

2019년 1월

철강/비철금속 산업

- 『Bottom Signal』

[철강/비철금속] 김윤상

2122-9205

yoonsang.kim@hi-ib.com

[철강/비철금속 RA] 김정현

2122-9199

jayhk@hi-ib.com

하이투자증권 

Table of Content

- 1. Summary / #4
- 2. Macro 환경 분석 / #6
- 3. 철강 산업 / #10
- 4. 비철금속 산업 / #20
- 5. 주요 종목 / #28

철강/비철금속 산업 - 『Bottom Signal』

1. Summary / #4

2. Macro 환경 분석 / #6

3. 철강 산업 / #10

4. 비철금속 산업 / #20

5. 주요 종목 / #28

[철강업종 : Bottom Signal]

- 최근 Macro 측면에서 『달러 약세 및 유가 반등』의 우호적 분위기가 조성되고 있음. 17년 6월 소재 업종 주가 반등 역시 유가 반등과 달러 약세로부터 시작되었음을 상기할 필요. 다만 경기 불확실성으로 달러 약세 지속성 여부는 관찰 필요
- 19년 상반기까지 국내 철강 업종 실적 모멘텀은 부재. 또한 중국 철강 수급은 1분기 중 개선은 쉽지 않음
- 그럼에도 최근 나타나고 있는 중국 업황의 『Bottom Signal』에 주목해야함. 동절기 감산 완화에도 현재 중국의 재고 상황은 양호하며, 가동률 역시 전년과 유사한 수준으로 수렴. 중국 주요 제품 Roll-Margin 역시 바닥 도달 후 소폭 반등
- 따라서 현 시점 철강 업종은 급격한 가격 반등 기대감 보다는 『업황 바닥 및 Macro 환경의 우호적 변화』라는 측면에서 접근할 필요
- 다만 경기 불확실성이 여전한 만큼, 업종 전체에 대한 비중 확대 전략 보다는 POSCO 등 업종 대표주 위주의 선별적 접근이 유효해 보임. 철강업종 중 최선호주는 POSCO [005490, TP 33만원]

[비철금속업종 : 고려아연에 대한 긍정적 관점 유지]

- 아연 : 최근 투기적 수요 관망 중이나, 수급 상황 감안시, 1분기까지는 견조한 흐름 지속될 것
- 연 : 수요 둔화 우려로 최근 투기적 수요 이탈 중. 타 품목 대비 매력도 떨어짐
- 전기동 : 최근 인도 발 공급 증가 이슈로 투기적 수요 관망 중. 그러나 중국의 견조한 수요 등 중기 수급 측면에서는 가장 우위
- 비철금속 업종 중 최선호주는 고려아연 [010130, TP 52만원]. 아연 가격 상승 모멘텀 둔화에도 불구하고, Spot TC [Treatment Charge, 제련 수수료] 강세에 따른 19년 증익 기대감 및 견조한 귀금속 가격 강세가 동사 투자 포인트. 경기 둔화 우려가 팽배했던 18년 4분기에 동사 주가는 강세를 보였음에 주목할 필요

철강/비철금속 산업 - 『Bottom Signal』

1. Summary / #4

2. Macro 환경 분석 / #6

3. 철강 산업 / #10

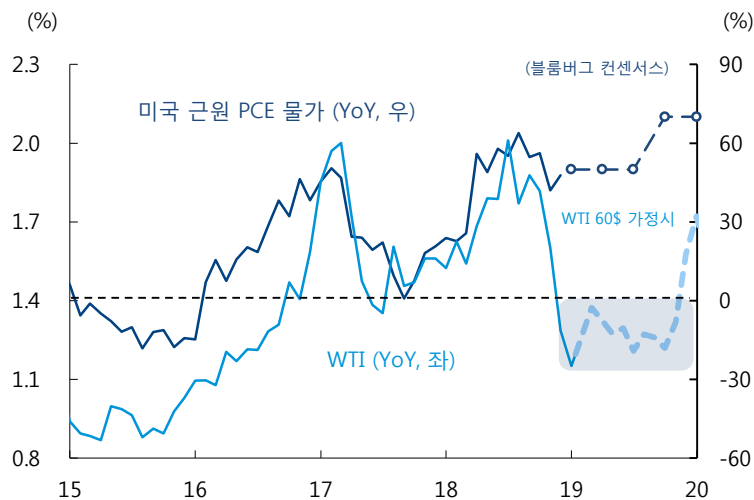
4. 비철금속 산업 / #20

5. 주요 종목 / #28

달러 강세가 완화되고 있다

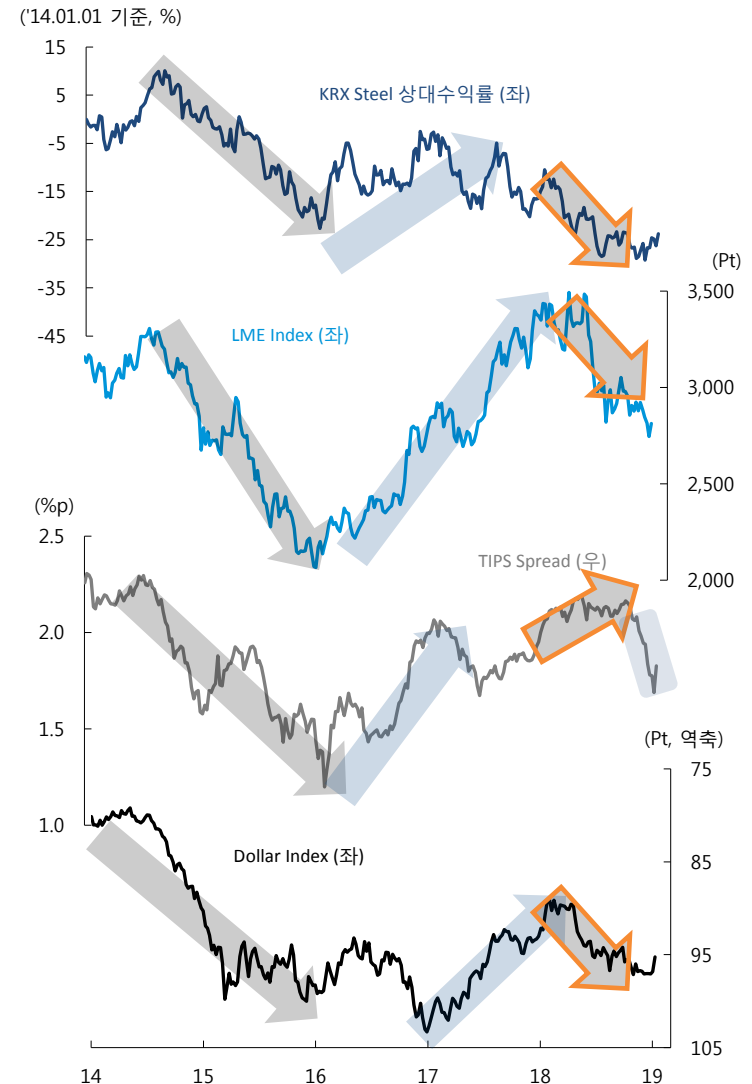
- 통상의 경우와는 달리 18년 미국 물가지표 호조는 상품 및 소재 업종 주가 부진 배경이었음. 『미국 경기 호조 / 非미국 경기 부진』국면에서 미국 물가지표 호조는 금리 인상 우려로 이어져 달러 강세를 가속화 시켰기 때문
- 그러나 최근 달러 강세 기조가 완화되고 있음. 파월 의장의 금리 인상 속도 조절 발언. 또한 최근 『유가 급락 → 미 물가지표 안정화』 역시 향후 미국의 금리 인상 속도 조절을 뒷받침
- 이같은 달러 강세 완화는 상품 가격 및 소재 업종 주가에 우호적

그림1. 유가 급락으로 미국의 물가 지표는 안정화될 것으로 예상된다



자료 : 하이투자증권 리서치

그림2. 18년은 미국과 非미국 경기 격차가 확대된 시기이다. 이 시기 미국 물가 호조는 금리 인상 우려를 자아냈고, 이는 달러 강세로 나타나 상품 가격 및 소재 업종 주가에 부정적으로 작용했다

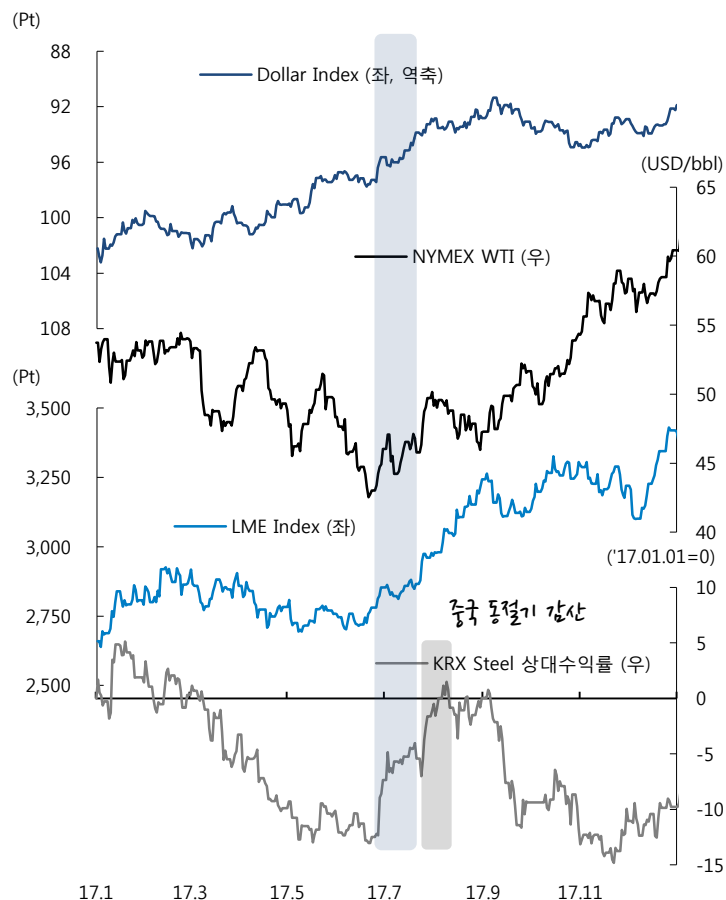


자료 : 하이투자증권 리서치

달러 약세와 함께 유가도 반등하기 시작했다

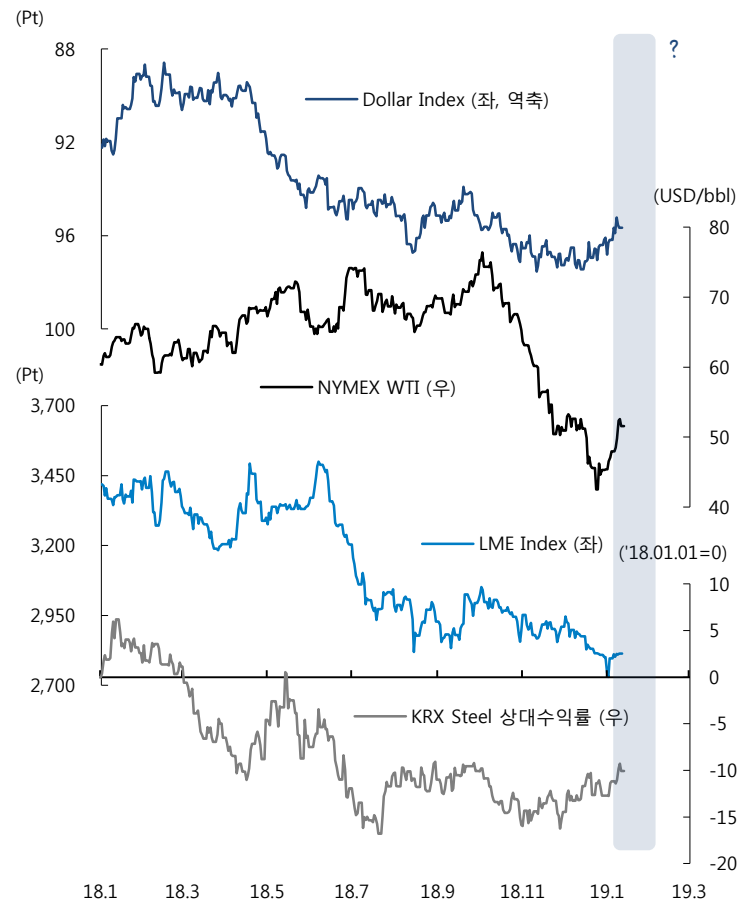
- 과거 유가반등은 소재 업종 주가에 긍정적 뉴스. 17년 6월 말 소재 업종 주가 반등 역시 『유가 반등 및 전술한 달러 약세』로 부터 시작

그림3. 17년 주요 Macro 지표 및 LME index, 철강업종 상대수익률



자료: 하이투자증권 리서치

그림4. 18년 ~ 현재 주요 Macro 지표 및 LME index, 철강업종 상대수익률

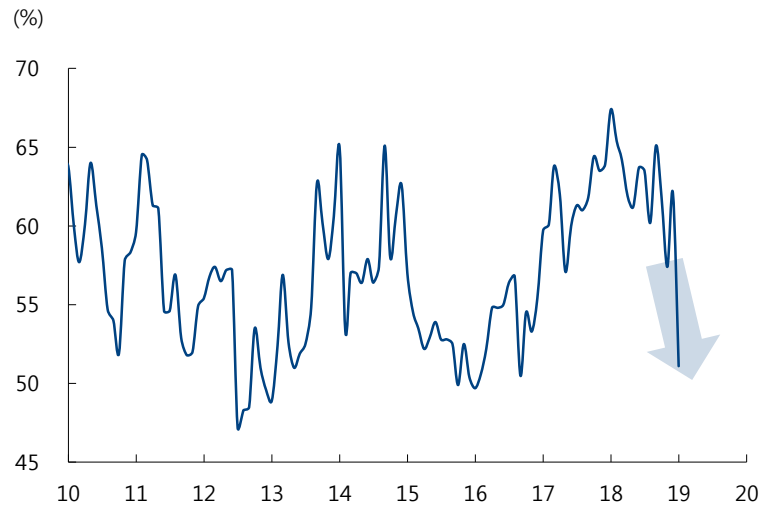


자료: 하이투자증권 리서치

달러 약세 지속성 : 非미국 경기를 좀 더 지켜보자

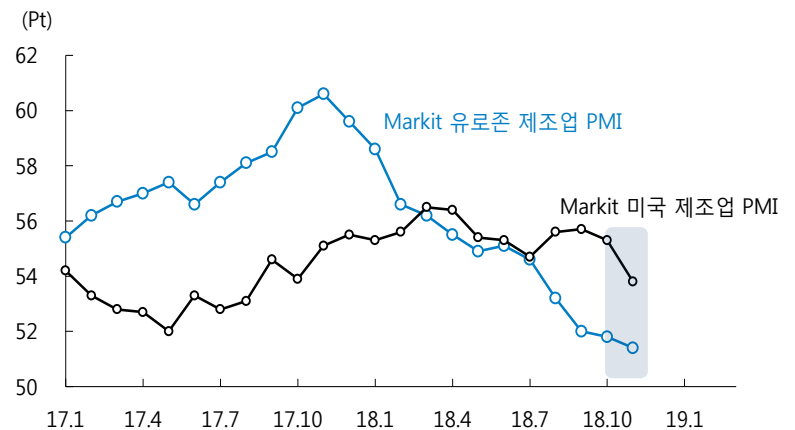
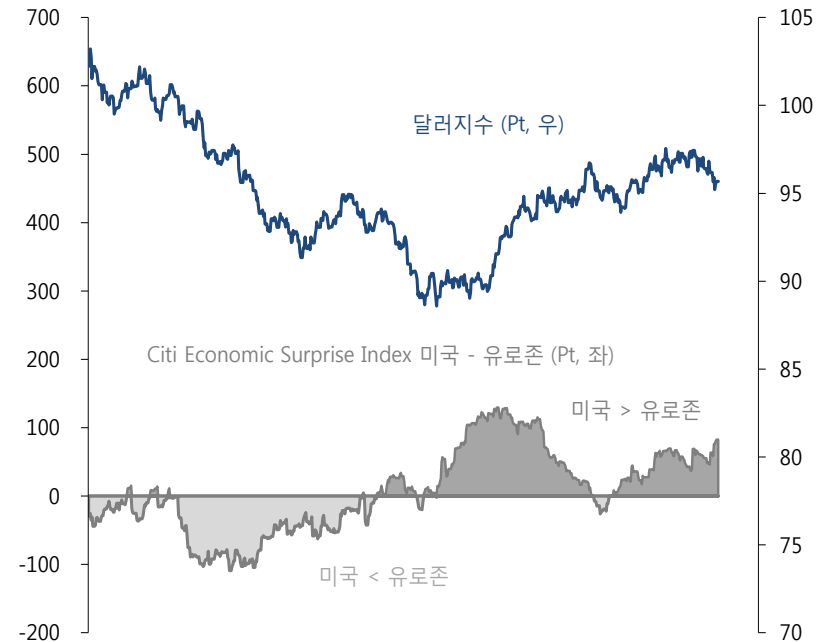
- 17년 6월의 달러 약세는 『EU 등 非미국 지역의 경기 호조』에 기반
- 그러나 현재 달러 약세는 『전반적 경기 둔화 - 非미국 경기 부진 속
에 미국 경기 둔화 전환』-에 기반. 따라서 달러 약세의 추세성 대
한 판단은 非미국 경기 상황을 좀 더 지켜봐야 함
- 따라서 업종 전체에 대한 비중 확대 전략보다는 『낙폭이 과대했던
업종 대표주로의 선별적 접근』이 바람직하다는 판단

그림5. 미국 제조업 ISM 지수 중 신규 주문 추이



자료 : 하이투자증권 리서치

그림6. 현재의 달러 약세는 미국, 非미국 모두의 경기 둔화에 기반하고 있다



자료 : 하이투자증권 리서치

철강/비철금속 산업 - 『Bottom Signal』

1. Summary / #4

2. Macro 환경 분석 / #6

3. 철강 산업 / #10

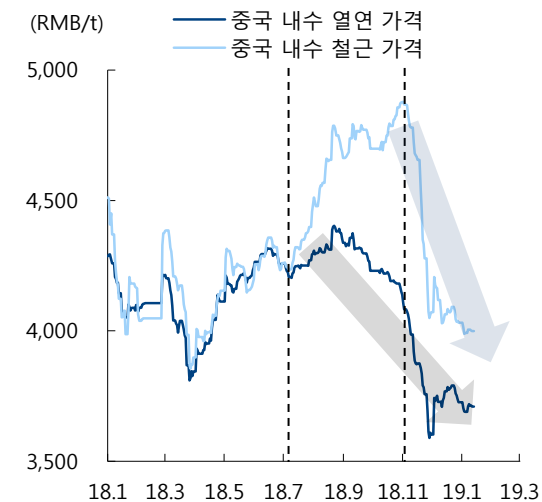
4. 비철금속 산업 / #20

5. 주요 종목 / #28

19년 상반기까지 철강업종 실적 둔화 불가피

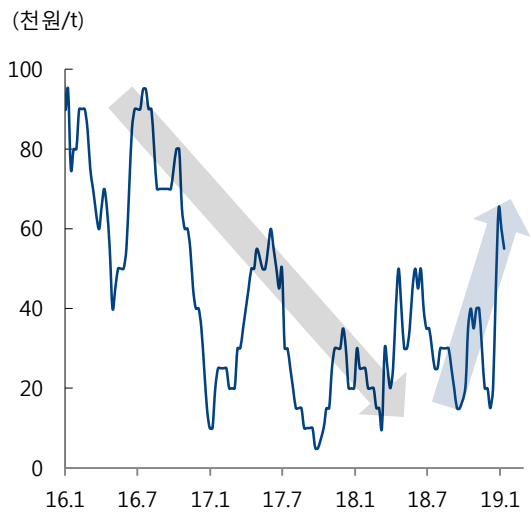
- 국내 철강 업종, 19년 상반기까지 실적 둔화 불가피
- 18년 4분기 이후 중국 철강 가격 급락에 따른 저가 중국산 철강재 유입 증가로 19년 1분기 중 내수 가격 인하가 불가피 하기 때문

그림7. 중국 내수 철강 가격 추이



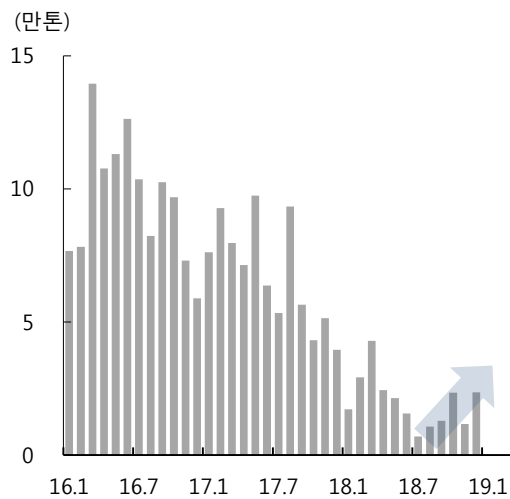
자료: 하이투자증권 리서치

그림8. 국내산 철근 - 중국산 철근 가격 차이



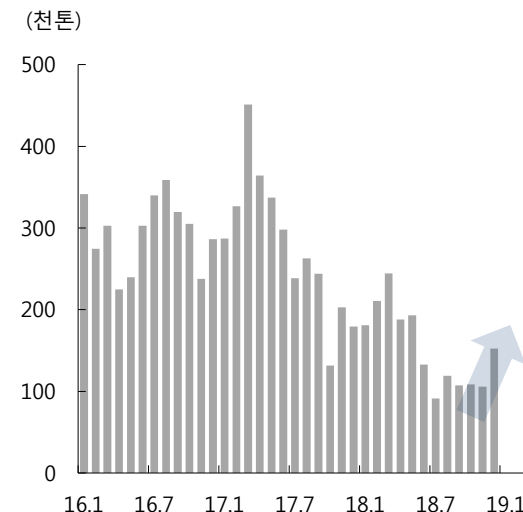
자료: 하이투자증권 리서치

그림9. 중국산 철근 수입량 추이 : 증가 불가피



자료: 하이투자증권 리서치

그림10. 중국산 열연강판 월별 수입량 추이



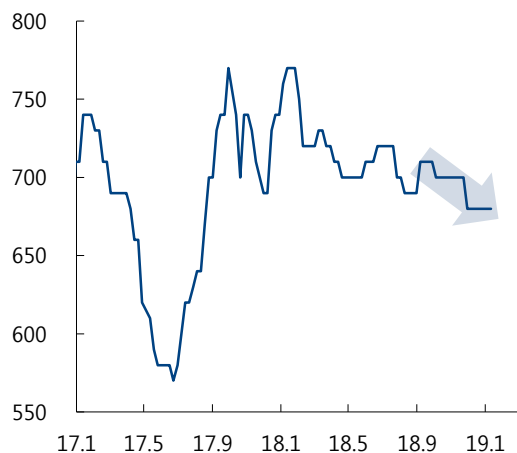
자료: 하이투자증권 리서치

19년 상반기까지 철강업종 실적 둔화 불가피

- 이미 국내 철강 제품 유통 가격은 하락 중
- 19년 1분기 중 국내 철강사의 자동차, 가전 등 실수요向 판매 가격 인하 불가피

그림11. 국내 열연 유통 가격 추이

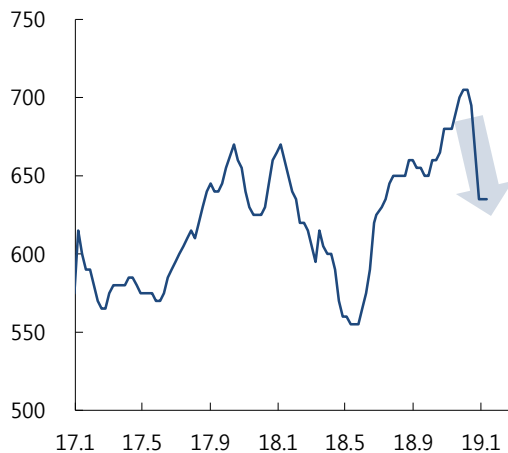
(천원/t)



자료: 하이투자증권 리서치

그림12. 국내 철근 유통 가격 추이

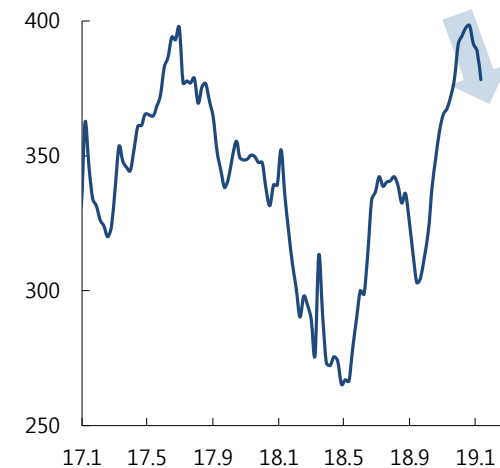
(천원/t)



자료: 하이투자증권 리서치

그림13. 국내산 철근 유통 가격 - 스크랩 스프레드

(천원/t)



자료: 하이투자증권 리서치

19년 상반기까지 철강업종 실적 둔화 불가피

- 조선 업황 호조에에도, 국내 철강사의 중후판 가격 인상 역시 쉽지 않을 것으로 판단함
- 중국 내수 중후판 가격 ↓ → 중국산 중후판 수입단가 ↓ → 중국산 중후판 수입량 ↑

그림14. 중국 내수 후판 가격 추이



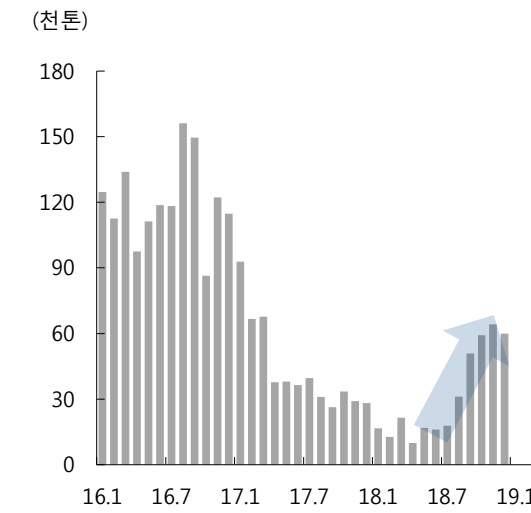
자료: 하이투자증권 리서치

그림15. 중국산 후판 수입단가 추이



자료: 하이투자증권 리서치

그림16. 중국산 보통강 중후판 수입량 추이

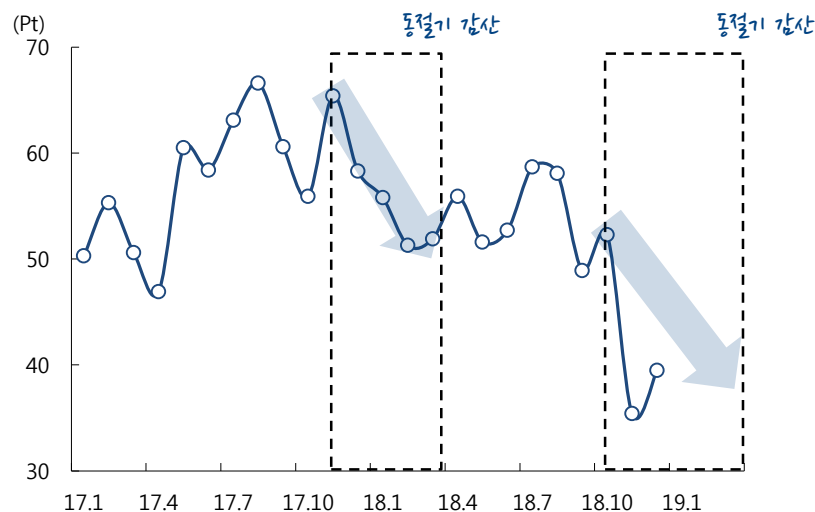


자료: 하이투자증권 리서치

중국, 1분기 중 제품 수급 개선은 쉽지 않으나...

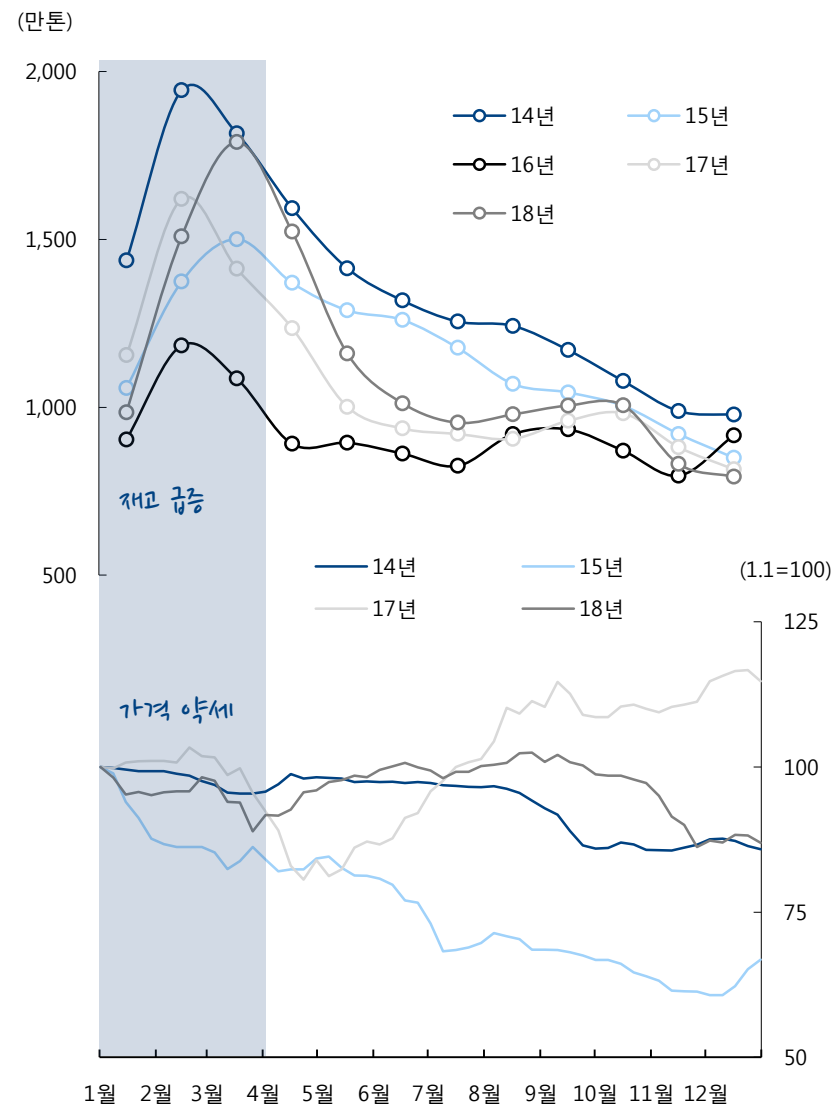
- [근거 1] 12월~2월은 감산 전 비축 수요 종료 및 동절기 비수기 진입으로 신규 주문이 급감하는 시기
- [근거 2] 중국 춘절 연휴 [19년 2/4~2/10] 종료 이후에도 약 1개월은 철강 가격 둔화 불가피. 춘절 전 급증한 철강 유통 재고를 소화해야 하기 때문

그림 17. 17년 동절기 감산 실시 이후 중국 철강 PMI 중 신규 주문 항목



자료: 하이투자증권 리서치

그림 18. 14~18년 중국 유통 재고와 중국 내수 열연 가격 추이

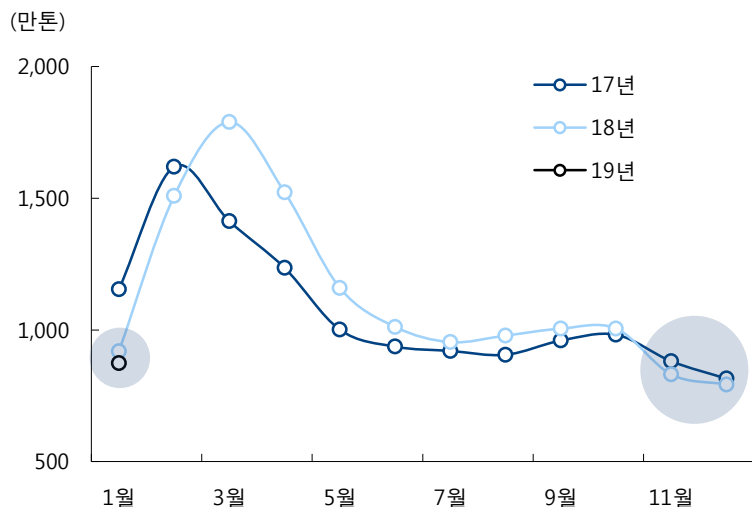


자료: 하이투자증권 리서치

『Bottom Signal』이 나타나고 있다

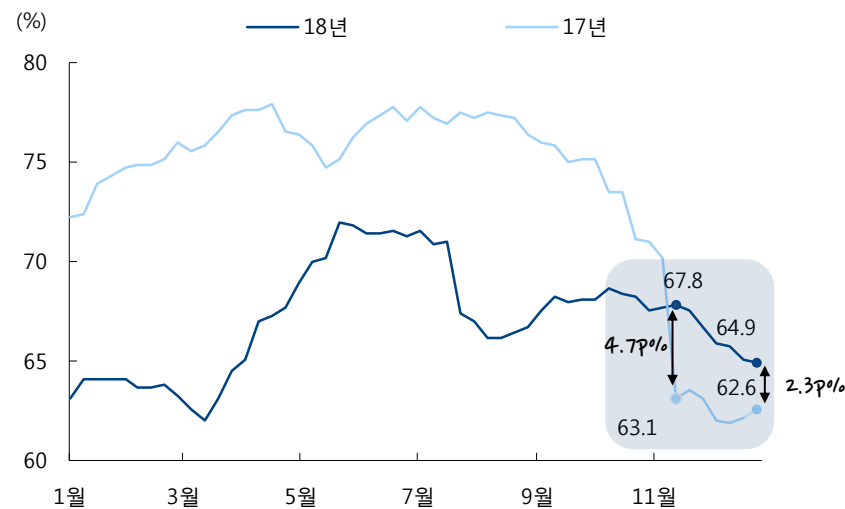
- [근거 1] 동절기 감산 완화에 따른 수급 악화 우려 점진적 완화 중. 19년 1월 현재 Survey 가동률 [1/11 현재 64.4%]은 18년 1월 수준 [64.1%]과 거의 유사한 수준
- [근거 2] 유통 재고 역시 전년비 부담 없는 상황

그림19. 17~19년 중국 유통 재고 월별 비교



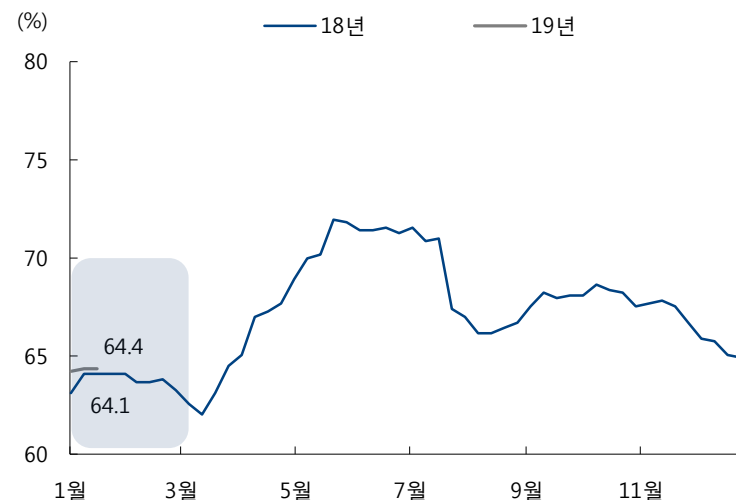
자료: 하이투자증권 리서치

그림20. 중국 전체 철강사 Survey 가동률 추이 : 17년, 18년 비교



자료: 하이투자증권 리서치

그림21. 중국 전체 철강사 Survey 가동률 추이 : 18년, 19년 비교

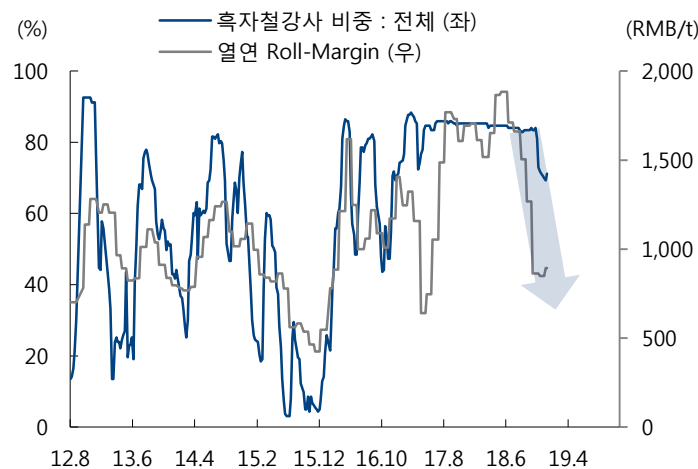


자료: 하이투자증권 리서치

『Bottom Signal』이 나타나고 있다

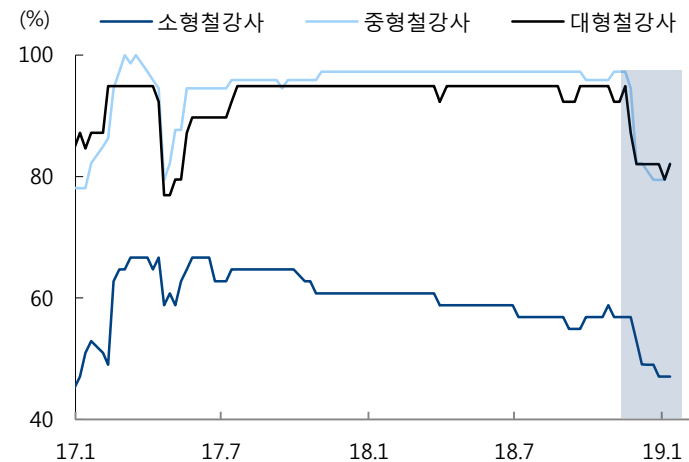
- 동절기 감산 완화에도 수급이 크게 악화되지 않은 이유는 수익성 악화로 인한 중국 철강사의 『자발적 감산』

그림22. 중국 흑자 철강사 비중과 중국 열연 Roll-Margin 추이



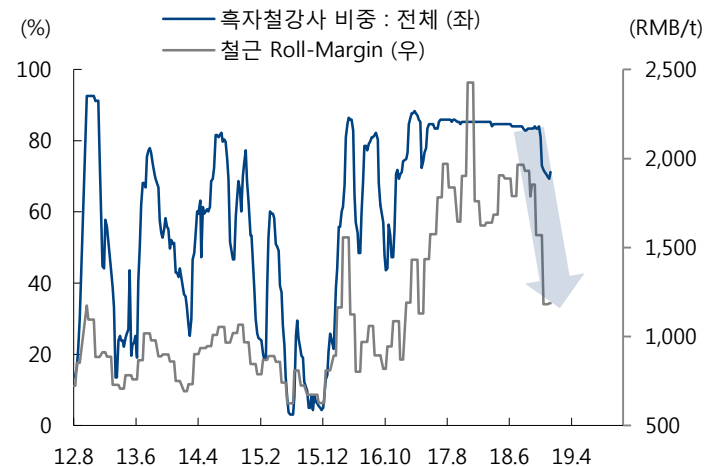
자료: 하이투자증권 리서치

그림23. 17년 ~ 현재 중국 흑자 철강사 비중 : 규모별 구분



자료: 하이투자증권 리서치

그림24. 중국 흑자 철강사 비중과 중국 철근 Roll-Margin 추이

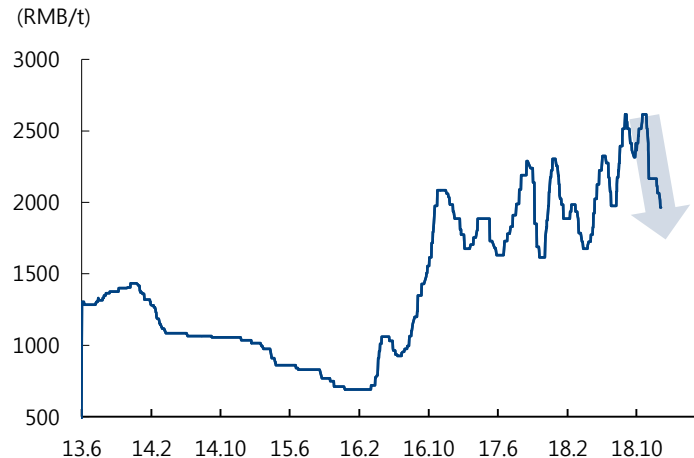


자료: 하이투자증권 리서치

『Bottom Signal』이 나타나고 있다

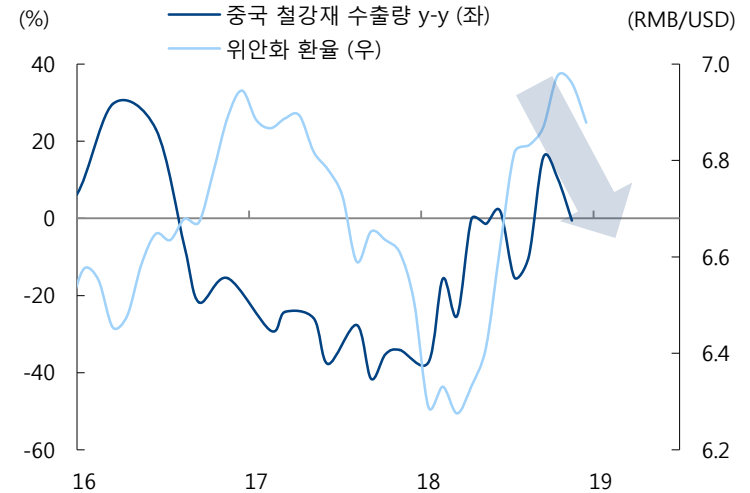
- [근거 3] 최근 위안화 강세 전환에 따른 중국 철강재 수출 둔화 가능성. 또한 위안화 강세는 달러화 표시 중국 철강 수출 가격을 지지하는 역할
- [근거 4] 중국 주요 제품 Roll-Margin 바닥 수준 도달. 또한 판재류 Roll-Margin은 Cokes 가격 하락에 따른 원가 하락으로 소폭 반등
- 최근 중국 철강사 내수 가격 인하 기조가 중단된 점도 감안할 필요. 중국 안산강철은 9년 2월 내수 열연강판 가격 50위안 인상

그림25. 중국 내수 Cokes 가격 추이



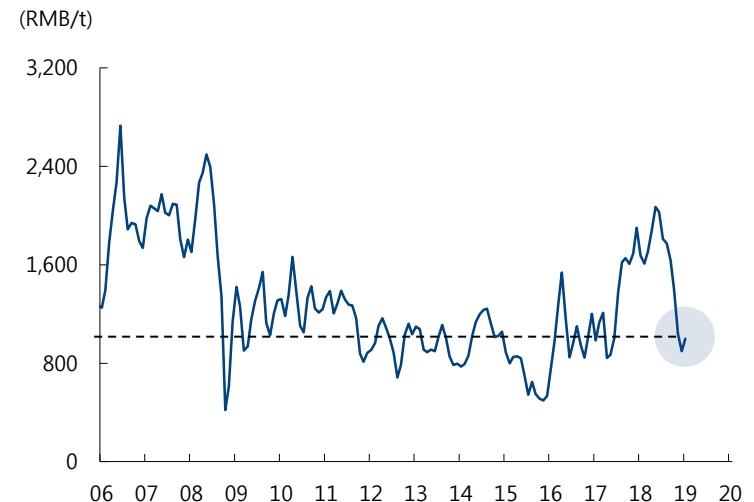
자료: 하이투자증권 리서치

그림26. 위안화/달러 환율과 중국 철강재 수출량 y-y 증감률



자료: 하이투자증권 리서치

그림27. 중국 내수 중후판 Roll-Margin 추이

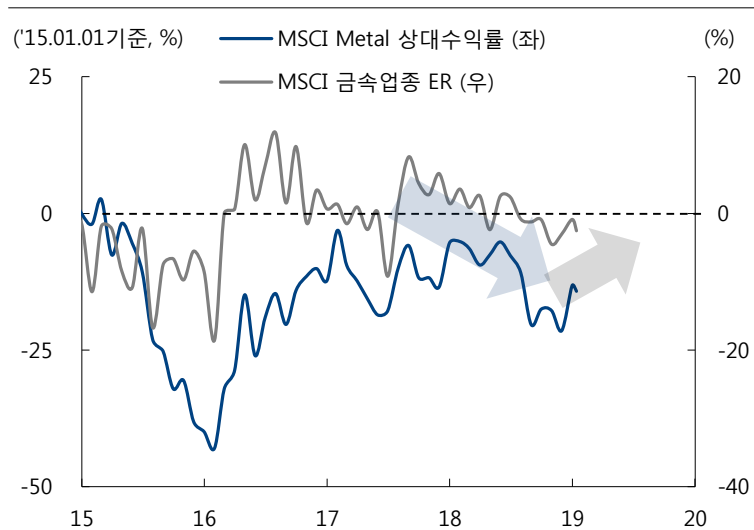


자료: 하이투자증권 리서치

『Bottom Signal』이 나타나고 있다

- [근거 5] 글로벌 철강 업종 ER [Earnings Revision] 하향 조정, 18년 4분기 실적 발표를 기점으로 일단락 될 것
- [근거 6] Valuation 매력 : POSCO의 경우, 19년 감익을 가정하더라도 저평가

그림28. MSCI 금속업종 ER과 철강업종 상대수익률 추이



자료: 하이투자증권 리서치

그림29. POSCO PBR BAND CHART와 철강 부문 실적 지표 추이

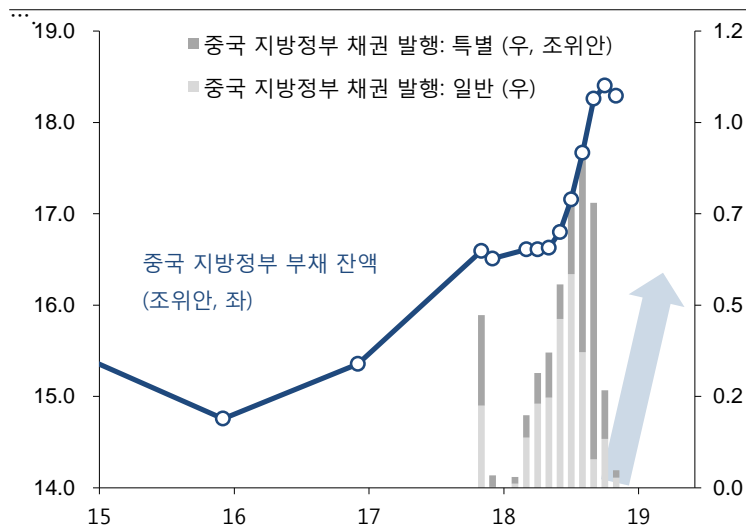


자료: 하이투자증권 리서치

경기 불확실성은 여전 : 『업종 대표주』 위주의 접근

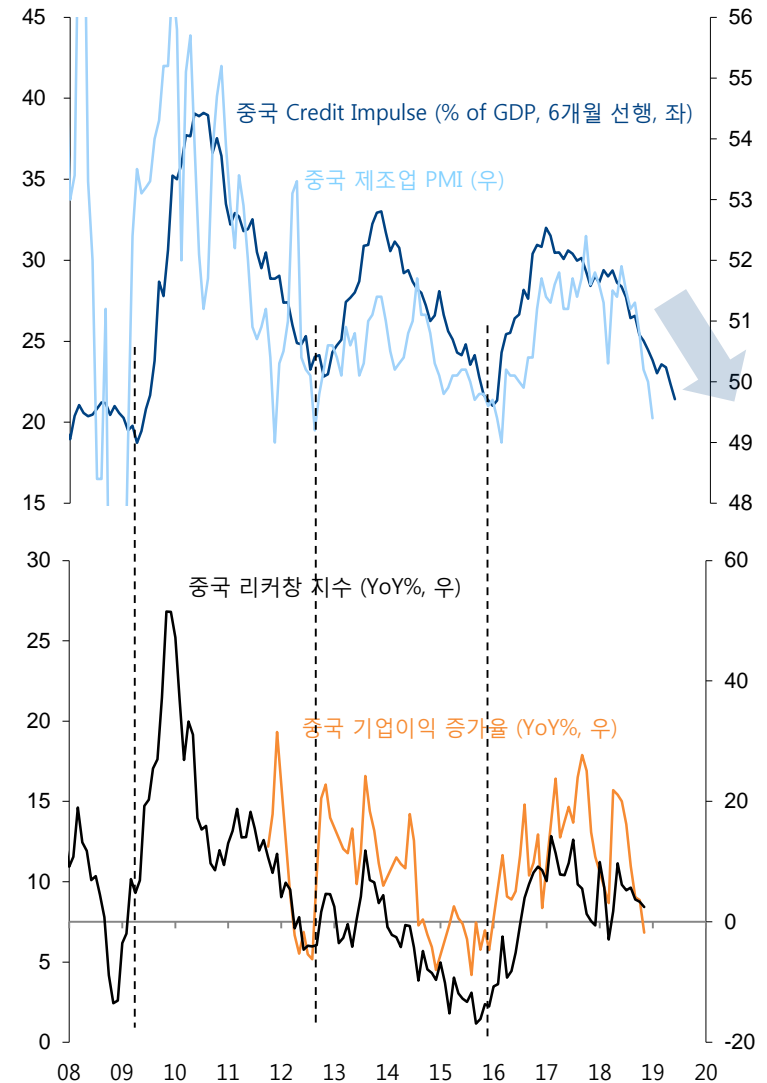
- 18년 지준율 인하에도 리커창 지수, 기업 이익 등 경기 지표를 선행하는 중국 Credit Impulse [사회 총융자 + 지방정부 채권발행] 지속 하락 중. 중국 정부는 지방채 발행 조기 승인 및 지준율 인하 등 유동성 확대 및 재정 적자 확대 [18년 GDP 대비 2.6% → 19년 2.8% 예상]에 나서고 있으나...
- 3/2 중국 양회에서 19년 GDP 전망치 하향 [6.0%] 등 경기 불확실성 여전. 이는 철강 수요 측면에서의 불확실성을 시사
- 따라서 업종 전체에 대한 비중 확대 및 종목 확산 보다는 『POSCO 등 업종 대표주』로의 접근 정도가 유효해 보임

그림30. 중국 지방 정부 부채 잔액 및 채권 발행 규모 : 늘어나고 있는 것



자료: 하이투자증권 리서치

그림31. 중국 Credit Impulse는 정부의 유동성 확대에도 지속 하락 중



자료: 하이투자증권 리서치

철강/비철금속 산업 - 『Bottom Signal』

1. Summary / #4

2. Macro 환경 분석 / #6

3. 철강 산업 / #10

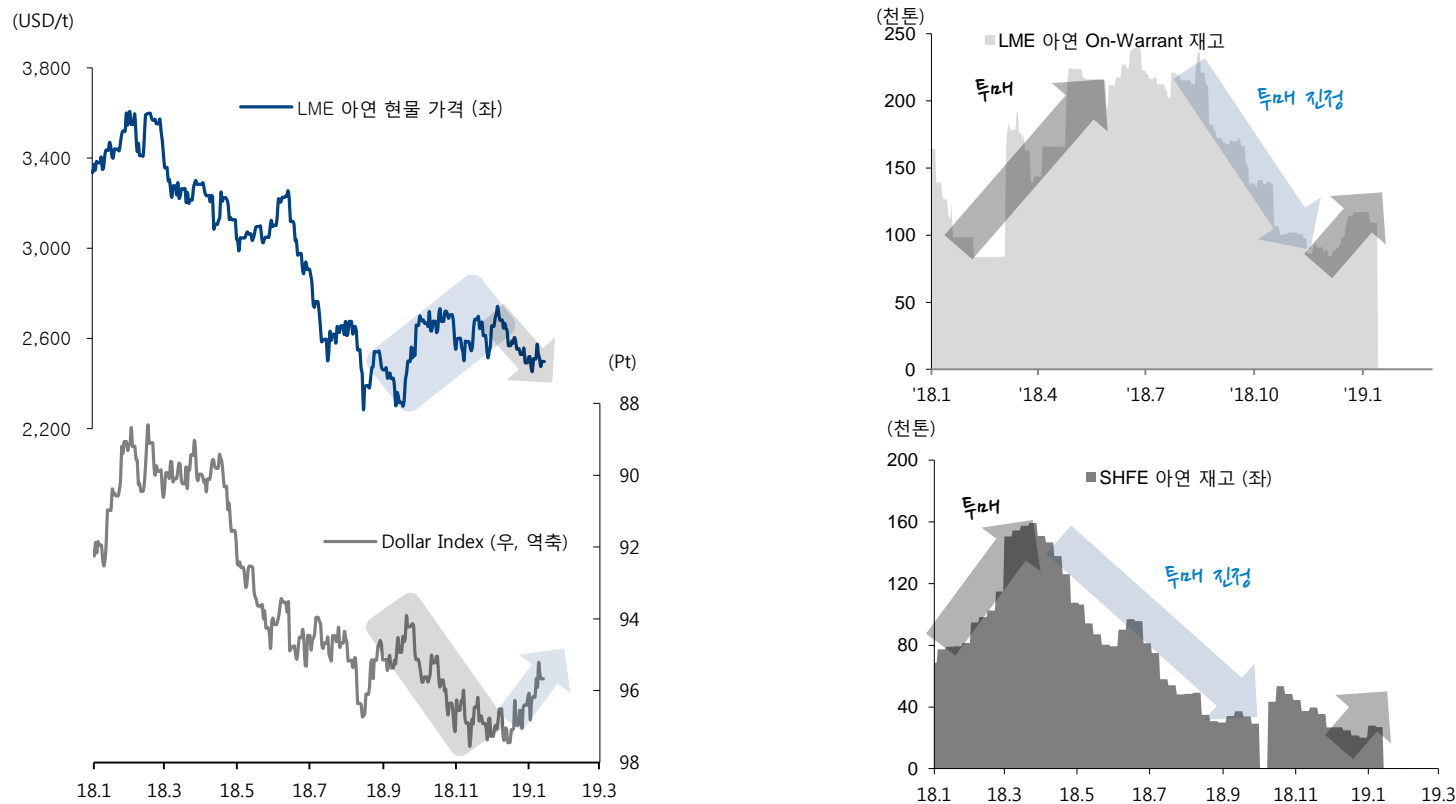
4. 비철금속 산업 / #20

5. 주요 종목 / #28

최근 투기적 수요는 관망 움직임을 보이고 있다

- 최근 달러 약세 기조에도 아연 가격 상승 폭은 타 비철금속 대비 크지 않았음
- 투기적 수요 역시 관망 중. LME On-Warrants 및 SHFE 재고 최근 증가 추세

그림32. 최근 달러 약세 전환에도 아연 가격은 타 비철금속 대비 상대적으로 부진하다. 투기적 수요 역시 뚜렷한 움직임이 없다

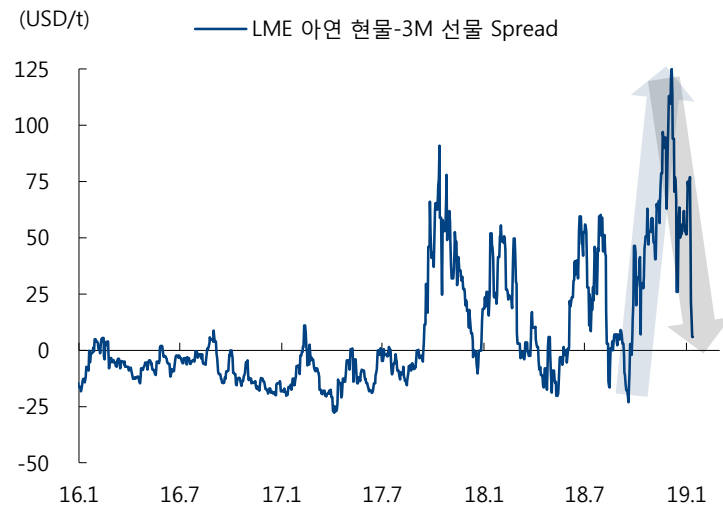


자료: 하이투자증권 리서치

최근 투기적 수요는 관망 움직임을 보이고 있다

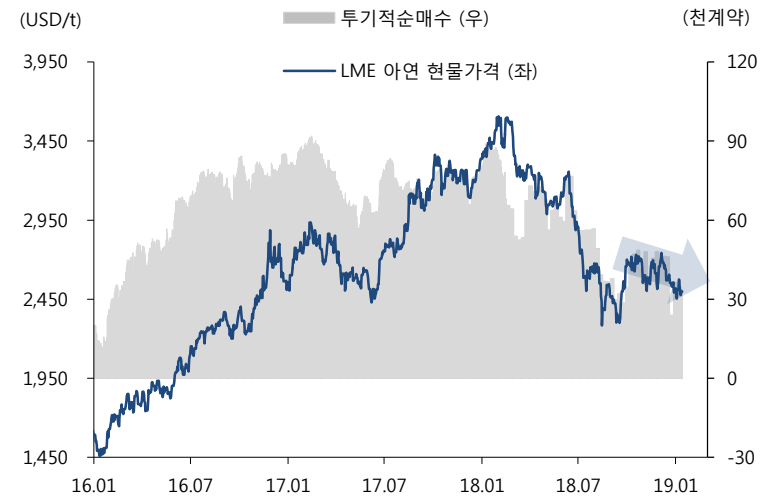
- 18년 12월 100달러를 상회했던 아연 Backwardation 수치 역시 최근 급락 [1/11 현재 6달러]
- LME 거래소의 투기적 순매수 포지션 역시 큰 변화가 없음

그림33. 아연의 Backwardation [현물 > 3M 선물] 폭도 최근 둔화 국면이다



자료: 하이투자증권 리서치

그림34. LME 거래소의 투기적 순매수 포지션 역시 큰 변화가 없다

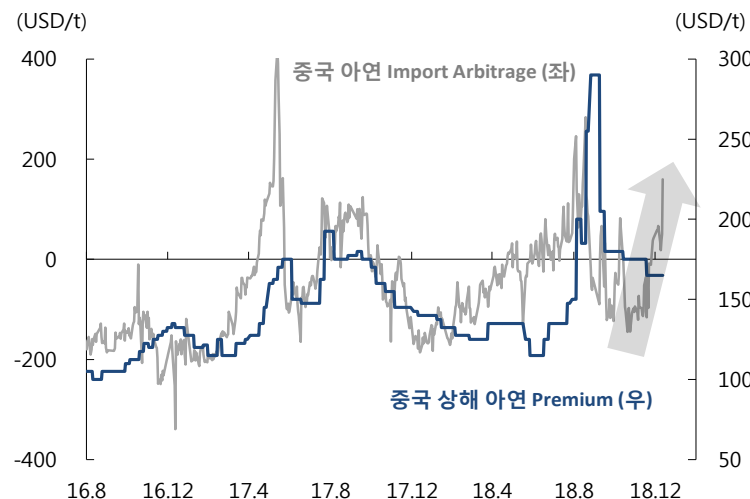


자료: 하이투자증권 리서치

그러나 1분기까지 수급은 양호할 것

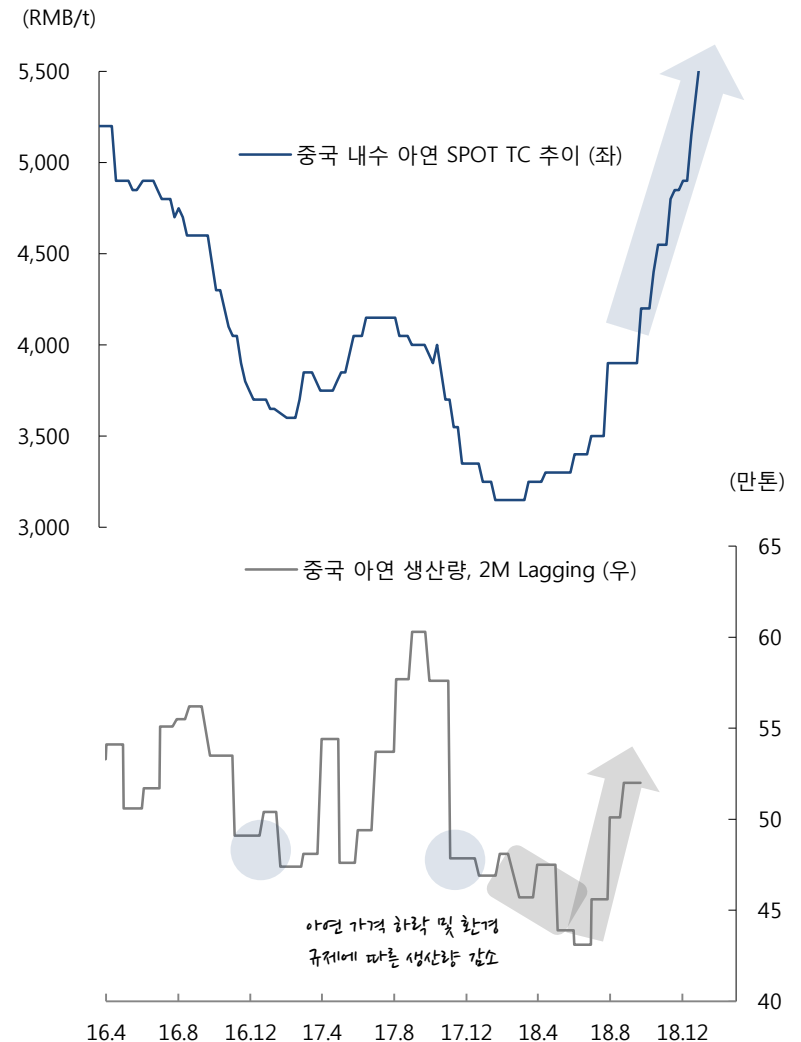
- 그러나 최소 1분기까지는 아연 가격은 건조한 흐름을 보일 것.
전술한 Macro 요인 및 타이트한 수급 상황때문
- 가파른 내수 TC 상승으로 중국 아연 생산량은 최근 증가하고 있으나, 1분기까지 수급은 대체로 건조할 것으로 전망
- 이유는 『1) 동절기 아연 생산량 둔화, 2) 중국 주력 아연 제련업체의 생산 차질 : Zhuzhou [공장 이전], Hanzhong Zinc Smelting [Slag 적체에 따른 가동 중단]』
- 단기 투기적 수요 긍정적. 최근 LME/SHFE Arbitrage Window Open

그림35. 중국 아연 Import Arbitrage는 중국의 투기적 수요 증가 요인



자료: 하이투자증권 리서치

그림36. 내수 TC의 상승으로 중국 아연 생산 역시 점진적으로 증가 중이다

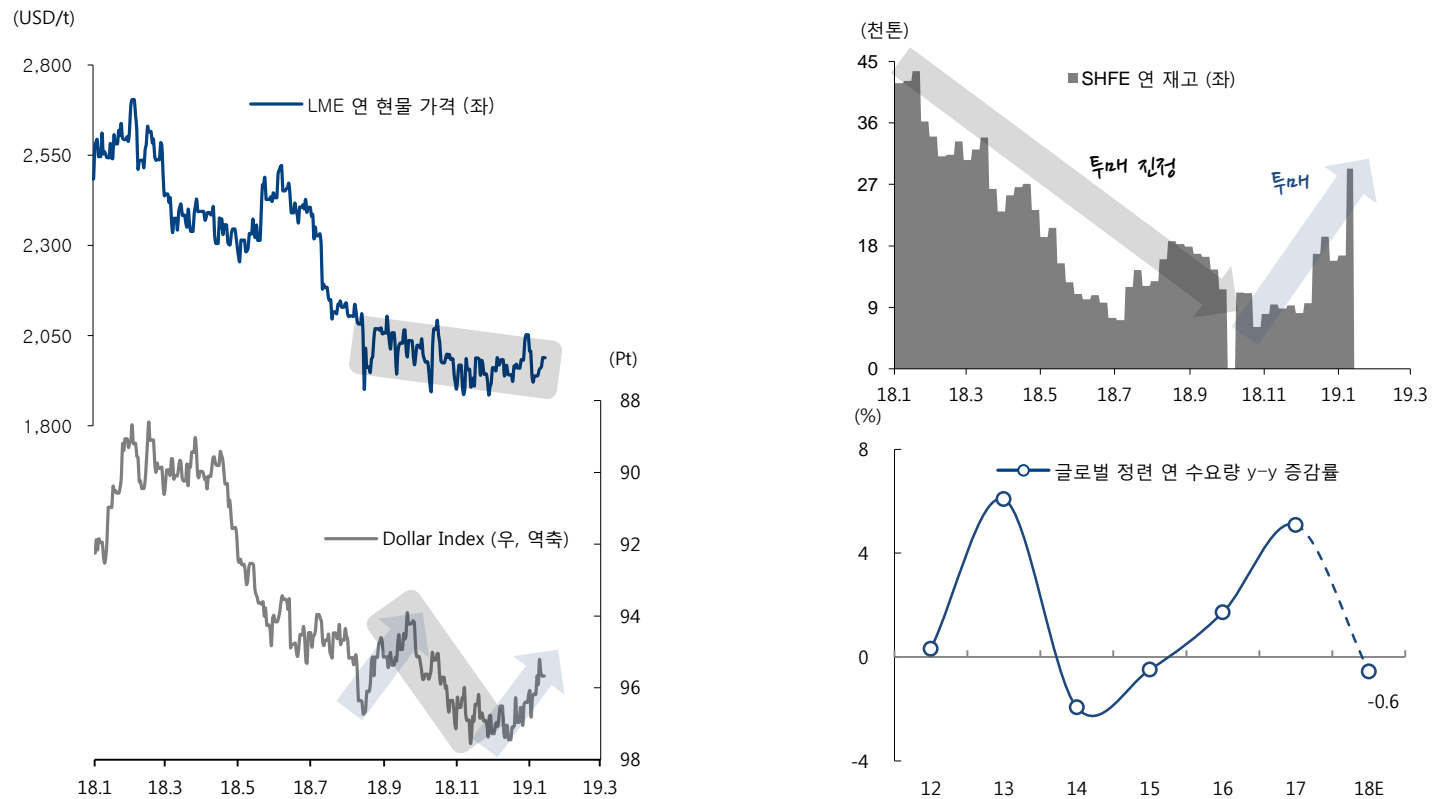


자료: 하이투자증권 리서치

연, 수요 둔화 우려가 가격을 누르고 있다

- 최근 주목해야 할 현상은 SHFE 거래소에서의 연 재고 급증. 이는 매물이 출회되고 있음을 시사
- 이같은 투기적 수요 이탈 배경은 자동차 부진에 따른 향후 납 축전지 판매량 감소. 즉 『연 수요 둔화 우려』

그림37. 중국 자동차 수요 둔화 및 전기차 위주로의 산업 재편으로 향후 연 수요는 둔화될 것이라는 우려가 높아지고 있다. SHFE 재고 급증은 이러한 우려를 반영하고 있다.

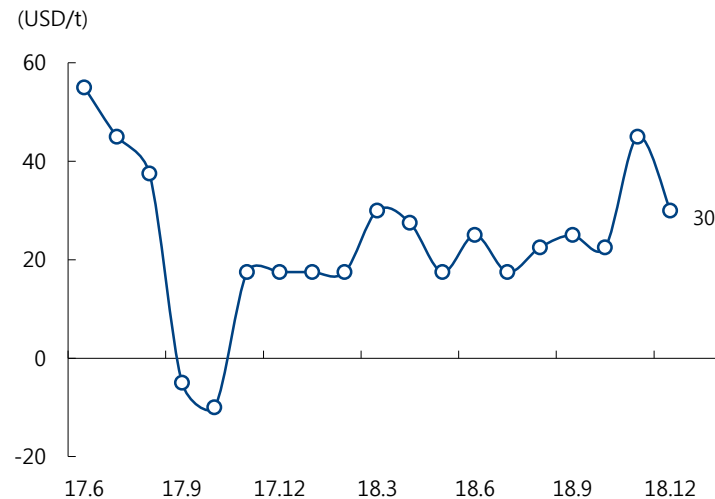


자료: 하이투자증권 리서치

중국 생산량 증가는 여러모로 부담스럽다

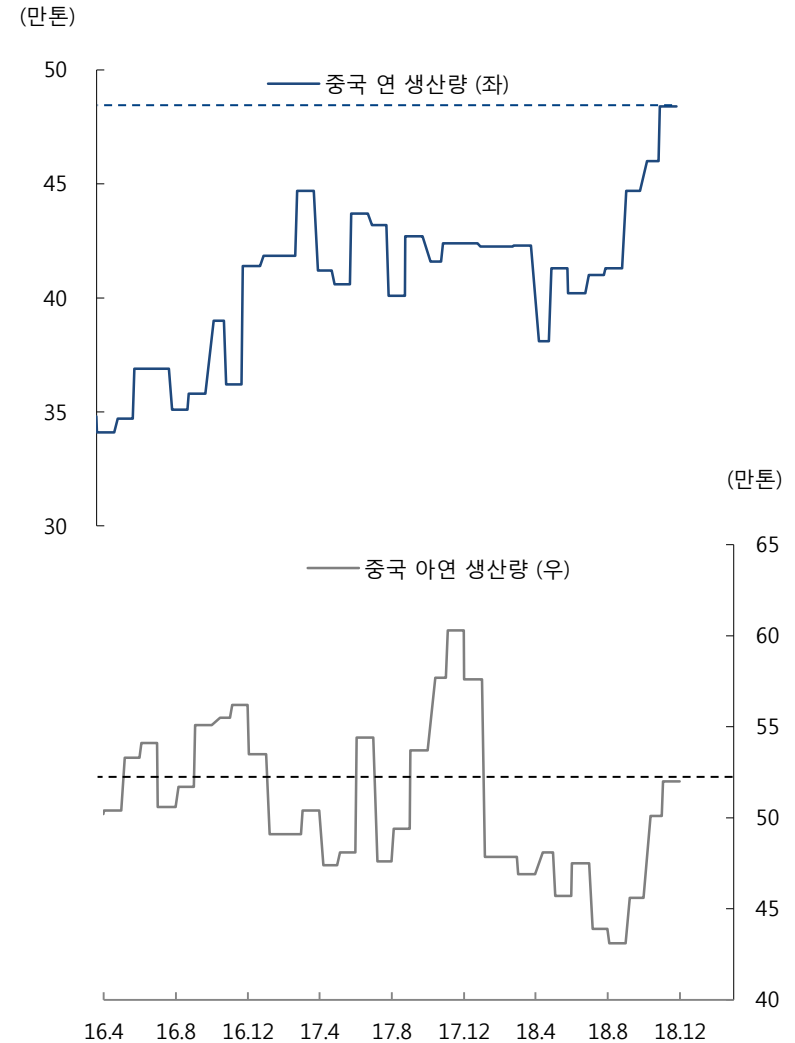
- [중국 국가통계국 발표 수치 기준] 중국 연 생산량은 아연과는 달리 고점 경신 중. 재생연 [Secondary Lead, 스크랩을 원료 사용] 생산량이 상대적으로 크게 늘었기 때문. 수요 둔화 국면에서 생산량 증가는 수급 부담 요인
- 이러한 증산은 연 Spot에도 부정적. 증산에 따른 정광 수요 증가로 연 Spot TC 반등폭은 아연 대비 미미

그림38. 연 Spot TC 추이 : 아연과는 달리 반등 폭이 미미하다



자료: 하이투자증권 리서치

그림39. 아연과는 달리 중국 연 생산량은 가파르게 증가하고 있다

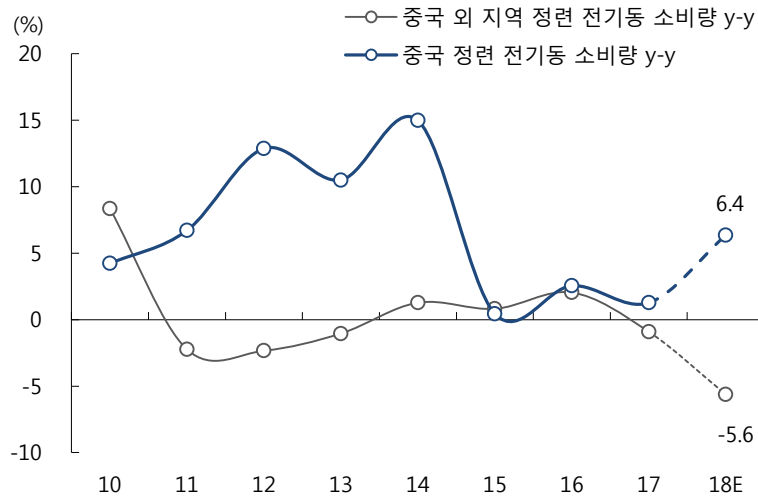


자료: 하이투자증권 리서치

중국의 수급은 여전히 견조한 상황

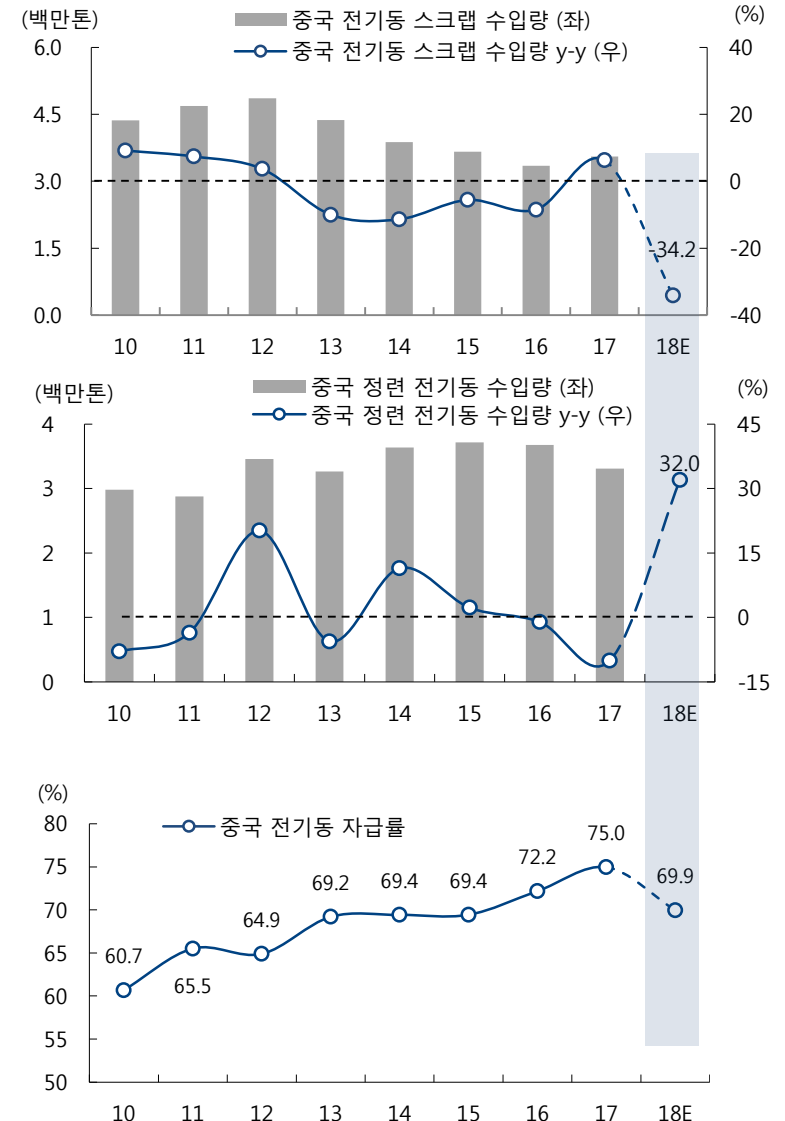
- 중국의 전기동 수급은 여전히 양호 『1) 전방 산업인 전력 등 인 프라 수요 견조 : 중국의 전기동 수요 호조 지속 2) 스크랩 수입 제한 정책에 따른 중국의 전기동 수입량 증가』 때문

그림40. 글로벌 전기동 수요량 y-y 증감률 : 지역별 구분



자료: 하이투자증권 리서치

그림41. 중국의 스크랩 수입 제한에 따른 정련동 수입 증가세는 지속될 것이다

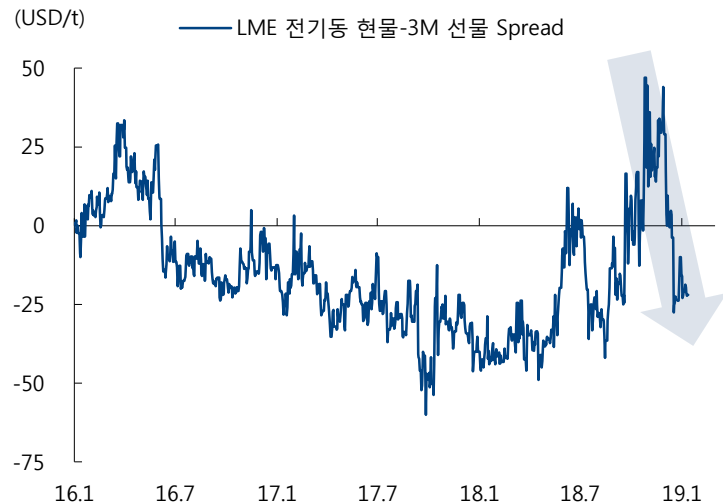


자료: 하이투자증권 리서치

인도 생산 재개가 단기 수급 부담 요인으로 작용

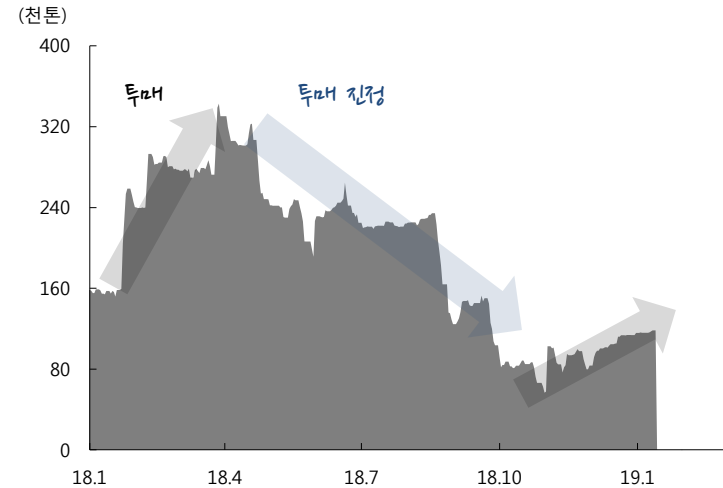
- 그러나 단기 투기적 수요의 이탈 움직임이 감지되고 있음. 12월 인도 Sterlite Coppers의 Tuticorin smelter [연산 40만톤] 재가동 소식 이후 LME 거래소로의 매물 [On-Warrant 재고] 출회 증가
- 이에 Backwardation [현물 가격 > 3M 선물 가격] 상태였던 LME 전기동 가격은 다시 Contango [현물 가격 < 3M 선물 가격]로 전환
- SHFE에서는 투기적 수요 이탈 움직임은 없음. 중국 부양 기대감이 반영된 것으로 추정됨

그림42. LME 전기동 [현물 - 3M] 스프레드 추이



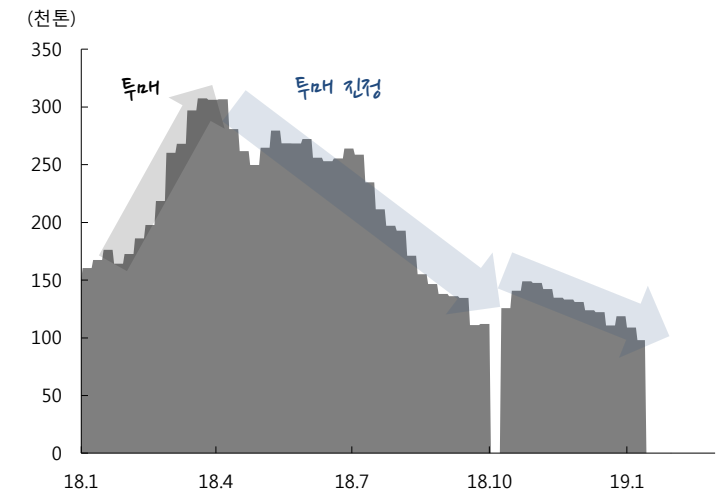
자료: 하이투자증권 리서치

그림43. LME 전기동 On Warrant 재고 추이



자료: 하이투자증권 리서치

그림44. SHFE 전기동 재고 추이



자료: 하이투자증권 리서치

철강/비철금속 산업 - 『Bottom Signal』

- 1. Summary / #4
- 2. Macro 환경 분석 / #6
- 3. 철강 산업 / #10
- 4. 비철금속 산업 / #20
- 5. 주요 종목 / #28

실적 모멘텀 부재에도 『Bottom Signal』에 관심을 가져야 할 시기

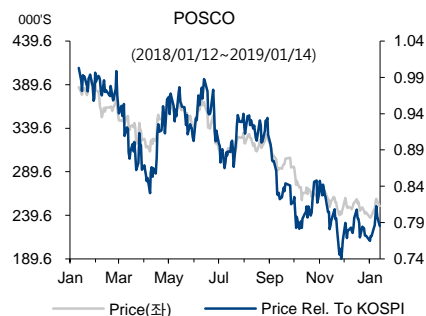
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	330,000원(하향)
증가(2019/01/14)	250,000원

Stock Indicator

자본금	482십억원
발행주식수	8,719만주
시가총액	21,797십억원
외국인지분율	54.6%
52주주가	237,000~395,000원
60일평균거래량	272,706주
60일평균거래대금	69.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.6	-5.7	-21.0	-35.3
상대수익률	-1.3	-1.2	-10.3	-18.0



[투자포인트]

- 18.4Q 연결기준 영업이익은 1.295조원 [-15.4%, q-q]으로 시장 컨센서스 [1.273조원]에 부합할 전망
- 3Q 대비 실적 부진 이유 : 철강 부문 실적 부진. 판매량 감소 및 탄소강 스프레드 축소 [톤당 1.5만원] 때문
- 세전 이익 및 순이익은 부진할 전망. 손상 차손 등 1회성 비용 때문
- 중국 업황 급락 여파로 19년 상반기까지 실적 둔화는 불가피. 그러나 Macro 환경의 긍정적 변화 및 전술한 Macro 변수의 긍정적 변화에 관심을 가져야 할 시기
- 동사 12개월 Forward PBR은 0.46x 수준. 19년 감익을 감안하더라도 저평가
- 투자이견 Buy를 유지하나, 목표주가는 기존 35만원에서 33만원으로 하향 조정함. 목표주가 하향은 1회성 비용 인식에 따른 BPS 감소 및 중국 업황 부진으로, 수익 예상을 하향 조정했기 때문
- 목표주가는 12개월 Forward 예상 BPS 541,834원에 Target PBR 0.6x [12개월 Forward ROE 7.0%, COE 12%]를 적용하여 산출
- 19년 철강업종 최선호주를 유지함

FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	60,655	64,250	64,054	63,856
영업이익(십억원)	4,622	5,566	4,939	5,127
순이익(십억원)	2,790	2,658	3,241	3,374
EPS(원)	32,001	30,482	37,168	38,696
BPS(원)	501,600	518,305	541,686	566,595
PER(배)	10.4	8.2	6.7	6.5
PBR(배)	0.7	0.5	0.5	0.4
ROE(%)	6.5	6.0	7.0	7.0
배당수익률(%)	1.1	1.4	1.4	1.4
EV/EBITDA(배)	5.0	3.5	3.8	3.7

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

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

(단위 : 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	7,761	7,705	7,906	7,434	30,805	7,493	7,514	7,753	7,640	30,400
영업이익	1,016	822	1,095	883	3,816	794	755	851	814	3,214
영업이익률	13.1%	10.7%	13.8%	11.9%	12.4%	10.6%	10.0%	11.0%	10.7%	10.6%

자료: POSCO, 하이투자증권

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

(단위 : 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	15,862	16,083	16,411	15,894	64,250	15,992	15,971	16,088	16,003	64,054
영업이익	1,488	1,252	1,531	1,295	5,566	1,204	1,163	1,306	1,266	4,939
세전이익	1,483	929	1,446	138	3,997	1,137	1,095	1,239	1,198	4,669
지배주주순이익	994	545	1,020	100	2,658	789	760	860	832	3,241
영업이익률	9.4%	7.8%	9.3%	8.1%	8.7%	7.5%	7.3%	8.1%	7.9%	7.7%
세전이익률	9.3%	5.8%	8.8%	0.9%	6.2%	7.1%	6.9%	7.7%	7.5%	7.3%
지배주주순이익률	6.3%	3.4%	6.2%	0.6%	4.1%	4.9%	4.8%	5.3%	5.2%	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	64,250	64,054	64,425	64,724	-0.3%	-1.0%
영업이익	5,566	4,939	5,492	5,008	1.3%	-1.4%
세전이익	3,997	4,669	4,919	4,752	-18.7%	-1.7%
지배주주순이익	2,658	3,241	3,306	3,257	-19.6%	-0.5%
영업이익률	8.7%	7.7%	8.5%	7.7%	0.1%p	0.0%p
세전이익률	6.2%	7.3%	7.6%	7.3%	-1.4%p	-0.1%p
지배주주순이익률	4.1%	5.1%	5.1%	5.0%	-1.0%p	0.0%p

자료: POSCO, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	31,127	34,871	33,712	34,032
현금 및 현금성자산	2,613	3,934	2,839	3,223
단기금융자산	7,689	8,919	8,919	8,919
매출채권	10,906	11,356	11,325	11,293
재고자산	9,951	10,601	10,569	10,536
비유동자산	47,898	47,234	49,442	51,607
유형자산	31,884	32,660	34,708	36,727
무형자산	5,952	4,912	4,972	5,018
자산총계	79,025	82,106	83,154	85,638
유동부채	18,946	20,911	16,500	16,686
매입채무	3,465	3,671	3,659	3,648
단기차입금	8,175	8,175	8,175	9,175
유동성장기부채	3,100	4,986	700	-
비유동부채	12,615	12,109	15,409	15,409
사채	4,986	0	4,000	4,000
장기차입금	4,803	9,283	8,583	8,583
부채총계	31,561	33,020	31,909	32,095
지배주주지분	43,733	45,189	47,228	49,400
자본금	482	482	482	482
자본잉여금	1,413	1,413	1,413	1,413
이익잉여금	43,057	45,074	47,674	50,407
기타자본항목	-1,219	-1,780	-2,341	-2,902
비지배주주지분	3,731	3,896	4,018	4,144
자본총계	47,464	49,086	51,246	53,544

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	5,607	6,739	7,888	8,073
당기순이익	2,973	2,823	3,362	3,500
유형자산감가상각비	2,888	2,923	2,952	2,981
무형자산상각비	410	400	310	315
지분법관련손실(이익)	11	-280	100	100
투자활동 현금흐름	-3,818	-4,387	-5,586	-5,576
유형자산의 처분(취득)	-2,248	-3,700	-5,000	-5,000
무형자산의 처분(취득)	-315	640	-370	-360
금융상품의 증감	994	120	-	-
재무활동 현금흐름	-1,566	890	-1,476	-191
단기금융부채의증감	558	1,886	-4,286	300
장기금융부채의증감	-1,410	-506	3,300	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-226	-226	-226	-226
현금및현금성자산의증감	165	1,321	-1,095	385
기초현금및현금성자산	2,448	2,613	3,934	2,839
기말현금및현금성자산	2,613	3,934	2,839	3,223

자료: POSCO, 하이투자증권 리서치센터

포괄손익계산서	(단위:십억원, %)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	60,655	64,250	64,054	63,856
증가율(%)	14.3	5.9	-0.3	-0.3
매출원가	52,299	55,102	55,505	55,108
매출총이익	8,356	9,148	8,549	8,748
판매비와관리비	3,734	3,582	3,609	3,620
연구개발비	126	133	133	132
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	4,622	5,566	4,939	5,127
증가율(%)	62.5	20.4	-11.3	3.8
영업이익률(%)	7.6	8.7	7.7	8.0
이자수익	212	369	337	348
이자비용	653	695	654	663
지분법이익(손실)	11	-280	100	100
기타영업외손익	-341	-682	-100	-100
세전계속사업이익	4,180	3,997	4,669	4,861
법인세비용	1,206	1,174	1,307	1,361
세전계속이익률(%)	6.9	6.2	7.3	7.6
당기순이익	2,973	2,823	3,362	3,500
순이익률(%)	4.9	4.4	5.2	5.5
지배주주귀속 순이익	2,790	2,658	3,241	3,374
기타포괄이익	-561	-561	-561	-561
총포괄이익	2,412	2,262	2,801	2,939
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	32,001	30,482	37,168	38,696
BPS	501,600	518,305	541,686	566,595
CFPS	69,822	68,603	74,579	76,498
DPS	8,000	8,000	8,000	8,000
Valuation(배)				
PER	10.4	8.4	6.9	6.6
PBR	0.7	0.5	0.5	0.5
PCR	4.8	3.7	3.4	3.3
EV/EBITDA	5.0	3.6	3.9	3.8
Key Financial Ratio(%)				
ROE	6.5	6.0	7.0	7.0
EBITDA이익률	13.1	13.8	12.8	13.2
부채비율	66.5	67.3	62.3	59.9
순부채비율	22.7	19.5	18.9	18.0
매출채권회전율(x)	5.5	5.8	5.6	5.6
재고자산회전율(x)	6.4	6.3	6.1	6.1

주가 하단 확인. 개별적인 변화가 추가된다면...

Buy (Maintain)	
목표주가(12M)	59,000원(유지)
종가(2018/01/14)	49,250원

Stock Indicator

자본금	667십억원
발행주식수	13,345만주
시가총액	6,572십억원
외국인지분율	25.6%
52주주가	41,550~68,700원
60일평균거래량	398,215주
60일평균거래대금	17.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.4	-1.9	0.6	-18.6
상대수익률	7.7	2.6	11.3	-1.3



[투자포인트]

- 18.4Q 연결기준 영업이익은 3,210억원 [+314%, q-q]으로 시장 컨센서스 [3,404억원]를 하회할 것
- 전분기 대비 실적 개선은 18.3Q 실적이 통상 임금 비용 인식으로 부진했던데 따른 기저 효과. 봉형강, 고로 부문 모두 중국 업황 급락으로 당초 전망 대비 부진
- 19년 1분기 실적은 봉형강 판매량 감소 및 전 제품의 Roll-Margin 축소로 둔화될 것
- 전방 산업 부진 및 중국산 철강재 유입 증가 등 주변 업황은 여전히 불투명하나, 동사 12개월 Forward PBR 은 0.37x 수준으로 절대적 저평가 국면
- 전술한 업황 바닥 시그널 및 Macro 변수의 긍정적 변화가 동사 주가의 하방 경직성을 담보할 것
- 향후 주가의 Key Factor는 특수강 봉강 부문 흑자 전환 및 자동차 업황 개선 등 개별적 변화 요인
- 동사에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 5.9만원 유지. 수익 예상을 하향 조정했으나, 목표주가에 미치는 영향이 미미하므로 기존 목표주가를 유지함

FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	19,166	20,878	21,273	21,377
영업이익(십억원)	1,368	1,092	1,345	1,386
순이익(십억원)	716	473	798	871
EPS(원)	5,366	3,544	5,983	6,530
BPS(원)	125,261	127,476	132,131	137,332
PER(배)	10.9	13.9	8.2	7.5
PBR(배)	0.5	0.4	0.4	0.4
ROE(%)	4.4	2.8	4.6	4.8
배당수익률(%)	1.3	1.5	1.5	1.5
EV/EBITDA(배)	6.4	6.2	5.1	4.4

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

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

(단위 : 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	4,244	4,836	4,711	4,821	18,612	4,584	4,932	4,584	4,917	19,017
영업이익	250	334	91	309	985	256	332	285	344	1,216
영업이익률	5.9%	6.9%	1.9%	6.4%	5.3%	5.6%	6.7%	6.2%	7.0%	6.4%

자료: 현대제철, 하이투자증권

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

(단위 : 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	4,786	5,448	5,234	5,410	20,878	5,118	5,543	5,097	5,515	21,273
영업이익	294	376	102	321	1,092	285	368	314	378	1,345
세전이익	235	259	-38	210	666	247	301	247	311	1,105
지배주주순이익	173	184	-40	156	473	178	217	178	224	798
영업이익률	6.1%	6.9%	1.9%	5.9%	5.2%	5.6%	6.6%	6.2%	6.9%	6.3%
세전이익률	4.9%	4.7%	-0.7%	3.9%	3.2%	4.8%	5.4%	4.8%	5.6%	5.2%
지배주주순이익률	3.6%	3.4%	-0.8%	2.9%	2.3%	3.5%	3.9%	3.5%	4.1%	3.8%

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	20,878	21,273	20,947	21,542	-0.3%	-1.2%
영업이익	1,092	1,345	1,177	1,396	-7.3%	-3.7%
세전이익	666	1,105	752	1,157	-11.4%	-4.5%
지배주주순이익	473	798	534	836	-11.4%	-4.5%
영업이익률	5.2%	6.3%	5.6%	6.5%	-0.4%p	-0.2%p
세전이익률	3.2%	5.2%	3.6%	5.4%	-0.4%p	-0.2%p
지배주주순이익률	2.3%	3.8%	2.5%	3.9%	-0.3%p	-0.1%p

자료: 현대제철, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	7,863	8,312	8,375	8,300
현금 및 현금성자산	771	666	562	415
단기금융자산	168	168	168	168
매출채권	2,719	2,961	3,017	3,032
재고자산	4,098	4,384	4,467	4,489
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	33,435	32,906	32,233
유동부채	6,707	6,562	7,099	7,548
매입채무	1,255	1,367	1,393	1,400
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	16,093	14,930	13,549
지배주주지분	16,716	17,011	17,632	18,326
자본금	667	667	667	667
자본잉여금	3,914	3,914	3,914	3,914
이익잉여금	11,278	11,652	12,352	13,125
기타자본항목	856	777	698	620
비지배주주지분	320	331	344	358
자본총계	17,036	17,342	17,976	18,684

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	1,720	2,242	2,959	3,216
당기순이익	728	483	811	886
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	-104	-104	-147
기초현금및현금성자산	737	771	666	562
기말현금및현금성자산	771	666	562	415

자료 : 현대제철, 하이투자증권 리서치센터

포괄손익계산서	(단위:십억원, %)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	19,166	20,878	21,273	21,377
증가율(%)	14.8	8.9	1.9	0.5
매출원가	16,733	18,550	18,655	18,700
매출총이익	2,432	2,328	2,618	2,677
판매비와관리비	1,065	1,236	1,273	1,291
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	1,368	1,092	1,345	1,386
증가율(%)	-5.4	-20.2	23.2	3.1
영업이익률(%)	7.1	5.2	6.3	6.5
이자수익	10	8	7	6
이자비용	308	327	276	216
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-83	-148	-32	-32
세전계속사업이익	1,081	666	1,105	1,206
법인세비용	354	182	294	321
세전계속이익률(%)	5.6	3.2	5.2	5.6
당기순이익	728	483	811	886
순이익률(%)	3.8	2.3	3.8	4.1
지배주주귀속 순이익	716	473	798	871
기타포괄이익	-79	-79	-79	-79
총포괄이익	649	405	733	807
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	5,366	3,544	5,983	6,530
BPS	125,261	127,476	132,131	137,332
CFPS	16,639	15,438	17,919	18,496
DPS	750	750	750	750
Valuation(배)				
PER	10.9	13.8	8.2	7.5
PBR	0.5	0.4	0.4	0.4
PCR	3.5	3.2	2.7	2.6
EV/EBITDA	6.4	6.1	5.1	4.4
Key Financial Ratio(%)				
ROE	4.4	2.8	4.6	4.8
EBITDA이익률	15.0	12.8	13.8	14.0
부채비율	95.9	92.8	83.1	72.5
순부채비율	62.3	57.3	46.4	34.7
매출채권회전율(x)	7.5	7.4	7.1	7.1
재고자산회전율(x)	5.1	4.9	4.8	4.8

고난의 항해

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	20,000원(하향)
증가(2018/01/14)	16,450원

Stock Indicator

자본금	219십억원
발행주식수	3,586만주
시가총액	590십억원
외국인지분율	10.0%
52주 주가	15,250~32,400원
60일평균거래량	74,732주
60일평균거래대금	1.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.5	-3.2	-19.6	-46.2
상대수익률	-5.2	1.3	-8.9	-28.9



[투자포인트]

- 18.4Q 연결기준 영업이익은 65억원 [-62%, q-q]으로 시장 컨센서스 [146억원]를 하회할 것
- 모회사 세아베스틸은 『1) 자동차 출하 부진 및 연말 재고 조정에 따른 판매량 감소, 2) 바나둠 가격 급등에 따른 부재료 가격 상승』, 자회사 세아창원특수강은 『니켈 가격 하락에 따른 재고 손실』로 큰 폭의 실적 부진
- 19년 1분기 실적은 연말 재고 조정 완료에 따른 세아베스틸 판매량 증가로 소폭 개선될 전망
- 어려운 영업환경 지속. 전방 산업 부진은 물론, 현대제철과 중국산 철강재와의 경쟁이 가속화되고 있음
- 수출 물량 증가는 계획에 따라 진행 중. 다만 예상 대비 어려운 국내 시장 여건 상 보다 속도를 낼 필요
- 그나마 다행인 것은 18년 급등했던 부재료 가격의 안정화. 전극봉 및 바나둠 가격은 최근 지속 하락 중
- 수익 예상 조정을 반영, 동사에 대한 목표주가를 기존 2.4만원에서 2.0만원으로 하향 조정. 수익 예상 하향은 『1) 수요 부진을 반영한 세아베스틸 판매량 하향 조정, 2) 최근 급등한 바나둠 가격 반영』에 기인
- 목표주가는 12개월 Forward 예상 BPS 52,519원에 Target PBR 0.37x [12개월 Forward ROE 3.3%, COE 10.5%]를 적용하여 산출. 현 주가와 목표주가 차이가 15%를 상회하므로, 투자의견 Buy를 유지함

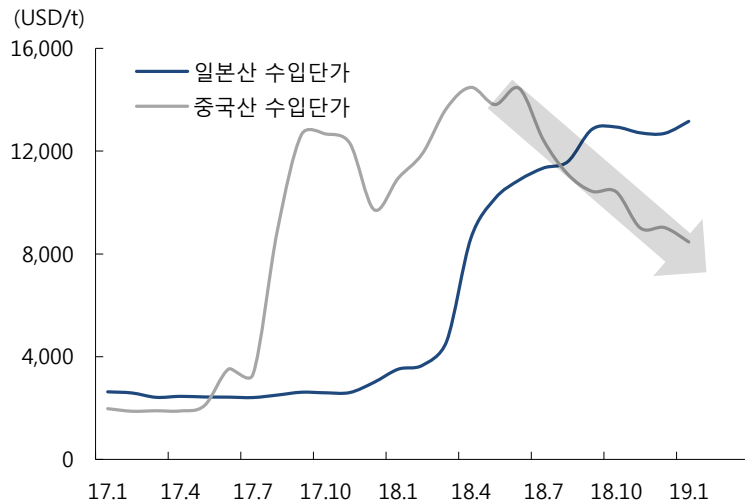
FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	3,055	3,256	3,361	3,403
영업이익(십억원)	189	94	108	118
순이익(십억원)	127	50	61	70
EPS(원)	3,533	1,388	1,699	1,950
BPS(원)	51,205	51,707	52,519	53,583
PER(배)	8.2	11.9	9.7	8.4
PBR(배)	0.6	0.3	0.3	0.3
ROE(%)	7.1	2.7	3.3	3.7
배당수익률(%)	3.1	5.5	5.5	5.5
EV/EBITDA(배)	5.6	5.4	4.8	4.1

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

그나마 다행인 것은 부재료 가격 안정화

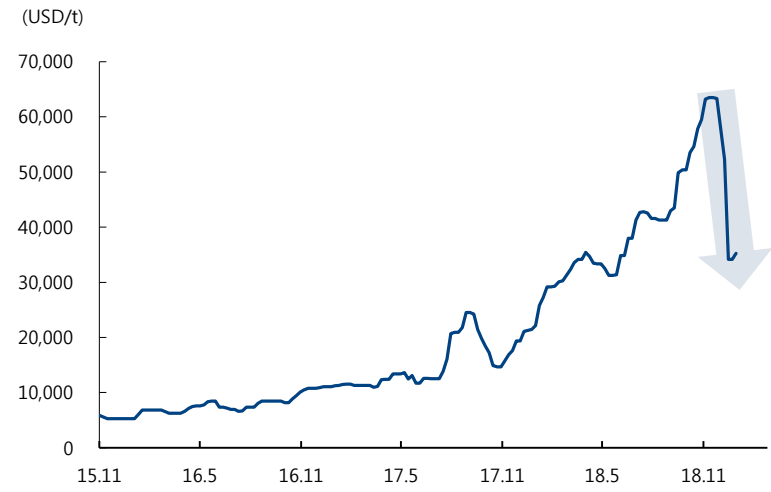
- [전극봉] 19년 1월 중국 전극봉 가격은 13개월 내 최저치 [UHP 기준 9만 위안] 도달. 19년 하반기 부터 동사의 전극봉 원가는 큰 폭으로 하락할 것. 참고로 동사는 분기/연단위 계약으로 진행되는 일본산 비중이 높음
- [바나듐] 하반기 급등했던 바나듐 가격 최근 안정화 추세

그림1. 국내 전극봉 수입 단가 추이 : 국가별 구분



자료: 하이투자증권 리서치

그림2. 바나듐 가격 추이



자료: 하이투자증권 리서치

〈표1〉 세아베스틸 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위 : 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	830	840	827	759	3,256	814	875	832	840	3,361
영업이익	35	35	17	6	94	19	36	26	27	108
세전이익	39	18	11	5	73	14	31	21	23	89
지배주주순이익	28	11	7	4	50	10	21	15	15	61
영업이익률	4.2%	4.2%	2.0%	0.9%	2.9%	2.4%	4.1%	3.1%	3.2%	3.2%
세전이익률	4.7%	2.1%	1.3%	0.7%	2.2%	1.8%	3.5%	2.6%	2.7%	2.7%
지배주주순이익률	3.4%	1.3%	0.9%	0.5%	1.5%	1.2%	2.4%	1.7%	1.8%	1.8%

자료: 세아베스틸, 하이투자증권

〈표2〉 세아베스틸 수익추정 변경 요약 (K-IFRS 연결 기준)

	신규추정(a)		기존추정(b)		GAP(a/b-1)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	3,256	3,361	3,307	3,379	-1.5%	-0.5%
영업이익	94	108	111	137	-15.3%	-20.8%
세전이익	73	89	82	120	-11.6%	-25.7%
지배주주순이익	50	61	56	82	-11.6%	-25.7%
영업이익률	2.9%	3.2%	3.4%	4.1%	-0.5%p	-0.8%p
세전이익률	2.2%	2.7%	2.5%	3.6%	-0.3%p	-0.9%p
지배주주순이익률	1.5%	1.8%	1.7%	2.4%	-0.2%p	-0.6%p

자료: 세아베스틸, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,226	1,231	1,273	1,282
현금 및 현금성자산	12	22	24	18
단기금융자산	16	16	16	16
매출채권	403	412	425	430
재고자산	794	781	807	817
비유동자산	2,365	2,300	2,191	2,079
유형자산	2,255	2,190	2,082	1,970
무형자산	14	12	11	9
자산총계	3,591	3,531	3,463	3,360
유동부채	634	586	473	461
매입채무	223	221	229	231
단기차입금	94	64	54	19
유동성장기부채	181	190	100	135
비유동부채	854	819	829	694
사채	359	424	484	439
장기차입금	290	190	140	50
부채총계	1,488	1,405	1,302	1,154
지배주주지분	1,836	1,854	1,883	1,922
자본금	219	219	219	219
자본잉여금	309	309	309	309
이익잉여금	1,252	1,270	1,299	1,336
기타자본항목	56	57	57	57
비지배주주지분	267	272	278	284
자본총계	2,103	2,126	2,161	2,206

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	222	383	371	407
당기순이익	137	55	67	76
유형자산감가상각비	156	165	169	172
무형자산감가상각비	1	2	2	1
지분법관련손실(이익)	5	1	1	1
투자활동 현금흐름	-126	-110	-70	-70
유형자산의 처분(취득)	-96	-100	-60	-60
무형자산의 처분(취득)	-2	-	-	-
금융상품의 증감	-4	-	-	-
재무활동 현금흐름	-104	-88	-122	-167
단기금융부채의증감	-55	-21	-100	-
장기금융부채의증감	-21	-35	10	-135
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-4	-4	-4	-4
현금및현금성자산의증감	-10	9	3	-6
기초현금및현금성자산	22	12	22	24
기말현금및현금성자산	12	22	24	18

자료 : 세아베스틸, 하이투자증권 리서치센터

포괄손익계산서	(단위:십억원, %)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	3,055	3,256	3,361	3,403
증가율 (%)	20.7	6.6	3.2	1.2
매출원가	2,737	3,031	3,115	3,147
매출총이익	319	225	246	257
판매비와관리비	130	131	138	139
연구개발비	8	8	8	9
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	189	94	108	118
증가율 (%)	31.4	-50.1	15.3	8.6
영업이익률 (%)	6.2	2.9	3.2	3.5
이자수익	1	2	2	1
이자비용	29	27	25	20
지분법이익(손실)	5	1	1	1
기타영업외손익	6	-7	0	0
세전계속사업이익	173	73	89	103
법인세비용	36	18	23	26
세전계속이익률 (%)	5.7	2.2	2.7	3.0
당기순이익	137	55	67	76
순이익률 (%)	4.5	1.7	2.0	2.2
지배주주귀속 순이익	127	50	61	70
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	137	55	67	77
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	3,533	1,388	1,699	1,950
BPS	51,205	51,707	52,519	53,583
CFPS	7,911	6,038	6,450	6,779
DPS	900	900	900	900
Valuation(배)				
PER	8.2	12.0	9.8	8.5
PBR	0.6	0.3	0.3	0.3
PCR	3.7	2.7	2.6	2.4
EV/EBITDA	5.6	5.5	4.8	4.1
Key Financial Ratio(%)				
ROE	7.1	2.7	3.3	3.7
EBITDA이익률	11.3	8.0	8.3	8.5
부채비율	70.7	66.1	60.3	52.3
순부채비율	42.6	39.1	34.2	27.6
매출채권회전율(x)	8.2	8.0	8.0	8.0
재고자산회전율(x)	4.0	4.1	4.2	4.2

견조한 흐름 지속될 것

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	520,000원(상향)
증가(2018/01/14)	434,000원

Stock Indicator

자본금	94십억원
발행주식수	1,887만주
시가총액	8,190십억원
외국인지분율	22.3%
52주주가	367,500~530,000원
60일평균거래량	36,656주
60일평균거래대금	15.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.2	10.2	13.2	-17.5
상대수익률	-3.0	14.7	23.8	-0.2



[투자포인트]

- 18.4Q 연결기준 영업이익은 1,830억원 [-6.3%, q-q]으로 시장 컨센서스 [1,910억원]에 부합할 전망
- 비철금속 가격 하락 및 아연 판매량 감소에 따른 매출액 감소가 전분기 대비 실적 둔화 이유. 그러나 Spot TC 상승 효과[100~150억원]이 이를 일정 상쇄. 징크옥스코퍼레이션 등 자회사 실적은 판매량 증가로 3분기와 유사한 실적 전망
- 19.1Q 실적은 귀금속 가격 강세 및 Spot TC 상승 효과 전분기 대비 개선된 흐름을 보일 것
- 동사 투자 포인트는 1) 아연 Spot TC 강세에 따른 19년 실적 개선, 2) 약 30%에 달하는 귀금속 매출이 불확실한 경기 하에서 주가 하방 지지, 3) 자체 변화 지속 : 19년 하반기 베트남 조산화아연 공장 완공 및 SMC 증설
- 동사에 대한 투자 의견 Buy를 유지. 목표주가는 기존 50만원에서 52만원으로 상향 조정함. 목표주가 상향은 최근 아연 Spot TC 상승으로 수익 예상을 상향 조정했기 때문
- 비철금속 업종 중 최선호주 유지

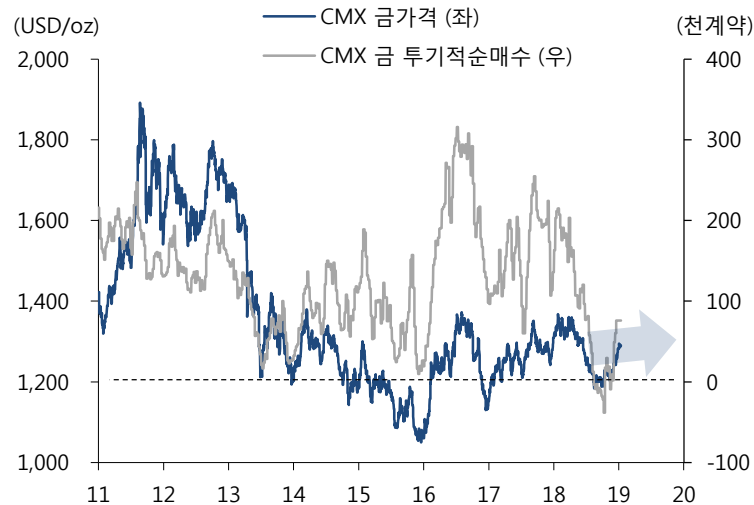
FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	6,597	6,777	6,406	6,486
영업이익(십억원)	895	796	854	861
순이익(십억원)	629	569	637	649
EPS(원)	33,336	30,138	33,782	34,411
BPS(원)	315,862	334,910	357,602	380,923
PER(배)	14.8	14.4	12.8	12.6
PBR(배)	1.6	1.3	1.2	1.1
ROE(%)	11.0	9.3	9.8	9.3
배당수익률(%)	2.0	2.3	2.3	2.3
EV/EBITDA(배)	6.6	5.5	4.7	4.2

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

TC, 귀금속 가격 : 단단한 주가 지지 요인

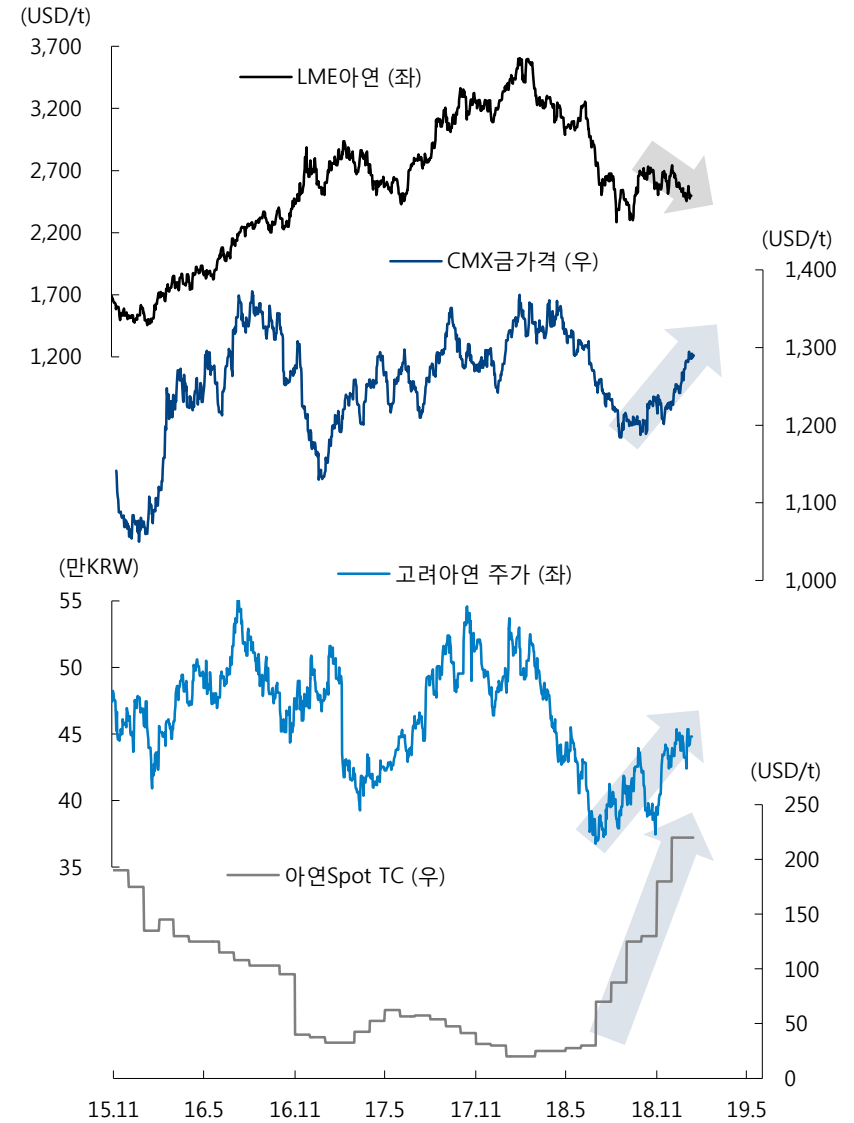
- 최근 아연 가격 둔화 국면에서 동사 주가가 강세를 보였던 이유는 『1) 아연 Spot 강세 → 향후 19년 benchmark TC 협상 기대, 2) 금, 은 등 귀금속 가격 강세』 때문
- 경기 둔화 등 Macro 측면에서의 Risk를 감안하더라도, 전술한 두 요인이 주가 지지 요인으로 작용할 것
- 참고로 18년 3분기 누계 동사 매출액 중 금/은 비중은 28%

그림1. 시카고 상품거래소 금 가격과 투기적 순매수 포지션 추이



자료: 하이투자증권 리서치

그림2. 경기 불확실성 국면에서 귀금속 부문은 고려아연 주가 지지 요인



자료: 하이투자증권 리서치

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

(단위 : 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	1,318	1,483	1,429	1,234	5,464	1,234	1,340	1,276	1,311	5,161
영업이익	160	184	164	154	662	159	184	170	180	693
영업이익률	12.1%	12.4%	11.5%	12.5%	12.1%	12.9%	13.7%	13.3%	13.7%	13.4%

자료: 고려아연, 하이투자증권

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

(단위 : 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	1,683	1,788	1,773	1,532	6,777	1,532	1,664	1,583	1,627	6,406
영업이익	200	218	195	183	796	197	226	210	220	854
세전이익	210	220	202	188	821	214	241	225	235	914
지배주주순이익	146	151	140	131	569	149	168	157	164	637
영업이익률	11.9%	12.2%	11.0%	11.9%	11.7%	12.9%	13.6%	13.3%	13.5%	13.3%
세전이익률	12.5%	12.3%	11.4%	12.3%	12.1%	14.0%	14.5%	14.2%	14.4%	14.3%
지배주주순이익률	8.6%	8.5%	7.9%	8.6%	8.4%	9.8%	10.1%	9.9%	10.1%	10.0%

자료: 고려아연, 하이투자증권

〈표3〉 고려아연 수익추정 변경 요약 (K-IFRS 연결 기준)

	신규추정 (a)		기존추정 (b)		GAP (a/b-1)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	6,777	6,406	6,800	6,438	-0.3%	-0.5%
영업이익	796	854	798	837	-0.2%	2.0%
세전이익	821	914	822	897	-0.1%	1.9%
지배주주순이익	569	637	569	625	-0.1%	2.0%
영업이익률	11.7%	13.3%	11.7%	13.0%	0.0%p	0.3%p
세전이익률	12.1%	14.3%	12.1%	13.9%	0.0%p	0.3%p
지배주주순이익률	8.4%	10.0%	8.4%	9.7%	0.0%p	0.2%p

자료: 고려아연, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,670	4,194	4,690	5,226
현금 및 현금성자산	597	989	1,513	1,954
단기금융자산	1,334	1,401	1,471	1,545
매출채권	381	390	369	374
재고자산	1,355	1,412	1,335	1,351
비유동자산	3,368	3,151	3,061	2,968
유형자산	2,703	2,618	2,525	2,428
무형자산	80	80	80	80
자산총계	7,038	7,345	7,752	8,194
유동부채	607	554	536	537
매입채무	343	339	320	324
단기차입금	17	17	17	17
유동성장기부채	5	5	5	2
비유동부채	326	321	316	314
사채	-	-	-	-
장기차입금	12	7	2	0
부채총계	932	875	852	851
지배주주지분	5,960	6,320	6,748	7,188
자본금	94	94	94	94
자본잉여금	56	56	56	56
이익잉여금	5,782	6,174	6,634	7,107
기타자본항목	28	-4	-37	-69
비지배주주지분	145	150	152	155
자본총계	6,106	6,469	6,900	7,343

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	797	639	912	832
당기순이익	634	573	640	652
유형자산감가상각비	228	255	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	392	524	441
기초현금및현금성자산	309	597	989	1,513
기말현금및현금성자산	597	989	1,513	1,954

자료 : 고려아연, 하이투자증권 리서치센터

포괄손익계산서	(단위:십억원, %)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	6,597	6,777	6,406	6,486
증가율 (%)	12.8	2.7	-5.5	1.2
매출원가	5,528	5,843	5,418	5,494
매출총이익	1,069	933	988	992
판매비와관리비	174	137	134	131
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	895	796	854	861
증가율 (%)	17.0	-11.0	7.3	0.8
영업이익률 (%)	13.6	11.7	13.3	13.3
이자수익	38	47	58	68
이자비용	1	1	1	0
지분법이익(손실)	1	0	0	0
기타영업외손익	3	-1	-3	-3
세전계속사업이익	926	821	914	932
법인세비용	292	248	274	279
세전계속이익률 (%)	14.0	12.1	14.3	14.4
당기순이익	634	573	640	652
순이익률 (%)	9.6	8.5	10.0	10.1
지배주주귀속 순이익	629	569	637	649
기타포괄이익	-33	-33	-33	-33
총포괄이익	602	540	608	620
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	33,336	30,138	33,782	34,411
BPS	315,862	334,910	357,602	380,923
CFPS	45,406	43,628	47,702	48,567
DPS	10,000	10,000	10,000	10,000
Valuation(배)				
PER	14.8	14.9	13.3	13.0
PBR	1.6	1.3	1.3	1.2
PCR	10.9	10.3	9.4	9.2
EV/EBITDA	6.6	5.8	4.9	4.4
Key Financial Ratio(%)				
ROE	11.0	9.3	9.8	9.3
EBITDA이익률	17.0	15.5	17.4	17.4
부채비율	15.3	13.5	12.3	11.6
순부채비율	-31.1	-36.5	-42.9	-47.4
매출채권회전율(x)	17.5	17.6	16.9	17.5
재고자산회전율(x)	5.2	4.9	4.7	4.8

방산 부문 안정성이 담보된다면..

Buy (Maintain)	
목표주가(12M)	34,000원(유지)
종가(2018/01/14)	28,600원

Stock Indicator

자본금	140십억원
발행주식수	2,802만주
시가총액	801십억원
외국인지분율	11.8%
52주주가	23,550~52,200원
60일평균거래량	120,209주
60일평균거래대금	3.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.1	-2.6	-13.1	-43.6
상대수익률	1.3	1.9	-2.4	-26.3



[투자포인트]

- 18.4Q 연결기준 영업이익은 290억원 [+151.2%, q-q]으로 시장 컨센서스 [353억원]을 하회할 전망
- 방산 매출 증가 [18.3Q 1,470억원 → 18.4Q 2,790억원] 및 Metal loss 축소로 전분기 대비 실적 개선. 다만 자회사를 포함한 신동 부문, Metal loss가 18.4Q에도 발생할 것으로 추정
- 19. 1Q 실적은 둔화될 전망이나, 이는 계절성을 지니는 방산 매출 감소에 기인한 것으로 특이 사항이 아님
- 양호한 수급을 근간으로 향후 견조한 전기동 가격 전망. 이에 19년 신동 부문 상황은 대체로 양호
- 다만 방산 매출 안정성은 지속적으로 확인할 필요
- 동사에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 3.4만원 유지. 수익 예상을 하향 조정했으나, 목표주가에 미치는 영향이 미미하므로 기존 목표주가를 유지함

FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	2,945	2,847	2,915	2,959
영업이익(십억원)	241	117	166	169
순이익(십억원)	151	77	111	114
EPS(원)	5,372	2,756	3,952	4,073
BPS(원)	46,640	46,572	47,701	48,950
PER(배)	8.8	10.4	7.2	7.0
PBR(배)	1.0	0.6	0.6	0.6
ROE(%)	11.9	5.9	8.4	8.4
배당수익률(%)	1.7	2.8	2.8	2.8
EV/EBITDA(배)	6.6	7.5	6.0	5.7

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

〈표1〉 풍산 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 별도 기준)

(단위 : 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	465	500	441	580	1,986	461	500	467	605	2,034
영업이익	36	26	22	31	114	24	41	42	43	150
영업이익률	7.6%	5.2%	5.0%	5.4%	5.8%	5.2%	8.1%	9.1%	7.2%	7.4%

자료: 풍산, 하이투자증권

〈표2〉 풍산 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위 : 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	670	709	658	810	2,847	664	710	697	844	2,915
영업이익	45	32	11	29	117	28	45	47	47	166
세전이익	47	27	6	24	104	23	40	42	43	148
지배주주순이익	37	21	1	18	77	17	30	31	32	111
영업이익률	6.7%	4.4%	1.7%	3.6%	4.1%	4.2%	6.3%	6.7%	5.6%	5.7%
세전이익률	7.0%	3.8%	0.9%	3.0%	3.7%	3.5%	5.6%	6.0%	5.1%	5.1%
지배주주순이익률	5.6%	2.9%	0.2%	2.3%	2.7%	2.6%	4.2%	4.5%	3.8%	3.8%

자료: 풍산, 하이투자증권

〈표3〉 풍산 수익추정 변경 요약 (K-IFRS 연결 기준)

	신규추정 (a)		기존추정 (b)		GAP (a/b-1)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	2,847	2,915	2,852	2,896	-0.2%	0.7%
영업이익	117	166	123	171	-5.2%	-2.7%
세전이익	104	148	110	156	-5.6%	-5.0%
지배주주순이익	77	111	82	117	-5.6%	-5.0%
영업이익률	4.1%	5.7%	4.3%	5.9%	-0.2%p	-0.2%p
세전이익률	3.7%	5.1%	3.9%	5.4%	-0.2%p	-0.3%p
지배주주순이익률	2.7%	3.8%	2.9%	4.0%	-0.2%p	-0.2%p

자료: 풍산, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,422	1,371	1,384	1,410
현금 및 현금성자산	57	76	58	66
단기금융자산	11	11	11	11
매출채권	501	472	483	491
재고자산	839	797	816	829
비유동자산	1,307	1,286	1,265	1,242
유형자산	1,156	1,138	1,119	1,097
무형자산	25	22	20	18
자산총계	2,729	2,657	2,648	2,652
유동부채	986	786	785	834
매입채무	187	181	185	188
단기차입금	355	355	285	285
유동성장기부채	252	52	112	152
비유동부채	434	564	524	444
사채	199	349	329	269
장기차입금	118	98	78	58
부채총계	1,420	1,350	1,309	1,278
지배주주지분	1,307	1,305	1,337	1,372
자본금	140	140	140	140
자본잉여금	495	495	495	495
이익잉여금	683	738	826	918
기타자본항목	-10	-67	-124	-181
비지배주주지분	2	2	2	2
자본총계	1,309	1,307	1,339	1,374

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	137	451	394	409
당기순이익	151	77	111	114
유형자산감가상각비	86	88	89	91
무형자산감가상각비	2	3	2	2
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-88	-76	-76	-76
유형자산의 처분(취득)	-79	-70	-70	-70
무형자산의 처분(취득)	1	-	-	-
금융상품의 증감	0	-	-	-
재무활동 현금흐름	-57	-92	-72	-62
단기금융부채의증감	-183	-200	-10	40
장기금융부채의증감	127	130	-40	-80
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-20	-20	-20	-20
현금및현금성자산의증감	-16	19	-18	7
기초현금및현금성자산	73	57	76	58
기말현금및현금성자산	57	76	58	66

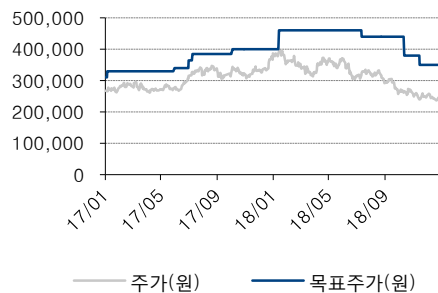
자료 : 풍산, 하이투자증권 리서치센터

포괄손익계산서	(단위:십억원, %)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,945	2,847	2,915	2,959
증가율 (%)	4.0	-3.3	2.4	1.5
매출원가	2,537	2,559	2,571	2,607
매출총이익	408	288	345	352
판매비와관리비	167	171	178	182
연구개발비	9	9	9	9
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	241	117	166	169
증가율 (%)	10.7	-51.5	42.2	1.9
영업이익률 (%)	8.2	4.1	5.7	5.7
이자수익	0	0	0	0
이자비용	28	28	27	25
지분법이익(손실)	0	0	0	0
기타영업외손익	-7	15	8	8
세전계속사업이익	205	104	148	152
법인세비용	54	27	37	38
세전계속이익률 (%)	7.0	3.7	5.1	5.1
당기순이익	151	77	111	114
순이익률 (%)	5.1	2.7	3.8	3.9
지배주주귀속 순이익	151	77	111	114
기타포괄이익	-57	-57	-57	-57
총포괄이익	94	21	54	58
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	5,372	2,756	3,952	4,073
BPS	46,640	46,572	47,701	48,950
CFPS	8,528	6,000	7,216	7,406
DPS	800	800	800	800
Valuation(배)				
PER	8.8	10.7	7.5	7.2
PBR	1.0	0.6	0.6	0.6
PCR	5.6	4.9	4.1	4.0
EV/EBITDA	6.6	7.7	6.1	5.8
Key Financial Ratio(%)				
ROE	11.9	5.9	8.4	8.4
EBITDA이익률	11.2	7.3	8.8	8.9
부채비율	108.5	103.2	97.8	93.0
순부채비율	65.4	58.7	54.9	50.1
매출채권회전율(x)	5.6	5.8	6.1	6.1
재고자산회전율(x)	3.7	3.5	3.6	3.6

POSCO(005490)

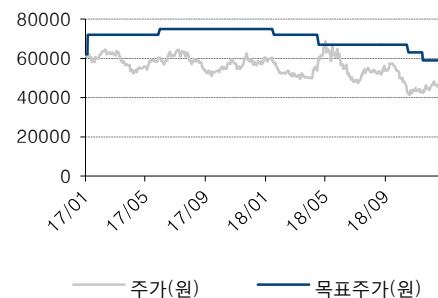
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
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	-31.8%	-27.9%
2018-11-27	Buy	350,000	1년	-29.0%	-25.9%
2019-01-15	Buy	330,000	1년		

현대제철(004020)

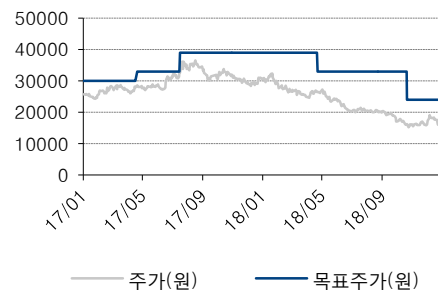
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				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		

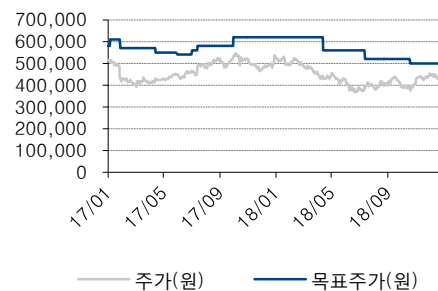
세아베스틸(001430)

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



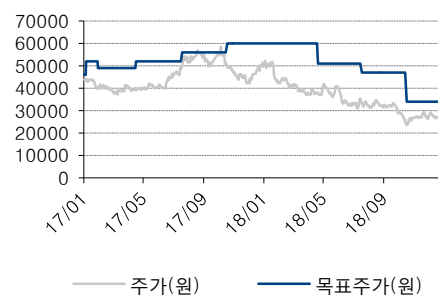
일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2017-05-02	Buy	33,000	6개월	-11.7%	-0.3%
2017-07-28	Buy	39,000	1년	-22.3%	-6.3%
2018-05-04	Buy	33,000	1년	-36.2%	-17.4%
2018-11-02	Buy	24,000	1년	-30.8%	-20.6%
2019-01-15	Buy	20,000	1년		

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



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
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	-13.5%	-9.3%
2019-01-15	Buy	520,000	1년		

종산(103140)
최근 2년간 투자자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2017-01-17	Buy	52,000	6개월	-18.1%	-15.4%
2017-02-10	Buy	49,000	6개월	-19.1%	-14.7%
2017-04-28	Buy	52,000	6개월	-18.2%	-5.0%
2017-07-31	Buy	56,000	1년	-4.1%	4.6%
2017-10-30	Buy	60,000	1년	-26.4%	-13.0%
2018-05-02	Buy	51,000	1년	-29.4%	-17.7%
2018-07-30	Buy	47,000	1년	-32.9%	-26.3%
2018-10-29	Buy	34,000	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, 김정현)

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 (2018-12-31 기준)

구분	매수	종립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.9%	9.1%	--