

2019. 1. 8



▲ 철강

Analyst 민사영
02. 6098-6652
sayeong.min@meritz.co.kr

Overweight

Top Pick

POSCO(005490)	Buy	360,000원
---------------	-----	----------

관심종목

세아베스틸(001430)	Buy	22,000원
현대제철(004020)	Buy	55,000원
동국제강(001230)	Trading Buy	8,500원

철강

4Q18 Preview: 업황의 변곡점은 3월

- ✓ 4Q Preview: 롤마진 축소에 따른 컨센서스 하회 전망
- ✓ 3월 전국인민대표대회가 변곡점, 공급측 구조조정 필요
- ✓ 원재료 하향 안정화로 Valuation 매력은 유지
- ✓ 2019년 Strategy: 매수 적기는 2월 말에서 3월 초

4Q Preview: 롤마진 축소에 따른 컨센서스 하회 전망

중국 철강재 가격이 국내 시장에도 본격적인 영향을 미치기 시작했다. 국내 철강사들은 대체로 12월 판매가 목표치를 미달했다. 이에 10~11월 실적을 바탕으로 형성된 컨센서스를 하회할 것으로 전망한다. 원재료 가격이 빠르게 안정화되지 않을 경우 1분기에도 실적 우려는 지속될 가능성이 높다.

3월 전국인민대표대회가 변곡점, 공급측 구조조정 필요

산업의 다운 사이클을 변화시킬 촉매(Catalyst)로 1) 중국의 경기부양책과 2) 산업 구조조정 관련 액션이 필요하다. 경기부양책의 경우 3월 전국인민대표대회(이하 전인대) 무렵에 언급될 가능성이 높다. 그러나 구조적인 공급과잉 상황에서 경기부양책만으로 철강산업의 추세가 반전되기 어렵다. 경기부양책과 함께 공급측 구조조정 대책이 발표되어야 의미 있는 추세전환이 나타날 것으로 판단한다.

2분기 전 원재료 하향 안정화가 관건

철강재 가격 하락 사이클이 지속되고 있기 때문에 매크로 이벤트가 발생하지 않는 한 가격 반등이 어렵다. 그러나 원재료 가격 안정화된다면 실적은 연초 기대보다 양호할 가능성이 높다. 철강업체들이 이익 측면 Valuation 매력을 유지한다면 긍정적인 매크로 이벤트에 주가가 탄력적으로 반응해줄 수 있다.

2019년 Strategy: 매수 적기는 2월 말에서 3월 초

2019년 분기별 철강업체 주가는 1분기 약세, 2분기 강세, 그리고 하반기는 매크로 이벤트에 따른 변동성 확대가 예상된다. 1분기까지 중국 수입재와 원재료 가격으로 인한 실적 부진이 지속되겠지만, 1분기 중 원재료 가격이 안정화될 경우 2분기 실적 개선 기대감과 3월 전인대 기대감으로 주가가 단기 반등할 수 있을 전망이다. 하반기에 철강재 가격이 반등하기 위해서는 수요 부양책과 함께 공급측 구조조정 대책이 필수적이라 판단한다.

4Q18 Preview: 12월 한파로 인한 컨센서스 하회

중국발 철강재 가격 하락 본격화

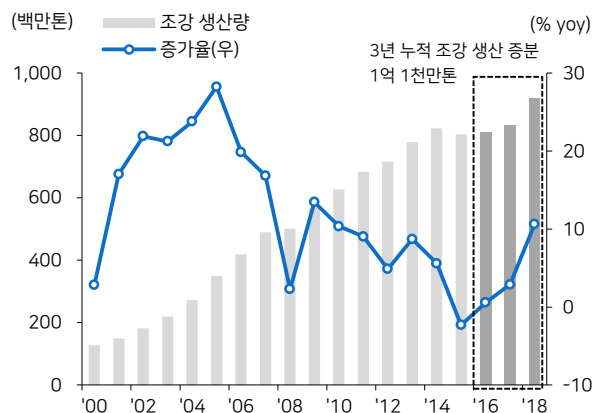
2018년 하반기 다우사이클 원인

- 1) 인프라 중심의 건설 투자 둔화
- 2) 조강 생산의 실질적 증산

철강 산업은 2016년 중국 정부의 구조조정 정책 시행 이후 2018년 중순까지 상승 사이클을 지속했다. 중국 정부의 공급측 구조조정과 환경규제를 바탕으로 증산이 제한된 가운데 건설 중심의 수요 회복이 나타났기 때문이다. 2018년 하반기에 상승 추세가 반전된 이유는 1) 인프라 중심의 건설 투자 둔화, 2) 조강 생산의 실질적 증산이다. 수요와 공급 모두 산업에 부정적인 방향으로 전환된 셈이다.

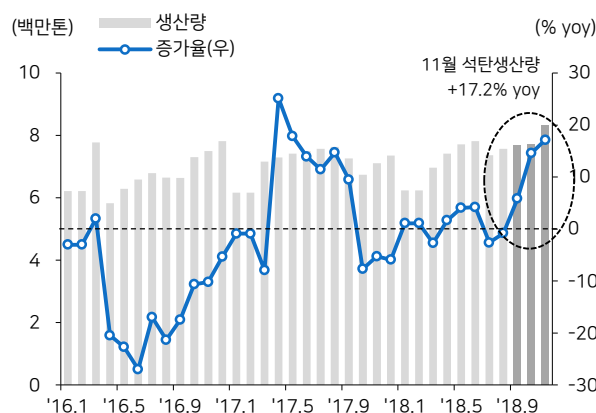
환경규제는 11월 중국 통계청 데이터에 따르면 명확한 완화 추세를 확인 할 수 있다. 조강 생산의 경우 7,500만톤 규모로 5,500만톤에 불과했던 전년 대비 크게 증가했다. 환경규제가 강하게 적용되었던 산시성의 경우 석탄을 +17.2% YoY 증가한 830만톤을 생산하였다. 12월 제조업 PMI가 49.7로 경기축소를 가리키는 상황에서 환경규제 강화에 대한 기대감은 약해질 수 밖에 없다.

그림1 중국 조강 생산량 추이



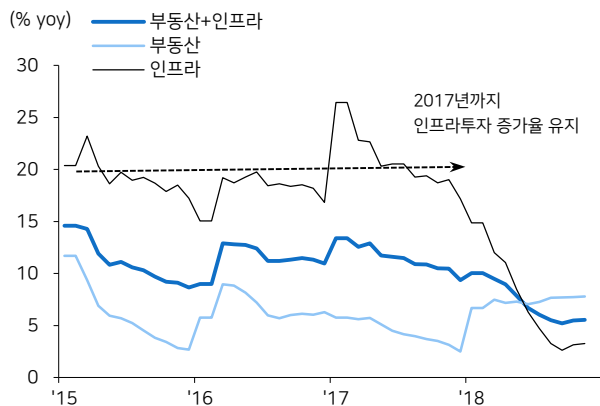
자료: NBS, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 중국 산시성 석탄 생산량 추이



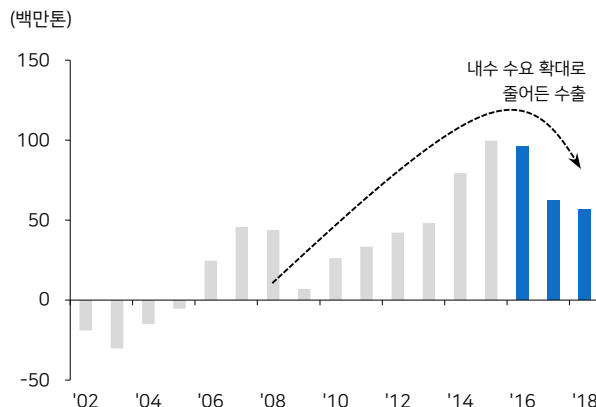
자료: NBS, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 건설부문 고정자산투자 증가율 추이



자료: NBS, CEIC, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 중국 철강 순수출 추이



자료: 중국해관총서, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

롤마진 축소에 따른 컨센서스 하회 전망

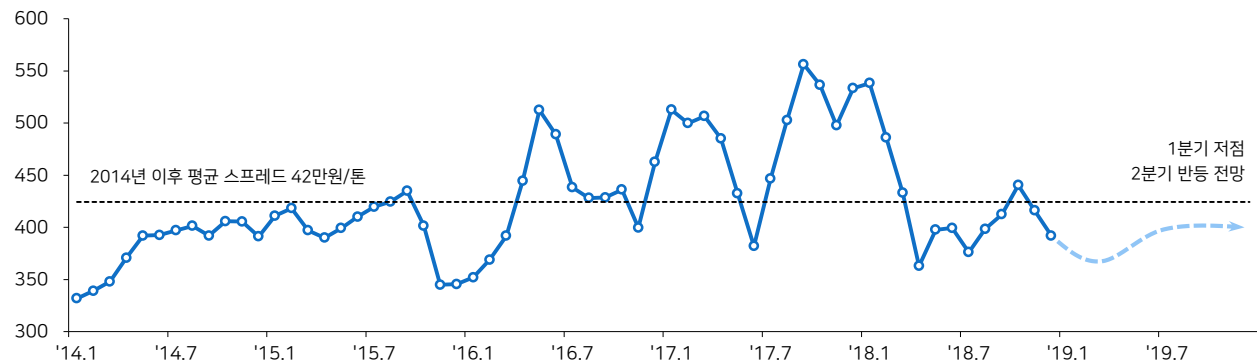
중국 철강재 가격 하락이 12월부터 국내에도 본격적인 영향을 미치기 시작

중국 철강재 가격이 국내 시장에도 본격적인 영향을 미치기 시작했다. 국내 철강사들은 대체로 12월 판매 실적이 목표치를 미달했다고 밝히고 있다. 이에 10~11월 실적을 바탕으로 형성된 컨센서스를 하회할 것으로 전망한다. 원재료 가격이 빠르게 안정화되지 않을 경우 1분기에도 실적 우려는 지속될 가능성이 높다.

2분기부터 원료 가격이 안정화되면서 롤마진은 소폭 회복될 수 있을 것으로 판단한다. 철광석 가격은 12월을 정점으로 하향 안정화되고 있다. 원료탄 가격은 여전히 강세를 유지하고 있으나, 호주의 일회성 공급 차질이 마무리되면 중국의 환경규제 완화로 인한 공급증가가 가격을 안정화시킬 것으로 보인다.

그림5 열연-원재료 스프레드 추이

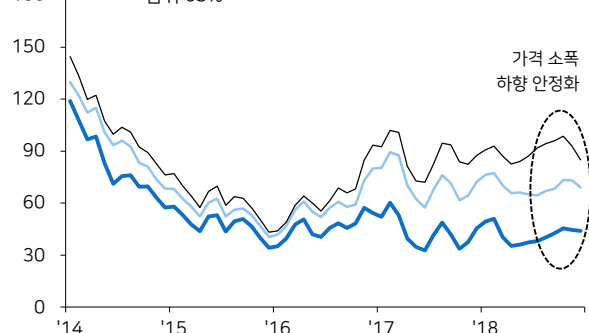
(천원/톤) 열연-원재료 스프레드



자료: SteelDaily, 무역협회, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 철광석 가격 추이

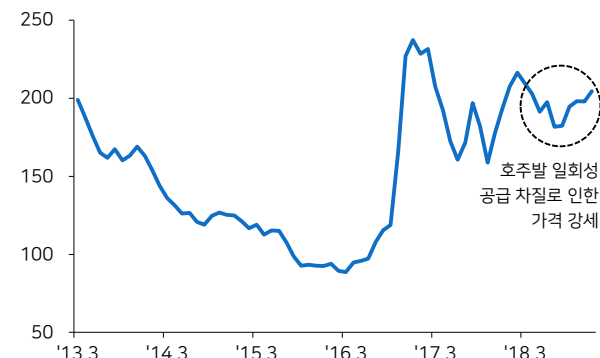
(톤/달러) 품위 58~59%
품위 62%
품위 65%



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 원료탄 가격 추이

(달러/톤) 다렌 원료탄 선물가(1st generic)



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

3월 전국인민대표대회가 변곡점, 공급측 구조조정 필요

다운 사이클을 변화시킬 촉매

- 1) 중국의 경기부양책
- 2) 산업 구조조정 관련 액션

산업의 다운 사이클을 변화시킬 촉매(Catalyst)로 1) 중국의 경기부양책과 2) 산업 구조조정 관련 액션이 필요하다. 경기부양책의 경우 3월 전국인민대표대회(이하 전인대) 무렵에 언급될 가능성이 높다.

이미 중국의 경기부양책이 속속 발표되고 있다. 작년 12월 19일 열렸던 중앙경제 공작회의에서 감세 규모 확대, 지방 특별채 발행 확대 등을 논의했고, 29일 전인대 상무위원회에서는 1조 3,900억위안의 지방 특별채 조기발행을 의결하였다. 지난 3일 인민은행은 중소기업 신용대출 실적 심사기준을 완화하기도 했다. 지난 1월 4일에는 인민은행은 기준을 인하 정책을 발표했다.

구조적인 공급과잉 상태에 놓은
철강 산업에 경기부양책만으론
제한적인 효과가 나타날 것
→ 공급측 구조조정 필요

그러나 경기부양책만으론 구조적인 공급과잉 상태에 놓인 철강산업에 제한적인 효과만 나타날 것이다. 돌이켜 보면 2016년 이후 철강가격이 급등한 구간에는 언제나 공급 관련 대책이 중심에 있었다. 작년을 기점으로 중국 정부가 생산능력 감축 목표를 조기 달성하면서 공급측 구조조정에 대한 기대감이 낮아졌다. 전인대 전후로 추가적인 구조조정 대책, 국유기업간 M&A 등의 이벤트가 발표된다면 철강 가격에는 경기부양책보다 더 큰 영향을 미칠 것으로 전망한다.

표1 기대되는 중국 경기부양책

시기	발표 기관	발표 및 기대 정책
2018년 12월	중앙경제공작회의	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 대규모 감세와 재정지출 확대, 온건한 통화정책 천명 ▪ 제조업 발전(중비기업처리), 내수시장 확대를 중점과제로 선정 ▪ 금융리스크 해소, 빈곤퇴치, 환경보호 지속 강조 ▪ 대외개방 확대
2019년 1월	인민은행	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 금융기관의 기업대출 심사기준 완화 ▪ 기준을 인하 허용 대상 은행 및 기준을 인하폭 확대 ▪ 세금감면 및 수수료 인하
2019년 3월	전국인민대표대회	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 재정 적자를 확대 ▪ 인프라 건설용 지방정부 채권 확대

자료: 언론, 메리츠증권증권 리서치센터

2분기 전 원재료 가격 하향 안정화가 관건

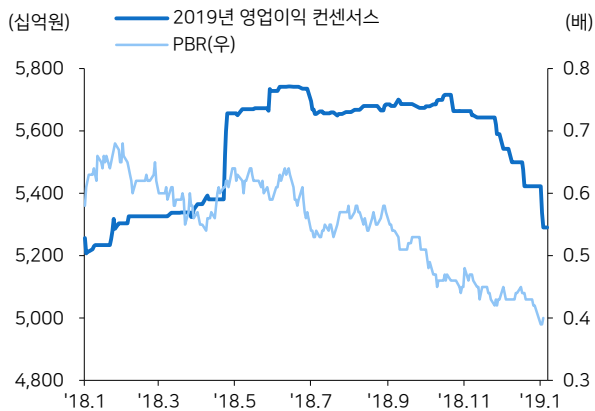
주 원재료인 철광석과 원료탄 가격은 올해 하향 안정화 전망

철강업체의 주 원재료인 철광석과 원료탄의 경우 올해 가격이 하향 안정화될 것으로 전망한다. 철광석은 중국의 철강 증산이 고로보다 전기로 중심으로 재편되면서 수요가 증가하기 어렵다. 반면, 공급은 글로벌 업체들의 생산량 확대되기 때문에 수급이 안정화될 가능성이 높다.

원료탄의 경우 호주의 일시적인 공급 차질로 인해 톤당 200달러 수준의 높은 가격이 지속되고 있으나, 일회성 성격이 강하기 때문에 빠르게 안정화될 가능성이 높다. 예로 2016년 말에서 2017년 초 사이에 사이클론 이슈로 원료탄 가격이 급등한 적이 있으나 공급이 안정화되면서 가격은 빠르게 안정화되었다. 구조적인 측면에서 중국 환경규제 완화 영향으로 석탄 생산량이 증가하고 있다는 점도 고려해야 한다.

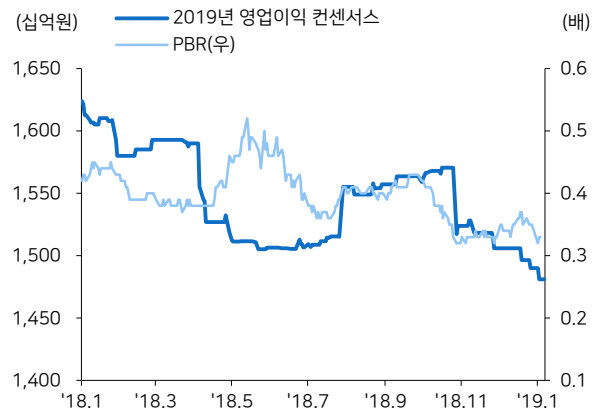
철강재 가격 하락 사이클이 지속되고 있기 때문에 매크로 이벤트가 발생하지 않는 한 가격 반등은 어렵다. 그러나 철강재 가격 하락과 동시에 원재료 가격 안정화된다면 실적은 연초 기대보다 양호할 가능성이 있다. 철강업체들이 이익 측면 Valuation 매력을 유지한다면 긍정적 매크로 이벤트에 주가가 탄력적으로 반응해 줄 수 있다.

그림8 POSCO의 영업이익 컨센서스와 PBR Valuation



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 현대제철의 영업이익 컨센서스와 PBR Valuation



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

2019년 Strategy: 매수 적기는 2월 말에서 3월 초

주가는 1분기 약세, 2분기 강세
전망

2019년 분기별 철강업체 주가는 1분기 약세, 2분기 강세, 그리고 하반기는 매크로 이벤트에 따른 변동성 확대가 예상된다.

1분기: 12월 영업환경을 고려하면
영업환경은 어려움이 지속될 것

12월의 영업환경을 고려하면 적어도 1분기까지 철강업체들의 영업환경은 중국 수입재로 인한 어려움이 지속될 수 밖에 없다. 수입재와 국내산 유통가격 차이가 벌어지고 있기에 단가 하락 압력은 지속될 것으로 보인다. 반면, 원재료 가격은 1분기에 하락하더라도 실제 원가 반영에는 적어도 한 달 정도의 시간이 필요하기 때문에 당장 실적에 기여하기 어렵다.

2분기: 원재료 가격 하락이 나타나
한다면 전인대 기점으로 주가
반등 전망 → 매수 적기는 2월 말
에서 3월 초

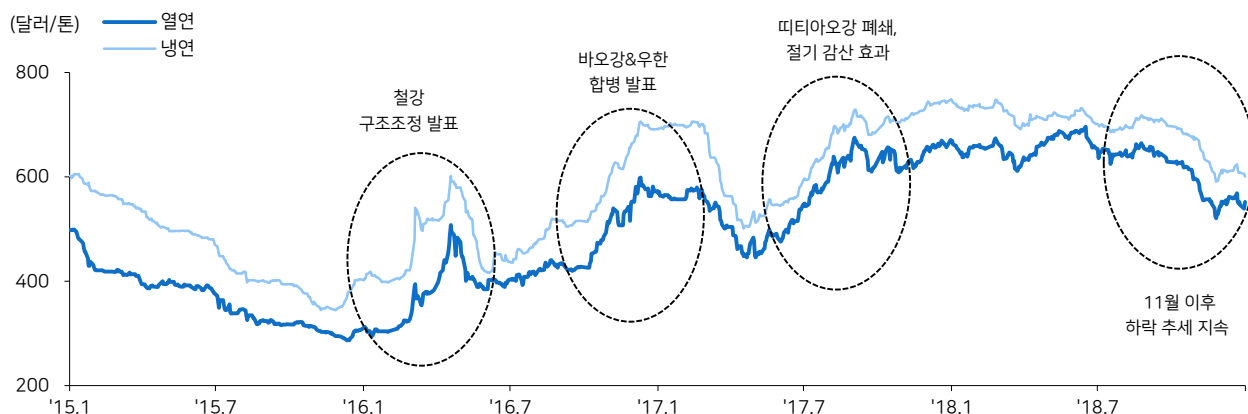
이러한 추세는 3월 전인대를 기점으로 단기적으로 반전될 것으로 판단된다. 이미 경기부양책에 대한 기대감은 높아지고 있다. 원재료 가격이 추가적으로 하향 안정화될 수 있다면 2분기에는 실적에 대한 부정적 전망이 완화되며 주가 반등을 기대할 수 있다. 따라서, 매수 적기는 전인대가 시작되기 전인 2월 말부터 3월 초로 판단된다.

하반기: 상승 추세가 이어지기
위해선 공급측 구조조정 대책
필요

하반기의 경우 3월 혹은 그 이후에 발표될 각종 정책과 매크로 이벤트에 따라 변동성이 확대될 가능성이 높다. 메리츠증권증권 전략팀은 중국의 경기 지표가 1분기 고점으로 매 분기 서서히 둔화될 것으로 전망하고 있다. 따라서, 3월 이후 인프라 투자 등 수요 중심 대책만 나온다면 수요에 대한 기대감은 매 분기 약화될 수 밖에 없다. 이 경우 하반기 철강업체의 주가는 2분기를 고점으로 약세 전환 될 것으로 보인다.

반면, 수요 대책과 더불어 공급측 구조조정 대책이 추가적으로 발표된다면 가격의 급반등이 나타날 가능성도 있다. 어느 시나리오에서든 올해 매수를 고려한다면 2월 말에서 3월 초가 최적이라 판단된다.

그림10 중국 철강재 가격 추이



자료: SteelDaily, 메리츠증권증권 리서치센터

Industry Brief
2019. 1. 8

▲ 철강

Analyst **민사영**
02. 6098-6652
sayeong.min@meritz.co.kr

POSCO 005490

시클리컬과 방어주의 매력 모두 보유

- ✓ 4Q18 실적은 12월 부진에 따라 컨센서스 하회할 전망
- ✓ 순이익에 8,000억원 내외의 일회성 비용 반영
- ✓ 12월 판매부진은 1분기까지 지속될 가능성이 높음
- ✓ 업황 부진에도 DPS 10,000원을 지속할 수 있는 FCF
- ✓ 시가배당률 4%를 고려하면 경기방어주로서의 매력 보유

Buy

적정주가 (12개월) 360,000 원
현재주가 (1.7) 246,000 원
상승여력 46.3%

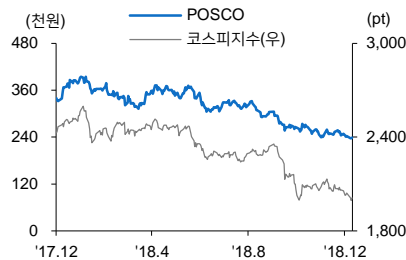
KOSPI	2,037.10pt
시가총액	214,480억원
발행주식수	8,719만주
유동주식비율	79.14%
외국인비중	54.58%
52주 최고/최저가	395,000원/237,000원
평균거래대금	702.2억원

주요주주(%)

국민연금	11.05
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	5.22

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.4	-21.3	-33.2
상대주가	0.5	-12.2	-18.0

주가그래프



4Q Preview: 영업단 컨센서스 하회

4 분기 별도 영업이익은 +1.9% YoY 증가한 8,150 억원으로 컨센서스를 하회하는 실적을 보여줄 것으로 전망된다. 11 월까지 판매량이 좋았으나 12 월 중국 철강재 가격이 급락하면서 판매단가와 판매량 모두 기대치를 충족하지 못했다.

순이익 측면에선 8,000 억원 내외의 일회성 비용 반영이 예상된다. 2016 년 흡수합병한 포스코그린가스텍의 합성천연가스(SNG) 설비에서 장부가 1 조 2,500 억원 의 절반 가까이를 상각하는 영향이 크다.

Valuation 매력은 높다, 업황의 반전을 기다리기엔 최적

철강업체 대부분 PBR Valuation 관점에서 지난 다운사이클 수준 가치를 선반영하고 있다. 포스코 역시 시클리컬 주식이기때 이러한 저평가를 피하기 어렵지만 4%에 달하는 시가배당률을 고려한다면 방어주로서 매력이 돋보인다.

불안한 업황에도 불구하고 포스코의 잉여현금흐름(FCF)는 1.5 조원 수준을 유지할 수 있을 것으로 보인다. 동사는 주주환원책의 일환으로 주당 배당금 확대를 적극적으로 추진하고 있기에 올해 DPS는 10,000 원을 기대해 볼 수 있다.

단기적인 주가 반등은 쉽지 않겠지만 방어주로서 매력과 경기부양책에 따른 시클리컬 매력이 동시에 있는 주식이기때 Top-pick 으로 추천한다. 투자조건 Buy, 적정주가 360,000 원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	60,655.1	4,621.8	2,790.1	32,002	183.7	501,600	10.4	0.7	5.5	6.5	66.5
2018E	65,140.0	5,482.9	2,758.2	31,635	-1.5	511,248	7.7	0.5	3.9	6.2	70.3
2019E	66,498.4	5,187.8	3,259.4	37,384	17.2	539,456	6.3	0.4	3.6	7.1	64.6
2020E	66,597.9	4,900.7	3,046.8	34,945	-6.5	565,226	6.8	0.4	3.6	6.3	59.8
2021E	67,184.7	4,879.4	2,873.6	32,959	-5.7	578,915	7.2	0.4	3.5	5.8	56.6

4Q Preview: 영업단 컨센서스 하회

4분기 별도 영업이익은 +1.9% YoY 증가한 8,150억원으로 컨센서스를 하회하는 실적을 보여줄 것으로 전망된다. 11월까지 판매량이 좋았으나 12월 중국 철강재 가격이 급락하면서 판매단가와 판매량 모두 기대치를 충족하지 못했다.

순이익 측면에선 8,000억원 내외의 일회성 비용 반영이 예상된다. 2016년 흡수합병한 포스코그린가스택의 합성천연가스(SNG) 설비에서 장부가 1조 2,500억원의 절반 가까이를 상각하는 영향이 크다. 동 설비는 석탄을 이용하여 합성가스를 만드는 데 유가 하락으로 LNG 대비 경쟁력이 크게 약화되면서 사실상 사업 청산 단계에 들어갔다. 그 외 포스코인터내셔널(舊포스코대우)의 영업권 상각, 기타 R&D 자산 상각 등도 이번엔 반영한다. 근 몇 년간 구조조정 과정에서 4분기마다 2,000~3,000억원 수준의 자산상각이 발생해왔다. 이번 대규모 일회성 반영으로 올해부터 실적 변동성은 낮아질 수 있다.

표2 POSCO 4Q18 Preview:

(십억원)	4Q18E	4Q17	(% YoY)	3Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	16,783.7	15,597.4	7.6	16,410.7	2.3	16,256.5	3.2
영업이익	1,211.8	1,152.1	5.2	1,531.1	-20.9	1,335.7	-9.3
세전이익	286.5	849.8	-66.3	1,375.8	-79.2	1,097.0	-73.9
지배순이익	200.1	557.0	-64.1	1,019.5	-80.4	771.8	-74.1

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	65,030.7	66,683.5	65,140.0	66,498.4	0.2	-0.3
영업이익	5,595.1	5,449.1	5,482.9	5,187.8	-2.0	-4.8
세전이익	4,903.9	4,879.7	4,144.9	4,832.3	-15.5	-1.0
지배순이익	3,294.7	3,291.3	2,758.1	3,259.4	-16.3	-1.0

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

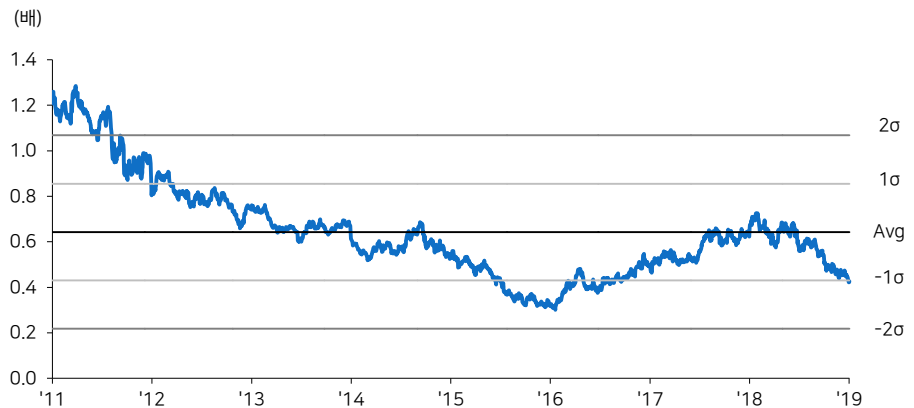
Valuation 매력은 높다, 업황의 반전을 기다리기엔 최적

철강업체 대부분 PBR Valuation 관점에서 지난 다운사이클 수준을 선반영하고 있다. 포스코 역시 시클리컬 주식이기에 이러한 저평가를 피하기 어렵지만 배당을 고려한다면 방어주로서 매력이 돋보인다.

불안한 업황에도 불구하고 포스코의 잉여현금흐름(FCF)는 1.5조원 수준을 유지할 수 있을 것으로 보인다. (지배주주 순이익 3조원+감가상각비 3조원 - CAPEX 4.5조원) 동사는 주주환원책의 일환으로 주당 배당금 확대를 적극적으로 추진하고 있기에 올해 DPS는 10,000원을 기대해 볼 수 있다. FCF는 연간 DPS 10,000원을 유지하는데 필요한 8,000억원을 충분한 감내 할 수 있는 수준이다. 24~25만원 내외의 주가를 고려하면 포스코의 시가배당률은 4%에 달한다.

단기적인 주가 반등은 쉽지 않겠지만 방어주로서 매력과 경기부양책에 따른 시클리컬 매력이 동시에 있는 주식이기에 Top-pick으로 추천한다. 투자의견 Buy, 적정주가 360,000원을 유지한다.

그림11 POSCO PBR Valuation



자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 POSCO Valuation Table

(십억원)	3년 평균	2018E	2019E	2020E	2021E
지배주주 순이익	3,059.9	2,758.2	3,259.4	3,046.8	2,873.6
지배주주 자본총계	49,222.5	44,574.1	47,033.5	49,280.2	51,353.8
ROE (%)	6.2	6.2	7.1	6.3	5.7
COE (%)	9.7	11.5	10.0	9.6	9.6
Rf(5년물 국채금리)	2.3	2.3	2.4	2.2	2.2
52주 β	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Rm	8.5	10.0	8.7	8.3	8.3
성장률(g)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Fair PBR (배)	0.64	0.54	0.71	0.66	0.60
적정 시가총액	31,572.7	24,128.5	33,620.8	32,613.4	30,677.5
Current PBR	0.43	0.48	0.45	0.43	0.41
현재 시가총액	21,186.4	21,186.4	21,186.4	21,186.4	21,186.4
적정주가 (원, 천원미만 절사)	360,000	270,000	380,000	370,000	350,000
증가 (원)	243,000	243,000	243,000	243,000	243,000
Upside (%)	48.1	13.9	58.7	53.9	44.8

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표5 연결기준 실적 테이블

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출	15,862.3	16,083.3	16,410.7	16,783.7	65,140.0	16,691.5	16,705.8	16,470.3	16,630.8	66,498.4
철강부문	8,030.5	8,247.2	8,166.1	8,117.7	32,561.5	8,212.4	8,226.7	7,991.2	8,151.6	32,581.9
별도	7,760.9	7,704.9	7,905.5	7,537.6	30,908.9	7,699.1	7,712.5	7,491.8	7,642.2	30,545.5
연결종속	4,747.2	5,019.0	5,086.5	5,063.6	19,916.2	5,132.7	5,141.7	4,994.5	5,094.8	20,363.7
내부거래제거	-4,477.6	-4,476.6	-4,825.9	-4,483.5	-18,263.6	-4,619.5	-4,627.5	-4,495.1	-4,585.3	-18,327.3
무역부문	5,560.1	5,395.7	5,741.5	5,725.1	22,422.4	5,912.8	5,912.8	5,912.8	5,912.8	23,651.3
건설부문	1,482.7	1,692.5	1,757.2	2,056.8	6,989.2	1,725.6	1,725.6	1,725.6	1,725.6	6,902.6
기타부문	788.9	747.8	746.2	884.1	3,167.0	840.6	840.6	840.6	840.6	3,362.6
영업이익	1,487.7	1,252.3	1,531.1	1,211.8	5,482.9	1,327.2	1,265.0	1,287.7	1,307.8	5,187.8
영업이익률(%)	9.4	7.8	9.3	7.2	8.4	8.0	7.6	7.8	7.9	7.8
철강부문	1,164.4	1,018.7	1,283.9	967.1	4,434.0	1,083.6	1,020.4	1,042.4	1,061.5	4,207.9
별도	1,015.9	822.1	1,094.8	815.2	3,748.0	929.6	866.2	892.6	908.7	3,597.0
연결종속	168.2	201.4	199.8	151.9	721.3	154.0	154.3	149.8	152.8	610.9
내부거래제거	-19.7	-4.8	-10.7	0.0	-35.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무역부문	134.4	92.0	52.5	69.5	348.4	107.0	107.0	107.0	107.0	428.0
건설부문	103.1	99.1	123.7	130.4	456.2	99.9	99.9	99.9	99.9	399.6
기타부문	85.9	42.4	71.1	44.8	244.3	36.7	37.7	38.4	39.4	152.2

자료: 메리츠증권 리서치센터

표6 별도기준 실적 테이블

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
평균환율 (원/달러)	1,072.3	1,079.9	1,121.5	1,127.8	1,100.4	1,100.0	1,100.0	1,085.0	1,075.0	1,090.0
제품판매량 (천톤)	9,294.1	8,959.1	8,982.8	8,655.1	35,891.1	8,940.9	8,997.1	8,864.6	9,116.2	35,918.9
% YoY	6.6	5.9	0.2	1.1	3.4	-3.8	0.4	-1.3	5.3	0.1
탄소강	8,784.1	8,431.1	8,453.8	8,141.9	33,810.8	8,430.9	8,469.1	8,339.1	8,592.7	33,831.8
STS	510.0	528.0	529.0	513.2	2,080.2	510.0	528.0	525.5	523.5	2,087.1
매출	7,760.9	7,704.9	7,905.5	7,537.6	30,908.9	7,699.1	7,712.5	7,491.8	7,642.2	30,545.5
% YoY	9.8	8.0	9.0	6.2	8.2	-0.8	0.1	-5.2	1.4	-1.2
철강	7,339.3	7,296.8	7,459.4	7,123.7	29,219.3	7,286.4	7,300.7	7,121.8	7,257.0	28,966.0
탄소강	6,239.5	6,155.8	6,324.3	6,043.6	24,763.1	6,202.8	6,179.3	6,004.7	6,133.1	24,519.8
STS강	1,099.8	1,141.0	1,135.1	1,080.2	4,456.2	1,083.6	1,121.5	1,117.1	1,123.9	4,446.2
기타	421.6	408.0	411.5	413.9	1,655.0	413.7	411.8	412.7	413.0	1,651.3
매출원가	6,290.1	6,430.6	6,353.5	6,270.2	25,344.4	6,307.6	6,383.6	6,149.7	6,275.0	25,115.8
매출원가율 (%)	81.0	83.5	80.4	83.2	82.0	81.9	82.8	82.1	82.1	82.2
매출총이익	1,470.8	1,274.2	1,552.0	1,267.4	5,564.5	1,391.5	1,328.9	1,342.1	1,367.2	5,429.7
판매비 및 관리비	454.9	452.1	457.3	452.3	1,816.5	461.9	462.8	449.5	458.5	1,832.7
판매비율 (%)	5.9	5.9	5.8	6.0	5.9	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
영업이익	1,015.9	822.1	1,094.8	815.2	3,748.0	929.6	866.2	892.6	908.7	3,597.0
영업이익률 (%)	13.1	10.7	13.8	10.8	12.1	12.1	11.2	11.9	11.9	11.8

자료: 메리츠증권 리서치센터

POSCO (005490)

Income Statement

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
매출액	60,655.1	65,140.0	66,498.4	66,597.9	67,184.7
매출액증가율 (%)	14.3	7.4	2.1	0.1	0.9
매출원가	52,299.2	56,026.4	57,320.7	57,519.7	58,332.1
매출총이익	8,355.9	9,113.6	9,177.7	9,078.2	8,852.6
판매관리비	3,734.1	3,630.7	3,989.9	4,177.5	3,973.2
영업이익	4,621.8	5,482.9	5,187.8	4,900.7	4,879.4
영업이익률	7.6	8.4	7.8	7.4	7.3
금융손익	-111.6	-583.7	-219.8	-340.6	-325.2
중속/관계기업손익	10.5	79.6	-14.3	-26.7	-20.5
기타영업외손익	-341.1	-833.9	-121.5	-16.3	-30.8
세전계속사업이익	4,179.7	4,144.9	4,832.3	4,517.1	4,502.9
법인세비용	1,206.2	1,217.1	1,401.4	1,310.0	1,235.5
당기순이익	2,973.5	2,927.8	3,430.9	3,207.1	3,024.8
지배주주지분 순이익	2,790.1	2,758.2	3,259.4	3,046.8	2,873.6

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
유동자산	31,127.4	35,054.1	35,470.0	35,875.0	35,341.1
현금및현금성자산	2,612.5	3,622.7	4,233.9	4,523.3	3,811.5
매출채권	8,583.3	9,236.2	9,152.0	9,201.8	9,278.5
재고자산	9,951.0	10,707.8	10,610.2	10,668.0	10,756.9
비유동자산	47,897.5	46,640.8	47,794.6	48,832.9	49,767.4
유형자산	31,883.5	31,733.3	32,887.1	33,925.4	34,859.9
무형자산	5,952.3	5,144.0	5,144.0	5,144.0	5,144.0
투자자산	6,131.7	6,084.5	6,084.5	6,084.5	6,084.5
자산총계	79,025.0	81,694.9	83,264.6	84,708.0	85,108.6
유동부채	18,946.0	20,482.6	20,421.3	20,457.6	20,513.4
매입채무	3,465.2	3,728.7	3,694.7	3,714.8	3,745.8
단기차입금	8,174.8	8,091.0	8,091.0	8,091.0	8,091.0
유동성장기부채	3,099.7	3,593.2	3,593.2	3,593.2	3,593.2
비유동부채	12,614.9	13,252.9	12,252.9	11,252.9	10,252.9
사채	4,986.4	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	4,802.7	10,432.0	9,432.0	8,432.0	7,432.0
부채총계	31,561.0	33,735.5	32,674.2	31,710.5	30,766.3
자본금	482.4	482.4	482.4	482.4	482.4
자본잉여금	1,412.6	1,410.8	1,410.8	1,410.8	1,410.8
기타포괄이익누계액	-658.6	-1,175.0	-1,175.0	-1,175.0	-1,175.0
이익잉여금	43,056.6	45,212.0	47,671.3	49,918.1	51,111.6
비지배주주지분	3,731.1	3,385.3	3,556.9	3,717.2	3,868.5
자본총계	47,464.0	47,959.5	50,590.4	52,997.5	54,342.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	5,607.3	6,291.0	7,328.4	7,015.5	6,411.5
당기순이익(손실)	2,973.5	2,927.8	3,430.9	3,207.1	3,024.8
유형자산상각비	2,887.7	2,974.3	3,346.3	3,461.6	3,565.5
무형자산상각비	409.8	342.9	366.7	363.2	366.7
운전자본의 증감	-1,926.3	-1,027.3	134.0	-79.3	-602.1
투자활동 현금흐름	-3,817.9	-4,217.5	-4,881.0	-4,889.8	-4,887.2
유형자산의증가(CAPEX)	-2,287.6	-2,854.4	-4,500.0	-4,500.0	-4,500.0
투자자산의감소(증가)	993.9	126.8	-14.3	-26.7	-20.5
재무활동 현금흐름	-1,565.5	-1,064.9	-1,836.2	-1,836.3	-2,236.2
차입금의 증감	-1,637.7	976.3	-1,000.0	-1,000.0	-1,000.0
자본의 증가	14.8	-1.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	164.9	1,010.2	611.2	289.4	-711.8
기초현금	2,447.6	2,612.5	3,622.7	4,233.9	4,523.3
기말현금	2,612.5	3,622.7	4,233.9	4,523.3	3,811.5

Key Financial Data

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	695,691	747,132	762,711	763,853	770,583
EPS(지배주주)	32,002	31,635	37,384	34,945	32,959
CFPS	98,699	95,619	101,067	98,765	96,950
EBITDAPS	90,831	100,934	102,088	100,078	101,066
BPS	501,600	511,248	539,456	565,226	578,915
DPS	8,000	9,000	10,000	10,000	10,000
배당수익률(%)	2.4	3.7	4.2	4.2	4.2
Valuation(Multiple)					
PER	10.4	7.7	6.3	6.8	7.2
PCR	3.4	2.5	2.3	2.4	2.4
PSR	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4
EBITDA	7,919.3	8,800.2	8,900.7	8,725.5	8,811.6
EV/EBITDA	5.5	3.9	3.6	3.6	3.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.5	6.2	7.1	6.3	5.8
EBITDA 이익률	13.1	13.5	13.4	13.1	13.1
부채비율	66.5	70.3	64.6	59.8	56.6
금융비용부담률	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0
이자보상배율(x)	7.1	7.9	7.8	7.3	7.3
매출채권회전율(x)	6.8	7.3	7.2	7.3	7.3
재고자산회전율(x)	6.4	6.3	6.2	6.3	6.3

Industry Brief
2019. 1. 8

세아베스틸 001430

어닝쇼크, 바닥은 가까워졌다

▲ 철강

Analyst **민사영**
02. 6098-6652
sayeong.min@meritz.co.kr

- ✓ 4Q18 실적은 판매량 부진에 따른 어닝쇼크 전망
- ✓ 자동차향 대체 수요는 2분기 말 이후 확대 기대
- ✓ 원재료 가격은 글로벌 선두업체도 서차지를 도입할 만큼 비정상적인 구간
- ✓ 2019년 1분기까지가 업황의 최저점 수준이라는 관점 유지
- ✓ 실적 전망치 하향 조정에 따라 적정주가 22,000원으로 하향 조정

Buy

적정주가 (12개월) 22,000 원
현재주가 (1.7) 16,150 원
상승여력 36.2%

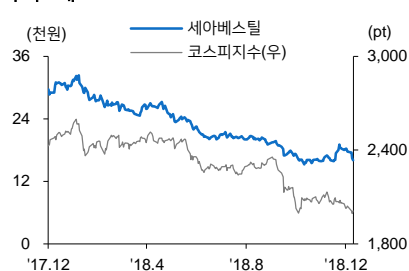
KOSPI	2,037.10pt
시가총액	5,792억원
발행주식수	3,586만주
유동주식비율	33.36%
외국인비중	9.97%
52주 최고/최저가	32,400원/15,250원
평균거래대금	12.6억원

주요주주(%)

세아홀딩스 외 4 인	65.90
국민연금	6.95
신영자산운용	6.65

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.6	-21.8	-47.6
상대주가	2.5	-12.7	-35.8

주가그래프



4Q18 Preview: 컨센서스를 하회하는 어닝쇼크 전망

4 분기 연결 영업이익은 -73.9% YoY 감소한 101 억원으로 근래 들어 가장 부진한 실적을 보여줄 것으로 전망한다. 어닝쇼크였던 3 분기보다 4 분기가 더 부진한 모습을 보이면서 단기간에 시장의 신뢰를 회복하기는 어려울 것으로 보인다.

어닝쇼크의 근본적인 원인은 판매량 부진이다. 4 분기 특수강 판매량은 50 만 톤을 하회하여 계절적 비수기인 3 분기 50 만 8 천톤에도 미치지 못하는 상황이다. 자동차향 특수강을 제외한 제품의 판매단가를 최소 3 만원 인상했음에도 불구하고 판매량 부진에 따른 톤당 고정비 부담이 커졌다.

그래도 올해는 낮다

2 개 분기 연속 부진한 실적이 이어지며 세아베스틸의 실적에 대한 우려가 커질 수 밖에 없다. 특히, 현대제철이 특수강 가동률을 올린다면 올해에도 자동차향 판매가 10 만톤 가량 감소할 것으로 전망한다. 그럼에도 1) 대체 수요에 대한 기대, 2) 중장기적 원재료 가격 안정화를 바탕으로 동사의 주가는 저평가 구간에 있다고 판단한다.

4 분기 어닝쇼크에도 불구하고 투자여건 Buy 를 유지한다. 2019 년 영업이익의 전망치는 1,513 억원에서 1,092 억원으로 하향되기 때문에 적정주가는 22,000 원으로 하향 조정한다. 2018 년 3 분기부터 2019 년 1 분기가 업황의 최저점 수준이라는 관점을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	3,055.3	188.5	126.7	3,533	31.0	51,205	8.2	0.6	6.4	7.1	70.7
2018E	3,307.5	97.6	51.1	1,426	-58.7	52,401	12.4	0.3	6.7	2.8	79.9
2019E	3,270.4	109.2	63.0	1,756	18.8	53,760	10.0	0.3	5.9	3.3	78.3
2020E	3,368.8	127.6	74.2	2,070	18.4	55,432	8.5	0.3	4.9	3.8	79.0
2021E	3,510.8	149.3	84.4	2,354	14.2	56,992	7.5	0.3	4.9	4.2	74.6

4Q18 Preview: 컨센서스를 하회하는 어닝쇼크 전망

4분기 연결 영업이익은 -73.9% YoY 감소한 101억원으로 근래 들어 가장 부진한 실적을 보여줄 것으로 전망한다. 어닝쇼크였던 3분기보다 4분기가 부진한 모습을 보이면서 단기간에 시장의 신뢰를 회복하기는 어려울 것으로 보인다.

어닝쇼크의 근본적인 원인은 판매량 부진이다. 4분기 특수강 판매량은 50만톤을 하회하여 계절적 비수기인 3분기 50만 8천톤에도 미치지 못하는 상황이다. 특수강 채고 증가가 판매량 부진으로 이어지는 악순환이 반복되고 있다. 자동차향 특수강을 제외한 제품의 판매단가를 최소 3만원 인상했음에도 불구하고 판매량 부진에 따른 톤당 고정비 부담이 커지면서 별도 실적이 부진할 전망이다.

자회사 세아창원특수강 역시 니켈 가격 하락에 따른 판가 인하로 원가 부담이 높아졌다. 이에 실적은 전분기 대비 부진할 전망이다.

표7 세아베스틸 4Q18 Preview:

(십억원)	4Q18E	4Q17	(% YoY)	3Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	810.8	767.0	5.7	827.3	-2.0	829.3	-2.2
영업이익	10.1	38.5	-73.9	16.9	-40.5	22.3	-55.0
세전이익	7.5	10.9	-30.9	29.3	-74.4	15.8	-52.5
지배순이익	5.0	7.1	-29.1	20.9	-76.0	10.3	-51.5

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표8 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	3,337.8	3,490.3	3,307.5	3,270.4	-0.9	-6.3
영업이익	110.4	151.3	97.6	109.2	-11.6	-27.9
세전이익	83.6	122.5	74.7	88.5	-10.6	-27.8
지배순이익	57.2	86.9	51.1	63.0	-10.6	-27.5

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그래도 올해는 낫다

2개 분기 연속 부진한 실적이 이어지며 세아베스틸의 실적에 대한 우려가 커졌다. 특히, 현대제철이 특수강 가동률을 올린다면 올해에도 자동차용 판매가 10만톤 가량 감소할 것으로 전망한다. 그럼에도 1) 대체 수요에 대한 기대, 2) 중장기적 원재료 가격 안정화를 바탕으로 동사의 주가는 저평가 구간에 있다고 판단한다.

(1) 대체 수요: 수출, 베어링, 조선, 석유화학 플랜트 주목

현대제철의 특수강 시장 진입으로 세아베스틸이 내수 시장에서 자동차용 판매량이 하락하는 것은 불가피하다. 2020년 무렵 세아베스틸의 자동차용 판매량은 30만톤 초반 수준으로 감소할 것으로 전망하는데 이는 과거 70만톤이 넘는 판매량을 고려하면 큰 타격이 될 수 밖에 없다. 이를 대체할 시장으로 수출, 베어링, 조선, 석유화학 플랜트를 제시한다.

수출의 경우 2018년 연간으로 45만톤 내외를 달성하며 기대치를 상회하는 모습을 보여주었다. 올해 판매 목표는 48만톤 수준으로 올해 대비 소폭 신장된다. 양보다 수익성 개선을 목표로 삼고 있기 때문이다. 현재 수출은 대부분 자동차용 제품으로 동남아 지역의 일본 기업에 주로 판매되고 있다. 마진은 2% 초중반에 불과하지만 동사의 별도 영업이익률이 2%를 하회하는 상황에서 마진이 낮다고 말하기도 어렵다.

베어링은 국내 시장에 지속적으로 판매량을 확대하고 있는 제품이다. 2015년 무렵에만 해도 판매량은 20만톤 내외 수준이었으나 2018년에 30만톤까지 확대되었다. 현재 내수시장에서 중국산 수입재를 대체하는데 주력하고 있으나 향후 고청정강 제품에도 진출할 것으로 판단된다. 지난 2017년 NSK의 고청정강 제품에 대한 납품 라이선스를 취득했다. 중장기적으로 40만톤까지 판매량이 확대될 기대한다.

조선과 석유화학 플랜트의 경우 올해 하반기부터 판매량이 증가할 것으로 전망된다. 조선의 경우 올해 수주 및 건조량 증가로 하반기부터 판매가 증가할 것으로 보인다. 세아베스틸의 경우 단조사업부의 적자를 축소할 수 있으며 세아창원특수강은 STS봉강의 판매량 확대가 기대된다.

석유화학 플랜트의 경우 빠르면 2분기 말부터 무계목 강관 중심으로 판매량 확대에 기여할 수 있을 것으로 보인다. 상반기부터 국내에 석유화학 플랜트 착공이 시작되는데 대구경 제품의 경우 생산기간이 2개월 정도 걸린다. 미국 수출 규제 완화도 기대할 수 있다. 수출 쿼터제 이전만 하더라도 미국향 에너지용 강관 판매량은 연간 7천톤에 달했다. 현재 무계목 강관의 판매량은 연간 2만 3천톤 내외에 불과하다. 6만톤의 생산능력을 가지고 있는 만큼 향후 수요 회복에 기반한 가동률 상승에 따라 외형 성장이 가능하다.

(2) 원재료 안정화: 단기 실적의 핵심

2018년 실적 전반을 돌이켜 보면 판매량 측면에서 시장의 기대치를 상회했다고 볼 수 있다. 현대제철의 가동률 상승 우려에도 불구하고 수출과 자동차외 산업의 수요가 좋았다. 그럼에도 실적은 근래 최악의 수준을 달성했는데 이는 원재료 효과 때문이다.

올해 세아베스틸의 전사 목표는 탑 라인 성장이 아니다. 원가 절감을 바탕으로 올해 대비 수익성 개선을 이뤄내는 것이다. 글로벌 선도업체인 다이도 특수강의 경우 지난 12월 부자재와 전극봉 등에 대한 서차지 도입을 밝혔다. 세아베스틸의 개별 문제가 아닌 특수강 업계 전반이 한계 상황에 직면했다는 뜻이다. 비정상적으로 높은 원가로 마진이 훼손되고 있기 때문에 향후 이 부분에서만 실적 개선이 가능하다고 판단한다.

단적으로 전극봉에 투입된 원가만 과거의 2~3배에 달한다. 2017년만 하더라도 전사 전극봉 원가는 270억 내외였다. 올해 투입 비용은 750억원 내외로 추정된다. 단기적으로 전극봉 가격은 중국의 UHP 제품 설비 투자가 완료되는 내년까지는 수급이 타이트할 것으로 보인다. 그러나 내후년쯤 가격이 하락하게 된다면 동사는 연결 기준으로 원재료 효과만 연간 500억원 가량을 누리게 된다.

이외에 대표적인 부재료 바나듐 같은 경우 연간 45톤(약 10만파운드) 가량을 사용하는데 작년 하반기 파운드당 25달러 수준까지 치솟았다. 이 가격이 유지될 경우 올해에는 바나듐에만 250억원의 원가가 들어가는 셈이다. 바나듐의 향후 가격 전망은 쉽지 않지만 세아베스틸은 대체 원료 투입 등을 통해 원가절감을 시도할 계획이다. 바나듐의 경우 니오븀으로 대체가 가능하다. 니오븀 역시 톤당 4만 2천 달러 내외로 가격이 낮지 않지만 바나듐 대비 50억원 정도의 절감효과를 기대할 수 있다.

투자의견 Buy, 적정주가 22,000원으로 하향

4분기 어닝쇼크에도 불구하고 투자의견 Buy를 유지한다. 2019년 영업이익 전망치는 1,513억원에서 1,092억원으로 하향되기 때문에 적정주가는 하향 조정한다. 2018년 3분기부터 2019년 1분기가 업황의 최저점 수준이라는 관점을 유지한다.

향후 적정주가는 1) 목표를 크게 하회하는 판매량, 2) 2분기 말 이후 새로운 대체 수요 부재, 3) 원재료 가격의 추가적인 상승 등이 나타나는 경우 하향 조정될 수 있다.

그림12 세아베스틸 PBR Valuation



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표9 세아베스틸 Valuation Table

(십억원)	3개년 평균	2018E	2019E	2020E	2021E
지배주주 순이익	73.9	51.1	63.0	74.2	84.4
지배주주 자본총계	1,991.3	1,879.2	1,927.9	1,987.9	2,058.1
ROE (%)	3.7	2.8	3.3	3.8	4.2
COE (%)	9.1	9.2	9.3	8.9	8.9
Rf(5년물 국채금리)	2.3	2.3	2.4	2.2	2.2
52주 β	1.1	0.9	1.1	1.1	1.1
Rm	8.5	10.0	8.7	8.3	8.3
성장률(g)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Fair PBR (배)	0.41	0.30	0.35	0.42	0.47
적정 시가총액	814.1	560.2	683.8	842.3	959.9
Current PBR	0.32	0.34	0.33	0.32	0.31
현재 시가총액	634.8	634.8	634.8	634.8	634.8
적정주가 (원, 천원미만 절사)	22,000	15,000	19,000	23,000	26,000
증가 (원)	17,700	17,700	17,700	17,700	17,700
Upside (%)	24.3	-15.3	7.3	29.9	46.9

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표10 세아베스틸 실적 테이블

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출	829.7	839.7	827.3	810.8	3,307.5	823.4	844.1	800.1	802.8	3,270.4
별도	523.9	524.0	513.7	508.1	2,069.6	507.1	519.5	495.7	499.6	2,021.8
세아창원특수강	309.7	311.9	308.9	298.7	1,229.2	312.2	320.4	300.4	299.2	1,232.2
매출원가	762.3	770.8	776.5	766.6	3,076.1	764.0	775.5	740.1	742.3	3,021.9
매출원가율 (%)	91.9	91.8	93.8	94.6	93.0	92.8	91.9	92.5	92.5	92.4
별도	480.0	477.0	482.3	480.2	1,919.5	466.7	472.8	457.1	461.7	1,858.3
매출원가율 (%)	91.6	91.0	93.9	94.5	92.7	92.0	91.0	92.2	92.4	91.9
세아창원특수강	286.5	290.4	291.8	283.0	1,151.7	293.8	299.2	279.6	277.2	1,149.7
매출원가율 (%)	92.5	93.1	94.5	94.8	93.7	94.1	93.4	93.1	92.6	93.3
판매비	32.2	33.5	34.0	34.1	133.8	35.0	35.9	34.1	34.3	139.4
판매비율 (%)	3.9	4.0	4.1	4.2	4.0	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3
별도	23.0	24.9	26.4	25.4	99.6	25.4	26.0	24.8	25.0	101.1
판매비율 (%)	4.4	4.7	5.1	5.0	4.8	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
세아창원특수강	8.8	8.5	7.3	8.4	32.9	9.4	9.6	9.0	9.0	37.0
판매비율 (%)	2.8	2.7	2.4	2.8	2.7	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
영업이익	35.2	35.5	16.9	10.1	97.6	24.4	32.6	25.9	26.2	109.2
영업이익률 (%)	4.2	4.2	2.0	1.2	3.0	3.0	3.9	3.2	3.3	3.3
별도	20.9	22.2	5.0	2.5	50.6	15.0	20.7	13.8	12.9	62.4
영업이익률 (%)	4.0	4.2	1.0	0.5	2.4	3.0	4.0	2.8	2.6	3.1
세아창원특수강	14.4	13.0	9.8	7.3	44.6	9.1	11.6	11.8	13.0	45.6
영업이익률 (%)	4.7	4.2	3.2	2.4	3.6	2.9	3.6	3.9	4.4	3.7

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

세아베스틸 (001430)

Income Statement

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
매출액	3,055.3	3,307.5	3,270.4	3,368.8	3,510.8
매출액증가율 (%)	20.7	8.3	-1.1	3.0	4.2
매출원가	2,736.8	3,076.1	3,021.9	3,098.2	3,213.5
매출총이익	318.6	231.4	248.5	270.6	297.3
판매관리비	130.1	133.8	139.4	143.0	148.1
영업이익	188.5	97.6	109.2	127.6	149.3
영업이익률	6.2	3.0	3.3	3.8	4.3
금융손익	-25.5	-17.5	-19.4	-21.8	-28.5
종속/관계기업손익	4.5	1.9	1.8	1.8	1.8
기타영업외손익	5.8	-7.3	-3.1	-2.9	-2.9
세전계속사업이익	173.3	74.8	88.5	104.7	119.6
법인세비용	36.2	18.2	21.2	25.1	28.7
당기순이익	137.2	56.6	67.3	79.6	90.9
지배주주지분 순이익	126.7	51.1	63.0	74.2	84.4

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,225.7	1,322.7	1,450.8	1,640.7	1,711.8
현금및현금성자산	12.3	27.7	168.2	306.3	330.6
매출채권	390.1	412.4	408.4	425.3	440.6
재고자산	793.9	839.3	831.1	865.5	896.7
비유동자산	2,365.3	2,304.8	2,240.2	2,180.4	2,125.0
유형자산	2,255.4	2,190.3	2,125.8	2,065.9	2,010.5
무형자산	14.0	13.1	13.1	13.1	13.1
투자자산	69.8	74.6	74.6	74.6	74.6
자산총계	3,591.0	3,627.5	3,691.0	3,821.0	3,836.7
유동부채	634.0	802.9	793.4	748.0	861.3
매입채무	222.8	235.5	233.2	242.9	251.7
단기차입금	94.0	207.3	207.3	207.3	207.3
유동성장기부채	180.8	215.4	189.4	19.4	279.4
비유동부채	853.8	808.0	828.0	938.0	778.0
사채	359.3	359.3	369.3	389.3	489.3
장기차입금	290.3	228.4	238.4	328.4	68.4
부채총계	1,487.8	1,610.9	1,621.4	1,686.0	1,639.3
자본금	219.3	219.3	219.3	219.3	219.3
자본잉여금	308.8	408.3	408.3	408.3	408.3
기타포괄이익누계액	5.9	-2.7	-2.7	-2.7	-2.7
이익잉여금	1,251.9	1,264.1	1,312.9	1,372.8	1,428.8
비지배주주지분	266.9	137.4	141.7	147.1	153.6
자본총계	2,103.2	2,016.6	2,069.7	2,135.0	2,197.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	221.9	174.8	261.2	312.9	53.3
당기순이익(손실)	137.2	56.6	67.3	79.6	90.9
유형자산상각비	155.8	161.5	164.6	159.8	155.4
무형자산상각비	1.2	1.2	0.5	0.5	0.5
운전자본의 증감	-105.9	-55.0	28.8	73.0	-193.6
투자활동 현금흐름	-125.5	-111.3	-100.5	-100.5	-100.5
유형자산의증가(CAPEX)	-96.5	-84.4	-100.0	-100.0	-100.0
투자자산의감소(증가)	-3.5	-3.6	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-104.3	-48.3	-20.2	-74.2	71.5
차입금의 증감	-88.6	92.9	-6.0	-60.0	100.0
자본의 증가	0.0	99.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-9.8	15.4	140.4	138.2	24.3
기초현금	22.2	12.3	27.7	168.2	306.3
기말현금	12.3	27.7	168.2	306.3	330.6

Key Financial Data

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	85,197	92,229	91,194	93,938	97,898
EPS(지배주주)	3,533	1,426	1,756	2,070	2,354
CFPS	9,273	7,699	7,760	7,998	8,479
EBITDAPS	9,635	7,259	7,648	8,029	8,510
BPS	51,205	52,401	53,760	55,432	56,992
DPS	900	400	400	400	400
배당수익률(%)	3.1	2.3	2.3	2.3	2.3
Valuation(Multiple)					
PER	8.2	12.4	10.0	8.5	7.5
PCR	3.1	2.3	2.3	2.2	2.1
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3
EBITDA	345.5	260.3	274.3	287.9	305.2
EV/EBITDA	6.4	6.7	5.9	4.9	4.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.1	2.8	3.3	3.8	4.2
EBITDA 이익률	11.3	7.9	8.4	8.5	8.7
부채비율	70.7	79.9	78.3	79.0	74.6
금융비용부담률	1.0	0.7	0.8	0.7	0.9
이자보상배율(x)	6.5	4.2	4.2	5.1	4.5
매출채권회전율(x)	8.5	8.2	8.0	8.1	8.1
재고자산회전율(x)	4.0	4.1	3.9	4.0	4.0

Industry Brief
2019. 1. 8

▲ 철강

Analyst **민사영**
02. 6098-6652
sayeong.min@meritz.co.kr

현대제철 004020

컨센서스는 충족하나 만족스럽지 않다

- ✓ 4Q18 실적은 컨센서스를 충족하나 이는 컨센서스가 선제적으로 조정된 영향
- ✓ 건설투자 감소와 중국산 수입재 확대로 봉형강 사업부의 경쟁이 치열해질 전망
- ✓ 2월 자동차향 판매단가도 인상은 어려울 것으로 판단됨
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가는 55,000원으로 하향 조정

Buy

적정주가 (12개월) **55,000 원**
 현재주가 (1.7) **46,300 원**
 상승여력 **18.8%**

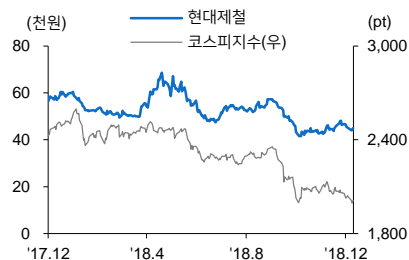
KOSPI	2,037.10pt
시가총액	61,785억원
발행주식수	13,345만주
유동주식비율	62.38%
외국인비중	25.50%
52주 최고/최저가	68,700원/41,550원
평균거래대금	182.6억원

주요주주(%)

기아자동차 외 9인	35.99
국민연금	8.99

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.5	-8.3	-18.8
상대주가	5.4	2.3	-0.4

주가그래프



4Q Preview: 판매 부진과 열연 단가 하락

4분기 연결 영업이익은 +13.3% YoY 증가한 3,708 억원으로 컨센서스를 충족하는 실적을 달성할 전망이다. 컨센서스를 충족하겠지만 이는 컨센서스 조정이 빠르게 이뤄졌기 때문이며 실적 자체를 절대적으로 평가하면 좋다고 보기 어렵다. 판매량이 기대치를 하회했고 단가가 높았던 미국향 열연 수출도 4분기에는 없었던 것이 원인이다.

올해 주택 중심으로 건설투자는 둔화세가 나타날 전망이다. 이에 봉형강 판매량이 감소할 수 밖에 없으며 중국산 수입재와 경쟁도 치열해질 전망이다.

투자의견 Buy, 적정주가 55,000원

투자의견은 Buy 를 유지, 적정주가는 실적 전망치 하향 조정에 따라 55,000 원으로 조정한다. 봉형강 사업부에 대한 보수적인 전망을 유지하며, 2월 자동차향 판매단가도 인상이 어려울 것이다.

단, 봉형강 사업부의 전극봉 등 부자재 가격은 2020년 말부터 완화될 가능성이 높다. 추정치에 이 부분은 반영되어 있지 않으며 전극봉 가격이 2017년 이전 수준으로 회귀할 경우 봉형강 사업부에 1,000~1,500 억원의 원가절감 효과가 발생한다. 이 경우 판매량 부진에도 불구하고 수익성은 크게 개선될 수 있다.

	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
(십억원)											
2017	19,166.0	1,367.6	716.1	5,366	-16.1	125,261	10.9	0.5	6.6	4.4	95.9
2018E	20,953.3	1,142.0	525.6	3,939	-25.5	126,456	11.5	0.4	5.9	3.1	94.4
2019E	20,362.3	1,293.4	737.5	5,527	38.9	130,704	8.0	0.3	5.0	4.3	84.7
2020E	20,038.0	1,217.6	671.3	5,030	-9.0	134,258	8.7	0.3	4.9	3.8	78.4
2021E	19,985.4	1,172.7	660.6	4,951	-1.6	137,045	8.9	0.3	4.7	3.6	73.0

4Q Preview: 판매 부진과 열연 단가 하락

4분기 연결 영업이익은 +13.3% YoY 증가한 3,708억원으로 컨센서스를 충족하는 실적을 달성할 전망이다. 컨센서스를 충족하겠지만 이는 컨센서스 조정이 빠르게 이뤄졌기 때문이며 실적 자체를 절대적으로 평가하면 좋다고 보기 어렵다. 판매량이 기대치를 하회했고 단가가 높았던 미국향 열연 수출도 4분기에는 없었던 것이 원인이다.

올해부터 정부의 SOC 정책 발표에도 불구하고 주택 중심으로 건설투자는 둔화된다. 이에 봉형강 판매량이 감소할 수 밖에 없으며 중국산 수입재와 경쟁도 치열해질 전망이다. 1월 철근 기준가를 동결하긴 했으나 수입재와 유통가격 차이가 톤당 5만원 이상 차이가 나고 있기 때문에 실제 판매단가는 기준가를 지키지 못할 가능성이 높다. 철근 재고 역시 20만톤을 하회하는 낮은 수준을 유지하고 있긴 하나 11월 12만톤 대비 12월에는 17만톤으로 상당히 증가했다.

표11 현대제철 4Q18 Preview:

(십억원)	4Q18E	4Q17	(% YoY)	3Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	5,485.5	5,079.1	8.0	5,234.1	4.8	5,502.4	-0.3
영업이익	370.8	327.4	13.3	102.1	263.3	379.9	-2.4
세전이익	280.5	195.7	43.3	-38.0	-838.3	276.7	1.4
지배순이익	208.9	67.6	209.2	-40.5	-616.4	204.0	2.4

자료: 회사명, 메리츠증권증권 리서치센터

표12 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	21,000.1	21,477.3	20,953.3	20,362.3	-0.2	-5.2
영업이익	1,165.8	1,602.0	1,142.0	1,293.4	-2.0	-19.3
세전이익	787.0	1,391.3	736.6	1,017.0	-6.4	-26.9
지배순이익	547.1	981.7	525.6	737.5	-3.9	-24.9

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

투자의견 Buy, 적정주가 55,000원

투자의견은 Buy를 유지, 적정주가는 실적 전망치 하향 조정에 따라 55,000원으로 조정한다. 봉형강 사업부에 대한 보수적인 전망을 유지하며, 2월 자동차향 판매 단가도 인상이 어려울 것이다.

단, 봉형강 사업부의 전극봉 등 부자재 가격은 2020년 말부터 완화될 가능성이 높다. 추정치에 이 부분은 반영되어 있지 않으며 전극봉 가격이 2017년 이전 수준으로 회귀할 경우 봉형강 사업부에 1,000~1,500억원의 원가절감 효과가 발생한다. 이 경우 판매량 부진에도 불구하고 수익성은 크게 개선될 수 있다.

그림13 현대제철 PBR Valuation



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표13 현대제철 Valuation Table

(십억원)	3개년 평균	2018E	2019E	2020E	2021E
지배주주 순이익	689.8	525.6	737.5	671.3	660.6
지배주주 자본총계	17,912.6	16,875.0	17,441.8	17,916.2	18,379.9
ROE (%)	3.9	3.1	4.3	3.8	3.6
COE (%)	9.3	11.6	10.0	8.9	8.9
Rf(5년물 국채금리)	2.3	2.2	2.4	2.2	2.2
52주 β	1.1	1.2	1.2	1.1	1.1
Rm	8.5	10.0	8.7	8.3	8.3
성장률(g)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Fair PBR (배)	0.41	0.27	0.43	0.42	0.41
적정 시가총액	7,431.1	4,568.6	7,531.0	7,603.5	7,478.6
Current PBR	0.34	0.36	0.35	0.34	0.33
현재 시가총액	6,038.4	6,038.4	6,038.4	6,038.4	6,038.4
적정주가 (원, 천원미만 절사)	55,000	34,000	56,000	56,000	56,000
종가 (원)	45,250	45,250	45,250	45,250	45,250
Upside (%)	21.5	-24.9	23.8	23.8	23.8

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표14 연결기준 실적 테이블

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출	4,786.1	5,447.7	5,234.1	5,485.5	20,953.3	5,068.6	5,437.1	4,638.8	5,217.9	20,362.3
별도	4,244.0	4,835.6	4,711.2	4,822.8	18,613.6	4,429.2	4,807.0	4,488.3	4,580.1	18,304.6
연결중속	542.1	612.0	522.9	662.7	2,339.7	639.3	630.0	150.6	637.7	2,057.7
매출원가	4,208.1	4,756.6	4,815.6	4,814.6	18,594.9	4,493.5	4,713.9	4,082.0	4,566.6	17,856.0
매출원가율 (%)	87.9	87.3	92.0	87.8	88.7	88.7	86.7	88.0	87.5	87.7
판관비	284.5	315.4	316.5	300.0	1,216.4	298.3	322.0	284.7	307.8	1,212.8
별도	255.0	282.2	284.9	265.3	1,087.3	265.8	288.4	269.3	274.8	1,098.3
연결중속	29.5	33.2	31.6	34.8	129.1	32.6	33.6	15.4	33.0	114.6
영업이익	293.5	375.6	102.1	370.8	1,142.0	276.8	401.2	272.1	343.4	1,293.4
별도	250.2	334.4	91.3	338.0	1,013.8	245.8	369.4	254.6	312.0	1,181.7
연결중속	43.4	41.3	10.8	32.7	128.1	31.0	31.8	17.6	31.4	111.7
영업이익률 (%)	6.1	6.9	1.9	6.8	5.5	5.5	7.4	5.9	6.6	6.4
별도	5.9	6.9	1.9	7.0	5.4	5.5	7.7	5.7	6.8	6.5
연결중속	8.0	6.7	2.1	4.9	5.5	4.8	5.0	11.7	4.9	5.4

자료: 메리츠증권리서치센터

표15 별도기준 실적 테이블

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
제품판매량 (천톤)	5,133.0	5,726.0	5,384.0	5,496.5	21,739.5	5,150.5	5,669.3	5,336.5	5,444.2	21,600.4
% YoY	-1.0	4.1	-2.7	1.3	0.4	0.3	-1.0	-0.9	-1.0	-0.6
봉형강류	2,035.0	2,350.0	2,135.0	2,211.4	8,731.4	2,043.7	2,311.9	2,126.6	2,191.4	8,673.5
판재류	3,098.0	3,376.0	3,249.0	3,285.1	13,008.1	3,106.8	3,357.4	3,209.9	3,252.8	12,926.9
매출	4,244.0	4,835.6	4,711.2	4,822.8	18,613.6	4,429.2	4,807.0	4,488.3	4,580.1	18,304.6
% YoY	7.3	13.1	10.0	10.2	10.2	4.4	-0.6	-4.7	-5.0	-1.7
봉형강류	1,693.2	1,957.3	1,860.4	1,962.6	7,473.5	1,765.1	1,953.7	1,798.1	1,864.9	7,381.8
판재류	2,550.8	2,878.3	2,850.8	2,860.2	11,140.1	2,664.1	2,853.3	2,690.2	2,715.2	10,922.8
매출원가	3,738.9	4,219.1	4,335.1	4,219.5	16,512.5	3,917.7	4,149.2	3,964.4	3,993.3	16,024.6
매출원가율 (%)	88.1	87.2	92.0	87.5	88.7	88.5	86.3	88.3	87.2	87.5
매출총이익	505.1	616.6	376.1	603.3	2,101.1	511.5	657.8	523.9	586.8	2,280.0
판매비 및 관리비	255.0	282.2	284.9	265.3	1,087.3	265.8	288.4	269.3	274.8	1,098.3
판관비율 (%)	6.0	5.8	6.0	5.5	5.8	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
영업이익	250.2	334.4	91.3	338.0	1,013.8	245.8	369.4	254.6	312.0	1,181.7
영업이익률 (%)	5.9	6.9	1.9	7.0	5.4	5.5	7.7	5.7	6.8	6.5

자료: 메리츠증권리서치센터

현대제철 (004020)

Income Statement

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
매출액	19,166.0	20,953.3	20,362.3	20,038.0	19,985.4
매출액증가율 (%)	14.8	9.3	-2.8	-1.6	-0.3
매출원가	16,733.5	18,594.9	17,856.0	17,627.5	17,623.1
매출총이익	2,432.5	2,358.4	2,506.3	2,410.5	2,362.4
판매관리비	1,064.9	1,216.4	1,212.8	1,192.9	1,189.7
영업이익	1,367.6	1,142.0	1,293.4	1,217.6	1,172.7
영업이익률	7.1	5.5	6.4	6.1	5.9
금융손익	-212.7	-309.4	-222.6	-231.9	-201.5
종속/관계기업손익	9.5	14.9	9.6	9.0	9.5
기타영업외손익	-83.1	-111.0	-63.4	-69.0	-69.7
세전계속사업이익	1,081.3	736.6	1,017.0	925.6	911.0
법인세비용	353.7	194.6	264.4	240.7	236.9
당기순이익	727.5	542.0	752.6	685.0	674.1
지배주주지분 순이익	716.1	525.6	737.5	671.3	660.6

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
유동자산	7,863.5	8,807.9	8,579.1	8,873.0	9,045.7
현금및현금성자산	770.7	1,045.0	1,175.3	1,528.2	1,717.5
매출채권	2,650.2	2,862.2	2,722.6	2,699.7	2,693.2
재고자산	4,098.2	4,426.1	4,210.2	4,174.7	4,164.7
비유동자산	25,510.3	24,646.2	24,278.2	23,743.0	23,247.4
유형자산	21,339.3	20,771.6	20,403.6	19,868.4	19,372.8
무형자산	1,748.1	1,675.4	1,675.4	1,675.4	1,675.4
투자자산	1,987.2	1,762.9	1,762.9	1,762.9	1,762.9
자산총계	33,373.8	33,454.1	32,857.3	32,616.0	32,293.1
유동부채	6,707.2	6,938.1	6,459.5	6,430.1	6,421.9
매입채무	1,255.2	1,355.6	1,289.5	1,278.6	1,275.6
단기차입금	886.3	1,012.8	1,012.8	1,012.8	1,012.8
유동성장기부채	2,183.2	2,099.6	1,799.6	1,799.6	1,799.6
비유동부채	9,631.1	9,305.6	8,605.6	7,905.6	7,205.6
사채	4,030.0	4,121.4	4,121.4	4,121.4	4,121.4
장기차입금	4,449.7	3,785.5	3,085.5	2,385.5	1,685.5
부채총계	16,338.3	16,243.7	15,065.0	14,335.7	13,627.4
자본금	667.2	667.2	667.2	667.2	667.2
자본잉여금	3,914.5	3,914.5	3,914.5	3,914.5	3,914.5
기타포괄이익누계액	985.2	811.8	811.8	811.8	811.8
이익잉여금	11,277.7	11,610.5	12,177.4	12,651.7	13,023.6
비지배주주지분	320.0	335.4	350.5	364.2	377.7
자본총계	17,035.5	17,210.4	17,792.3	18,280.4	18,665.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	1,719.8	2,160.5	2,511.5	2,286.5	2,265.9
당기순이익(손실)	727.5	542.0	752.6	685.0	674.1
유형자산상각비	1,403.2	1,508.7	1,568.0	1,535.2	1,495.7
무형자산상각비	101.1	96.5	88.6	87.7	87.3
운전자본의 증감	-777.0	-273.0	127.9	3.4	34.6
투자활동 현금흐름	-1,234.2	-1,199.2	-1,263.1	-1,063.0	-1,061.5
유형자산의증가(CAPEX)	-1,201.1	-1,201.0	-1,200.0	-1,000.0	-1,000.0
투자자산의감소(증가)	-89.9	224.3	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-450.3	-686.0	-1,118.1	-870.7	-1,015.1
차입금의 증감	-455.8	-566.9	-1,000.0	-700.0	-700.0
자본의 증가	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	33.4	274.4	130.3	352.9	189.3
기초현금	737.2	770.7	1,045.0	1,175.3	1,528.2
기말현금	770.7	1,045.0	1,175.3	1,528.2	1,717.5

Key Financial Data

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	143,624	157,018	152,589	150,158	149,765
EPS(지배주주)	5,366	3,939	5,527	5,030	4,951
CFPS	22,614	22,772	21,894	20,836	20,199
EBITDAPS	21,520	20,587	22,107	21,285	20,650
BPS	125,261	126,456	130,704	134,258	137,045
DPS	750	900	1,300	1,500	1,500
배당수익률(%)	1.3	2.0	3.0	3.4	3.4
Valuation(Multiple)					
PER	10.9	11.5	8.0	8.7	8.9
PCR	2.6	2.0	2.0	2.1	2.2
PSR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
EBITDA	2,871.8	2,747.2	2,950.0	2,840.4	2,755.7
EV/EBITDA	6.6	5.9	5.0	4.9	4.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.4	3.1	4.3	3.8	3.6
EBITDA 이익률	15.0	13.1	14.5	14.2	13.8
부채비율	95.9	94.4	84.7	78.4	73.0
금융비용부담률	1.6	1.5	1.4	1.4	1.3
이자보상배율(x)	4.4	3.6	4.5	4.4	4.5
매출채권회전율(x)	7.7	7.6	7.3	7.4	7.4
재고자산회전율(x)	5.1	4.9	4.7	4.8	4.8

Industry Brief
2019. 1. 8

동국제강 001230

Valuation 매력이 낮다

▲ 철강

Analyst **민사영**
02. 6098-6652
sayeong.min@meritz.co.kr

- ✓ 4Q18 실적은 컨센서스 충족
- ✓ 봉형강과 냉연 시황은 정점을 지난 상황. 실적의 방향성은 후판 사업부가 결정.
- ✓ 후판 판매량이 120만톤을 달성하더라도 봉형강의 부진을 상쇄하는 정도
- ✓ CSP에 대한 고민도 필요. 유증 이후 리스크로 다가올 수 있음.
- ✓ 투자의견 Trading Buy, 적정주가 8,500원 유지

Trading Buy

적정주가 (12개월) 8,500 원
현재주가 (1.7) 7,390 원
상승여력 15.0%

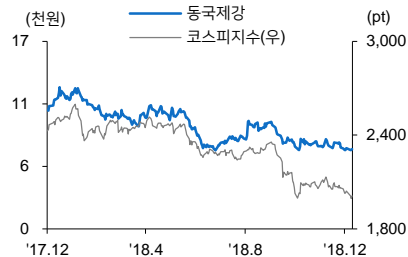
KOSPI	2,037.10pt
시가총액	7,052억원
발행주식수	9,543만주
유동주식비율	72.77%
외국인비중	27.29%
52주 최고/최저가	12,700원/7,030원
평균거래대금	23.6억원

주요주주(%)

장세주 외 12 인	25.23
JFE STEEL INTERNATIONAL EUROPE	14.13

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.1	-2.1	-36.3
상대주가	1.8	9.2	-21.9

주가그래프



4Q Preview: 컨센서스에 부합하는 실적

4분기 연결 영업이익은 -1.7% YoY 감소한 559 억원으로 컨센서스를 충족하는 실적을 달성할 전망이다. 열연과 슬래브 가격이 하락에 따른 원가 부담 완화로 상반기 대비 개선세는 지속되고 있다.

현대제철과 마찬가지로 봉형강 판매량이 감소할 수 밖에 없으며 중국산 수입 재와 경쟁도 치열해질 것이다. 냉연 역시 가전 판매량이 2018 년을 정점으로 감소할 가능성이 높아 큰 기대를 하기 어렵다. 따라서 동사의 실적은 후판 판매량에 달렸다. 문제는 중국산 수입량으로 향후 조선사들이 단가 부담을 느낄 경우 중국산 도입에 적극적일 수 있다. 이는 단가 경쟁으로 이어지기 때문에 중국산 수입량에 대한 모니터링이 지속적으로 필요하다

투자의견 Trading Buy, 적정주가 8,500원

투자의견은 Trading Buy, 적정주가 8,500 원을 유지한다. 봉형강 사업부에 대한 보수적인 관점을 유지하며, 후판 판매량이 2021 년까지 120 만톤에 도달한다고 가정하더라도 봉형강 사업부의 부진을 상쇄하는 정도에 그칠 것으로 판단한다.

CSP 에 대한 고민도 필요하다. CSP 의 지분가치는 완전히 상각된 상황이기 때문에 당분간 영업외단의 비용으로 인식되지 않는다. 그러나 유상증자가 필요한 상황이고 이후 영업환경이 악화된다면 추가적인 손상이 또 다시 발생할 개연성이 있다. CSP 의 가동률이 올라오며 영업이익 흑자 전환은 이루어졌지만 향후 시황이 악화될 경우 유상증자는 리스크가 될 수 있다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	6,049.4	241.3	4.5	48	-93.3	23,619	231.7	0.5	7.6	0.2	156.9
2018E	5,974.3	161.4	-209.0	-2,190	-4,437.3	21,323	-3.3	0.3	8.7	-9.7	177.4
2019E	5,791.6	188.3	82.1	861	-140.5	22,084	8.3	0.3	7.7	4.0	166.9
2020E	5,737.0	172.8	61.2	642	-25.4	22,627	11.2	0.3	7.8	2.9	162.6
2021E	5,767.1	195.3	80.4	842	31.2	23,271	8.5	0.3	7.3	3.7	158.4

4Q Preview: 컨센서스에 부합하는 실적

4분기 연결 영업이익은 -1.7% YoY 감소한 559억원으로 컨센서스를 충족하는 실적을 달성할 전망이다. 열연과 슬래브 가격이 하락에 따른 원가 부담 완화로 상반기 대비 개선세는 지속되고 있다.

현대제철과 마찬가지로 봉형강 판매량이 감소할 수 밖에 없는 상황이며 중국산 수입재와 경쟁도 치열해질 것이다. 냉연 역시 주택 거래량이 둔화되며 가전 판매량은 정점을 지났다. 따라서 동사의 실적은 후판 판매량에 달린 상황이다. 올해 하반기부터 조선 건조량 증가로 판매량이 확대될 것이고 포스코, 현대제철 대비 가동률이 낮은 동사의 수혜가 높을 수 있다.

조선향과 비조선향 판매단가가 상당히 줄어든 상황이기 때문에 판매믹스에 따른 단가하락 영향은 적을 것이다. 문제는 중국산 수입량으로 향후 조선사들이 단가 부담을 느낄 경우 중국산 도입에 적극적일 수 있다. 이는 단가 경쟁으로 이어지기 때문에 중국산 수입량에 대한 모니터링이 지속적으로 필요하다.

표16 동국제강 4Q18 Preview:

(십억원)	4Q18E	4Q17	(% YoY)	3Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,559.8	1,471.3	6.0	1,501.4	3.9	1,555.6	0.3
영업이익	55.9	56.8	-1.7	52.6	6.2	57.4	-2.7
세전이익	40.1	43.2	-7.2	-11.3	흑전	27.4	46.4
지배순이익	30.2	23.3	29.3	-7.2	흑전	24.4	23.8

자료: 회사명, 메리츠증권증권 리서치센터

표17 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	5,976.4	6,003.7	5,974.3	5,791.6	0.0	-3.5
영업이익	158.5	237.7	161.4	188.3	1.8	-20.8
세전이익	-210.9	132.9	-200.9	110.3	-4.8	-17.0
지배순이익	-216.5	99.0	-209.0	82.1	-3.5	-17.0

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

투자의견 Trading Buy, 적정주가 8,500원

투자의견은 Trading Buy, 적정주가 8,500원을 유지한다. 봉형강 사업부에 대한 보수적인 관점을 유지하며, 후관 판매량이 2021년까지 120만톤에 도달한다고 가정하더라도 봉형강 사업부의 부진을 상쇄하는 정도에 그칠 것으로 판단한다.

지난 다운사이클에서 큰 고비를 넘긴 만큼 영업환경이 악화되더라도 추가적인 유상증자 등이 필요한 상황은 아니다. 현대제철과 마찬가지로 전극봉 가격이 안정화 될 경우 봉형강 사업부에서 600억원 수준의 원가가 절감될 여지도 있다.

그러나 600억원의 원가절감이 고려되어 영업이익이 2,200억원 수준에 도달하더라도 실제 순이익은 1,000억원 내외에 불과하다. 2조 5,000억원에 달하는 순차입금에서 발생하는 연간 이자비용만 1,000억원 수준에 달하기 때문이다. 긍정적인 가정에서도 현재 시가총액 7,000억원은 PER 7배 내외에 불과해 Valuation 매력 이 높지 않다.

CSP에 대한 고민도 필요하다. CSP의 지분가치는 완전히 상각된 상황이기 때문에 당분간 영업외단의 비용으로 인식되지 않는다. 그러나 유상증자가 필요한 상황이고 이후 영업환경이 악화된다면 추가적인 손상이 또 다시 발생할 개연성이 있다. CSP의 가동률이 올라오며 영업이익 흑자 전환은 이루어졌지만 향후 시황이 악화될 경우 유상증자는 리스크가 될 수 있다.

그림14 동국제강 PBR Valuation



자료: 메리츠증권 리서치센터

표18 동국제강 Valuation Table

(십억원)	3개년 평균	2018E	2019E	2020E	2021E
지배주주 순이익	74.6	-209.0	82.1	61.2	80.4
지배주주 자본총계	2,165.7	2,034.9	2,107.6	2,159.4	2,230.3
ROE (%)	3.4	-9.7	4.0	2.9	3.7
COE (%)	9.1	11.5	9.3	8.9	8.9
Rf(5년물 국채금리)	2.3	2.3	2.4	2.2	2.2
52주 β	1.1	1.2	1.1	1.1	1.1
Rm	8.5	10.0	8.7	8.3	8.3
성장률(g)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Fair PBR (배)	0.38	-0.84	0.43	0.32	0.41
적정 시가총액	822.0	-1,718.2	896.3	692.8	912.7
Current PBR (배)	0.32	0.34	0.33	0.32	0.31
현재 시가총액	690.0	690.0	690.0	690.0	690.0
적정주가 (원, 천원미만 절사)	8,500	-17,800	9,300	7,100	9,400
증가 (원)	7,230	7,230	7,230	7,230	7,230
Upside (%)	17.6	-346.2	28.6	-1.8	30.0

자료: 메리츠증권 리서치센터

표19 연결기준 실적 테이블

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출	1,401.3	1,511.9	1,501.4	1,559.8	5,974.3	1,428.9	1,472.1	1,429.6	1,461.0	5,791.6
철강 단순합산	1,368.5	1,469.0	1,368.5	1,510.7	5,716.7	1,383.6	1,426.0	1,384.6	1,415.4	5,609.6
별도	1,263.9	1,353.3	1,346.5	1,391.0	5,354.6	1,283.6	1,313.1	1,275.7	1,300.8	5,173.2
중국법인	37.4	50.3	53.0	57.2	197.9	42.2	53.9	51.5	56.1	203.6
기타	67.2	65.4	-31.0	62.6	31.6	57.8	59.1	57.4	58.5	115.9
운송 단순합산	110.9	123.5	110.9	132.5	477.7	122.3	124.9	121.5	123.7	492.4
인터지스	113.3	127.3	124.2	128.3	493.2	118.4	120.9	117.7	119.8	476.9
기타	-2.5	-3.8	-13.4	4.2	-15.5	3.9	3.9	3.8	3.9	15.5
무역부문	93.4	93.1	93.4	97.4	377.2	89.9	91.9	89.3	91.1	362.1
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
전체 단순합산	1,572.7	1,685.6	1,572.7	1,740.6	6,571.6	1,595.8	1,642.8	1,595.4	1,630.1	6,464.1
내부거래	171.4	173.7	71.4	180.8	597.3	166.9	170.7	165.8	169.1	672.5
매출원가	1,302.2	1,392.5	1,372.9	1,419.1	5,486.7	1,307.8	1,338.1	1,309.8	1,333.3	5,289.0
매출원가율 (%)	92.9	92.1	91.4	91.0	91.8	91.5	90.9	91.6	91.3	91.3
판관비	78.6	87.0	75.8	84.7	326.1	77.3	80.0	77.6	79.5	314.3
판관비율 (%)	5.6	5.8	5.1	5.4	5.5	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4
영업이익	20.6	32.3	52.6	55.9	161.4	43.9	54.0	42.1	48.2	188.3
영업이익률 (%)	1.5	2.1	3.5	3.6	2.7	3.1	3.7	2.9	3.3	3.3

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표20 별도기준 실적 테이블

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
제품판매량 (천톤)	1,590.8	1,626.9	1,582.0	1,620.1	6,419.8	1,544.7	1,593.6	1,553.2	1,592.2	6,283.7
% YoY	-1.1	-4.9	-6.0	-0.2	-3.1	-2.9	-2.0	-1.8	-1.7	-2.1
봉형강	960.9	1,005.8	956.4	973.7	3,896.8	914.0	955.5	908.6	925.8	3,703.9
후판	223.3	214.6	221.5	230.2	889.5	232.2	239.7	248.6	258.5	979.0
냉연	406.6	406.5	404.1	416.3	1,633.5	398.5	398.4	396.0	407.9	1,600.8
매출	1,263.9	1,353.3	1,346.5	1,391.0	5,354.6	1,283.6	1,313.1	1,275.7	1,300.8	5,173.2
% YoY	-8.2	-2.9	-0.2	6.8	-1.3	1.6	-3.0	-5.3	-6.5	-3.4
봉형강	624.8	708.4	673.3	705.0	2,711.5	622.0	647.2	612.4	620.7	2,502.3
후판	160.6	163.7	187.9	191.5	703.7	193.1	199.3	202.8	210.9	806.1
냉연	424.3	427.3	437.1	446.4	1,735.0	417.4	415.4	409.4	418.1	1,660.3
기타	54.2	54.0	48.1	48.1	204.4	51.1	51.1	51.1	51.1	204.4
매출원가	1,186.6	1,258.9	1,238.0	1,273.1	4,956.6	1,182.1	1,200.5	1,176.7	1,194.7	4,754.1
매출원가율 (%)	93.9	93.0	91.9	91.5	92.6	92.1	91.4	92.2	91.8	91.9
매출총이익	77.4	94.3	108.5	117.8	398.1	101.5	112.5	99.0	106.1	419.1
판관비	66.7	72.3	62.4	69.5	271.0	64.2	65.7	63.8	65.0	258.7
판관비율 (%)	5.3	5.3	4.6	5.0	5.1	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
영업이익	10.7	22.0	46.1	48.3	127.1	37.4	46.9	35.2	41.0	160.4
영업이익률 (%)	0.8	1.6	3.4	3.5	2.4	2.9	3.6	2.8	3.2	3.1

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

동국제강 (001230)

Income Statement

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
매출액	6,049.4	5,974.3	5,791.6	5,737.0	5,767.1
매출액증가율 (%)	20.8	-1.2	-3.1	-0.9	0.5
매출원가	5,434.1	5,486.8	5,289.0	5,252.9	5,258.9
매출총이익	615.2	487.5	502.6	484.1	508.2
판매관리비	373.9	326.1	314.3	311.3	312.9
영업이익	241.3	161.4	188.3	172.8	195.3
영업이익률	4.0	2.7	3.3	3.0	3.4
금융손익	-15.6	-129.7	-85.4	-92.4	-89.8
종속/관계기업손익	-162.6	-168.1	0.0	0.9	0.7
기타영업외손익	-25.4	-64.4	7.5	0.9	1.7
세전계속사업이익	37.8	-200.9	110.3	82.2	107.9
법인세비용	33.0	6.0	26.5	19.7	25.9
당기순이익	4.8	-206.9	83.8	62.5	82.0
지배주주지분 순이익	4.5	-209.0	82.1	61.2	80.4

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,049.4	2,206.2	2,191.6	2,249.0	2,328.2
현금및현금성자산	378.8	398.5	489.8	556.0	626.5
매출채권	806.4	855.0	800.8	796.3	800.8
재고자산	771.1	817.5	765.7	761.4	765.7
비유동자산	4,041.6	3,759.2	3,745.2	3,732.0	3,719.6
유형자산	3,654.7	3,572.0	3,558.0	3,544.8	3,532.4
무형자산	95.1	93.0	93.0	93.0	93.0
투자자산	220.5	50.7	50.7	50.7	50.7
자산총계	6,091.0	5,965.4	5,936.8	5,981.0	6,047.8
유동부채	2,978.1	3,277.0	2,559.0	2,550.2	3,173.9
매입채무	540.1	572.6	536.3	533.3	536.3
단기차입금	1,888.9	1,916.7	1,916.7	1,916.7	1,916.7
유동성장기부채	377.2	568.0	-104.4	-109.4	510.6
비유동부채	742.2	538.1	1,153.1	1,153.1	533.1
사채	169.8	52.7	167.7	167.7	47.7
장기차입금	401.6	348.7	848.7	848.7	348.7
부채총계	3,720.3	3,815.1	3,712.1	3,703.2	3,707.0
자본금	589.2	589.2	589.2	589.2	589.2
자본잉여금	101.7	101.7	101.7	101.7	101.7
기타포괄이익누계액	-85.8	-90.2	-90.2	-90.2	-90.2
이익잉여금	818.1	590.5	663.2	715.0	776.4
비지배주주지분	116.6	115.5	117.1	118.4	120.0
자본총계	2,370.7	2,150.3	2,224.7	2,277.7	2,340.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	90.2	169.8	363.1	285.7	294.4
당기순이익(손실)	4.8	-206.9	83.8	62.5	82.0
유형자산상각비	234.3	212.5	214.0	213.2	212.4
무형자산상각비	3.6	3.5	5.0	5.0	5.0
운전자본의 증감	-309.5	-75.4	60.3	5.1	-5.0
투자활동 현금흐름	-14.5	-152.7	-205.0	-205.0	-205.0
유형자산의증가(CAPEX)	-59.6	-150.5	-200.0	-200.0	-200.0
투자자산의감소(증가)	181.5	169.8	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-183.1	1.0	-66.8	-14.5	-18.9
차입금의 증감	-224.2	34.6	-57.4	-5.0	0.0
자본의 증가	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-114.3	19.7	91.2	66.3	70.5
기초현금	493.1	378.8	398.5	489.8	556.0
기말현금	378.8	398.5	489.8	556.0	626.5

Key Financial Data

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	63,389	62,602	60,688	60,116	60,431
EPS(지배주주)	48	-2,190	861	642	842
CFPS	5,686	3,897	4,456	4,115	4,349
EBITDAPS	5,021	3,954	4,268	4,097	4,324
BPS	23,619	21,323	22,084	22,627	23,271
DPS	100	100	100	100	100
배당수익률(%)	0.9	1.4	1.4	1.4	1.4
Valuation(Multiple)					
PER	231.7	-3.3	8.3	11.2	8.5
PCR	1.9	1.9	1.6	1.7	1.6
PSR	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
PBR	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
EBITDA	479.1	377.4	407.3	391.0	412.7
EV/EBITDA	7.6	8.7	7.7	7.8	7.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.2	-9.7	4.0	2.9	3.7
EBITDA 이익률	7.9	6.3	7.0	6.8	7.2
부채비율	156.9	177.4	166.9	162.6	158.4
금융비용부담률	1.7	1.7	1.8	1.7	1.7
이자보상배율(x)	2.3	1.6	1.8	1.7	2.0
매출채권회전율(x)	7.9	7.2	7.0	7.2	7.2
재고자산회전율(x)	8.9	7.5	7.3	7.5	7.6

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019 년 1 월 08 일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6 개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019 년 1 월 08 일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019 년 1 월 08 일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:민사영)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016 년 11 월 7 일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12 개월간 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1 개월간 종가대비 4 등급	Buy	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

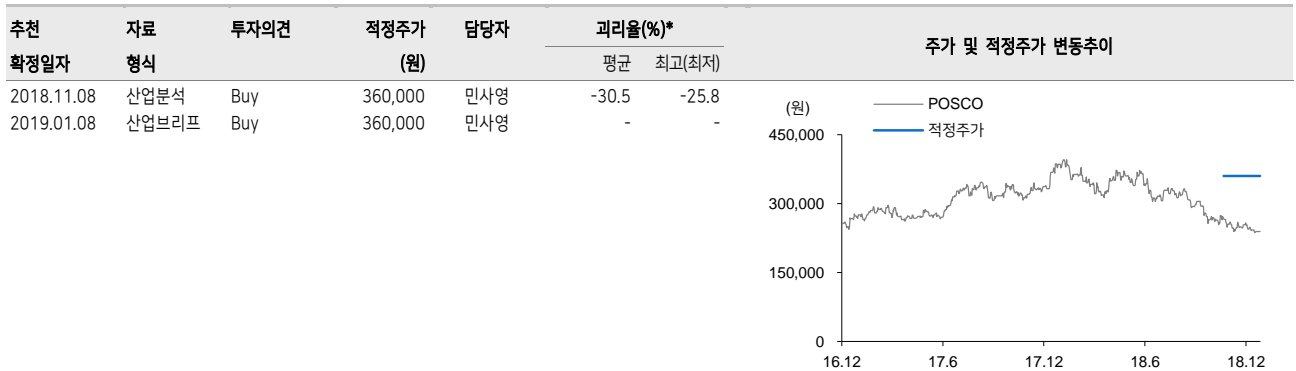
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	98.7%
중립	1.3%
매도	0.0%

2018 년 12 월 31 일 기준으로
최근 1 년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

POSCO (005490) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1 년



세아베스틸 (001430) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.11.08	산업분석	Buy	24,000	민사영	-30.3	-20.6	
2019.01.08	산업브리프	Buy	22,000	민사영	-	-	

현대제철 (004020) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.11.08	산업분석	Buy	56,000	민사영	-20.2	-14.0	
2019.01.08	산업브리프	Buy	55,000	민사영	-	-	

동국제강 (001230) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.11.08	산업분석	Buy	9,500	민사영	-19.5	-17.6	<div> <p>(원)</p> </div>
2018.11.15	기업브리프	Trading Buy	8,500	민사영	-12.0	-5.3	
2019.01.08	산업브리프	Trading Buy	8,500	민사영	-	-	