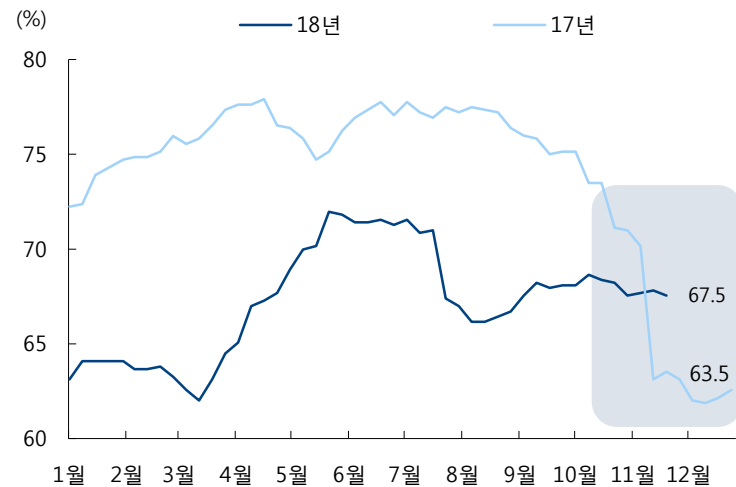
중국 업황, 19년 1분기까지 둔화 불가피

- [근거 3] 중국의 동절기 감산 규모 축소

: 17년은 모든 철강업체에 동일한 감산 비율을 적용. 18년은 오염물질 배출 정도에 따른 철강사 등급별 분류, 이후 차등 감산

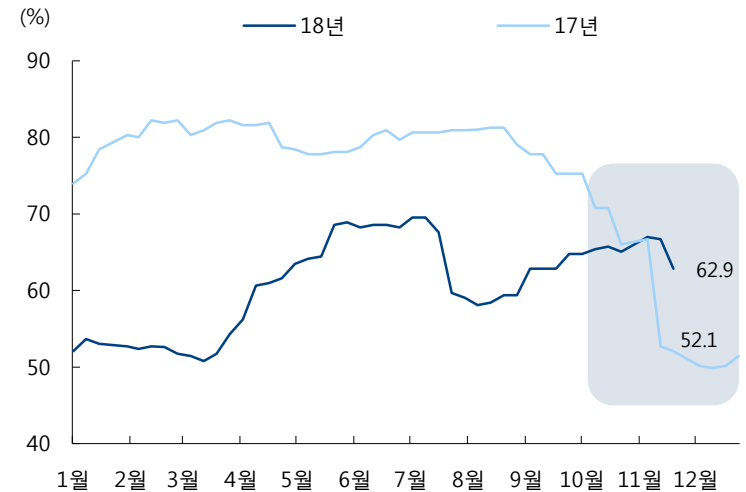
: 중국 Survey 가동률 역시 17년 수준을 상회

그림14. 중국 전체 철강사 Survey 가동률 추이



자료: 하이투자증권 리서치

그림15. 중국 허베이지역 Survey 가동률 추이



자료: 하이투자증권 리서치

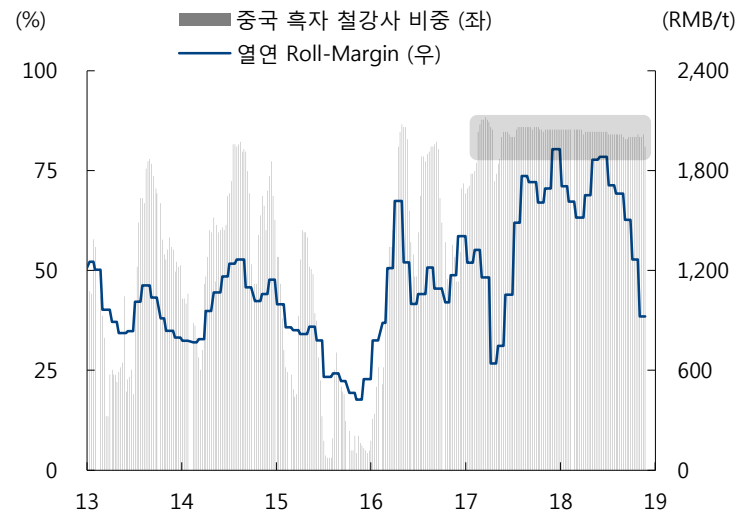
중국 업황, 19년 1분기까지 둔화 불가피

- [근거 4] 중국 철강사의 양호한 마진, 높은 수준의 가동률을 지지

: 최근 판재류 Roll-Margin 급락에도 중국 철강사의 흑자 비중은 80%를 상회. 봉형강류의 높은 수익성이 상쇄하고 있기 때문

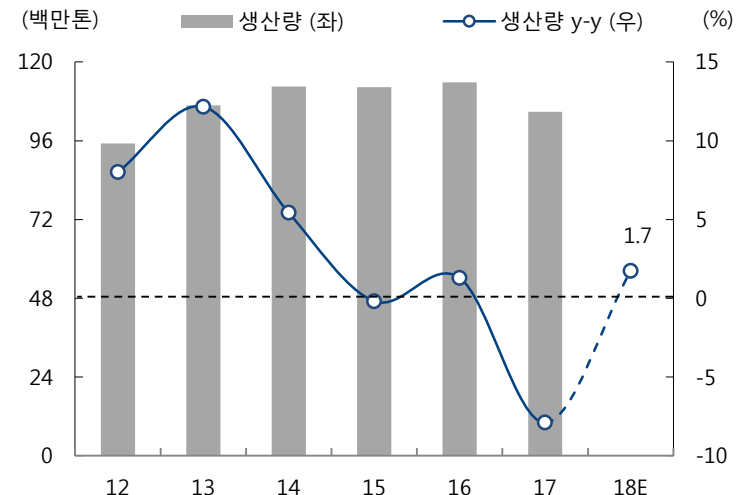
: 이는 [감산 기간에도] 높은 수준의 가동률이 당분간 유지될 것임을 시사

그림16. 중국 내수 열연강판 Roll-Margin 및 흑자 철강사 비중



자료: 하이투자증권 리서치

그림17. 중국 철강 제품 생산량 y-y 증감률



자료: 하이투자증권 리서치

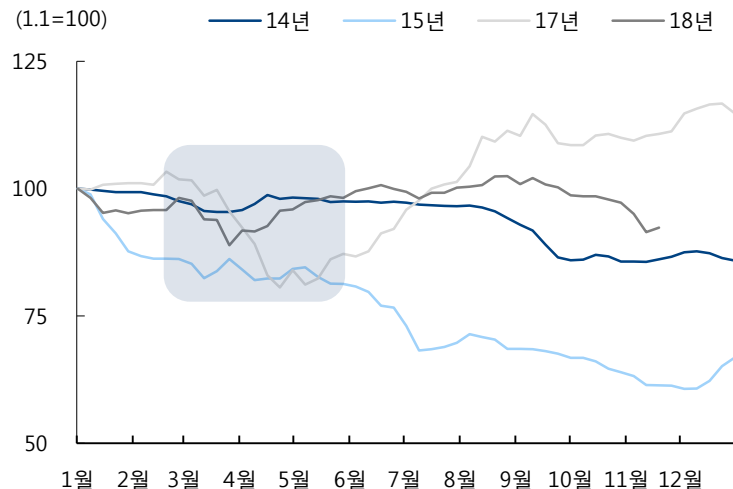
중국 업황, 19년 1분기까지 둔화 불가피

- [근거 5] 동절기 급증하는 재고는 수급 부담 요인

: 12월 ~ 2월은 계절적 비수기로 유통 재고가 급증하는 시기

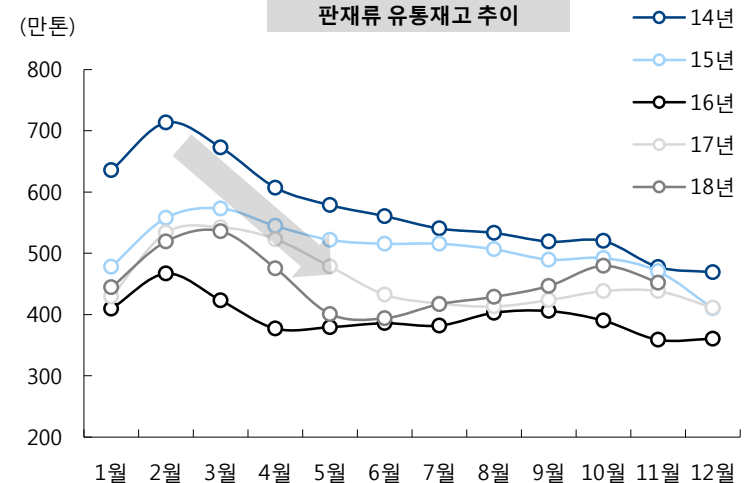
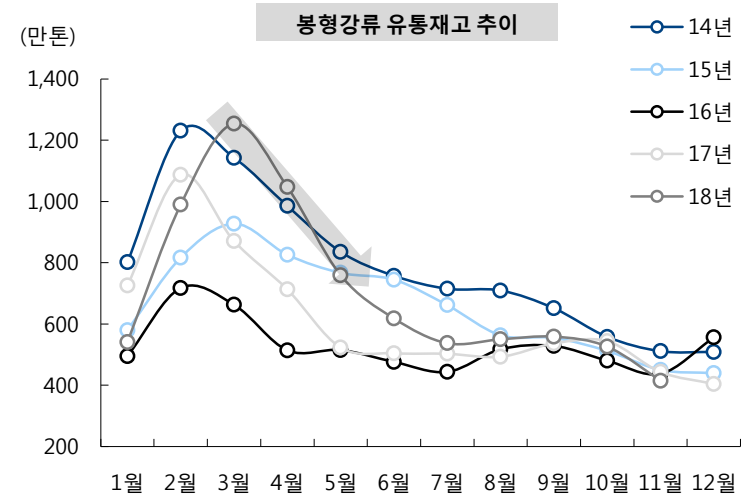
: 3월 성수기 진입 후에도 중국 철강 가격은 약세를 보이는 경우가 많았음. 이는 동절기 급증한 재고의 시장 출회로 수급이 일시적으로 악화되기 때문

그림18. 13 ~ 18년 월별 중국 철강 가격 추이



주: 연초 중국 구조 조정이 발표되어 연중 내내 가격이 강세를 보였던 16년은 제외
자료: 하이투자증권 리서치

그림19. 중국 월별 유통 재고 연도별 비교

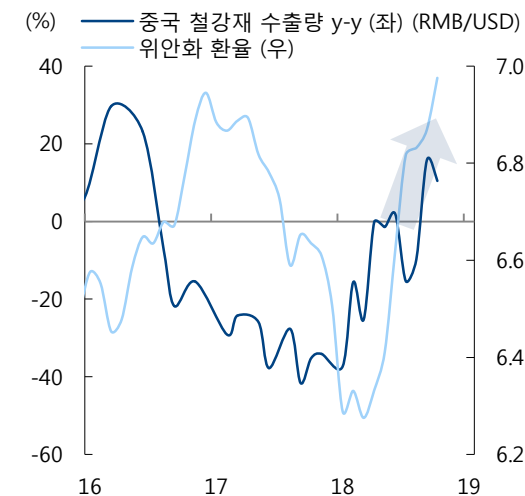


자료: 하이투자증권 리서치

19년 1분기 중 국내 철강 제품 내수 가격 인하 불가피

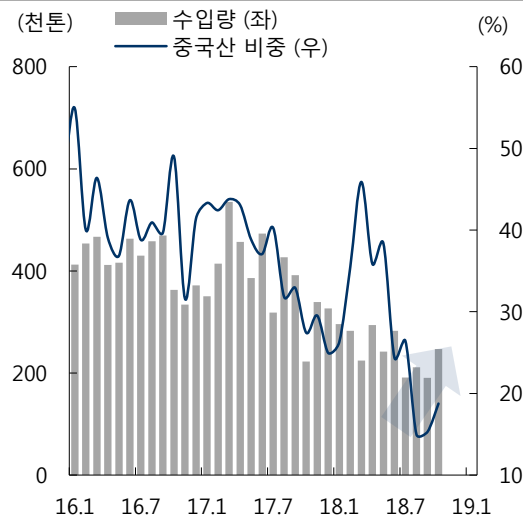
- 중국산 판재류 수입량 최근 증가 추세. 『1) 내수 가격 급락, 2) 위안화 약세, 3) 주요 판재류 수출세 환급률 인상: 아연도금강판 13% → 16%』때문
- 중국 업황 감안시 최소 19년 1분기까지 중국산 판재류 수입량 증가 전망
- 이에 1분기 중 국내 판재류 내수 가격 인하 불가피 할 전망

그림20. 위안화/달러 환율과 중국 철강재 수출량 y-y



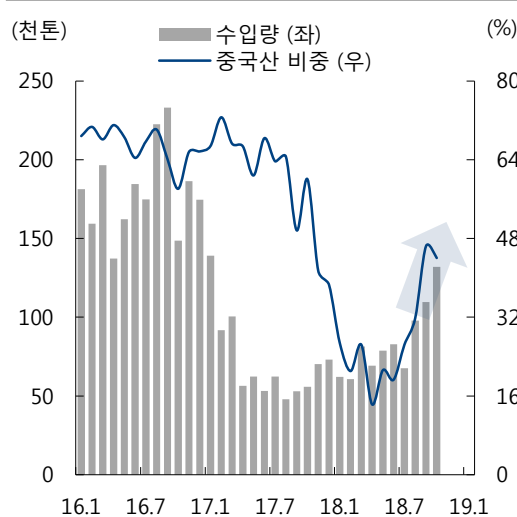
자료: 하이투자증권 리서치

그림21. 국내 열연강판 월별 수입량 및 중국산 비중



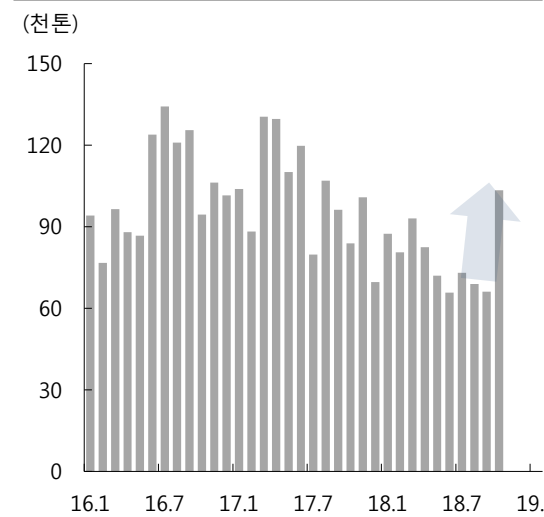
자료: 하이투자증권 리서치

그림22. 국내 중후판 월별 수입량 및 중국산 비중



자료: 하이투자증권 리서치

그림23. 국내 아연도금강판 월별 수입량 추이



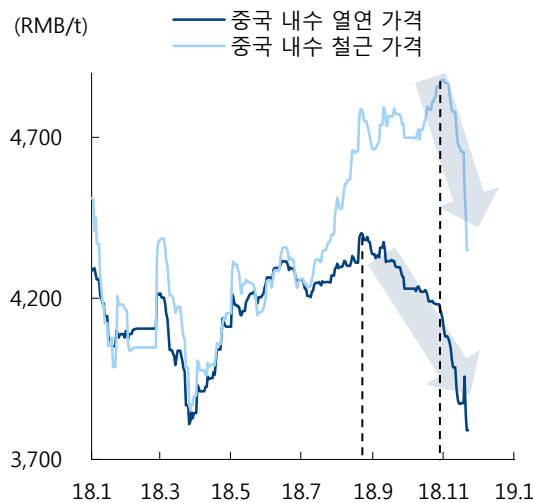
자료: 하이투자증권 리서치

19년 1분기 중 국내 철강 제품 내수 가격 인하 불가피

- 철근 등 봉형강류 역시 19년 1분기 중 가격 인하 불가피. 판재류에 이어 최근 봉형강류 가격 역시 동반 급락 중

- 1) 중국 내수 철근 가격 하락 → [국내산 철근 - 중국산 철근] 가격 차이 확대 → 중국산 철근 수입량 ↑
- 2) 최근 중국산 철근 유통 마진 [중국산 철근 수입시 수입 업체에 귀속되는 마진] 최근 확대: 향후 수입량 증가를 시사

그림24. 중국 철근, 판재류에 이어 최근 동반 하락



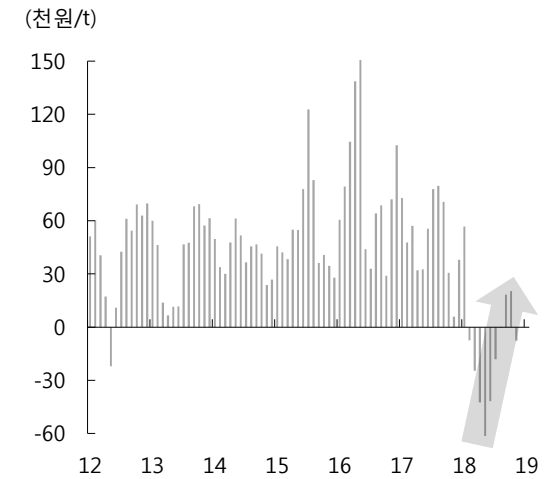
자료: 하이투자증권 리서치

그림25. 국내산과의 가격 차 확대로 수입량 증가 전망



자료: 하이투자증권 리서치

그림26. 당사 추정 중국산 철근 유통 마진 추이

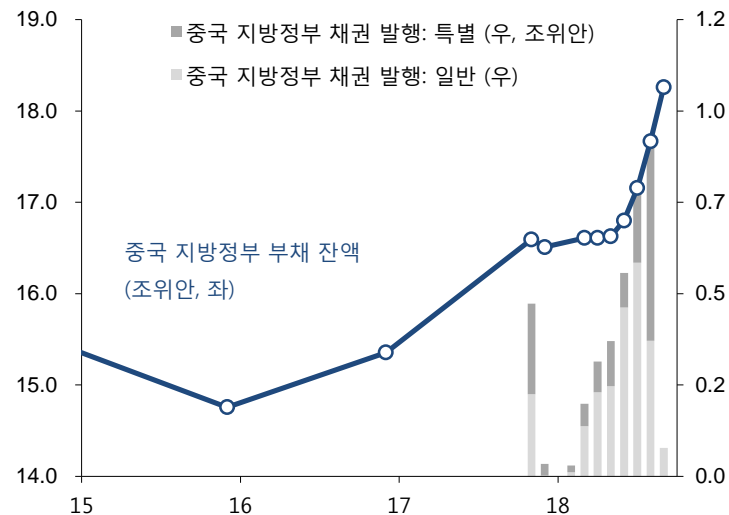


자료: 하이투자증권 리서치

19년 2~3분기, 업황 반등 구간

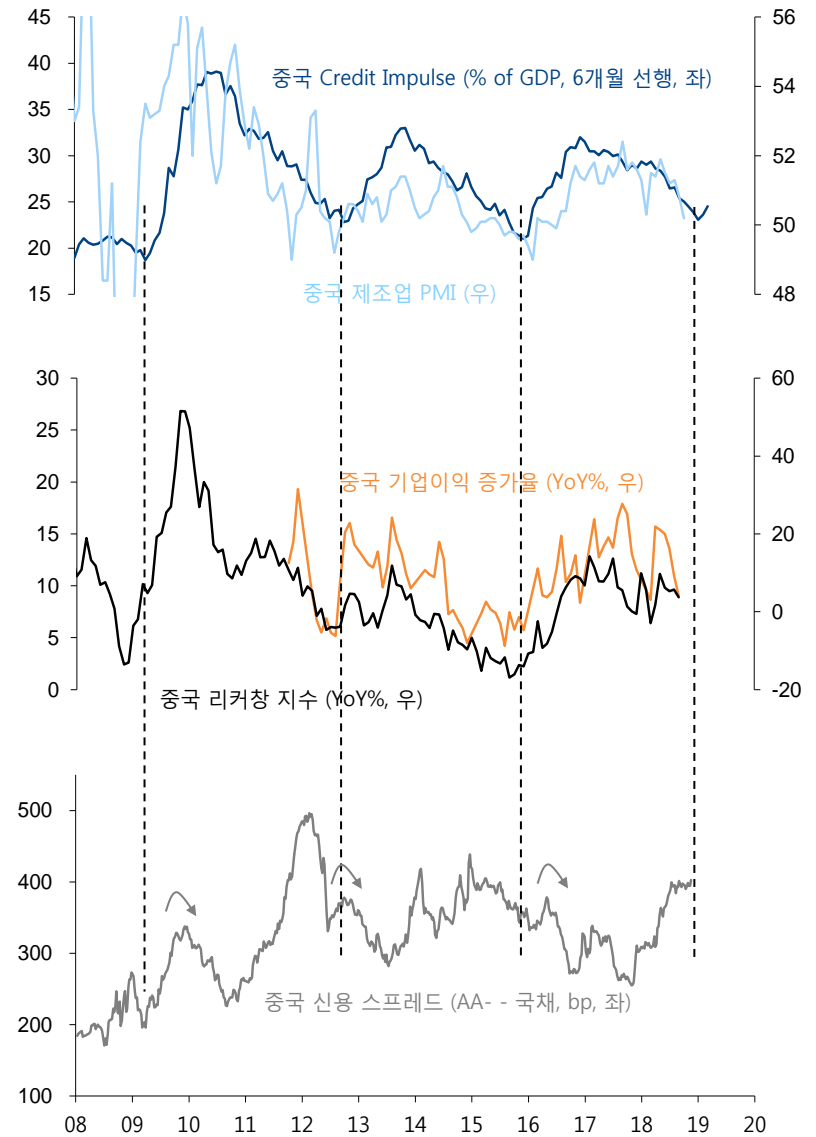
- [근거 1] 동절기 재고 급증분 4~5월 경 조정 마무리
 - [근거 2] 2분기, 중국 경기 부양 효과 가시화
- : 중국 Credit Impulse [사회 총융자 + 지방정부 채권발행] 8월 반등.
이 지표는 리커창 지수, 기업 이익 등 주요 경기 지표를 6개월 선행
- : 이는 중국 경기가 19년 상반기 중 안정될 것임을 시사

그림27. 중국 지방 정부 부채 잔액 : 향후 인프라 투자 증대를 시사한다



자료: 하이투자증권 리서치

그림28. 최근 Credit Impulse 반등은 19년 상반기 중국 경기 안정을 시사



자료: 하이투자증권 리서치

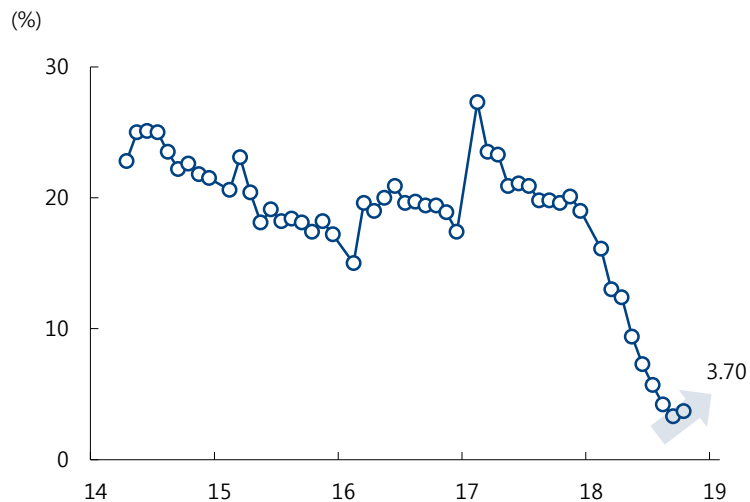
19년 2~3분기, 업황 반등 구간

- [근거 2] 2분기, 중국 경기 부양 효과 가시화

: 실제 중국의 주요 건설 및 인프라 지표는 최근 반등 중

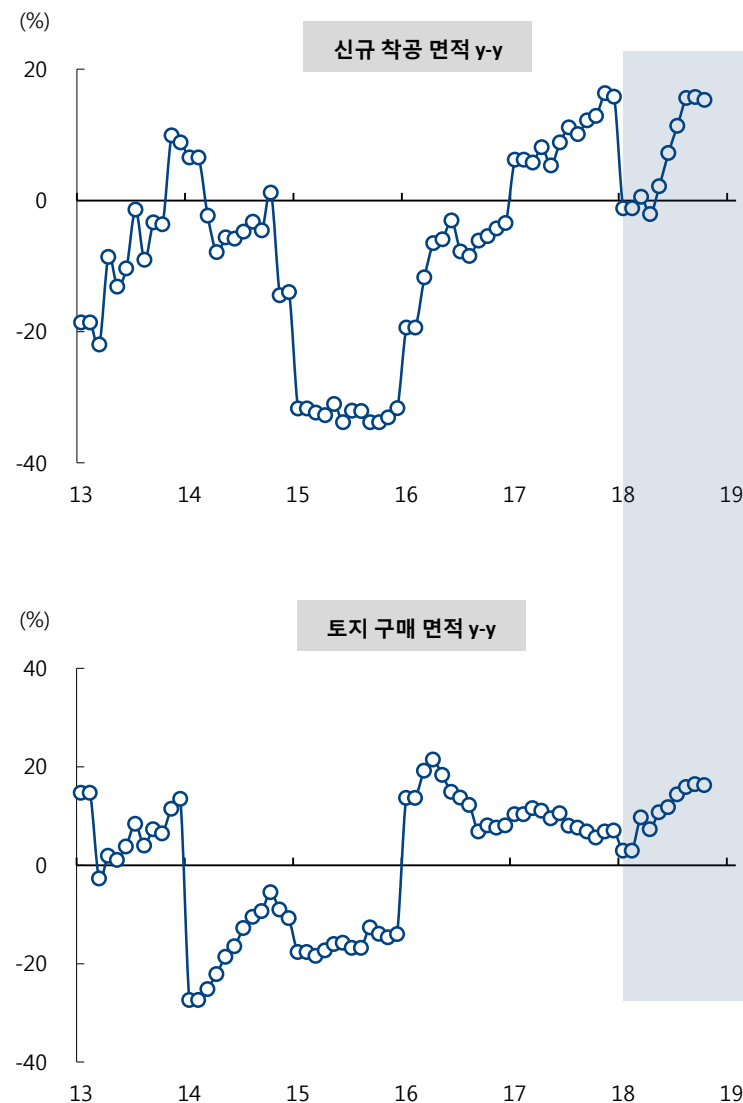
: 다만 경기 부양 효과는 2분기 중 가시화될 전망. 동절기인 12월 ~ 2월은 계절적으로 건설/인프라의 실제 착공이 불가능하기 때문

그림29. 중국 인프라 투자 증가율 추이 : 10월 소폭 반등



자료: 하이투자증권 리서치

그림30. 중국 신규 착공 면적 및 토지 구매 면적은 최근 지속 증가 중이다



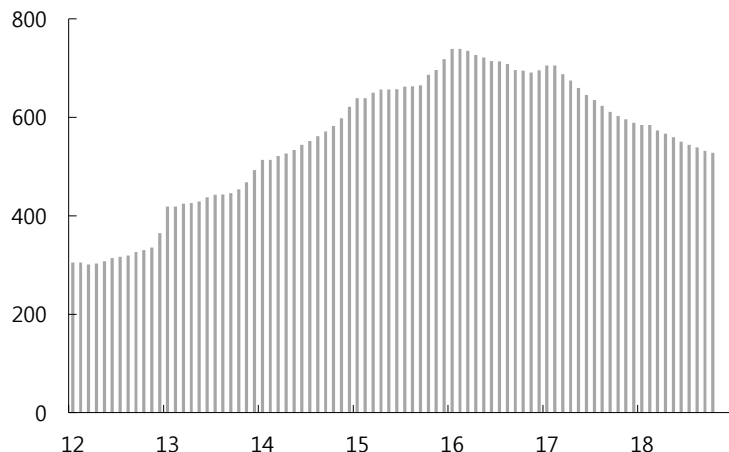
자료: 하이투자증권 리서치

19년 2~3분기, 업황 반등 구간

- [근거 2] 2분기, 중국 경기 부양 효과 가시화
- 그러나 이같은 부양책으로 중국 수요가 의미있는 개선을 보이기는 어려움. 부동산 판매 둔화 등 민간 수요가 여전히 부진하기 때문
- 최근 판매 면적 둔화에도 신규 착공 면적이 증가하고 있는 현상은 시장이 아닌, 정부가 건설을 주도하고 있음을 시사
- 향후 중국 미분양 주택면적 추이를 관찰할 필요. 증가 전환 시점이 중국의 경기 부양이 한계에 봉착한 시기

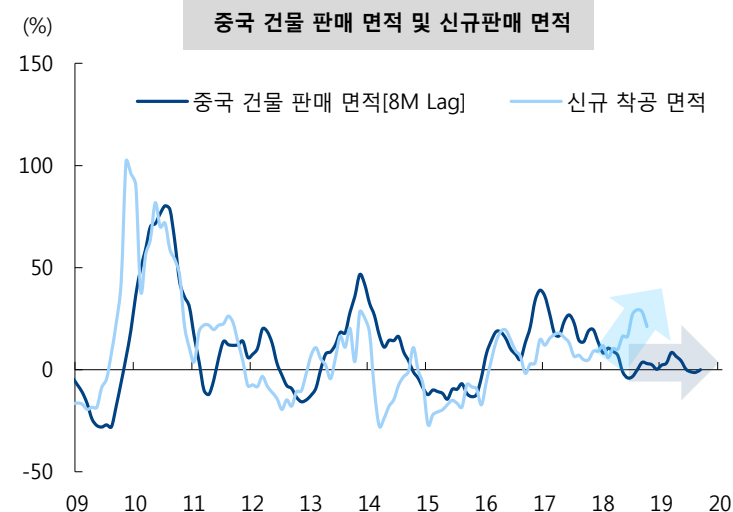
그림31. 중국 미분양 주택 면적 추이 : 현재까지는 감소 추세에 있다

(백만m²)

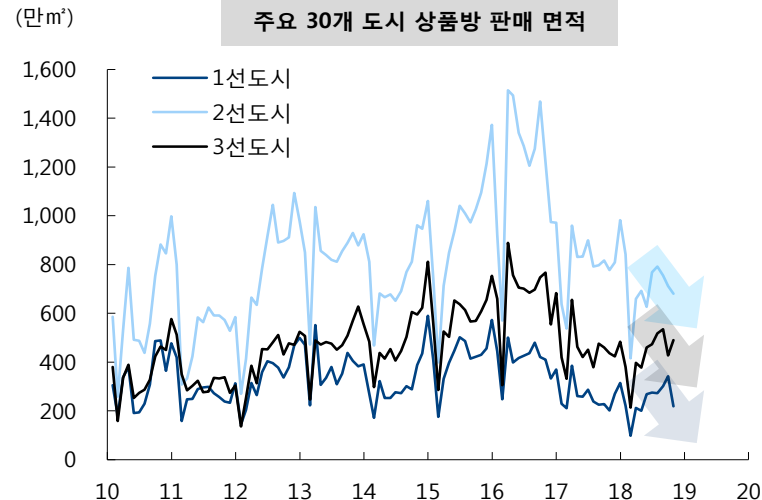


자료: 하이투자증권 리서치

그림32. 부동산 가격 상승에도 거래는 미미한 상황



(만m²)



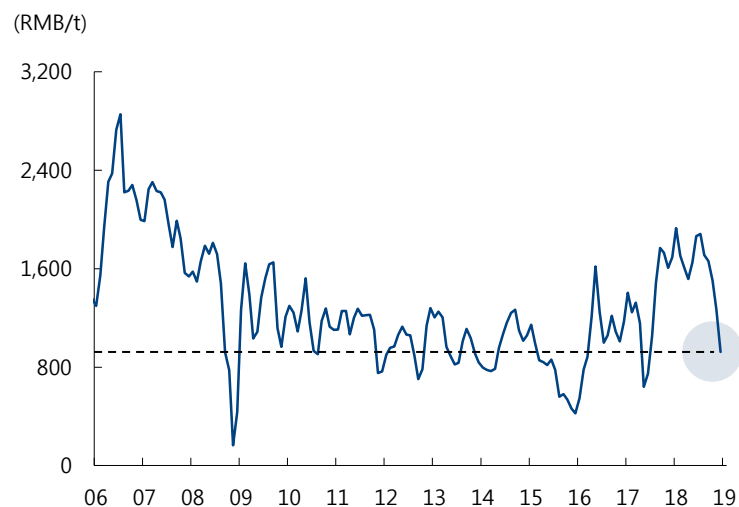
자료: 하이투자증권 리서치

19년 2~3분기, 업황 반등 구간

[근거 3] 판재류 Roll-Margin, 추가 급락 가능성은 낮다

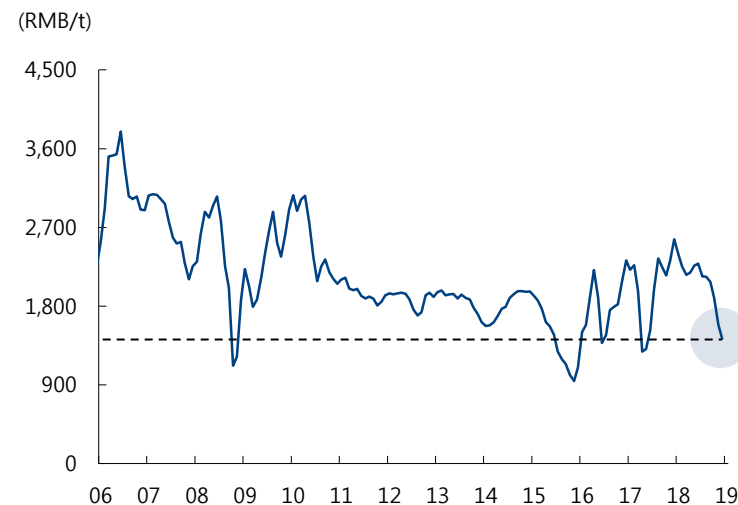
: 판재류 Roll-Margin은 반등 가능한 수준에 근접

그림33. 중국 내수 열연 Roll-Margin 추이



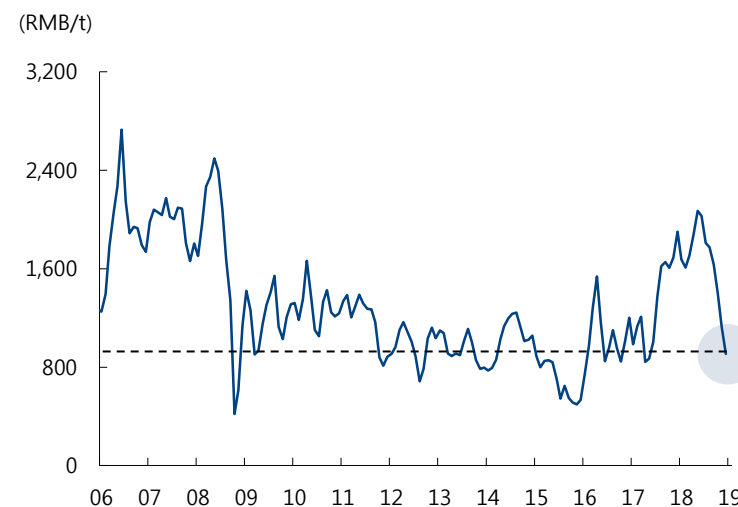
자료: 하이투자증권 리서치

그림34. 중국 내수 냉연 Roll-Margin 추이



자료: 하이투자증권 리서치

그림35. 중국 내수 중후판 Roll-Margin 추이

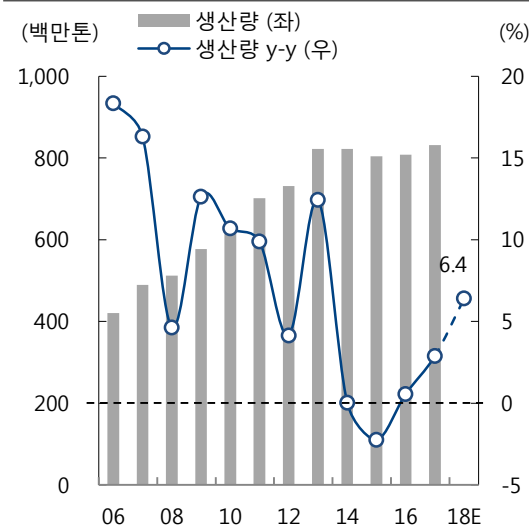


자료: 하이투자증권 리서치

2~3분기 반등 구간, 기대치는 낮춰야 한다 (1) 글로벌 가동률 상승

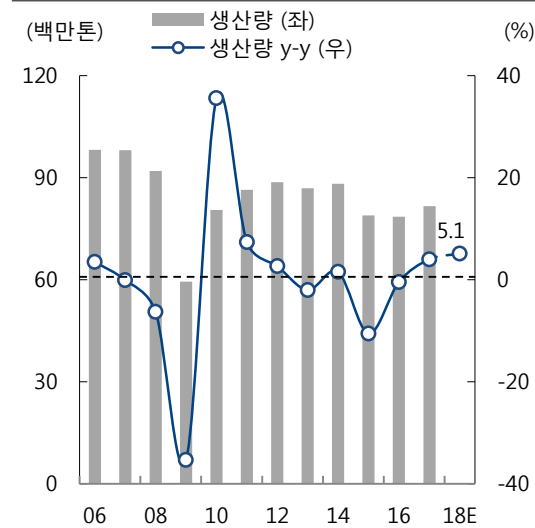
- 그러나 반등 구간에서의 상승 폭은 이전 대비 크지 않을 것. 중국 구조 조정이 일단락 되었고, 무엇보다 **글로벌 가동률이 동반 상승하고 있기 때문**
- 중국은 물론, 최근 타 지역 가동률 역시 가파른 상승 중

그림36. 중국 조강생산량 및 y-y 증감률 추이



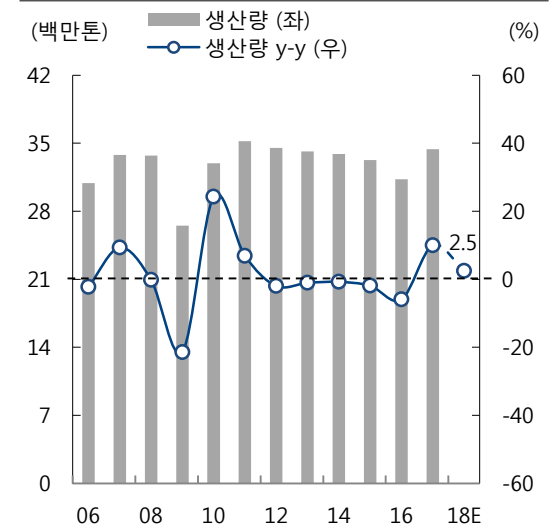
자료: 하이투자증권 리서치

그림37. 미국 조강생산량 및 y-y 증감률 추이



자료: 하이투자증권 리서치

그림38. 브라질 조강생산량 및 y-y 증감률 추이



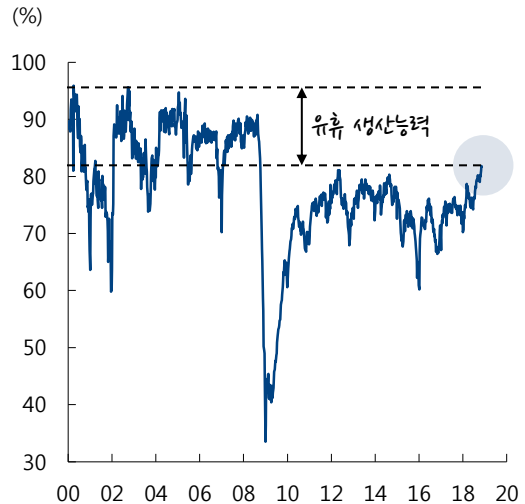
자료: 하이투자증권 리서치

2~3분기 반등 구간, 기대치는 낮춰야 한다 (1) 글로벌 가동률 상승

[미국: 17년 조강생산량 81.6백만톤 / 글로벌 4위]

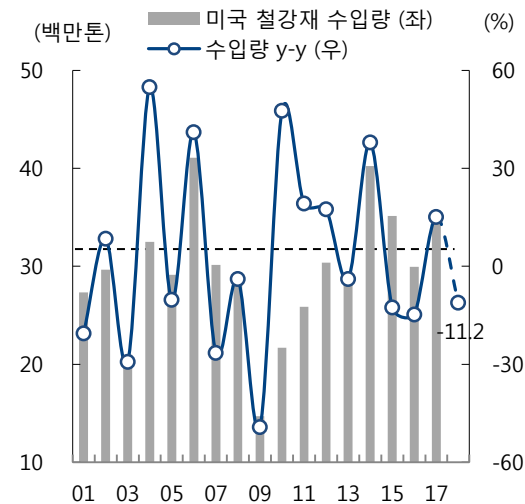
- 최근 미국 가동률은 가파른 상승. 08년 금융 위기 이후 최고치 도달
- 내수 수요 호조는 물론, 232조 등 무역 규제에 따른 수입 철강재 감소 때문
- 유휴 생산 능력 및 양호한 마진 감안시 미국 가동률 상승 추세는 당분간 지속될 것

그림39. 미국 철강사 가동률 추이



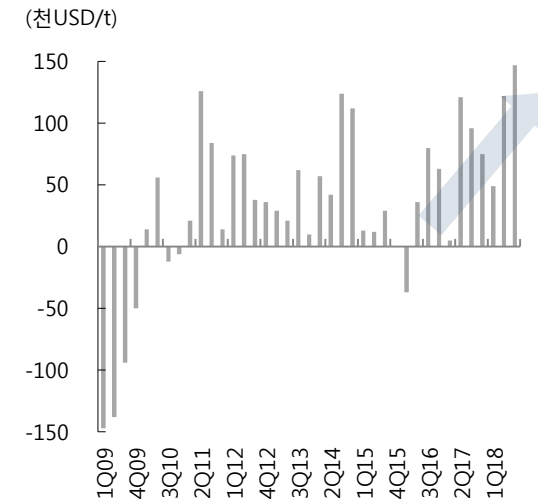
자료: 하이투자증권 리서치

그림40. 미국 철강재 수입량 및 y-y 증감률 추이



자료: 하이투자증권 리서치

그림41. 미국 US steel 톤당 EBITDA 추이



자료: 하이투자증권 리서치

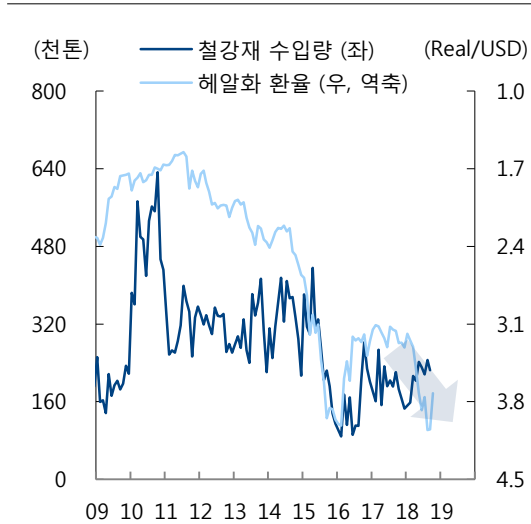
2~3분기 반등 구간, 기대치는 낮춰야 한다 (1) 글로벌 가동률 상승

[브라질 : 17년 조강생산량 34.4백만톤 / 글로벌 9위]

– 최근 EM [Emerging market, 신흥국] 우려에도 브라질 내수 철강 시황은 매우 좋았음

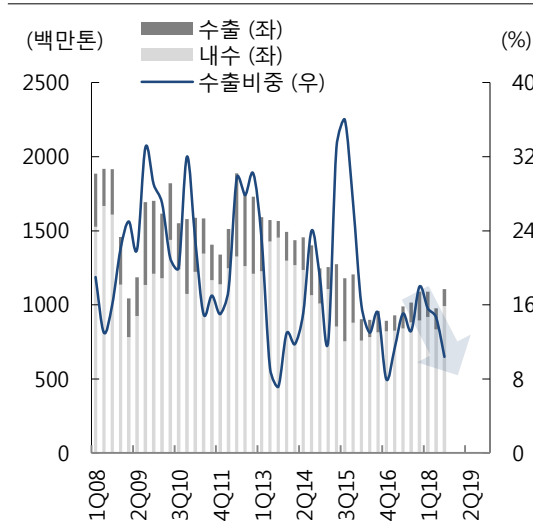
: 내수 수요 호조는 물론 『헤알화 급락 → 수입산 철강재 가격 상승 → 철강재 수입량 감소 → 내수 판매량 확대 및 가격 인상』 때문

그림42. 브라질 헤알화 환율과 철강재 수입량 추이



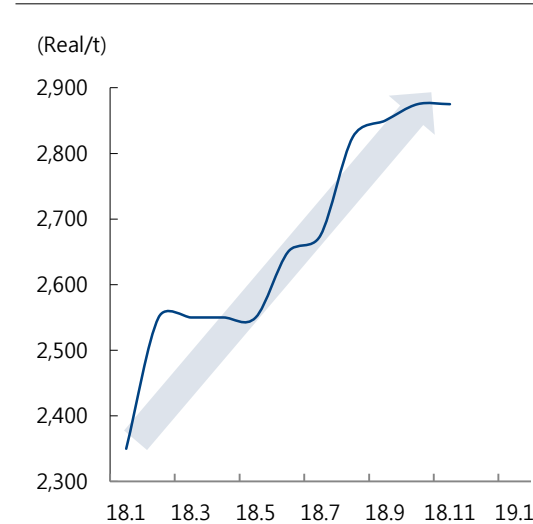
자료: 하이투자증권 리서치

그림43. Usiminas 판매량 및 수출 비중 추이



자료: 하이투자증권 리서치

그림44. 브라질 내수 열연강판 : 연초 이후 지속 상승



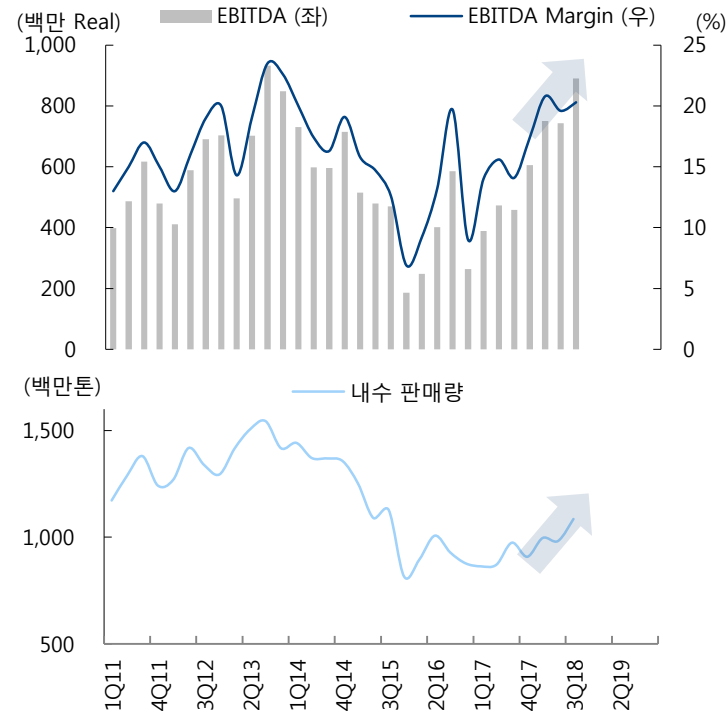
자료: 하이투자증권 리서치

2~3분기 반등 구간, 기대치는 낮춰야 한다 (1) 글로벌 가동률 상승

[브라질 : 17년 조강생산량 34.4백만톤 / 글로벌 9위]

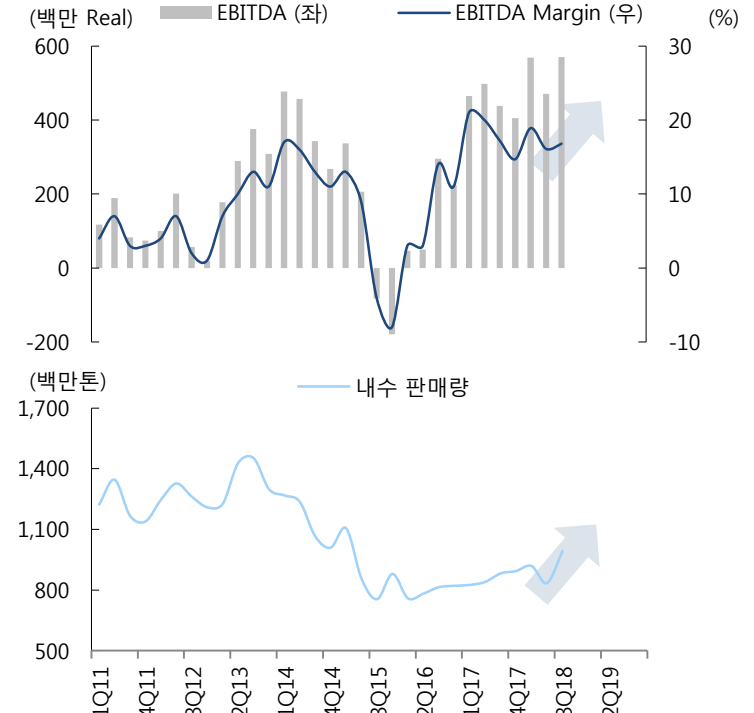
- 최근 브라질 주요 철강사의 실적은 의미있는 개선. 이를 근거로 판매량 확대에 나서고 있으나 여전히 과거 수준 대비 미달
- 브라질 철강사의 가동률 상승 추세 역시 당분간 이어질 것 : 양호한 실적 및 유휴 생산능력 보유

그림45. 브라질 Gerdau의 실적 추이 및 내수 판매량 추이



자료: 하이투자증권 리서치

그림46. 브라질 Usiminas의 실적 추이 및 내수 판매량 추이



자료: 하이투자증권 리서치

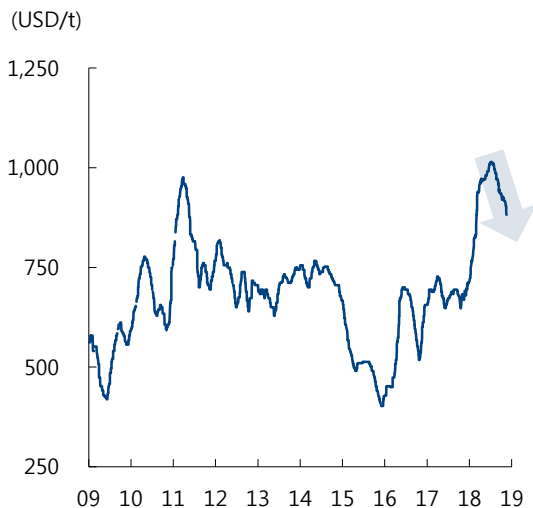
2~3분기 반등 구간, 기대치는 낮춰야 한다 (1) 글로벌 가동률 상승

- 문제는 미국을 필두로 『가동률 상승에 따른 업황 조정 시그널』이 나타나기 시작했다는 점
- 가격 조정 이후 미국의 철강 제품 최대 수입국인 브라질 슬래브 수출 가격도 최근 동반 급락

* 브라질은 대표적 철강재 수출국 [생산량의 40% 내외 수출]. 미국과 후술할 터키向 수출 비중이 절반에 달함

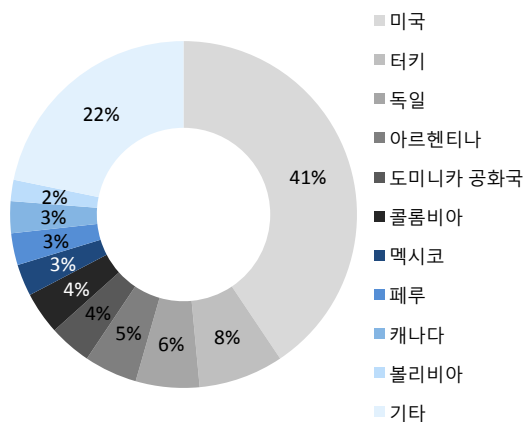
- 수출 둔화 국면에서의 자체 가동률 상승은 브라질 내수 철강 가격 하락으로 이어질 가능성이 높음

그림47. 미국 내수 열연강판 가격 추이



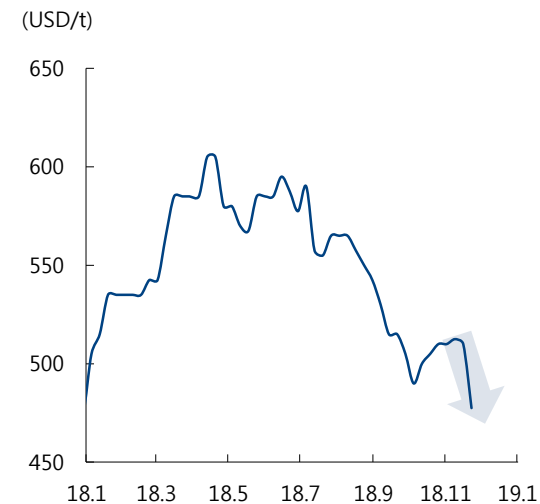
자료: 하이투자증권 리서치

그림48. 브라질 지역별 수출 비중



자료: 하이투자증권 리서치

그림49. 브라질 슬래브 수출 가격 추이



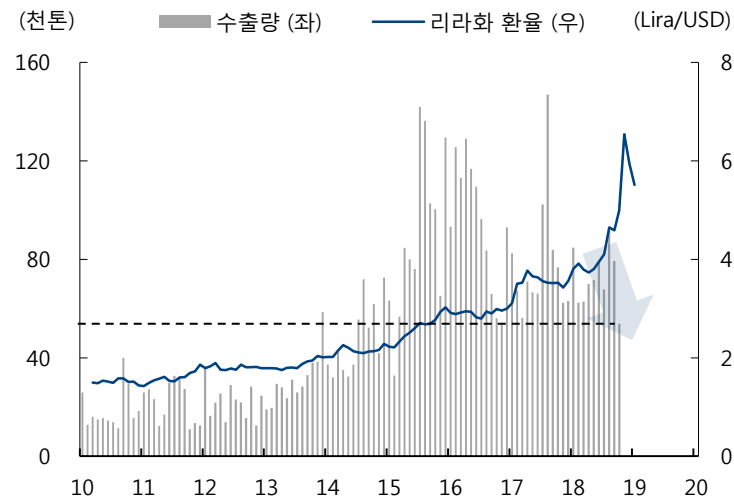
자료: 하이투자증권 리서치

2~3분기 반등 구간, 기대치는 낮춰야 한다 (1) 글로벌 가동률 상승

[터키: 17년 조강생산량 37.5백만톤 / 글로벌 8위]

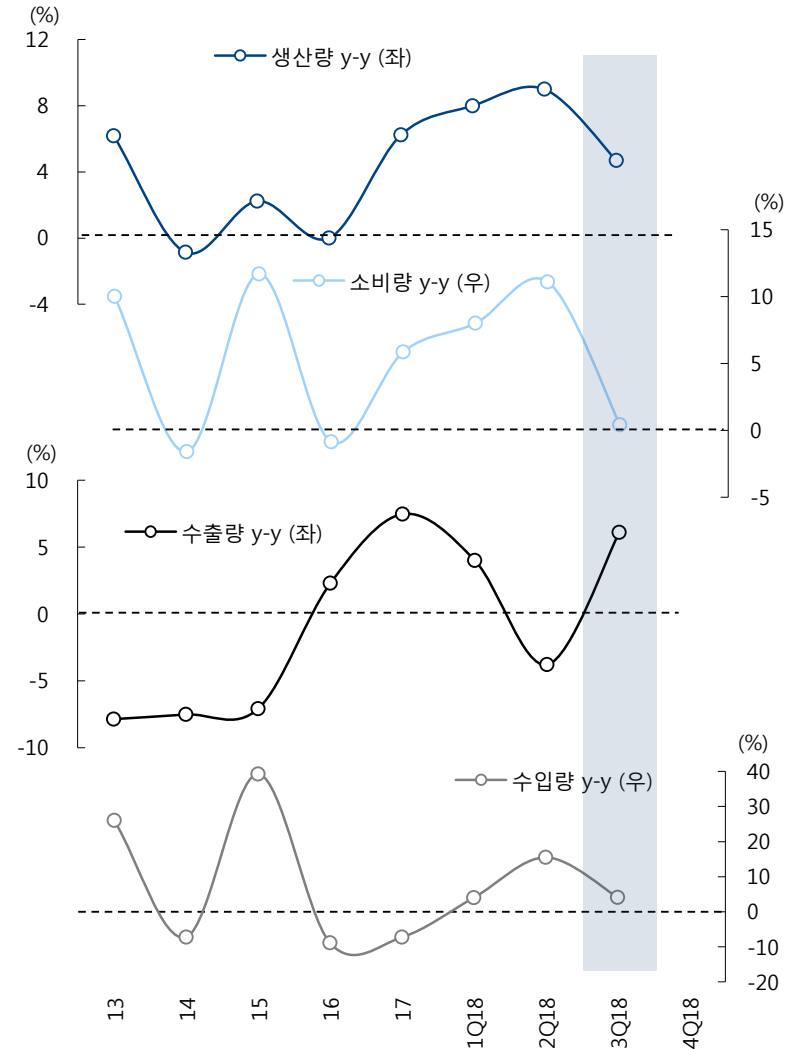
- 터키의 철강 생산량 및 소비는 18년 3분기 둔화. 최근 리라화 폭락 및 이에 따른 내수 경기 부진 때문
- 문제는 비우호적인 Macro 환경이 [수출량 급증+수입량 감소]를 유발하고 있다는 점
- 이같은 터키 수출량 증가는 인근 지역인 EU 및 동남아 지역 시황 악화 요인

그림50. 한국의 터키向 수출량도 리라화 환율 상승 여파로 10월 급감했다



자료: 하이투자증권 리서치

그림51. 내수 경기 부진 및 리라화 폭락으로 터키 철강 수출량은 급증하고 있다

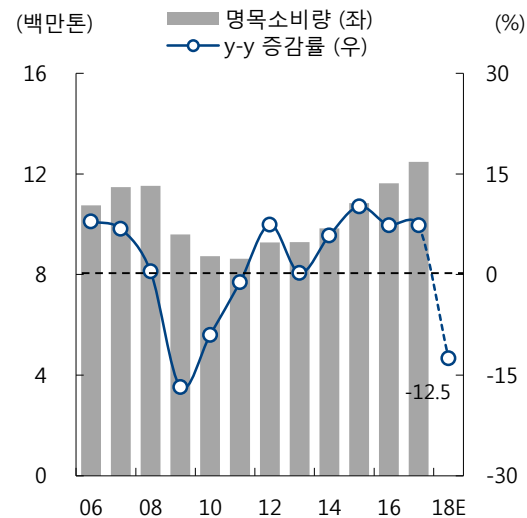


자료: 하이투자증권 리서치

2~3분기 반등 구간, 기대치는 낮춰야 한다 (2) 내수 수요 부진

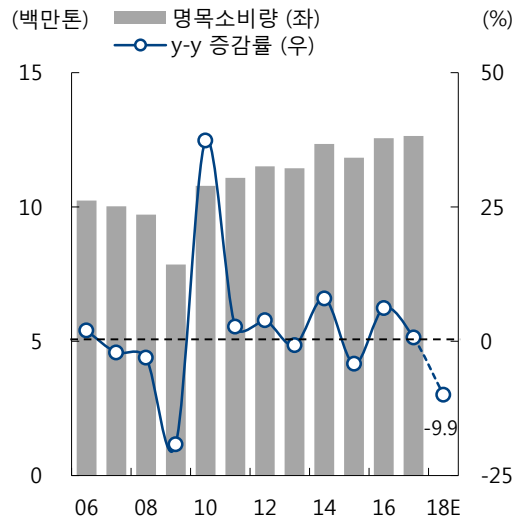
- 18년 국내 철강 수요는 전년비 역성장 [54.1백만톤 -4.1%y-y. 세계철강협회 추정치]
- 중후판을 제외한 주력 제품 수요가 큰 폭으로 역성장했기 때문

그림52. 국내 철근 명목 소비량 및 y-y 증감률



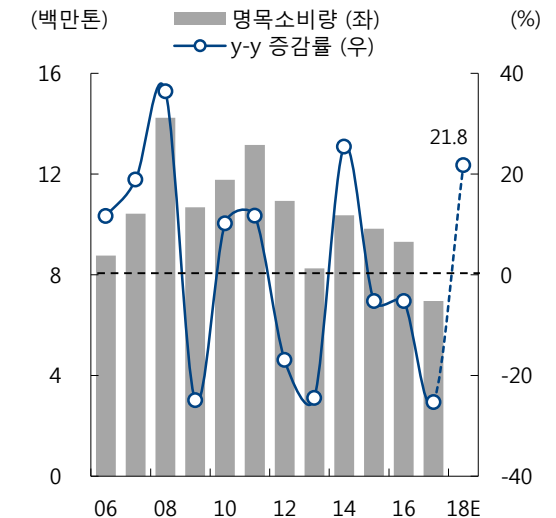
자료: 하이투자증권 리서치

그림53. 국내 [냉연+도금] 명목 소비량 및 y-y 증감률



자료: 하이투자증권 리서치

그림54. 국내 중후판 명목 소비량 및 y-y 증감률

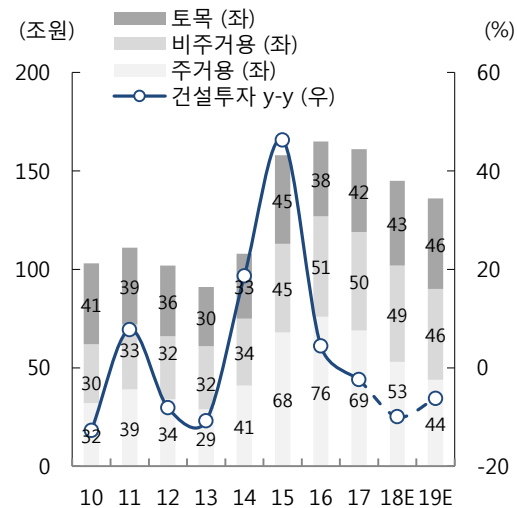


자료: 하이투자증권 리서치

2~3분기 반등 구간, 기대치는 낮춰야 한다 (2) 내수 수요 부진

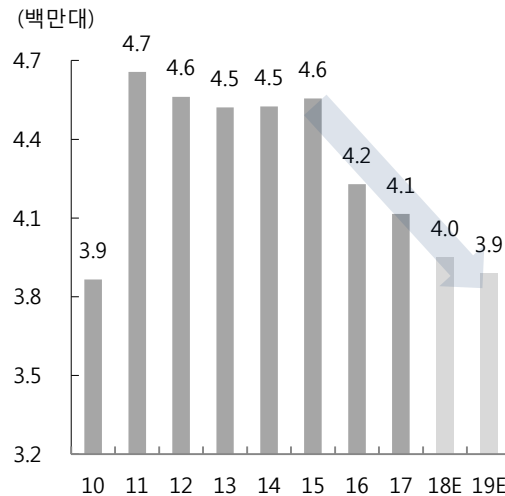
- 19년 역시 조선을 제외한 전방 산업 부진 전망. 이에 수요 역시 부진한 흐름 이어갈 것

그림55. 국내 건설 투자 전망 및 y-y 증감률



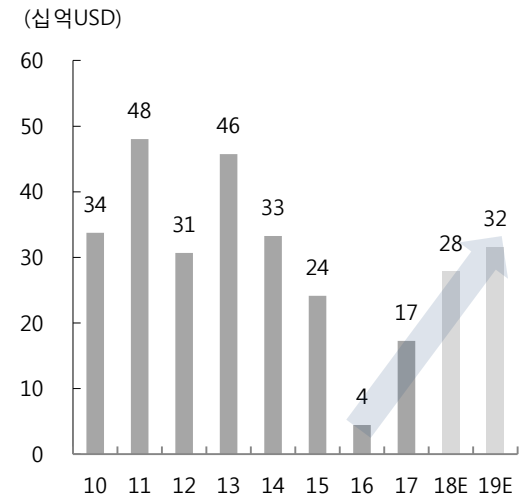
자료: 하이투자증권 리서치

그림56. 국내 자동차 생산량 추이 및 전망



자료: 하이투자증권 리서치

그림57. 국내 조선 수주액 추이 및 전망

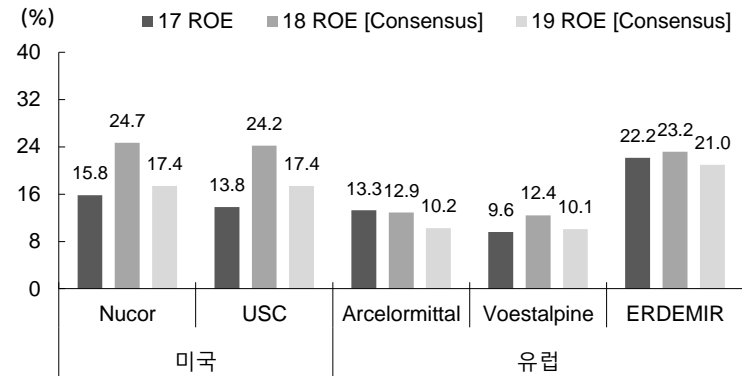
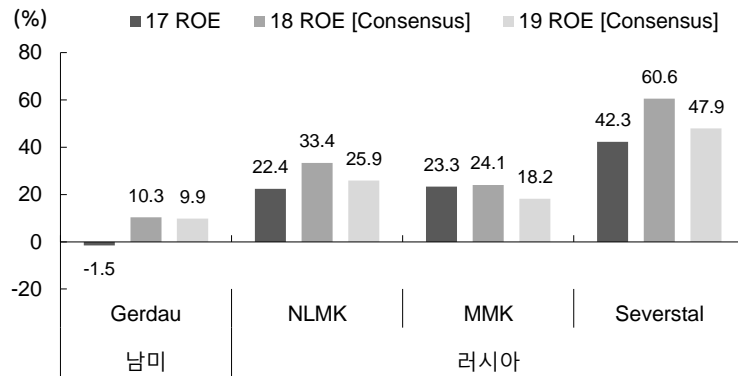
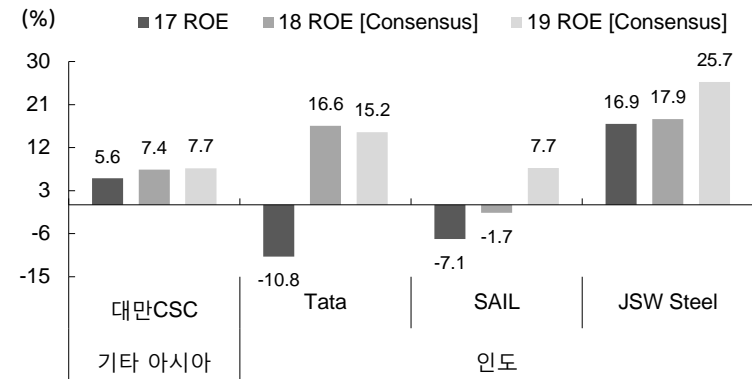
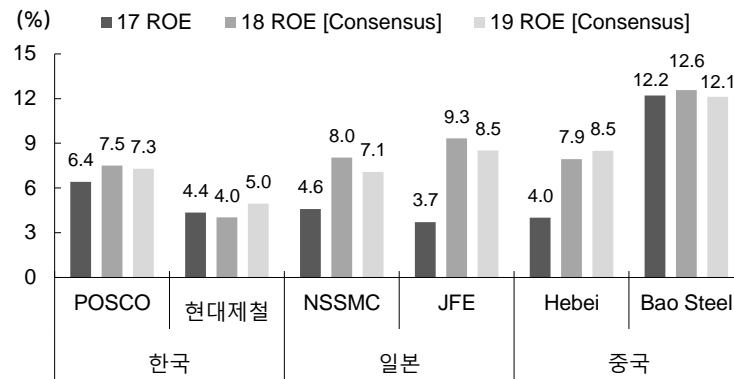


자료: 하이투자증권 리서치

2~3분기 반등 구간, 기대치는 낮춰야 한다 (3) 실적 모멘텀 둔화

- 지속 설비 확장 중인 인도 철강사를 제외한 대부분의 철강사의 19년 ROE 개선폭 크지 않음

그림58. 글로벌 주요 철강사 예상 ROE 비교 [Bloomberg consensus]



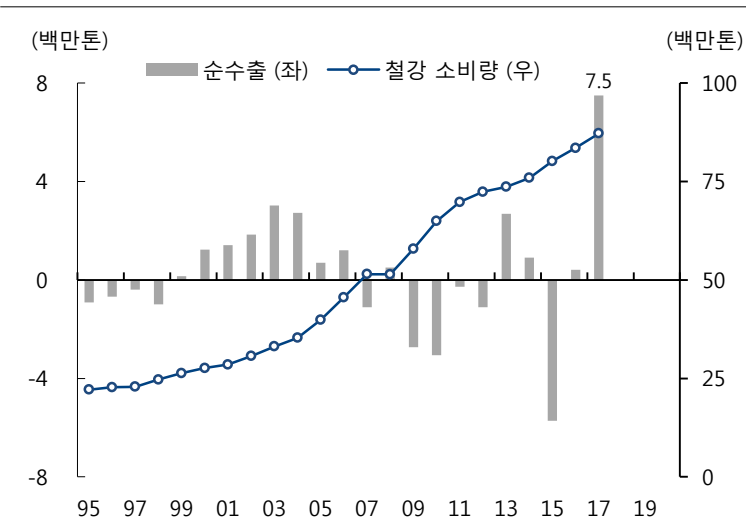
자료: 하이투자증권 리서치

19년 주요 철강 산업 이슈 요약 : EM發 증설 가속화

[EM發 증설 가속화 1) 인도]

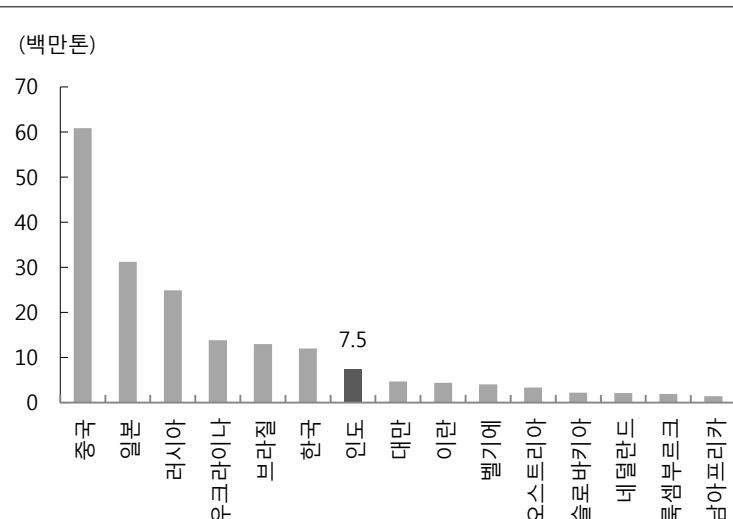
– 인도, 내수 수요의 가파른 성장에도 이미 철강 순수출국으로 자리 잡은 상황

그림59. 인도 철강재 명목 소비량과 철강 순수출량 추이



자료: 하이투자증권 리서치

그림60. 17년 국가별 철강 순수출량 추이



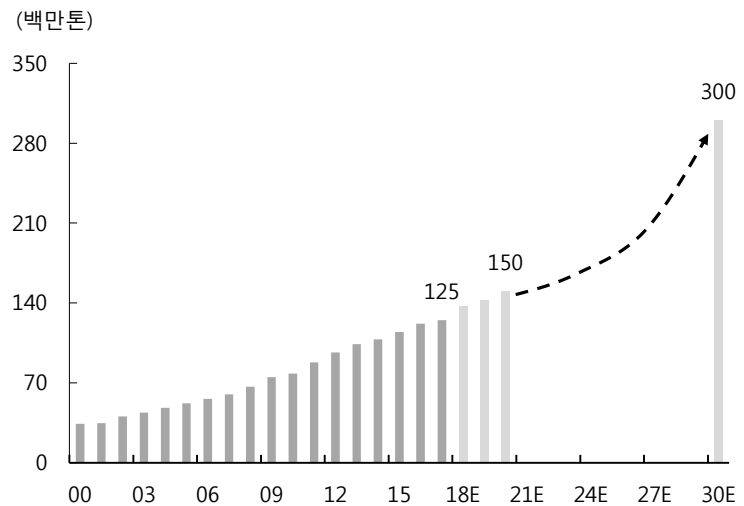
자료: 하이투자증권 리서치

19년 주요 철강 산업 이슈 : EM發 증설 가속화

[EM發 증설 가속화 1) 인도]

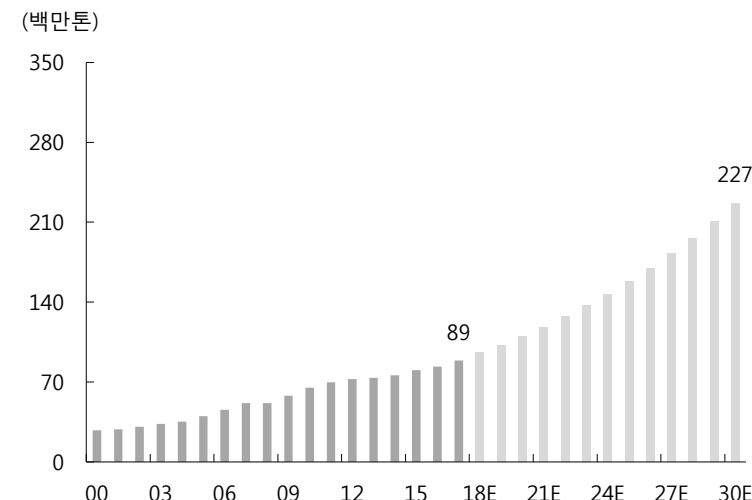
- 인도, 2030년까지 철강생산능력 3억톤으로 확대 [17년 1.24억톤]
- 연간 7.5%의 고성장을 가정하더라도, 『인도의 증설 능력 증가분 > 철강 수요 증가분』
- 인도의 순수출국으로의 『완전한 전환』은 조만간 현실화 될 것

그림61. 인도의 조강 생산능력 추이 및 전망



자료: 하이투자증권 리서치

그림62. 인도의 철강 명목 소비량 추이 및 전망 [연 7.5% 성장 가정]



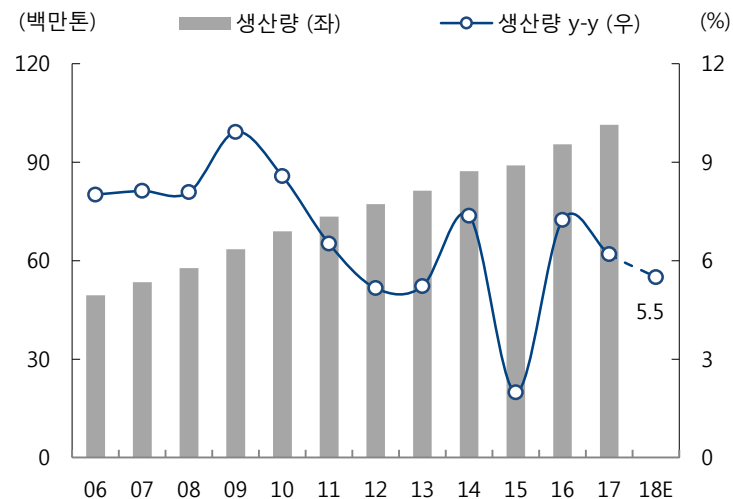
자료: 하이투자증권 리서치

19년 주요 철강 산업 이슈 : EM發 증설 가속화

[EM發 증설 가속화 1) 인도]

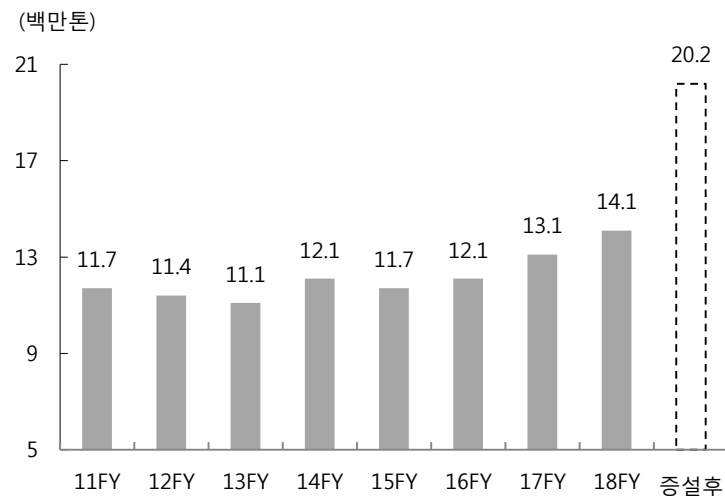
– 실제 최근 인도의 생산량은 가파르게 증가하고 있음

그림63. 인도 연도별 조강생산량 및 y-y 증감률



자료: 하이투자증권 리서치

그림64. 인도 SAIL의 판매량 추이



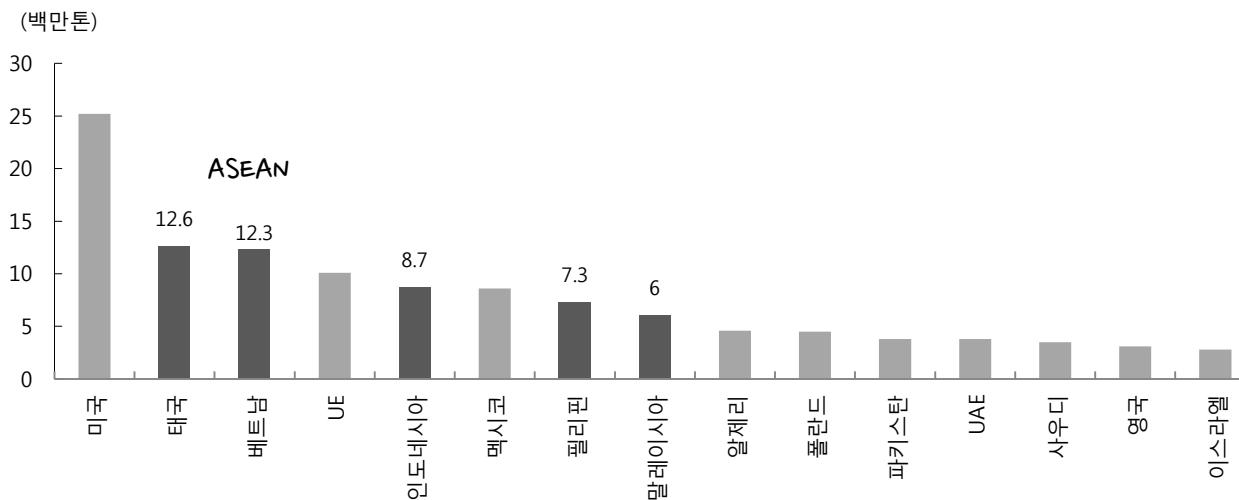
자료: 하이투자증권 리서치

19년 주요 철강 산업 이슈 : EM發 증설 가속화

[EM發 증설 가속화 2) ASEAN 5]

- 17년 기준 철강재 순수입국 상위 10개국 중 ASEAN 국가는 5개 포함
- 해당 5개국은 태국, 베트남, 인도네시아, 필리핀, 말레이시아 [이하 ASEAN 5]

그림65. 17년 기준 국가별 철강재 순수입량 추이



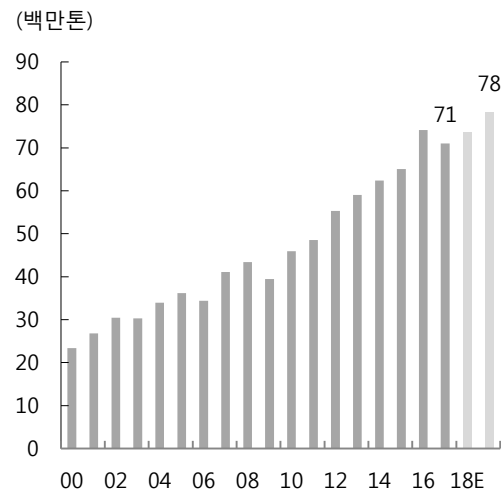
자료: 하이투자증권 리서치

19년 주요 철강 산업 이슈 : EM發 증설 가속화

[EM發 증설 가속화 2) ASEAN 5]

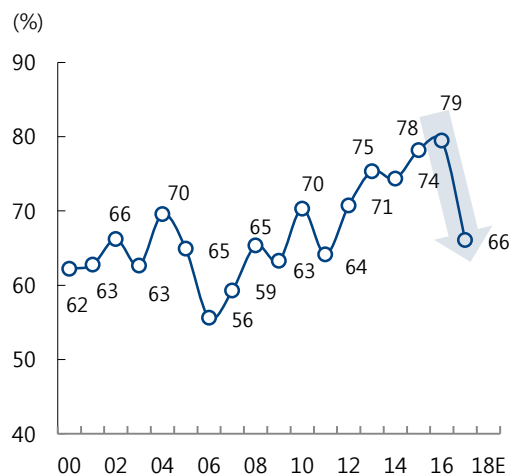
- 가파른 수요 성장에도, ASEAN 5의 수입 철강재 의존도는 점차 낮아지고 있음
- 최근 베트남의 가파른 조강 생산량 증가에 주목할 필요

그림66. ASEAN 5의 철강 명목 소비량 추이 및 전망



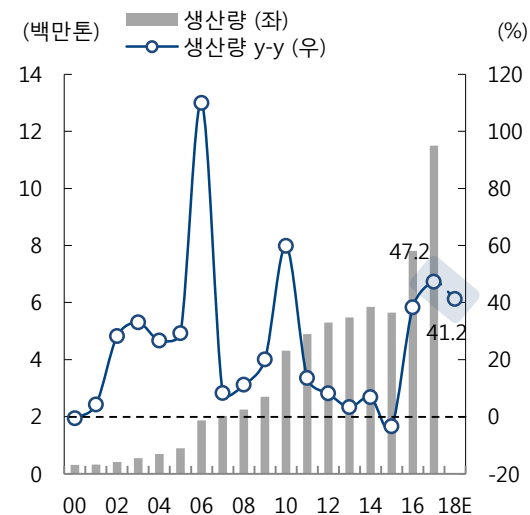
자료: 하이투자증권 리서치

그림67. ASEAN 5의 순수입량/철강 명목 소비량



자료: 하이투자증권 리서치

그림68. 베트남 조강 생산량 및 y-y 증감률



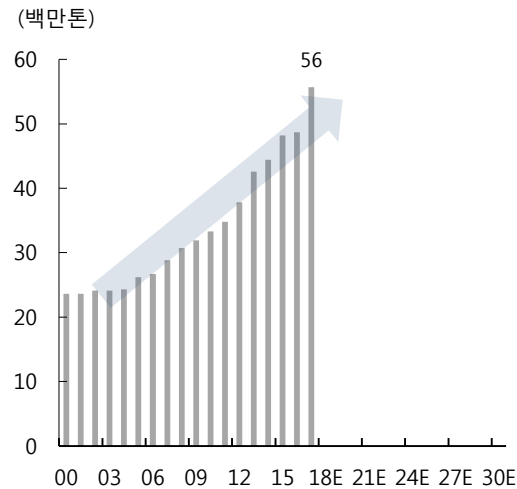
자료: 하이투자증권 리서치

19년 주요 철강 산업 이슈 : EM發 증설 가속화

[EM發 증설 가속화 2) ASEAN 5]

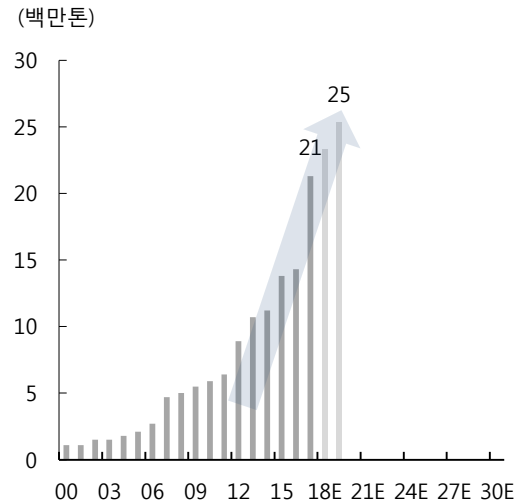
- ASEAN 증설의 중심은 단연 베트남. 주요 증설 내용으로는 1) Formasa 하띤 제철소 700만톤 가동 시작. 2) Hoa Phat, 18~19년 480만톤 신규 고로 가동 [현재 연 200만톤 생산능력]
- 말레이시아: 17년 말 Alliance스틸의 고로 [350만톤, 선재, H형강, 마봉강] 가동 시작
- 필리핀: 중국 최대 민영 컬러강판업체 Panhua Group, 고로 [1,000만톤, 투자 규모 35억 달러] 건설 발표

그림69. ASEAN 조강생산능력 추이



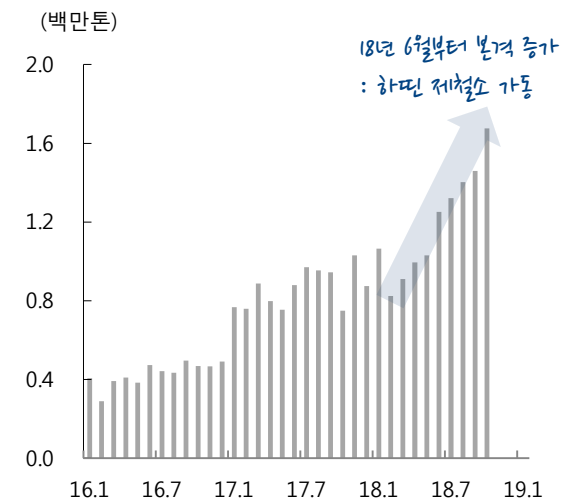
자료: 하이투자증권 리서치

그림70. 베트남 조강생산능력 추이 및 전망



자료: 하이투자증권 리서치

그림71. 베트남 월별 조강 생산량 추이



자료: 하이투자증권 리서치

19년 주요 철강 산업 이슈 : EM發 증설 가속화

[EM發 증설 가속화 3) 중동]

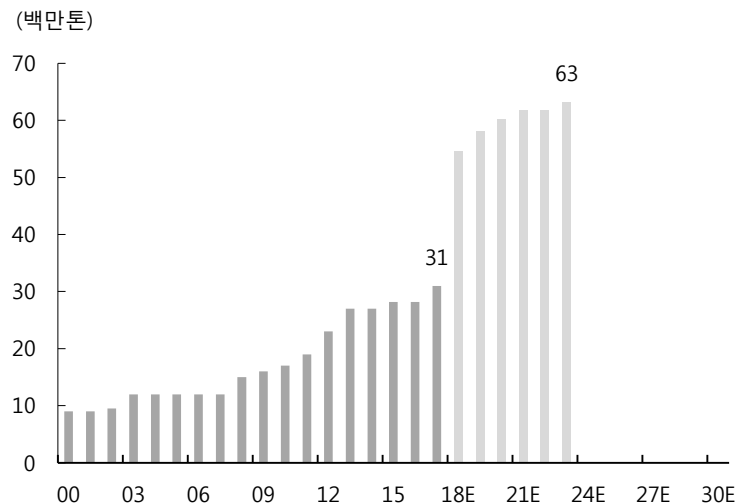
– 이란, 2025년까지 철강생산능력 55백만톤으로 확대 목표 [17년 31백만톤]

： 이는 내수 소비 30백만톤, 수출 25백만톤으로 구성. 17년 이란 철강 순수출량 [주로 Slab 등 반제품]은 4.4백만톤

– 무역 제재 영향으로 지연될 가능성 있으나, 이란 역시 본격적 철강 수출국으로 자리 잡을 전망

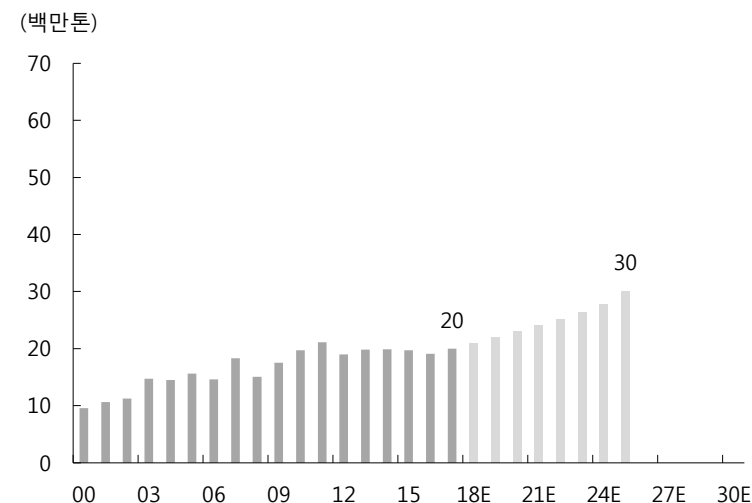
* 이란은 17년 기준 중동 철강 수요의 약 40% 점유

그림72. 이란의 조강 생산능력 추이 및 전망



자료: 하이투자증권 리서치

그림73. 이란의 철강 명목 소비량 추이 및 전망 [연 4% 성장 가정]



자료: 하이투자증권 리서치

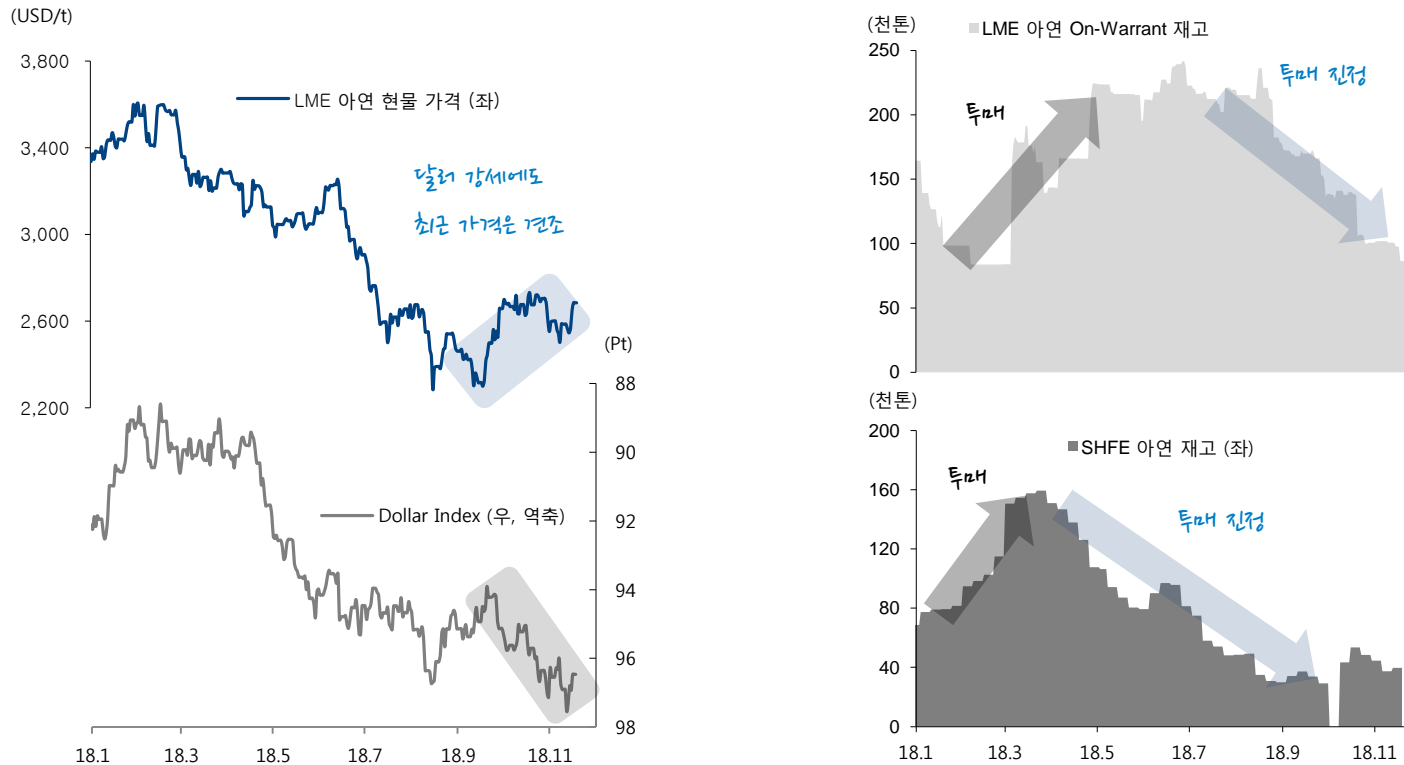
2019년 철강/비철금속 산업 전망

- 1. Summary / #4
- 2. Macro 환경 분석 / #6
- 3. 철강 산업 / #13
- 4. 비철금속 산업 / #40
- 5. 주요 종목 / #62

최근 달러 강세 구간에서도 아연 가격은 견조

- 18년 9월 이후 달러 강세에도 불구하고, 아연 가격은 오히려 상승하는 흐름
- 상반기 급증 했던 매물 [LME On-Warrants 및 SHFE 재고] 출회는 진정 국면

그림 74. 최근의 달러 강세 기조에도 아연 가격은 오히려 상승하고 있고, 투기적 수요 이탈 역시 진정되고 있다

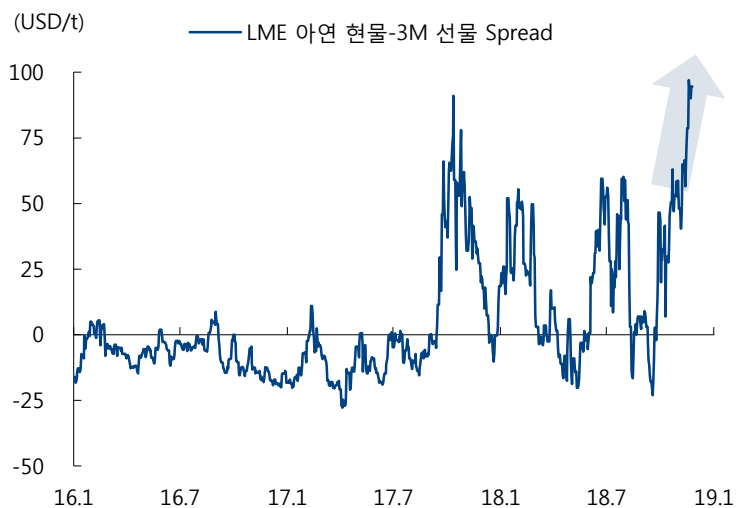


자료: 하이투자증권 리서치

이는 현재 정련 아연 수급이 타이트하기 때문

- 거래소 재고는 모두 타이트한 상황
- : 08년 금융 위기 이후 최저치 수준
- 최근 Backwardation 역시 현재의 타이트한 상황을 입증

그림75. 타이트한 현물 수급으로 현재 아연은 Backwardation 상태이다



자료: 하이투자증권 리서치

그림76. LME 아연 재고는 08년 금융 위기 이후 최저치 수준에 근접



자료: 하이투자증권 리서치

그림77. SHFE 아연 재고 추이

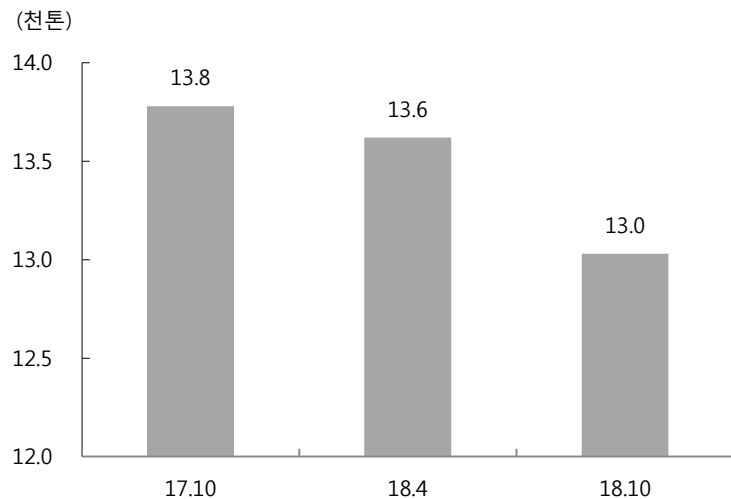


자료: 하이투자증권 리서치

중국 제련업체 감산이 타이트한 수급 배경

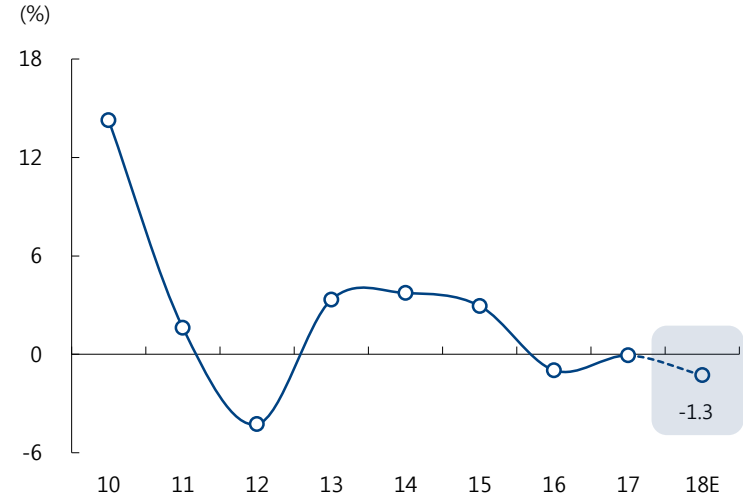
- 중국 제련업체의 대규모 감산이 현재의 타이트한 수급 원인
- 감산 배경은 1) 중국 정부의 환경 규제, 2) TC [Treatment Charge, 제련 수수료] 급락에 따른 수익성 악화
- 중국 제련 업체의 감산 규모 확대로 18년 정련 아연 수급은 당초 예상 대비 타이트

그림78. ILZSG의 18년 정련 아연 생산량 전망치 변화



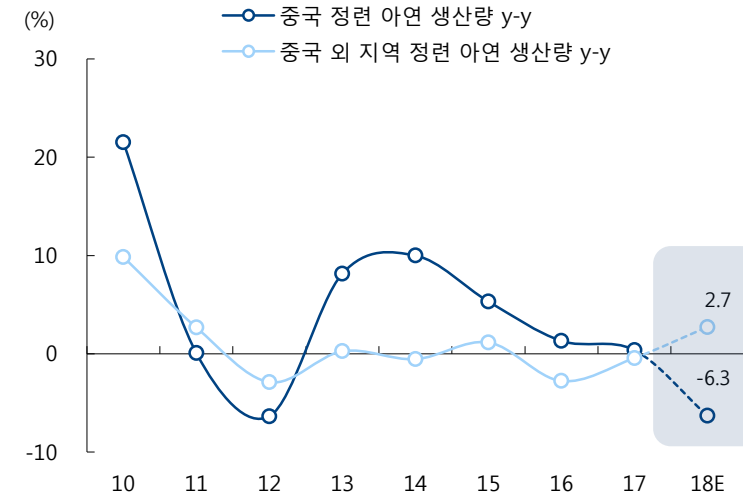
자료: 하이투자증권 리서치

그림79. 글로벌 아연 생산량 y-y 증감률



자료: 하이투자증권 리서치

그림80. 정련 아연 생산량 y-y 증감률 : 지역별 구분

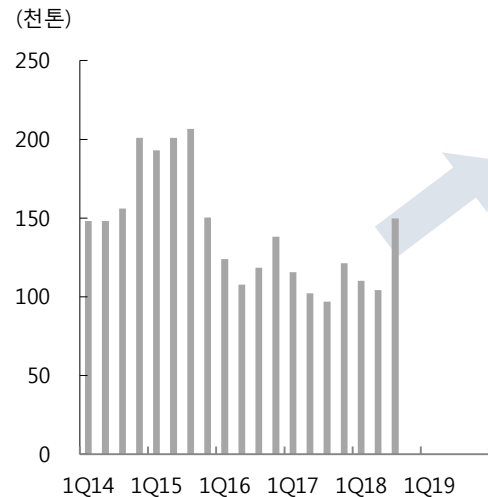


자료: 하이투자증권 리서치

아연 정광 공급, 점진적으로 늘어나기 시작했다

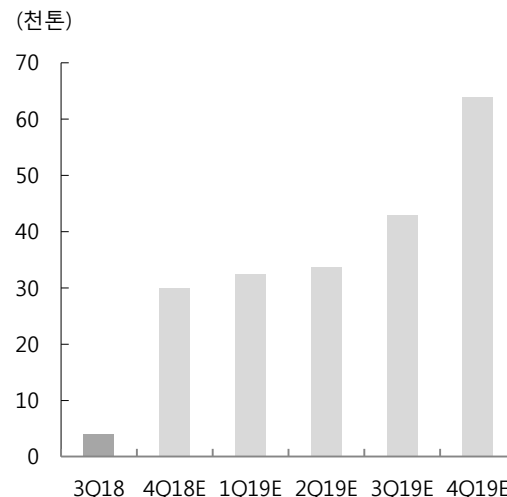
- Glencore, 15년 50만톤 감산분 중 호주 광산 생산 재개 [Mcarthur River, Mount Isa]
- * Glencore의 15년 50만톤 감산분 중 호주에서의 감산 분은 38만톤
- 호주 New Century 아연 정광 [연산 26만톤] 첫 생산 1만톤 중국 도착. 19년 1분기 이후 상업 생산 전망
- Vedanta, Gamsberg 광산 [연산 25만톤] 18년 11월 첫 선적. 19년 2분기 부터 본격 Ramp-Up

그림81. Glencore 호주 아연 광산 생산량 추이



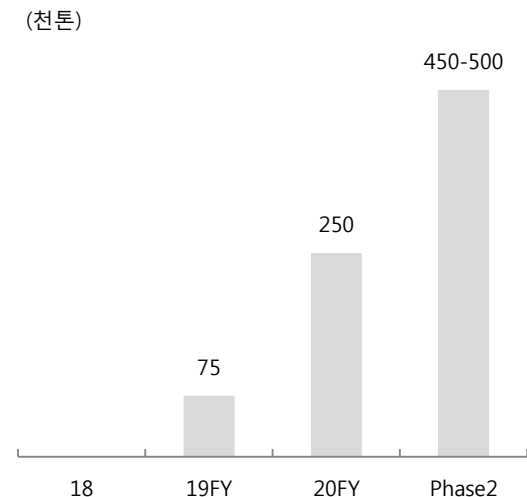
자료: 하이투자증권 리서치

그림82. 호주 New Century Ramp-Up 일정



자료: 하이투자증권 리서치

그림83. Vedanta Gamsberg 광산 생산 계획



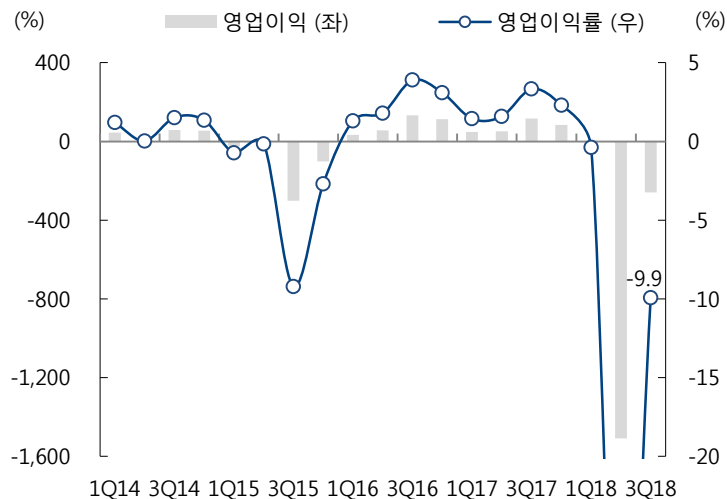
자료: 하이투자증권 리서치

다만 중국 제련업체 증산은 필연적

19년 정련 아연 수급은 완화될 전망 1) 제련 업체 증산

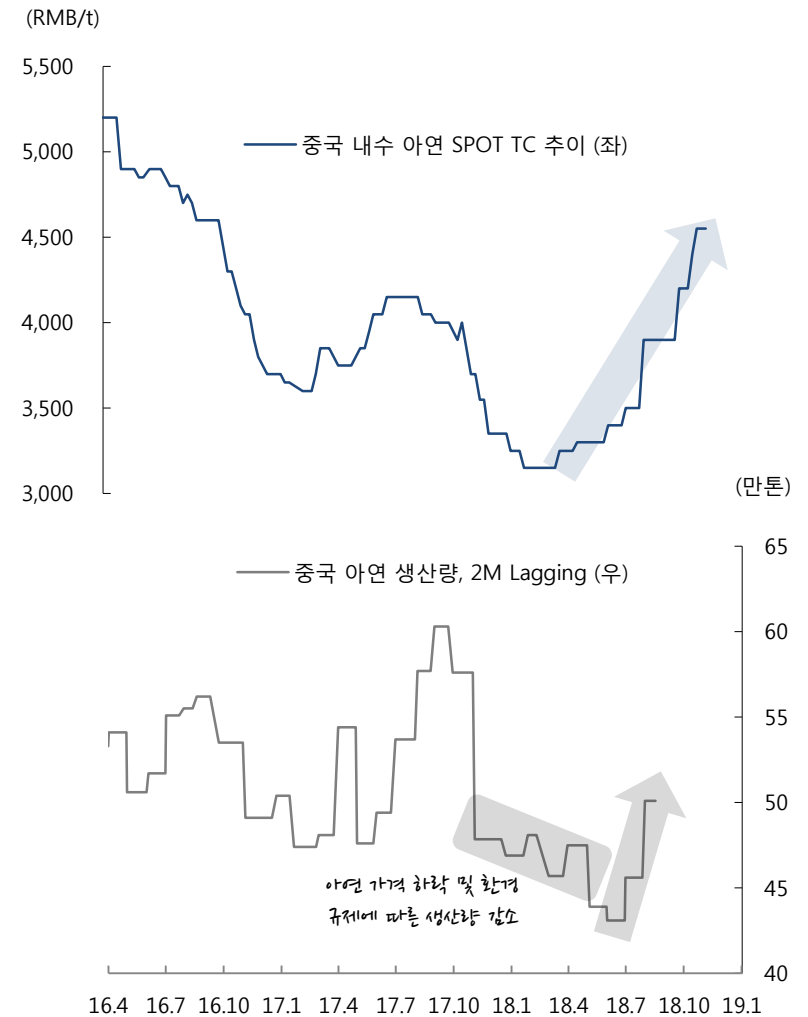
- 19년 중국 정련 아연 생산량은 2년 만에 증가할 전망
- TC 상승에 따른 수익성 개선 및 최근 환경 규제 완화 등 감산이 강화될 이유는 없음
- 내수 Spot TC가 급등한 6월 부터 중국의 정련 아연 생산량이 늘어나기 시작한 사실에 주목할 필요

그림84. 중국 Zhuzhou 제련소 최근 적자: 18년 감산이 배경



자료: 하이투자증권 리서치

그림85. 내수 TC의 가파른 상승과 더불어 중국 아연 생산량도 월별로 증가 중



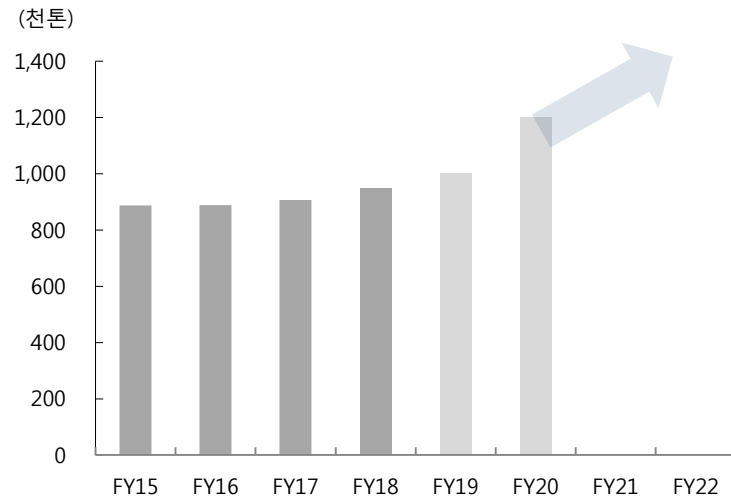
자료: 하이투자증권 리서치

인도의 증설 역시 진행 중

19년 정련 아연 수급은 완화될 전망 1) 제련 업체 증산

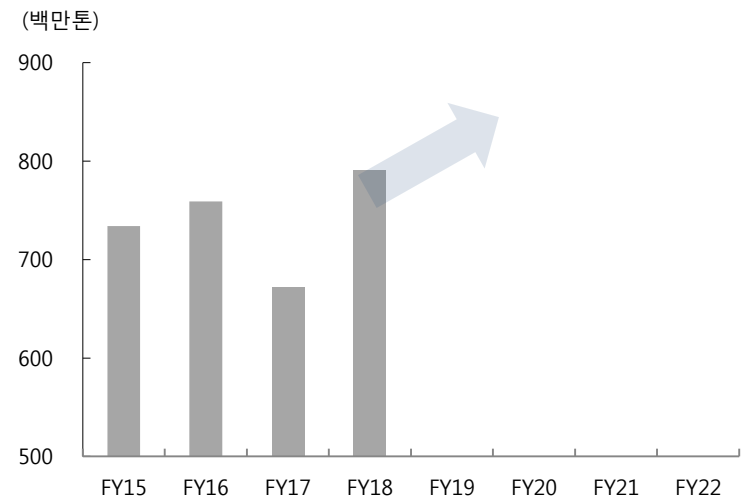
- Vedanta, 광산 생산 능력 확대 [Rampura Agucha, Zawar 광산 확장]에 따른 정련 아연 생산량 동반 증가
- Vedanta의 인도 생산 기지 [Zinc India]는 광산 및 제련을 동시 시행

그림86. Vedanta의 인도 내 아연 광산 생산량 추이 및 계획



자료: 하이투자증권 리서치

그림87. Vedanta의 인도 내 정련 아연 생산량 추이 및 계획



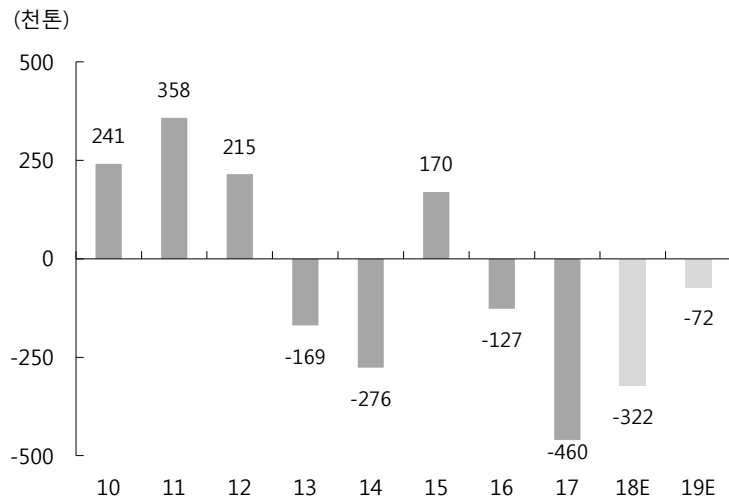
자료: 하이투자증권 리서치

부진한 수요 역시 수급 둔화 요인

19년 정련 아연 수급은 완화될 전망 2) 수요 둔화

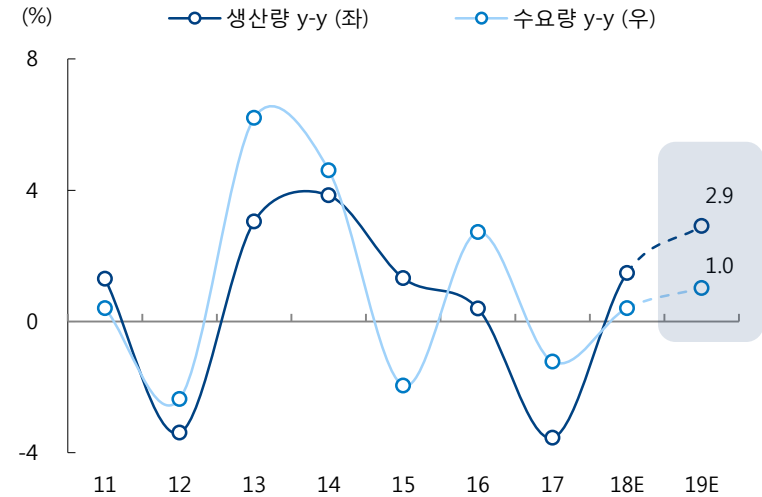
- 수요 둔화 역시 19년 정련 아연 수급 완화의 또 다른 이유
- 전망과는 달리 18년 1~9월 글로벌 아연 수요는 전년비 역성장 중
- 자동차 및 건설 수요 둔화 부진에 따른 중국 아연도금강판 생산량 둔화[18년 상반기 생산량 전년비 4.5% 감소] 등이 핵심 이유

그림88. ILZSG의 글로벌 정련 아연 수급 Balance 추이 및 전망



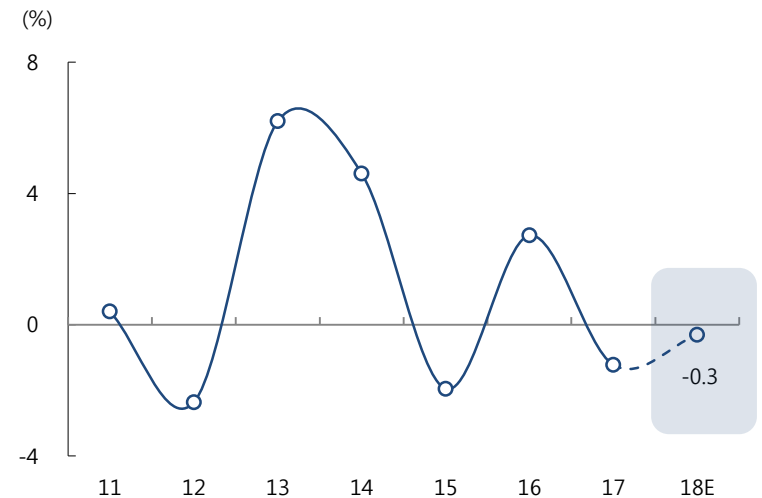
자료: 하이투자증권 리서치

그림89. 글로벌 정련 아연 생산량 및 수요량 y-y 증감률 : 추이 및 전망



자료: 하이투자증권 리서치

그림90. 글로벌 정련 아연 수요량 y-y 증감률 추이



자료: 하이투자증권 리서치

제련업체 주가, 어떻게 봐야 할 것인가?

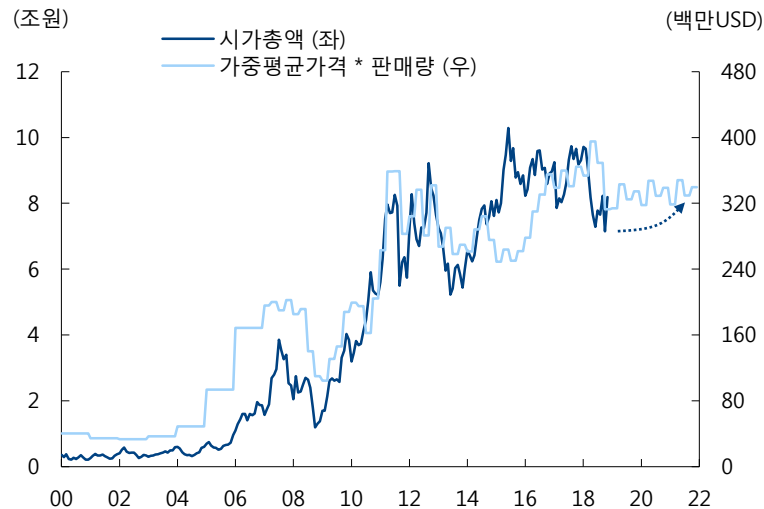
- 19년 상반기 : 업종 내 건조한 흐름 보일 것

- 1) 19년 상반기까지는 아연/연 가격 타 비철금속 대비 건조할 전망
- 2) 19년 아연 benchmark TC 인상 전망 [18년 147달러 → 19년 200달러 상회]

- 19년 하반기는 둔화

: 전술한 수급 완화 요인 외에도 **역사적으로 제련업체의 헤게모니 강화 [이익 분배율 확대]**는 아연 가격 약세로 나타났음을 상기할 필요

그림91. 고려아연 시가총액 및 [주요 제품 가중평균 판매가격 X 판매량] 비교



자료: 하이투자증권 리서치

그림92. 제련업체의 이익 분배율과 LME 아연 가격 추이



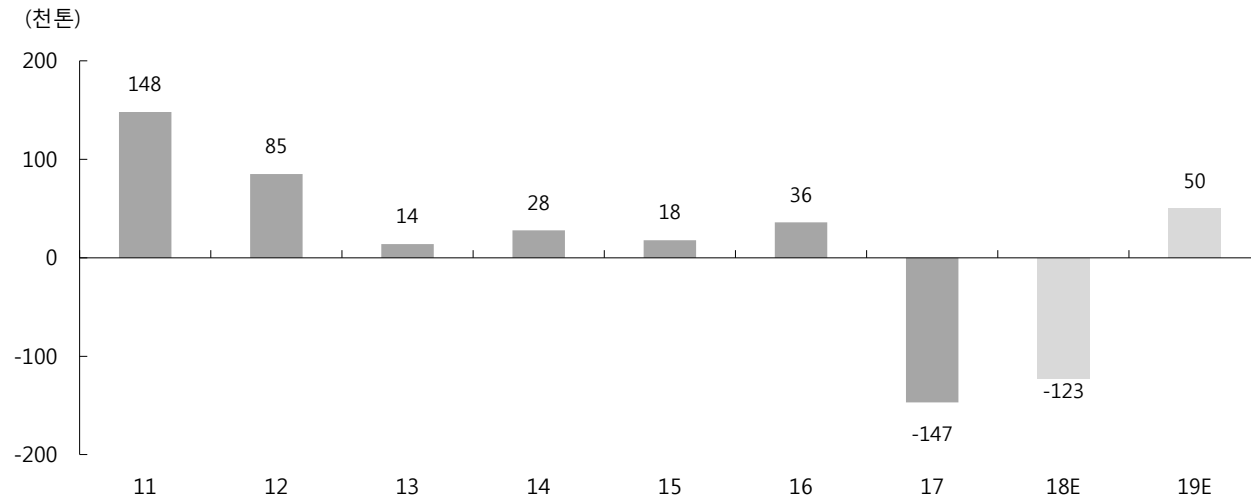
자료: 하이투자증권 리서치

19년 연 수급 : 지금은 타이트. 그러나 수급은 점진적으로 완화될 것

– 19년 연 수급은 18년 대비 소폭 완화될 전망

- 1) 중국의 연 생산량은 정부 규제 영향으로 현 수준에서 유지될 것이나...
- 2) 향후 수요 둔화가 불가피 하기 때문

그림93. ILZSG [국제 연,아연 연구회]의 글로벌 연 수급 전망 : 이는 중국 정부의 연 생산량 규제가 반영되기 전의 수치이며, 실제 수급은 더 개선될 소지가 높다

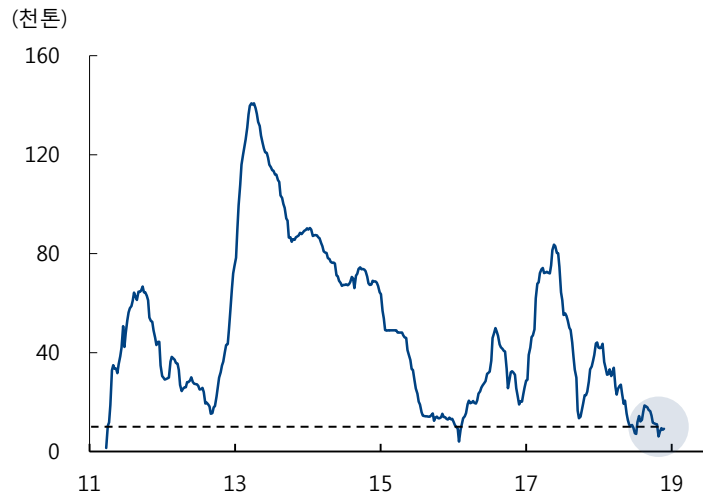


자료: 하이투자증권 리서치

중국의 연 수급은 현재 타이트하다

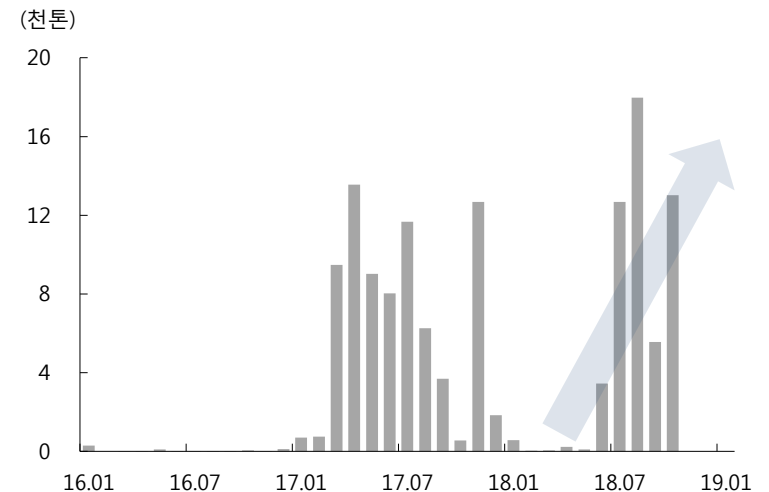
- 현 시점에서의 중국 연 수급은 타이트
- 역사적 저점 수준의 SHFE 재고 및 증가하고 있는 정련 연 수입량 역시 타이트한 수급 상황을 시사

그림94. SHFE 연 재고 추이



자료: 하이투자증권 리서치

그림95. 중국의 정련 연 월별 수입량 추이

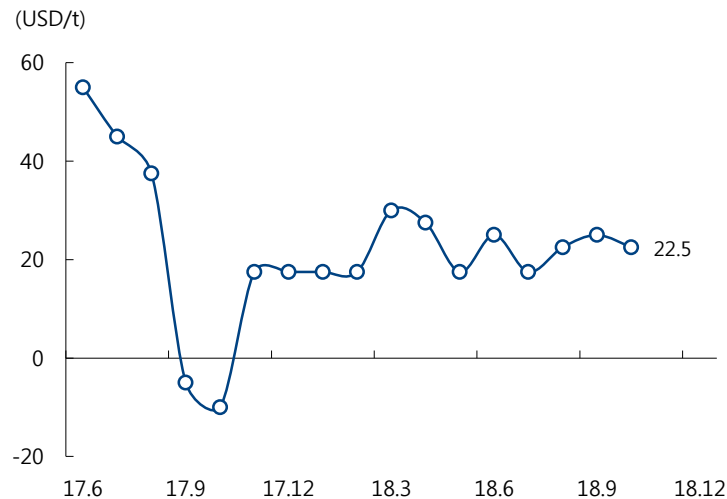


자료: 하이투자증권 리서치

정광 수급도 역시 지금은 타이트하지만..

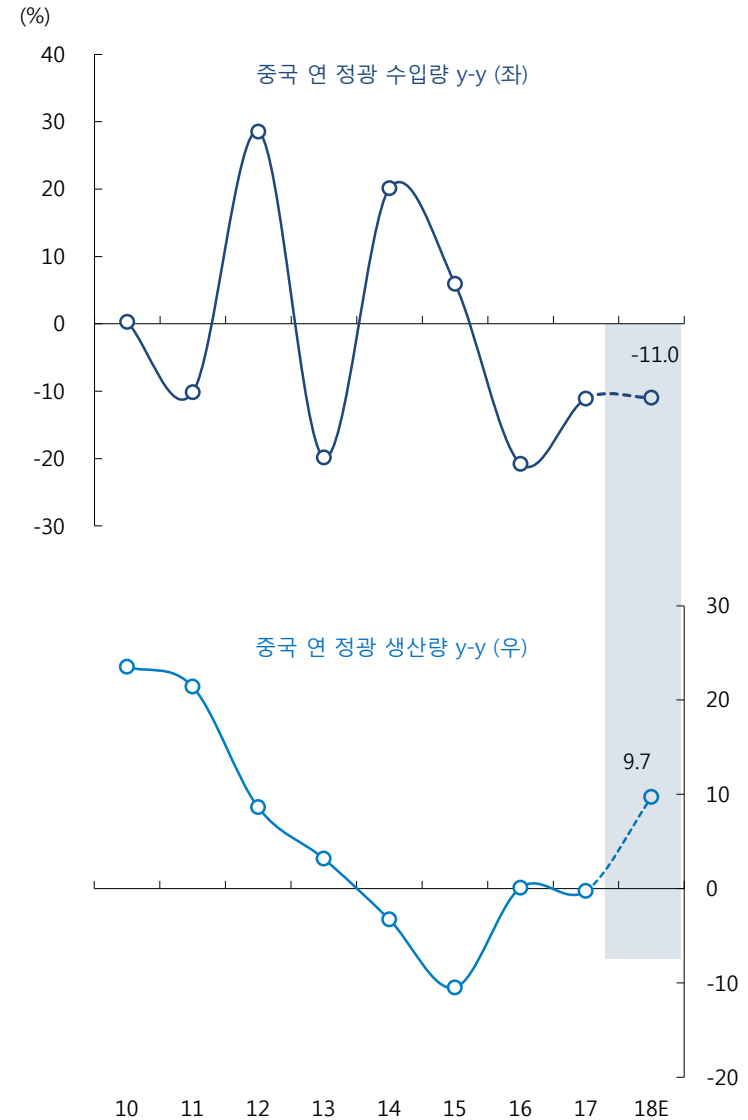
- 미국산 연 정광 [17년 기준 중국 전체 수입량의 17% 점유]에 대한 관세 부과 조치 영향으로 중국의 연 정광 수입량은 전년비 감소
- * 아연 및 동 정광 수입량은 증가
- 중국의 연 정광 생산량은 전년비 증가. 일정 수입 감소분을 상쇄하고는 있으나...
- 그럼에도 연 TC는 여전히 낮은 수준. 타이트한 정광 수급 상황이 지속되고 있음을 시사

그림96. 연 Spot TC 추이 : 여전히 정광 수급은 타이트하다



자료: 하이투자증권 리서치

그림97. 연 원광 수입량 감소를 내수 생산량 증가로 상쇄하고자 했으나...



자료: 하이투자증권 리서치

19년 연 수급, 소폭 완화 전망 : 문제는 수요

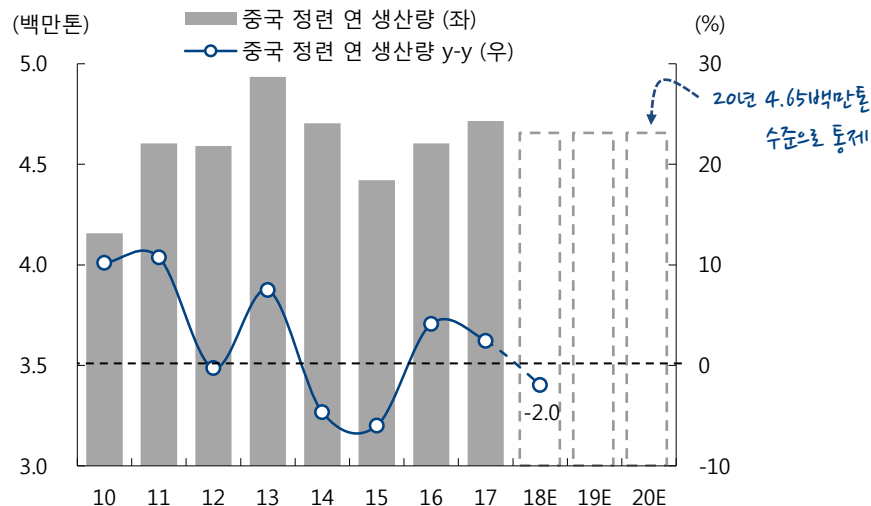
[19년 중국 연 생산량은 현 수준 유지]

- 환경 문제 이슈로 18년 중국 정련 연 생산량은 전년비 감소
- 중국 정부는 20년 연 생산량을 4.65백만톤 수준에서 통제할 것을 시사. 이는 17년 [4.71백만톤] 대비 적은 수치이나, 18년 예상 생산량과는 유사한 수준. 결국 현 생산량을 유지한다는 의미

[문제는 수요 둔화 → 향후 수급 완화를 의미]

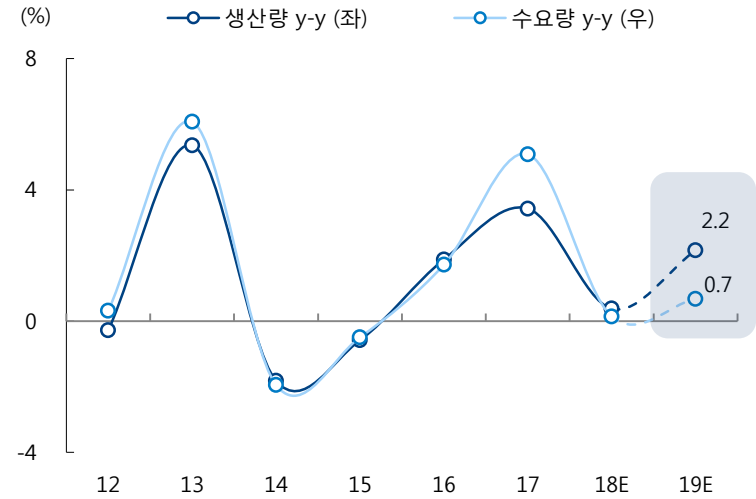
- 자동차 둔화 및 전기차 생산 확대에 따른 축전지 수요 감소로 향후 연 수요 둔화 불가피. 18년 1~9월 글로벌 연 수요는 전년비 역성장 중

그림98. 중국 정련 연 생산량 및 y-y 증가율



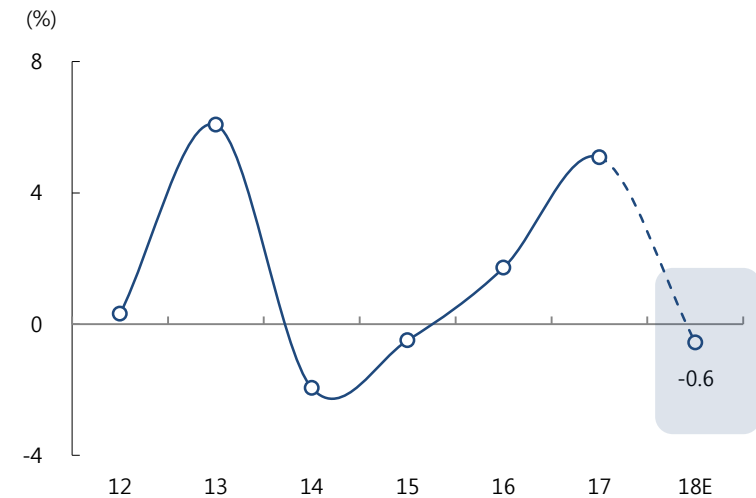
자료: 하이투자증권 리서치

그림99. 글로벌 정련 연 생산량 및 수요량 y-y 증감률 : 추이 및 전망



자료: 하이투자증권 리서치

그림100. 글로벌 정련 연 수요량 y-y 증감률 추이



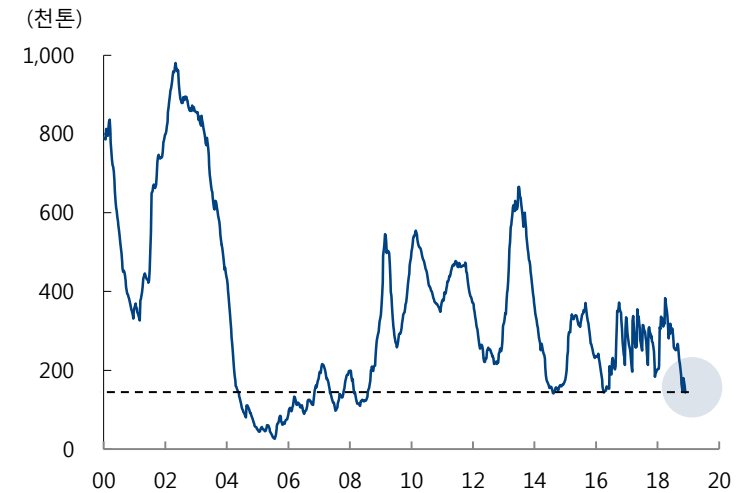
자료: 하이투자증권 리서치

19년 전기동 수급은 전반적으로 타이트할 전망

- 타이트한 전기동 수급 상황은 19년에도 지속될 것

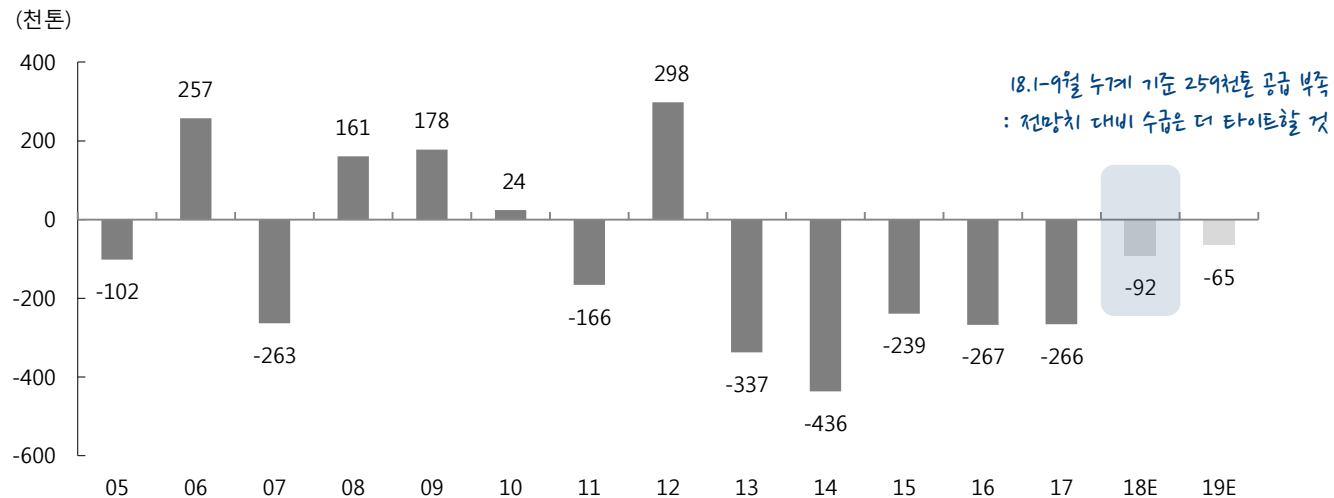
- 1) 글로벌 전기동 정광 수급 타이트한 상황 지속
- 2) 동 스크랩 수입 금지에 따른 중국 전기동 수입 수요 호조

그림101. LME 전기동 재고 추이 : 타이트한 수급 상황을 보여준다



자료: 하이투자증권 리서치

그림102. ICSG [국제 전기동 연구협회]의 글로벌 전기동 수급 전망

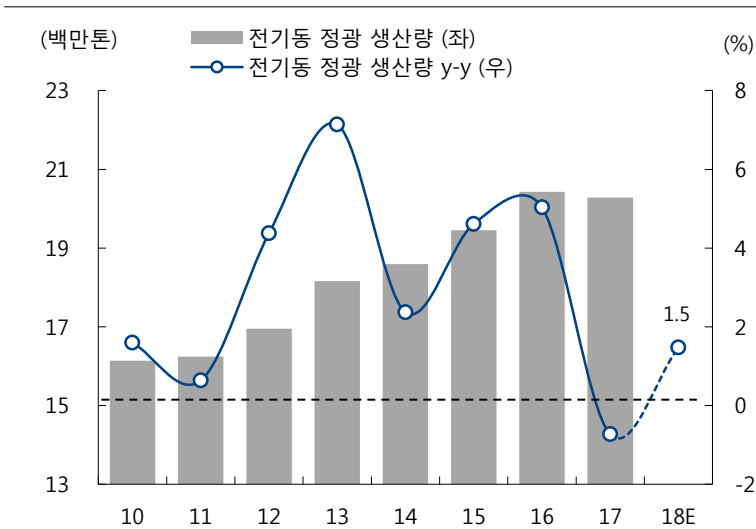


자료: 하이투자증권 리서치

19년, 글로벌 정광 수급은 타이트할 전망

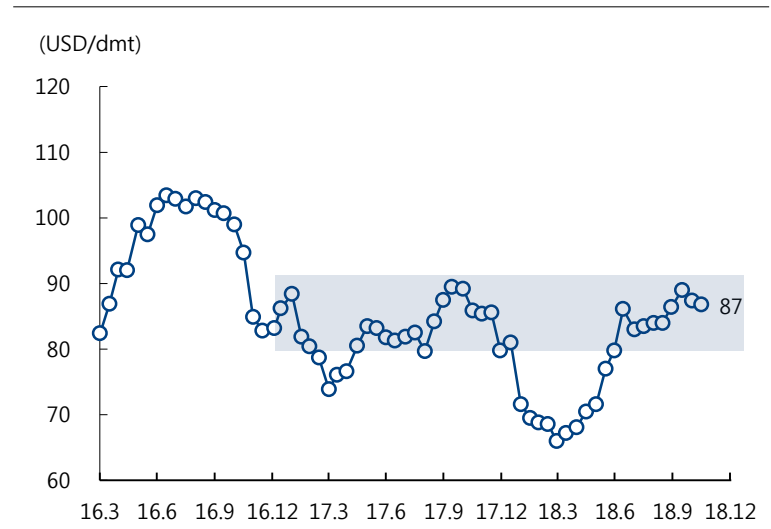
- 18년 글로벌 전기동 정광 증가분은 칠레 Escondida 광산 생산 정상화[17년 파업]에도 소폭 증가에 그침. 중국의 생산량 감소 때문
- 현재 전기동 정광 수급은 타이트. 17년과 큰 차이 없는 전기동 Spot TC/RC 역시 이를 뒷받침
: 19년 중국 Jiangxi Copper와 칠레 Antofagasta간 19년 TC/RC benchmark 80.8달러 [18년 82.25달러]로 인하 타결
- 19년 글로벌 전기동 정광 생산량 증가 폭은 미미할 것. 현재의 타이트한 정광 수급은 19년에도 지속될 것

그림103. 글로벌 전기동 정광 생산량 및 y-y 증감률



자료: 하이투자증권 리서치

그림104. 칠레 생산 정상화에도 전기동 Spot TC/RC는 17년과 유사한 수준



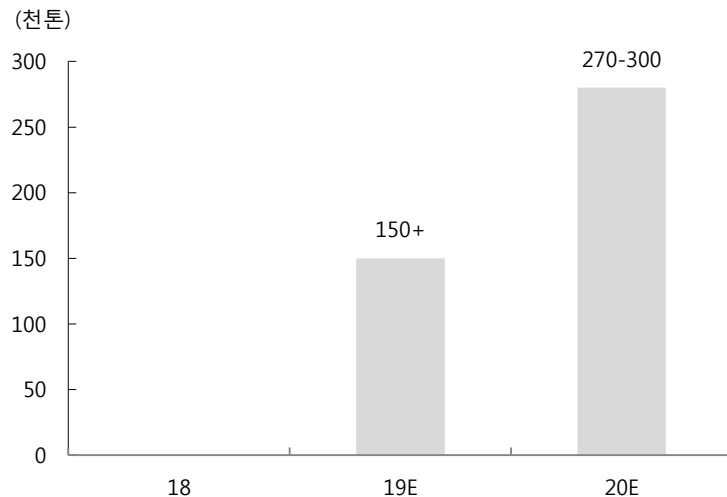
자료: 하이투자증권 리서치

19년 전기동 정광 공급 증가는 제한적

[19년 주요 전기동 광산 생산량 증가분]

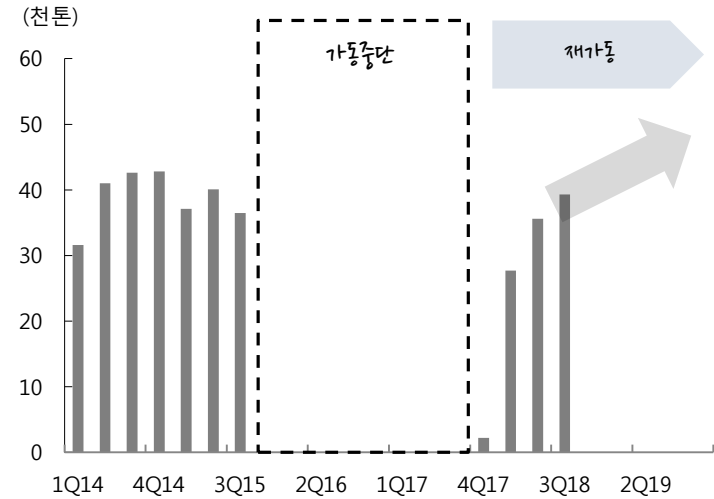
- 캐나다 First Quantum의 Cobre Panama 신규 가동 [+15만톤]
- 19년 Glencore의 전기동 생산 증가분 [약 +14만톤]
- :아프리카 광산 [Katanga, Mopani] 재가동 효과 [+20만톤]를 Alumbreira 광산 폐쇄가 일부 상쇄
- 칠레 Antofagasta 증산 [약 +4.5~7만톤]

그림105. First Quantum의 Cobre Panama 전기동 정광 생산 guidance



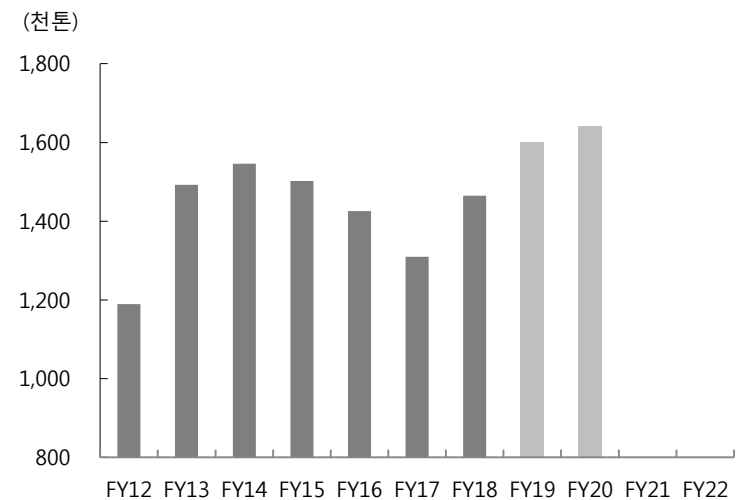
자료: 하이투자증권 리서치

그림106. Glencore 아프리카 Katanga [30만톤] 재가동 : 19년 완료



자료: 하이투자증권 리서치

그림107. Glencore의 전기동 생산량 guidance 추이 및 전망



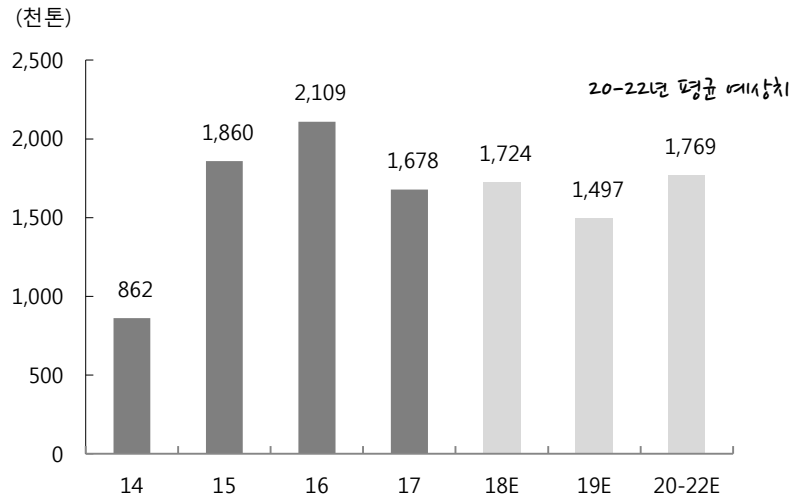
자료: 하이투자증권 리서치

19년 전기동 정광 공급 증가는 제한적

[19년 주요 전기동 광산 생산량 감소분]

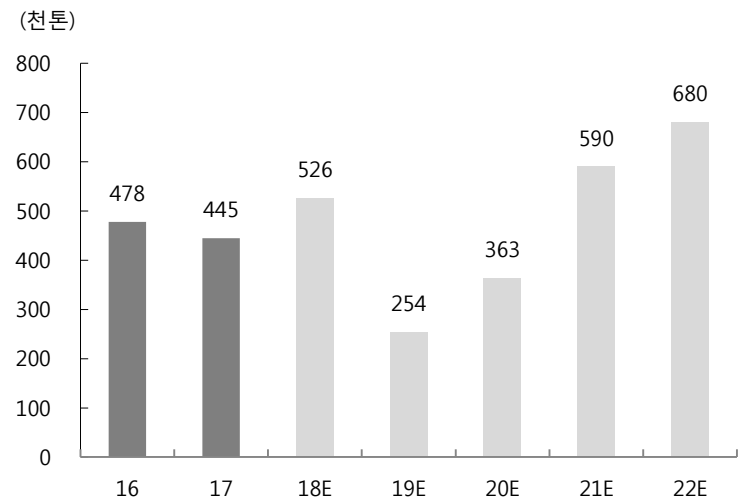
- 19년 글로벌 2위 전기동 광산업체 Freeport Mcmoran 약 23만톤 감산 예정
- 이는 동사 수요 인도네시아 Grasberg 광산의 『노천 채굴 [Open pit] → 갱내 채굴 [underground]』 전환에 따른 생산 차질 때문
- 전술한 신규 광산 가동 효과를 Grasberg 감산이 상쇄. 따라서 19년 전기동 정광 공급 증가 폭은 제한적

그림108. Freeport Mcmoran의 연도별 전기동 판매량 추이 및 guidance



자료: 하이투자증권 리서치

그림109. 인도네시아 Grasberg 광산의 전기동 생산량 추이 및 guidance



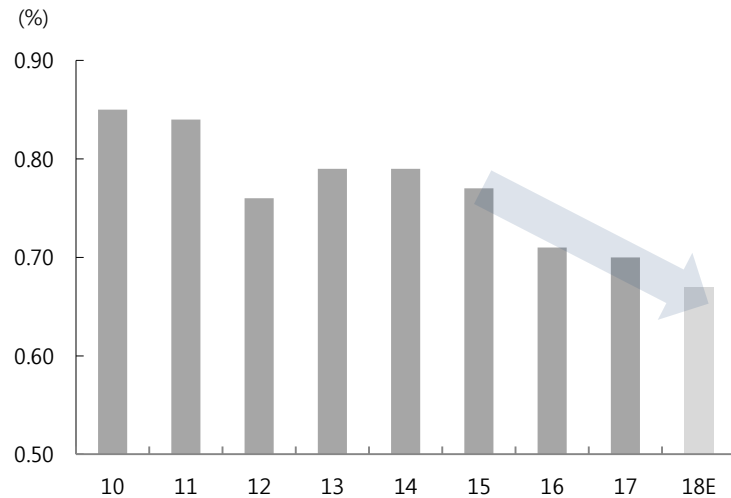
자료: 하이투자증권 리서치

19년 전기동 정광 공급 증가는 제한적

[19년 주요 전기동 광산 생산량 감소분]

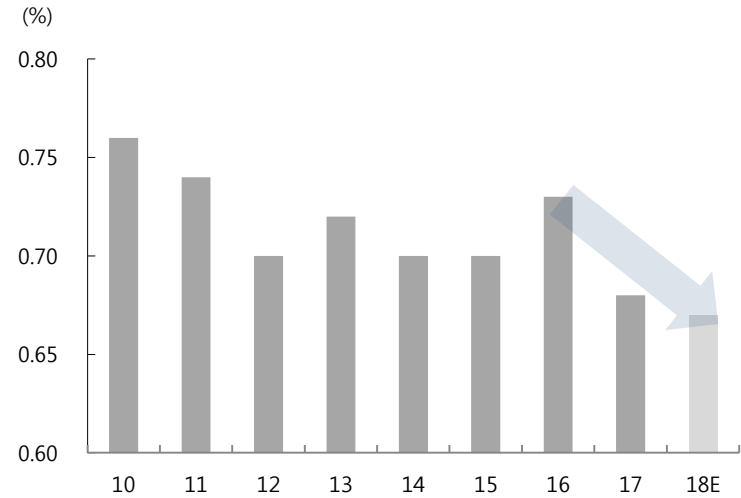
- 칠레의 동 품위 [Copper grade] 저하도 계속되고 있음

그림110. 칠레 Codelco의 동 품위 추이



자료: 하이투자증권 리서치

그림111. 칠레 Antofagasta Los Pelambres 광산 동 품위 추이

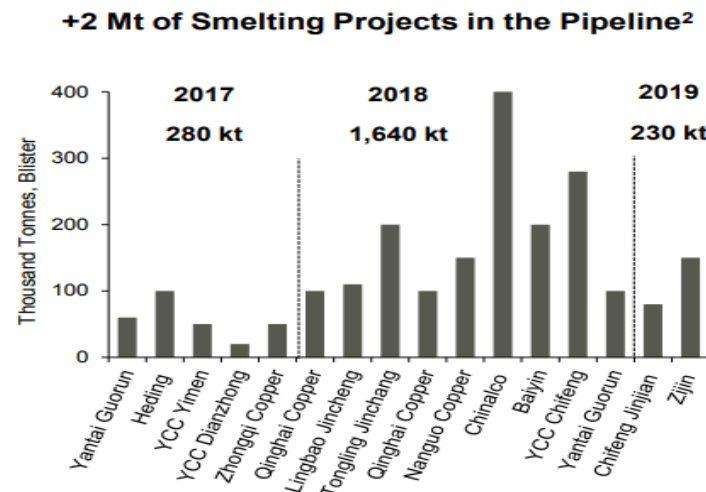


자료: 하이투자증권 리서치

그러나 중국 전기동 정광 수요는 여전히 견조

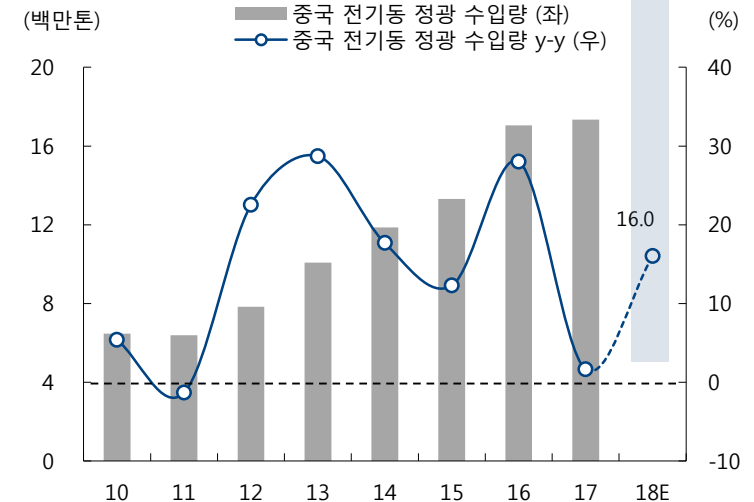
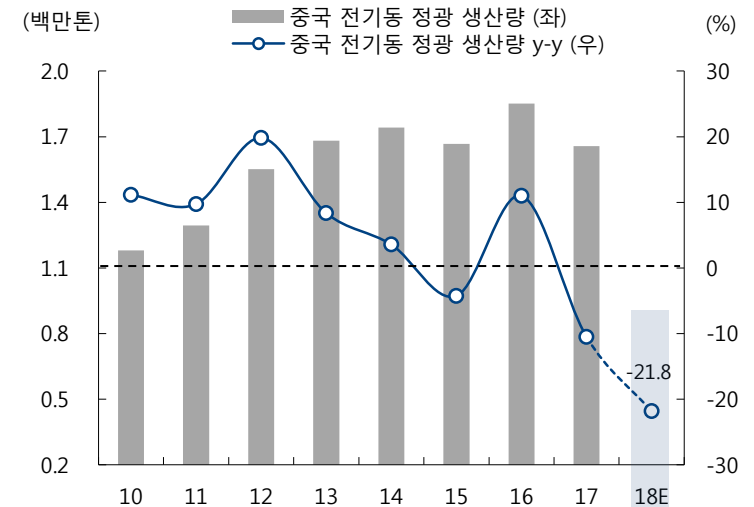
- 18년 중국의 전기동 정광 수입량은 급증. 1) 중국 내수 전기동 광산 정광 생산량 감소, 2) 중국 전기동 제련소의 증설 때문
- 후술하겠지만 중국 내 신규 광산 증설 규모 역시 미미
- 타이트한 정광 수급 및 아직 Ramp-Up 중인 중국 신규 제련설비 감안 시, 19년에도 중국의 전기동 정광 수요는 견조할 것

그림112. 중국 전기동 제련소 증설 추이



자료: 하이투자증권 리서치

그림113. 중국 전기동 정광 생산량 급감은 수입량 급증으로 이어졌다



자료: 하이투자증권 리서치

제련소 증설에도 중국 전기동 생산이 정체된 이유는?

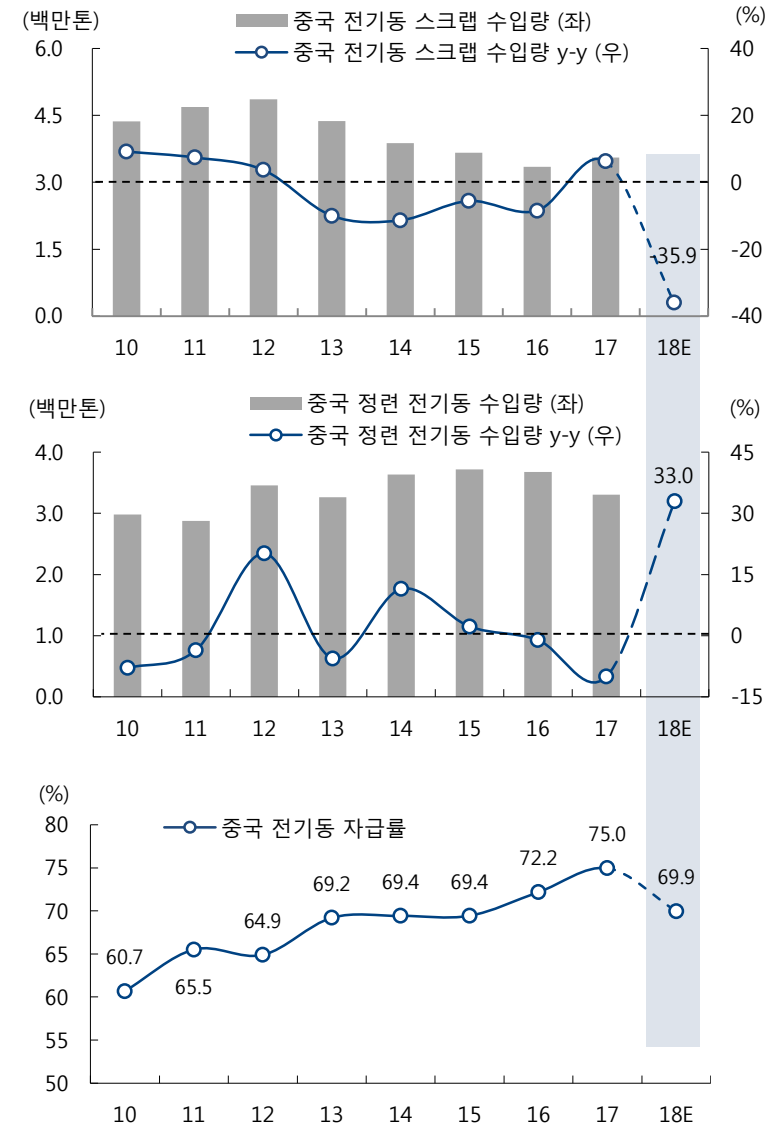
- 대규모 전기동 제련소 증설에도 18년 중국의 전기동 생산량은 전년비 소폭 증가에 그침. 이는 『1) 정부의 환경 규제, 2) 원료 부족: 동 스크랩 수입 제한 조치 및 미국산 스크랩 관세 부과』 중국 전기동 생산량 중 동 스크랩 의존도는 약 30%에 달함
- 이에 중국은 동 생산 부족분을 전기동 수입량 증가로 충당. 실제 중국의 18년 전기동 수입량은 큰 폭으로 증가. 이에 18년 중국의 전기동 자급률은 오히려 하락
- 중국의 높은 전기동 수입 의존도는 당분간 지속될 것: 정광, 스크랩 등 원료 수급 상황이 타이트하기 때문

그림114. 중국의 신규 광산 증설은 미미 : 타이트한 정광 수급 상황 지속



자료: 하이투자증권 리서치

그림115. 중국의 스크랩 수입 제한은 정련동 수입 급증으로 나타났다

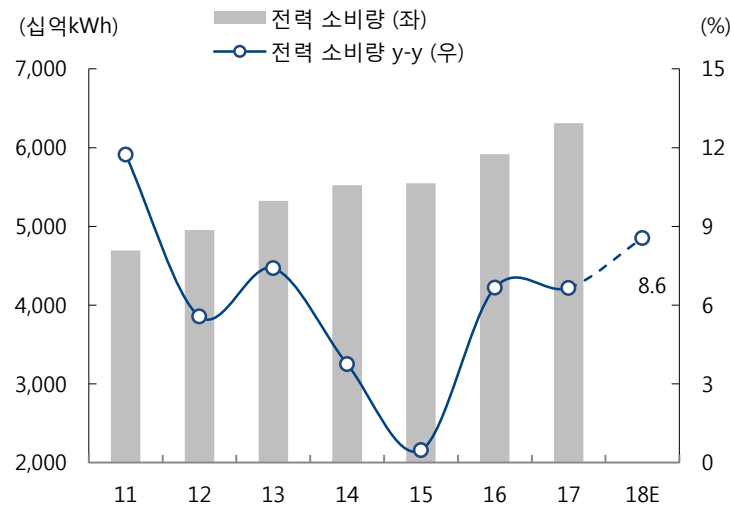


자료: 하이투자증권 리서치

중국 전기동 수급 : 수요 > 공급

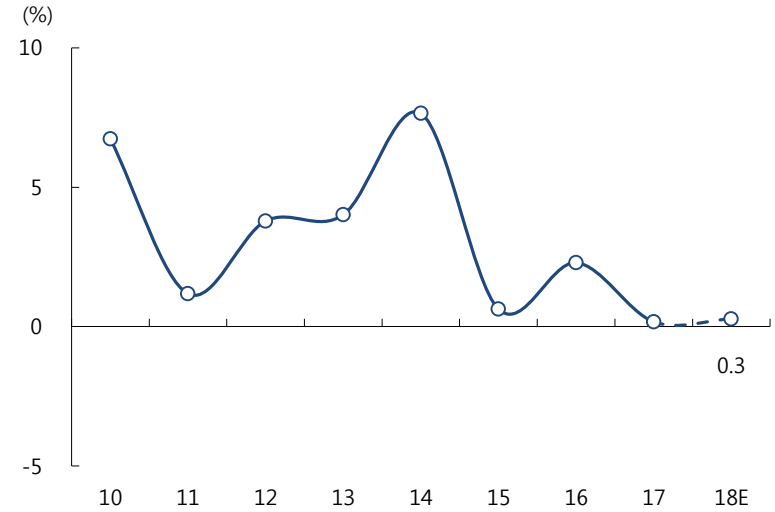
- 최근 환경 규제 완화 및 증설 효과를 감안하면 19년 중국의 전기동 생산량은 증가할 것
- 그러나 강한 수요가 공급 증가분을 충분히 상쇄. 경기 둔화 우려에도 18년 중국의 전기동 수요는 큰 폭 성장
- 이는 중국 전기동 수요의 약 45%가 전력 인프라向이기 때문. 전력인프라는 지속 성장 중

그림116. 중국의 전력 사용량 및 y-y 증감률 추이



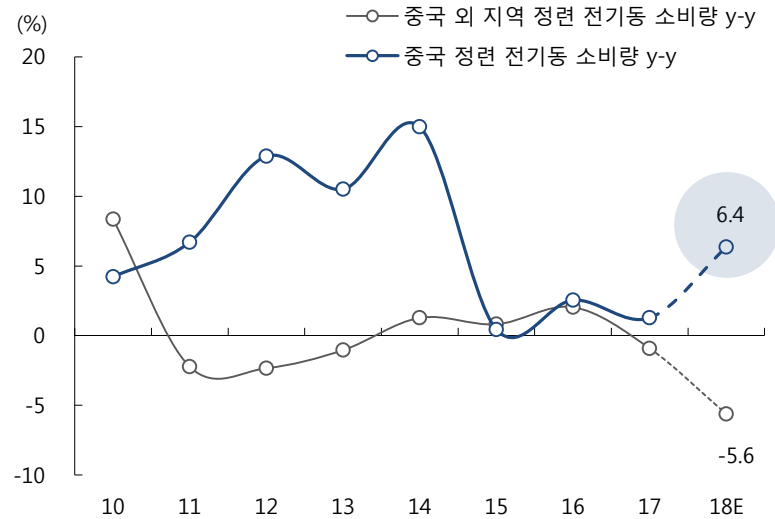
자료: 하이투자증권 리서치

그림117. 글로벌 전기동 소비량 y-y 증가율



자료: 하이투자증권 리서치

그림118. 글로벌 전기동 소비량 y-y 증감률 : 지역별 구분



자료: 하이투자증권 리서치

Ev 向 수요 증가 역시 주목해야 할 포인트

- Ev 向 생산량 증가에 따른 전기동 수요 증가 역시 주목해야 할 포인트

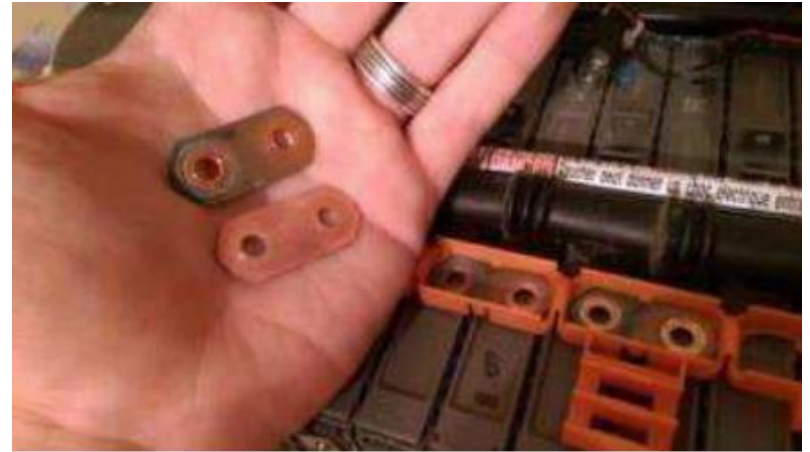
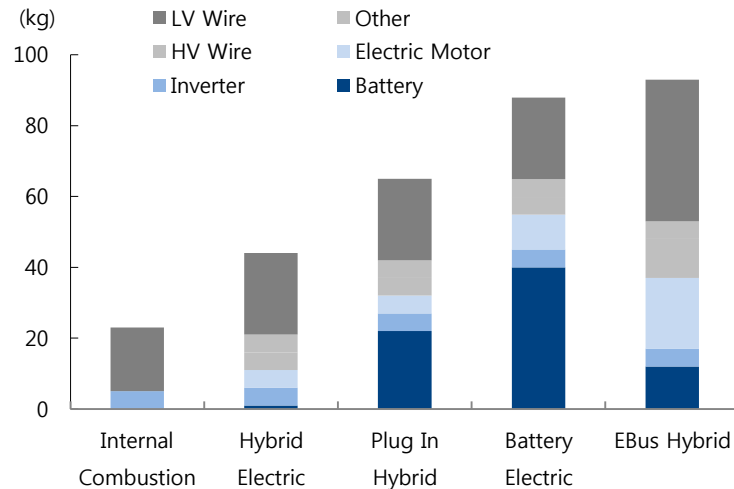
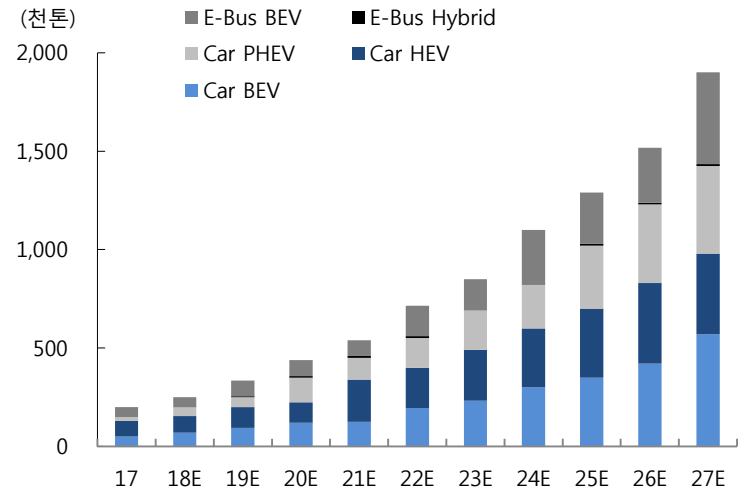


그림119. Ev 종류별 전기동 사용량 구분



자료: 하이투자증권 리서치

그림120. 전기동의 Ev 向 수요 전망 : 중장기 약 2백만톤의 수요 증가 효과



자료: 하이투자증권 리서치

2019년 철강/비철금속 산업 전망

- 1. Summary / #4
- 2. Macro 환경 분석 / #6
- 3. 철강 산업 / #13
- 4. 비철금속 산업 / #40
- 5. 주요 종목 / #62

19년 철강업종 내 최선후주: 2분기 주가 반등을 기대한다

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	350,000원(하향)
종가(2018/11/26)	239,500원

Stock Indicator

자본금	482십억원
발행주식수	8,719만주
시가총액	20,881십억원
외국인지분율	54.8%
52주 주가	239,500~395,000원
60일평균거래량	324,863주
60일평균거래대금	91.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.5	-24.9	-30.8	-25.2
상대수익률	-12.2	-15.8	-15.4	-7.0



[투자포인트]

- 중국 업황 급락 여파로 실적 모멘텀은 19년 상반기까지 부재. 그러나 2분기 Macro 및 철강 업황 모두 긍정적으로 변화할 전망. 이 시기 주가 역시 반등할 것
- 18년 비우호적인 Macro 환경으로 최근 Multiple은 가파른 조정. 그러나 추가적 하락은 제한적이라는 판단
- 19년 실적 둔화를 감안하더라도 현 주가는 펀더멘털 [철강 부문 실적 지표] 대비 현저히 저평가
- 국내 특정 산업 및 기업 비중이 높지 않은 점 역시 동사의 장점
- 동사에 대한 투자의견 Buy를 유지하나, 목표주가는 기존 38만원에서 35만원으로 하향 조정함. 목표주가 하향은 철강 판매 가격 예상치를 낮추면서 [최근 중국 상황 반영] 수익 예상을 하향 조정했기 때문
- 목표주가는 12개월 Forward 예상 BPS 543,425원에 Target PBR 0.65x [12개월 Forward ROE 7.4%, COE 12%]를 적용하여 산출
- 19년 철강업종 최선후주

FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	60,655	64,425	64,724	64,192
영업이익(십억원)	4,622	5,492	5,008	5,092
순이익(십억원)	2,790	3,306	3,257	3,309
EPS(원)	32,001	37,920	37,354	37,955
BPS(원)	501,600	525,743	549,319	568,498
PER(배)	10.4	6.3	6.4	6.3
PBR(배)	0.7	0.5	0.4	0.4
ROE(%)	6.5	7.4	6.9	6.8
배당수익률(%)	1.1	1.5	1.5	1.5
EV/EBITDA(배)	5.0	3.4	3.6	3.6

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

펀더멘털 대비 저평가되어있는 주가

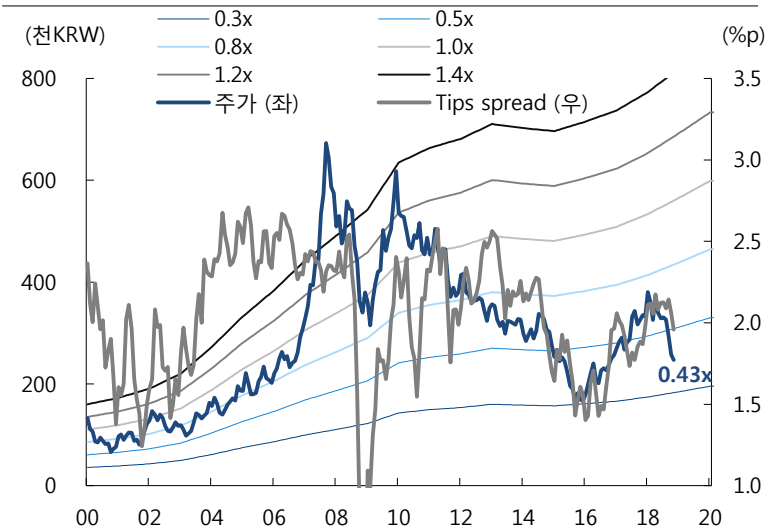
- Valuation에 영향을 미치는 Macro 변수의 추세적 개선은 쉽지 않으나, 추가 하락 가능성 역시 제한적
- 상반기 업황 둔화 및 19년 감익을 감안하더라도 현 주가는 지나친 저평가 구간

그림1. POSCO PBR BAND CHART와 철강 부문 실적 지표 추이



주 : 철강 부문 실적 - 『열연 Roll_Margin x 판매량 + 해외 철강 자회사 영업이익』
자료: 하이투자증권 리서치

그림2. POSCO PBR BAND CHART와 TIP Spread 추이



자료: 하이투자증권 리서치

그림3. POSCO PBR BAND CHART와 dollar Index 추이



자료: 하이투자증권 리서치

〈표1〉 POSCO 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 별도 기준)

(단위 : 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E
매출액	7,067	7,134	7,255	7,097	28,554	7,761	7,705	7,906	7,459	30,830
영업이익	795	585	722	800	2,903	1,016	822	1,095	869	3,801
영업이익률	11.3%	8.2%	9.9%	11.3%	10.2%	13.1%	10.7%	13.8%	11.6%	12.3%

자료: POSCO, 하이투자증권

〈표2〉 POSCO 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위 : 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E
매출액	15,077	14,944	15,036	15,597	60,655	15,862	16,083	16,411	16,069	64,425
영업이익	1,365	979	1,126	1,152	4,622	1,488	1,252	1,531	1,221	5,492
세전이익	1,325	773	1,231	850	4,179	1,483	929	1,446	1,061	4,919
지배주주순이익	851	513	869	557	2,790	994	545	1,020	748	3,306
영업이익률	9.1%	6.6%	7.5%	7.4%	7.6%	9.4%	7.8%	9.3%	7.6%	8.5%
세전이익률	8.8%	5.2%	8.2%	5.4%	6.9%	9.3%	5.8%	8.8%	6.6%	7.6%
지배주주순이익률	5.6%	3.4%	5.8%	3.6%	4.6%	6.3%	3.4%	6.2%	4.7%	5.1%

자료: POSCO, 하이투자증권

〈표3〉 POSCO 수익추정 변경 요약 (K-IFRS 연결 기준)

	신규추정 (a)		기존추정 (b)		GAP (a/b-1)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	64,425	64,724	64,190	64,400	0.4%	0.5%
영업이익	5,492	5,008	5,478	5,406	0.2%	-7.4%
세전이익	4,919	4,752	4,907	5,165	0.3%	-8.0%
지배주주순이익	3,306	3,257	3,297	3,634	0.3%	-10.4%
영업이익률	8.5%	7.7%	8.5%	8.4%	0.0%p	-0.7%p
세전이익률	7.6%	7.3%	7.6%	8.0%	0.0%p	-0.7%p
지배주주순이익률	5.1%	5.0%	5.1%	5.6%	0.0%p	-0.6%p

자료: POSCO, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	31,127	32,730	32,602	32,151
현금 및 현금성자산	2,613	3,147	2,845	2,487
단기금융자산	7,689	7,766	7,844	7,922
매출채권	10,906	11,385	11,433	11,347
재고자산	9,951	10,372	10,420	10,335
비유동자산	47,898	47,580	49,788	51,953
유형자산	31,884	32,660	34,708	36,727
무형자산	5,952	4,912	4,972	5,018
자산총계	79,025	80,310	82,391	84,104
유동부채	18,946	15,935	16,788	16,705
매입채무	3,465	3,681	3,698	3,667
단기차입금	8,175	8,175	8,175	9,175
유동성장기부채	3,100	-	950	-
비유동부채	12,615	14,615	13,665	13,665
사채	4,986	6,986	6,736	6,736
장기차입금	4,803	4,803	4,103	4,103
부채총계	31,561	30,550	30,453	30,370
지배주주지분	43,733	45,838	47,893	49,566
자본금	482	482	482	46
자본잉여금	1,413	1,413	1,413	1,413
이익잉여금	43,057	45,723	48,339	51,009
기타자본항목	-1,219	-1,780	-2,341	-2,902
비지배주주지분	3,731	3,922	4,044	4,168
자본총계	47,464	49,760	51,938	53,734

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	5,607	7,224	7,773	8,094
당기순이익	2,973	3,497	3,379	3,433
유형자산감가상각비	2,888	2,923	2,952	2,981
무형자산상각비	410	400	310	315
지분법관련손실(이익)	11	120	100	100
투자활동 현금흐름	-3,818	-3,179	-5,664	-5,655
유형자산의 처분(취득)	-2,248	-3,700	-5,000	-5,000
무형자산의 처분(취득)	-315	640	-370	-360
금융상품의 증감	994	174	-	-
재무활동 현금흐름	-1,566	-1,590	-490	-876
단기금융부채의증감	558	-3,100	950	50
장기금융부채의증감	-1,410	2,000	-950	-
자본의증감	-	-	-	-436
배당금지급	-226	-226	-226	-226
현금및현금성자산의증감	165	534	-302	-358
기초현금및현금성자산	2,448	2,613	3,147	2,845
기말현금및현금성자산	2,613	3,147	2,845	2,487

자료 : POSCO, 하이투자증권 리서치센터

포괄손익계산서	(단위:십억원, %)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	60,655	64,425	64,724	64,192
증가율(%)	14.3	6.2	0.5	-0.8
매출원가	52,299	55,331	56,074	55,455
매출총이익	8,356	9,094	8,649	8,737
판매비와관리비	3,734	3,602	3,641	3,644
연구개발비	126	134	134	133
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	4,622	5,492	5,008	5,092
증가율(%)	62.5	18.8	-8.8	1.7
영업이익률(%)	7.6	8.5	7.7	7.9
이자수익	212	313	307	299
이자비용	653	620	609	611
지분법이익(손실)	11	120	100	100
기타영업외손익	-341	0	-100	-100
세전계속사업이익	4,180	4,919	4,752	4,829
법인세비용	1,206	1,422	1,373	1,395
세전계속이익률(%)	6.9	7.6	7.3	7.5
당기순이익	2,973	3,497	3,379	3,433
순이익률(%)	4.9	5.4	5.2	5.3
지배주주귀속 순이익	2,790	3,306	3,257	3,309
기타포괄이익	-561	-561	-561	-561
총포괄이익	2,412	2,936	2,818	2,872
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	32,001	37,920	37,354	37,955
BPS	501,600	525,743	549,319	568,498
CFPS	69,822	76,040	74,764	75,757
DPS	8,000	8,000	8,000	8,000
Valuation(배)				
PER	10.4	6.3	6.4	6.3
PBR	0.7	0.5	0.4	0.4
PCR	4.8	3.1	3.2	3.2
EV/EBITDA	5.0	3.4	3.6	3.6
Key Financial Ratio(%)				
ROE	6.5	7.4	6.9	6.8
EBITDA이익률	13.1	13.7	12.8	13.1
부채비율	66.5	61.4	58.6	56.5
순부채비율	22.7	18.2	17.9	17.9
매출채권회전율(x)	5.5	5.8	5.7	5.6
재고자산회전율(x)	6.4	6.3	6.2	6.2

어려운 환경, 그러나 지나친 저평가

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	59,000원(하향)
증가(2018/11/26)	43,200

Stock Indicator

자본금	667십억원
발행주식수	13,345만주
시가총액	5,725십억원
외국인지분율	25.5%
52주주가	41,550~68,700원
60일평균거래량	416,318주
60일평균거래대금	20.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.2	-18.2	-26.4	-22.0
상대수익률	-3.0	-9.0	-11.1	-3.9



[투자포인트]

- 19년 상반기 실적은 중국 업황 조정 및 저가 수입재 유입으로 둔화 불가피. 그러나 중국 업황이 반등하는 2분기 동사 주가도 긍정적 흐름을 보일 것
- 19년 동사의 영업 환경은 우호적 상황은 아님. 주요 전방 산업인 자동차 및 건설 둔화가 불가피 하기 때문
- 특히 현대, 기아차 턴어라운드 시급한 상황. 특수강 부문 흑자 전환 시점 역시 여기에 달려있음
- 다만 현 주가는 지나친 저평가. 동사 PBR은 0.33x 수준으로 단순 전기로 업체 시절과 유사한 수준
- 동사에 대한 투자의견 Buy를 유지하나, 목표주가는 기존 6.3만원에서 5.9만원으로 하향 조정함. 목표주가 하향은 철강 판매 가격 예상치를 낮추면서 [최근 중국 시황 반영] 수익 예상을 하향 조정했기 때문.
- 목표주가는 12개월 Forward 예상 BPS 131,634원에 Target PBR 0.45x [12개월 Forward ROE 4.7%, COE 11%]를 적용하여 산출

FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	19,166	20,947	21,542	21,598
영업이익(십억원)	1,368	1,177	1,396	1,410
순이익(십억원)	716	534	836	889
EPS(원)	5,366	4,001	6,263	6,662
BPS(원)	125,261	127,933	132,868	138,201
PER(배)	10.9	10.7	6.8	6.4
PBR(배)	0.5	0.3	0.3	0.3
ROE(%)	4.4	3.2	4.8	4.9
배당수익률(%)	1.3	1.7	1.7	1.7
EV/EBITDA(배)	6.4	5.6	4.7	4.0

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

〈표1〉 현대제철 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 별도 기준)

(단위 : 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E
매출액	3,956	4,274	4,284	4,375	16,889	4,244	4,836	4,711	4,890	18,681
영업이익	283	345	306	299	1,233	250	334	91	372	1,048
영업이익률	7.2%	8.1%	7.1%	6.8%	7.3%	5.9%	6.9%	1.9%	7.6%	5.6%

자료: 현대제철, 하이투자증권

〈표2〉 현대제철 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위 : 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E
매출액	4,574	4,692	4,820	5,079	19,166	4,786	5,448	5,234	5,479	20,947
영업이익	350	351	340	327	1,368	294	376	102	406	1,177
세전이익	457	184	244	195	1,081	235	259	-38	296	752
지배주주순이익	334	139	175	78	727	173	184	-40	217	534
영업이익률	7.6%	7.5%	7.0%	6.4%	7.1%	6.1%	6.9%	1.9%	7.4%	5.6%
세전이익률	10.0%	3.9%	5.1%	3.8%	5.6%	4.9%	4.7%	-0.7%	5.4%	3.6%
지배주주순이익률	7.3%	3.0%	3.6%	1.5%	3.8%	3.6%	3.4%	-0.8%	4.0%	2.5%

자료: 현대제철, 하이투자증권

〈표3〉 현대제철 수익추정 변경 요약 (K-IFRS 연결 기준)

	신규추정 (a)		기존추정 (b)		GAP(a/b-1)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	20,947	21,542	20,946	21,576	0.0%	-0.2%
영업이익	1,177	1,396	1,457	1,474	-19.2%	-5.3%
세전이익	752	1,157	1,105	1,254	-32.0%	-7.7%
지배주주순이익	534	836	785	906	-32.0%	-7.7%
영업이익률	5.6%	6.5%	7.0%	6.8%	-1.3%p	-0.4%p
세전이익률	3.6%	5.4%	5.3%	5.8%	-1.7%p	-0.4%p
지배주주순이익률	2.5%	3.9%	3.7%	4.2%	-1.2%p	-0.3%p

자료: 현대제철, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	7,863	8,379	8,493	8,432
현금 및 현금성자산	771	709	585	470
단기금융자산	168	168	168	168
매출채권	2,719	2,971	3,056	3,063
재고자산	4,098	4,399	4,524	4,535
비유동자산	25,510	25,123	24,530	23,934
유형자산	21,339	21,052	20,558	20,059
무형자산	1,748	1,648	1,550	1,451
자산총계	33,374	33,502	33,023	32,366
유동부채	6,707	6,567	7,116	7,562
매입채무	1,255	1,372	1,411	1,414
단기차입금	886	886	686	386
유동성장기부채	2,183	1,500	1,700	1,830
비유동부채	9,631	9,531	7,831	6,001
사채	4,030	4,230	2,830	1,300
장기차입금	4,450	4,150	3,850	3,550
부채총계	16,338	16,098	14,947	13,563
지배주주지분	16,716	17,072	17,731	18,442
자본금	667	667	667	667
자본잉여금	3,914	3,914	3,914	3,914
이익잉여금	11,278	11,713	12,451	13,241
기타자본항목	856	777	698	620
비지배주주지분	320	332	346	360
자본총계	17,036	17,404	18,076	18,802

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	1,720	2,285	2,940	3,248
당기순이익	728	546	849	903
유형자산감가상각비	1,403	1,487	1,494	1,498
무형자산상각비	101	100	98	98
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-1,234	-1,088	-888	-888
유형자산의 처분(취득)	-1,195	-1,200	-1,000	-1,000
무형자산의 처분(취득)	-62	-	-	-
금융상품의 증감	-105	-	-	-
재무활동 현금흐름	-450	-882	-1,798	-2,098
단기금융부채의증감	-2,826	-683	-	-170
장기금융부채의증감	2,475	-100	-1,700	-1,830
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-37	-37	-37	-37
현금및현금성자산의증감	33	-62	-124	-116
기초현금및현금성자산	737	771	709	585
기말현금및현금성자산	771	709	585	470

자료 : 현대제철, 하이투자증권 리서치센터

포괄손익계산서	(단위:십억원, %)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	19,166	20,947	21,542	21,598
증가율(%)	14.8	9.3	2.8	0.3
매출원가	16,733	18,530	18,859	18,886
매출총이익	2,432	2,417	2,683	2,712
판매비와관리비	1,065	1,240	1,287	1,302
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	1,368	1,177	1,396	1,410
증가율(%)	-5.4	-13.9	18.6	1.0
영업이익률(%)	7.1	5.6	6.5	6.5
이자수익	10	9	8	6
이자비용	308	327	276	216
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-83	-148	-32	-32
세전계속사업이익	1,081	752	1,157	1,230
법인세비용	354	206	307	327
세전계속이익률(%)	5.6	3.6	5.4	5.7
당기순이익	728	546	849	903
순이익률(%)	3.8	2.6	3.9	4.2
지배주주귀속 순이익	716	534	836	889
기타포괄이익	-79	-79	-79	-79
총포괄이익	649	467	771	825
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	5,366	4,001	6,263	6,662
BPS	125,261	127,933	132,868	138,201
CFPS	16,639	15,895	18,199	18,628
DPS	750	750	750	750
Valuation(배)				
PER	10.9	10.7	6.8	6.4
PBR	0.5	0.3	0.3	0.3
PCR	3.5	2.7	2.4	2.3
EV/EBITDA	6.4	5.6	4.7	4.0
Key Financial Ratio(%)				
ROE	4.4	3.2	4.8	4.9
EBITDA이익률	15.0	13.2	13.9	13.9
부채비율	95.9	92.5	82.7	72.1
순부채비율	62.3	56.8	46.0	34.2
매출채권회전율(x)	7.5	7.4	7.1	7.1
재고자산회전율(x)	5.1	4.9	4.8	4.8

관건은 냉연 부문

Hold (Maintain)

목표주가(12M)	8,500원(하향)
증가(2018/11/26)	7,420

Stock Indicator

자본금	589십억원
발행주식수	9,543만주
시가총액	727십억원
외국인지분율	27.6%
52주주가	7,030~12,700원
60일평균거래량	532,546주
60일평균거래대금	4.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.7	-8.4	-23.7	-31.9
상대수익률	-2.1	0.8	-8.4	-13.8



[투자포인트]

- 긍정적 요인 : 1) 조선 호조에 따른 후판 부문 실적 개선, 2) 미국 상황 호조 및 해알화 급락에 따른 브라질 CSP 실적 호조. 다만 4분기 CSP 실적은 미국 업황 하락 여파로 3분기 대비 부진할 전망
- 부정적 요인 : 1) 냉연 부문 부진 : 국내 내수 수요 역성장 및 중국 상황 급락에 따른 19년 상반기 내수 가격 인하 불가피, 2) 국내 건설 수요 부진으로 19년 봉형강 부문 실적 둔화 전망
- 제품별 매출 비중 [18년 3분기 누계 기준 봉형강 51%, 냉연 33%, 후판 12%] 감안시 봉형강 및 냉연, 특히 냉연 부문 실적 개선이 동사 주가의 핵심 요인
- 동사에 대한 투자의견 Hold 유지, 적정주가 8,600원. 목표주가는 12개월 Forward 예상 BPS 21,457원에 Target PBR 0.4x [12개월 Forward ROE 3.8%, COE 10%]를 적용하여 산출

FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	6,049	5,948	5,915	5,910
영업이익(십억원)	241	159	161	157
순이익(십억원)	5	-210	71	76
EPS(원)	47	-2,202	747	801
BPS(원)	23,619	21,013	21,606	22,254
PER(배)	231.7		10.2	9.5
PBR(배)	0.5	0.4	0.4	0.3
ROE(%)	0.2	-9.9	3.5	3.7
배당수익률(%)	0.9		1.3	1.3
EV/EBITDA(배)	7.3	8.5	7.8	7.3

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

〈표1〉 동국제강 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 별도 기준)

(단위 : 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E
매출액	1,377	1,394	1,350	1,303	5,424	1,264	1,353	1,346	1,364	5,328
영업이익	32	43	54	38	167	11	22	46	48	127
영업이익률	2.4%	3.1%	4.0%	2.9%	3.1%	0.8%	1.6%	3.4%	3.5%	2.4%

자료: 동국제강, 하이투자증권

〈표2〉 동국제강 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위 : 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E
매출액	1,514	1,510	1,554	1,471	6,049	1,401	1,512	1,501	1,533	5,948
영업이익	58	54	73	57	241	21	32	53	53	159
세전이익	57	-81	19	43	38	-37	-193	-11	22	-219
지배주주순이익	42	-69	13	20	5	-38	-193	-7	29	-210
영업이익률	3.8%	3.6%	4.7%	3.9%	4.0%	1.5%	2.1%	3.5%	3.5%	2.7%
세전이익률	3.8%	-5.4%	1.2%	2.9%	0.6%	-2.6%	-12.7%	-0.8%	1.4%	-3.7%
지배주주순이익률	2.8%	-4.6%	0.8%	1.3%	0.1%	-2.7%	-12.8%	-0.5%	1.9%	-3.5%

자료: 동국제강, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,049	2,203	2,166	2,237
현금 및 현금성자산	379	397	400	473
단기금융자산	32	35	35	35
매출채권	894	937	932	931
재고자산	771	833	799	798
비유동자산	4,042	3,697	3,549	3,401
유형자산	3,655	3,510	3,365	3,221
무형자산	95	92	88	85
자산총계	6,091	5,899	5,715	5,639
유동부채	2,978	3,046	2,752	2,659
매입채무	540	531	528	528
단기차입금	1,889	1,889	1,889	1,889
유동성장기부채	377	452	152	52
비유동부채	742	742	792	742
사채	170	270	370	370
장기차입금	402	302	252	202
부채총계	3,720	3,789	3,544	3,402
지배주주지분	2,254	2,005	2,062	2,124
자본금	589	589	589	589
자본잉여금	102	102	102	102
이익잉여금	818	608	670	737
기타자본항목	745	706	701	696
비지배주주지분	117	106	109	113
자본총계	2,371	2,111	2,171	2,237

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	90	-69	380	350
당기순이익	5	-221	75	81
유형자산감가상각비	234	215	215	214
무형자산상각비	4	3	3	3
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-15	97	-60	-50
유형자산의 처분(취득)	-26	-70	-70	-70
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
금융상품의 증감	181	170	10	20
재무활동 현금흐름	-183	65	-250	-159
단기금융부채의증감	-	74	-300	-100
장기금융부채의증감	-167	-	50	-50
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	0	0	0	0
현금및현금성자산의증감	-114	19	2	73
기초현금및현금성자산	493	379	397	400
기말현금및현금성자산	379	397	400	473

자료 : 동국제강, 하이투자증권 리서치센터

포괄손익계산서	(단위:십억원, %)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	6,049	5,948	5,915	5,910
증가율 (%)	20.8	-1.7	-0.5	-0.1
매출원가	5,434	5,472	5,463	5,462
매출총이익	615	476	453	448
판매비와관리비	374	317	292	292
연구개발비	11	11	11	11
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	241	159	161	157
증가율 (%)	-6.0	-34.3	1.7	-2.7
영업이익률 (%)	4.0	2.7	2.7	2.7
이자수익	4	4	4	5
이자비용	106	101	92	87
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-25	-96	-18	-18
세전계속사업이익	38	-219	83	95
법인세비용	33	2	8	14
세전계속이익률 (%)	0.6	-3.7	1.4	1.6
당기순이익	5	-221	75	81
순이익률 (%)	0.1	-3.7	1.3	1.4
지배주주귀속 순이익	5	-210	71	76
기타포괄이익	94	-39	-5	-5
총포괄이익	99	-260	70	75
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	47	-2,202	747	801
BPS	23,619	21,013	21,606	22,254
CFPS	2,539	83	3,029	3,081
DPS	100	-	100	100
Valuation(배)				
PER	231.7		10.2	9.5
PBR	0.5	0.4	0.4	0.3
PCR	4.3	91.3	2.5	2.5
EV/EBITDA	7.3	8.5	7.8	7.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	0.2	-9.9	3.5	3.7
EBITDA이익률	7.9	6.3	6.4	6.3
부채비율	156.9	179.5	163.2	152.1
순부채비율	102.4	117.4	102.6	89.6
매출채권회전율(x)	7.1	6.5	6.3	6.3
재고자산회전율(x)	8.9	7.4	7.3	7.4

19년 비철금속업종 내 최선호주: 『상고하저』 흐름 전망

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	500,000원(유지)
종가(2018/11/26)	431,500

Stock Indicator

자본금	94십억원
발행주식수	1,887만주
시가총액	8,312십억원
외국인지분율	22.4%
52주 주가	367,500~537,000원
60일평균거래량	39,470주
60일평균거래대금	16.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	11.9	9.1	0.6	-12.7
상대수익률	9.2	18.3	15.9	5.5



[투자포인트]

- 19년 상반기 업종 내 상대적 주가 흐름은 양호할 전망. 타이트한 수급 상황을 기반으로 상반기 중 아연, 연 가 격은 타 품목 대비 양호한 흐름 시현할 것. 또한 19년 아연 benchmark TC 인상 기대감 역시 주가 지지 요인
- 그러나 하반기는 둔화 전망 : 하반기 부터 아연, 연 수급 상황은 점진적으로 완화될 것. 또한 역사적으로 제련업체의 헤게모니 강화 [이익 분배율 확대]는 아연 가격 약세를 동반했음을 상기할 필요
- 동사에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 50만원 유지. 19년 비철금속 업종 최선호주. 상/하반기 차별화된 전략 유효

FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	6,597	6,800	6,438	6,516
영업이익(십억원)	895	798	837	851
순이익(십억원)	629	569	625	642
EPS(원)	33,336	30,173	33,122	34,044
BPS(원)	315,862	334,945	356,976	379,930
PER(배)	14.8	14.6	13.3	12.9
PBR(배)	1.6	1.3	1.2	1.2
ROE(%)	11.0	9.3	9.6	9.2
배당수익률(%)	2.0	2.3	2.3	2.3
EV/EBITDA(배)	6.6	5.6	4.9	4.3

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

〈표1〉 고려아연 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 별도 기준)

(단위 : 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E
매출액	1,339	1,388	1,342	1,384	5,452	1,318	1,482	1,429	1,253	5,483
영업이익	208	218	164	171	761	160	184	164	155	663
영업이익률	15.5%	15.7%	12.3%	12.4%	14.0%	12.1%	12.4%	11.5%	12.4%	12.1%

자료: 고려아연, 하이투자증권

〈표2〉 고려아연 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위 : 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E
매출액	1,574	1,672	1,617	1,734	6,597	1,683	1,788	1,773	1,556	6,800
영업이익	236	248	187	223	895	200	218	195	185	798
세전이익	230	274	200	221	925	210	220	202	189	822
지배주주순이익	167	168	149	145	629	146	151	140	132	569
영업이익률	15.0%	14.9%	11.6%	12.8%	13.6%	11.9%	12.2%	11.0%	11.9%	11.7%
세전이익률	14.6%	16.4%	12.4%	12.7%	14.0%	12.5%	12.3%	11.4%	12.2%	12.1%
지배주주순이익률	10.6%	10.1%	9.2%	8.3%	9.5%	8.6%	8.5%	7.9%	8.5%	8.4%

자료: 고려아연, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

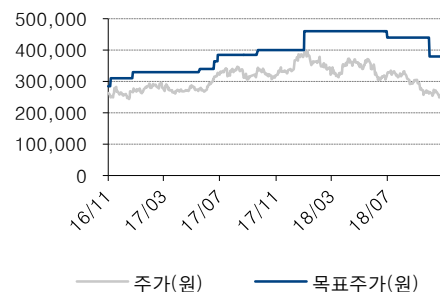
재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,670	4,197	4,682	5,210
현금 및 현금성자산	597	986	1,496	1,930
단기금융자산	1,334	1,401	1,471	1,545
매출채권	381	391	371	375
재고자산	1,355	1,417	1,341	1,357
비유동자산	3,368	3,149	3,060	2,966
유형자산	2,703	2,617	2,524	2,427
무형자산	80	80	80	80
자산총계	7,038	7,347	7,742	8,176
유동부채	607	556	537	538
매입채무	343	340	322	326
단기차입금	17	17	17	17
유동성장기부채	5	5	5	2
비유동부채	326	321	316	314
사채	-	-	-	-
장기차입금	12	7	2	0
부채총계	932	876	853	852
지배주주지분	5,960	6,320	6,736	7,169
자본금	94	94	94	94
자본잉여금	56	56	56	56
이익잉여금	5,782	6,174	6,623	7,088
기타자본항목	28	-4	-37	-
비지배주주지분	145	150	152	155
자본총계	6,106	6,470	6,888	7,324

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	797	636	897	825
당기순이익	634	574	628	645
유형자산감가상각비	228	256	263	267
무형자산상각비	0	0	0	0
지분법관련손실(이익)	1	0	0	0
투자활동 현금흐름	-324	-86	-217	-220
유형자산의 처분(취득)	-496	-170	-170	-170
무형자산의 처분(취득)	-3	-	-	-
금융상품의 증감	469	124	-4	-4
재무활동 현금흐름	-173	-189	-189	-189
단기금융부채의증감	-14	0	-	-3
장기금융부채의증감	-	-5	-5	-2
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-3	-3	-3	-3
현금및현금성자산의증감	288	389	510	434
기초현금및현금성자산	309	597	986	1,496
기말현금및현금성자산	597	986	1,496	1,930

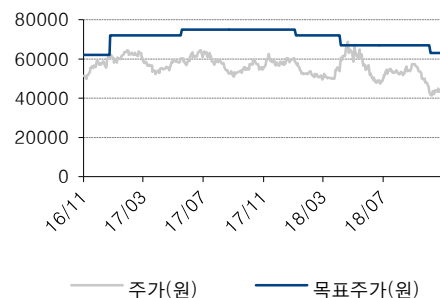
자료 : 고려아연, 하이투자증권 리서치센터

포괄손익계산서	(단위:십억원, %)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	6,597	6,800	6,438	6,516
증가율 (%)	12.8	3.1	-5.3	1.2
매출원가	5,528	5,871	5,475	5,541
매출총이익	1,069	930	963	975
판매비와관리비	174	132	126	123
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	895	798	837	851
증가율 (%)	17.0	-10.8	4.8	1.8
영업이익률 (%)	13.6	11.7	13.0	13.1
이자수익	38	47	58	68
이자비용	1	1	1	0
지분법이익(손실)	1	0	0	0
기타영업외손익	3	-2	-3	-3
세전계속사업이익	926	822	897	922
법인세비용	292	248	269	276
세전계속이익률 (%)	14.0	12.1	13.9	14.1
당기순이익	634	574	628	645
순이익률 (%)	9.6	8.4	9.7	9.9
지배주주귀속 순이익	629	569	625	642
기타포괄이익	-33	-33	-33	-33
총포괄이익	602	541	595	613
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

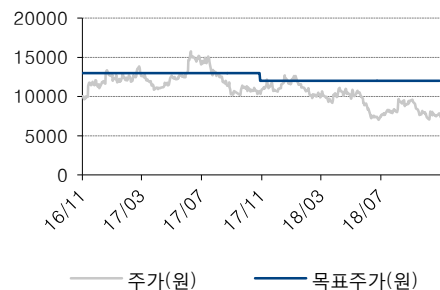
주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	33,336	30,173	33,122	34,044
BPS	315,862	334,945	356,976	379,930
CFPS	45,406	43,738	47,042	48,200
DPS	10,000	10,000	10,000	10,000
Valuation(배)				
PER	14.8	14.6	13.3	12.9
PBR	1.6	1.3	1.2	1.2
PCR	10.9	10.1	9.4	9.1
EV/EBITDA	6.6	5.6	4.9	4.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	11.0	9.3	9.6	9.2
EBITDA이익률	17.0	15.5	17.1	17.2
부채비율	15.3	13.5	12.4	11.6
순부채비율	-31.1	-36.4	-42.7	-47.2
매출채권회전율(x)	17.5	17.6	16.9	17.5
재고자산회전율(x)	5.2	4.9	4.7	4.8

POSCO(005490)
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이


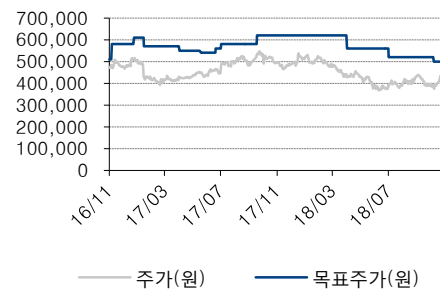
일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2016-11-30	Buy	310,000	6개월	-15.8%	-8.9%
2017-01-17	Buy	330,000	6개월	-16.0%	-10.2%
2017-06-12	Buy	340,000	6개월	-16.6%	-9.4%
2017-07-13	Buy	365,000	1년	-12.7%	-10.4%
2017-07-21	Buy	385,000	1년	-14.7%	-9.9%
2017-10-16	Buy	400,000	1년	-15.2%	-3.3%
2018-01-25	Buy	460,000	1년	-24.7%	-14.1%
2018-07-24	Buy	440,000	1년	-30.7%	-24.0%
2018-10-24	Buy	380,000	1년	-31.6%	-27.9%
2018-11-27	Buy	350,000	1년		

현대제철(004020)
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이


일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2017-01-17	Buy	72,000	6개월	-18.1%	-10.4%
2017-06-12	Buy	75,000	6개월	-22.5%	-13.9%
2017-07-31	Buy	75,000	1년	-23.5%	-15.5%
2018-01-29	Buy	72,000	1년	-27.3%	-19.6%
2018-04-30	Buy	67,000	1년	-18.3%	2.5%
2018-10-29	Buy	63,000	1년	-31.4%	-28.6%
2018-11-27	Buy	59,000	1년		

동국제강(001230)
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이


일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2016-11-25(담당자변경)	Hold	10,500	6개월	13.9%	31.9%
2017-05-19	Hold	13,000	6개월	-3.4%	21.2%
2017-11-21	Hold	12,000	1년	-19.7%	5.8%
2018-11-27	Hold	8,500	1년		

고려아연(010130)
최근 2년간 투자자의견 변동 내역 및 목표주가 추이


일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2016-11-30	Buy	580,000	6개월	-16.0%	-11.0%
2017-01-17	Buy	610,000	6개월	-18.9%	-15.6%
2017-02-08	Buy	570,000	6개월	-26.9%	-23.8%
2017-04-26	Buy	550,000	6개월	-21.2%	-17.6%
2017-06-12	Buy	540,000	6개월	-17.1%	-13.7%
2017-07-14	Buy	560,000	1년	-18.7%	-16.5%
2017-07-26	Buy	580,000	1년	-13.7%	-8.6%
2017-10-12	Buy	620,000	1년	-20.1%	-11.9%
2018-04-25	Buy	560,000	1년	-27.3%	-18.8%
2018-07-25	Buy	520,000	1년	-22.4%	-15.5%
2018-10-31	Buy	500,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자: 김윤상)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상

- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral(중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.1%	9.9%	--