

2019. 4. 5



▲ 철강

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

Overweight

Top Pick

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

관심종목

현대제철(004020)	Buy	58,000원
세아베스틸(001430)	Buy	25,000원
동국제강(001230)	Trading Buy	8,500원

철강

1Q19 Preview: 확인해야 할 세 가지

- ✓ 변곡점에서 관찰할 세 가지: 1) 중국 철강가격, 2) 중국 조강생산량, 3) 착공면적
- ✓ 가격: 원료비 상승에서 마진 개선으로 가야 하는 시기
- ✓ 공급: 조강 생산량, 4월의 전년대비 증가세 확인
- ✓ 수요: 부동산 투자 증가율과 착공면적 증가세가 핵심
- ✓ 세 가지 지표가 긍정적이라면 철강 Overweight

변곡점에 놓인 철강산업

4~5 월은 산업의 향방을 가늠해 볼 중요한 시기라 판단된다. 가장 관심을 크게 두어야 되는 지표를 세 가지 꼽자면 1) 중국 철강가격, 2) 중국 조강생산량, 3) 주택 착공면적이다.

가격: 원료비 상승에서 마진 개선으로 가야 하는 시기

이익 스프레드는 중국 기준 1분기가 저점일 가능성이 높다. 원재료 가격이 Vale 사의 사고 이후 안정화되었음에도 경기부양책 효과에 대한 기대감으로 철강 가격은 지난 3월까지 꾸준히 상승했기 때문이다. 원재료와 철강 가격이 현재 수준을 유지할 경우 2분기 이익 스프레드는 1분기보다 소폭 개선된다.

원재료 가격 상승이 반영되긴 했으나 수익성이 크게 개선되었다는 의미는 아니다. 정상수준의 마진 회복을 위해서라도 추가적인 가격 인상이 필요하다. 4월부터 원재료 가격 상승을 넘어 마진 개선 사이클로 들어가는지 여부를 확인해야 한다.

공급: 조강 생산량, 4월의 전년대비 증가세 확인

올해의 경우 설비 가동률 상승과 증설이 제한된 상황에서 공급은 큰 변수로 작용하지 않을 것이다. 이를 본격적으로 확인할 수 있는 시점이 동절기 감산이 종료되는 4월이다.

수요: 부동산 투자 증가율과 착공면적 증가세가 핵심

건설기성의 확대 추세가 지속되기 위해선 착공면적 증가율이 뒷받침되어야 한다. 2월까지 하락 추세가 유지되고 있는 주택 착공면적이 하락을 멈추거나 반전될 경우 주가에 의미 있는 지표로 해석될 것이다.

변곡점에 놓인 철강산업

수요 개선세가 나타나지 않는다면
올해 수급 밸런스는 2014년과
유사할 전망

지난 12월부터 올해 초까지 철강산업은 고난의 시기를 보내고 있다. 당사 추정에 의하면 올해 중국의 철강재 순수출 규모는 수요가 성장하지 않는다는 가정 하에 7,300만톤에 달한다. 순수출이 중국의 수급 밸런스를 간접적으로 보여주는 지표라고 가정한다면, 올해의 수급 밸런스는 2014년 수준과 유사한 셈이다.

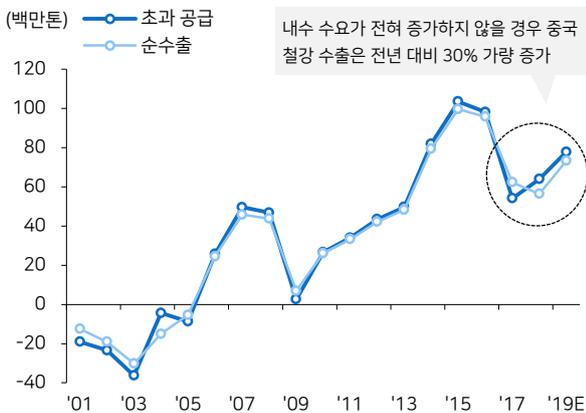
이익 스프레드(롤마진) 측면에서 비교해 보아도 올해 1월 레벨과 2014년 하반기 레벨은 큰 차이가 나지 않는다. 시장은 작년 말에 올해 상황을 2014년 수준에 준한다고 판단했다.

2014년은 철강업계 최악의 시기였던 2015년의 한 해 전이다. 때문에 2014년과 닮은 점이 많다는 것이 달가울 리 없다. 그 때와 지금 모두 중국 철강업체들은 한계상황에 내몰려 있다. 이 한계상황에서 수요가 하락하게 된다면 철강산업은 빙하기에 접어들며 구조조정에 들어가야 한다. 반대로 수요가 개선된다면, 이익은 오히려 지금이 바닥일 가능성이 높기도 하다.

4~5월에 관찰해야 할 지표

특히, 4~5월은 산업의 향방을 가늠해 볼 중요한 시기라 판단된다. 가장 관심을 크게 두어야 되는 지표를 세 가지 꼽자면 1) 중국 철강가격, 2) 중국 조강생산량, 3) 주택 착공면적이다. 이 세 가지 지표가 긍정적으로 발표된다면 철강산업은 비중 확대를 해야 할 시점이다.

그림1 중국 조강 초과공급 및 철강재 순수출 추이



주1: 2019년 추정치는 수요 0% 증가, 공급 1.5% 증가 가정
주2: 2017~2019년 조강생산 데이터는 락타이오강 폐쇄 효과를 고려하여 조정
자료: WSA, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 중국 열연 이익 스프레드 추이



자료: Antaiko, Steelhome, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

가격: 원료비 상승에서 마진 개선으로 가야 하는 시기

수요와 공급 우려가 모두 겹치며 이익 스프레드가 급감

작년 4분기 이후 중국 철강업체들이 한계상황에 직면하게 된 1차적인 원인은 철강 내수가격 하락이다. 철강 내수가격 하락에는 수요와 공급요인이 모두 있었다. 공급요인으로는 작년 하반기부터 철강재 생산량이 빠르게 증가하면서 실질적인 증산이 나타났다. 증산은 환경규제 완화 효과로 인해 더 극적으로 나타난 경향이 있으나 구조적으로 철강산업의 호황에 따른 가동률 상승 때문이다. 수요요인으로는 미중 무역분쟁, 디레버리징의 부작용이 하반기 들어 실물경제에 본격적인 영향을 미치면서 경기지표가 악화되었다.

올해 1분기 들어 상황은 더 악화되었다. 환경규제 완화가 지속되며 철강재 공급과잉 이슈가 부각되었고, 철광석 수요마저 증가하며 원재료 가격이 더 가파르게 상승했기 때문이다. 1월 말에는 Vale 광미댐 사고까지 겹치며 철광석 공급문제로 철광석 가격은 한 번 더 크게 상승했다.

그림3 중국 조강 및 철강재 생산량 증가율 추이



주: 연간 누계기준
자료: NBS, CEIC, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 중국 분기 GDP 성장률 추이



자료: NBS, CEIC, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 중국 열연 유통가격 추이



자료: Mysteel, SteelDaily, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 철광석 가격 추이



자료: Steelhome, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

중국 롤마진은 1분기가 저점

다행히 이익 스프레드는 중국 기준 1분기가 저점일 가능성이 높다. 원재료 가격이 Vale사의 사고 이후 안정화되었음에도 경기부양책 효과에 대한 기대감으로 철강 가격은 지난 3월까지 꾸준히 상승했기 때문이다. 원재료와 철강 가격이 현재 수준을 유지할 경우 2분기 이익 스프레드는 1분기보다 소폭 개선된다.

원재료 가격 상승이 반영되긴 했으나 수익성이 크게 개선되었다는 의미는 아니다. 이미 4분기 수준의 시황에서도 적자 혹은 BEP에 가까운 수익성을 달성한 업체가 상당했다. 정상수준의 마진 회복을 위해서라도 추가적인 가격 인상이 필요하다. 4월부터 원재료 가격 상쇄를 넘어 마진 개선 사이클로 들어가는지 여부를 확인할 수 있을 전망이다.

그림7 원료비와 이익 스프레드 추이



주1: 원료비는 철광석*1.65+원료탄*0.7을 사용하여 계산
 주2: 롤 마진 계산에 사용된 철강 제품은 열연이며 Mysteel의 상해 유통가격을 사용
 자료: Steelhome, Mysteel, SteelDaily, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

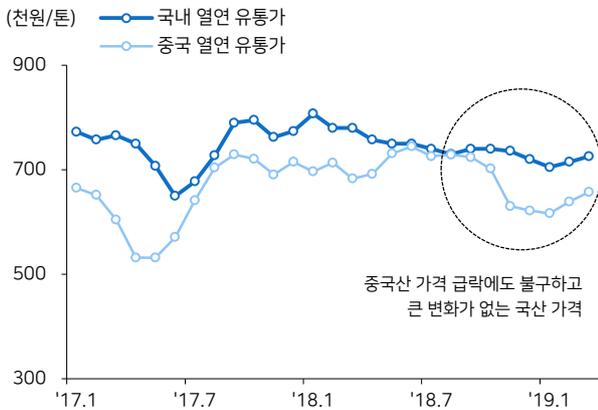
철강가격이 덜 빠졌던 국내의 경우 원료비 상쇄를 위해서 중국 철강 가격의 추가 상승 필요

한편, 국내 철강업체에게 있어선 원재료 상승분 반영 여부가 중국 내수가격에 달려있다. 한국 철강가격은 중국 내수가격 급락에도 불구하고 큰 변화가 없었다. 1분기가 이익 스프레드의 저점이었던 중국과 달리 국내 업체들의 경우 추가적인 가격 인상이 없다면 원재료 인상 효과로 2분기 스프레드가 악화된다. 이것이 중국 철강사들 대비 한국 철강사의 주가 퍼포먼스가 낮았던 요인으로 판단된다.

이를 상쇄하기 위해서 적어도 톤당 3만원 정도 수준의 가격 인상이 필요하다. 포스코를 필두로 국내 업체들이 4월부터 출고가 인상을 천명한 상황이긴 하나 실제 판매단가에는 중국산 제품 가격과의 차이가 반영될 수 밖에 없다.

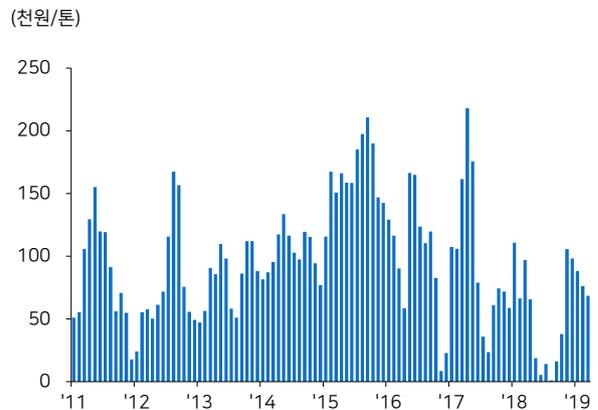
다행히 중국산 가격의 꾸준한 상승으로 현재 국산과 중국산 간 가격 차이는 톤당 7만원 수준까지 떨어졌다. 호황이었던 '17~'18년 평균 7만 5천원이라는 점을 고려하면 향후 중국 내수가격 상승이 국내에도 온전히 반영될 가능성이 높다.

그림8 열연 유통가 비교: 한국 VS 중국



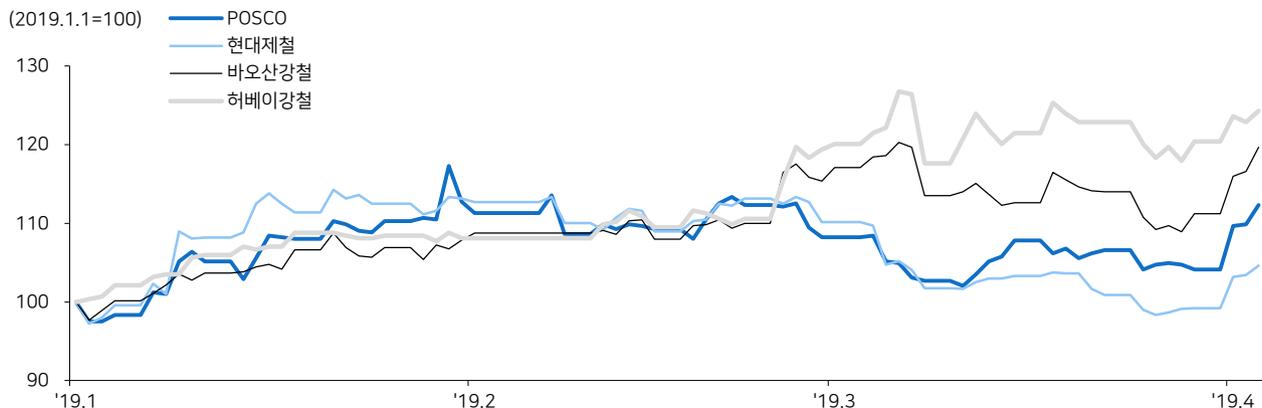
자료: SteelDaily, Mysteel, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 한국과 중국의 열연 유통가 차이



자료: SteelDaily, Mysteel, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 한국과 중국 철강업체들의 연초 이후 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

공급: 조강 생산량, 4월의 전년대비 증가세 확인

중국 조강 생산량은 2016년 이후 지속적으로 확대되며 시장의 큰 리스크 요인으로 작용하고 있다. 동기간 제 13차개발규획 목표에 따라 1억 5천만톤의 생산능력을 감축했음에도 2018년 기준 조강 생산량은 9억 3천만톤을 달성해 2015년 말 대비 1억 3천만톤이 증산됐다. 이 중 5천~7천만톤 가량이 유도로 폐쇄에 따른 통계적 효과라는 점을 감안하더라도 6천~8천만톤 가량의 증산이 나타난 셈이다. 실제로 2018년 철강재 생산량은 2015년 말 대비 7천만톤이 증가한 11억톤이었다.

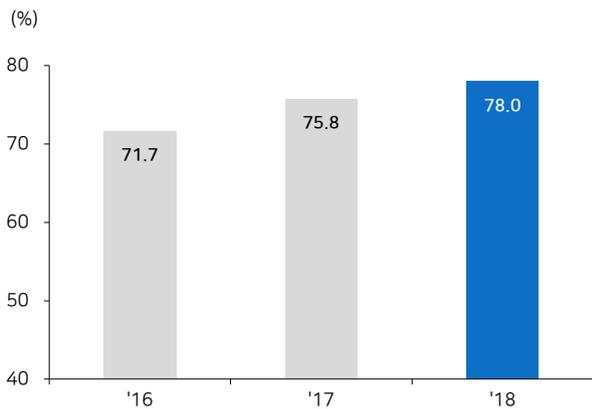
생산능력 감축에도 가동률 상승으로 인해 조강 생산량 증가

이렇게 아이러니한 상황이 나타나는 이유는 결국 가동률 때문이다. 생산능력 감축은 유휴설비를 중심으로 이루어진 반면, 시황 개선에 따라 그 외 설비의 가동률은 상승한 것이다. 그러나 가동률은 끊임없이 상승할 수 있는 지표가 아니다. 정책적으로 설비의 증설이 제한된 상황에서 이미 가동률은 목표치인 80%에 가까운 상황이다. 조강 기준 가동률을 비교해 보아도 중국의 가동률이 이미 한국, 일본과 유사한 수준에 도달했다는 점을 확인 가능하다.

가동률이 정책목표인 80% 이상이기 때문에 시황이 개선되어도 추가적인 공급확대 가능성은 제한적

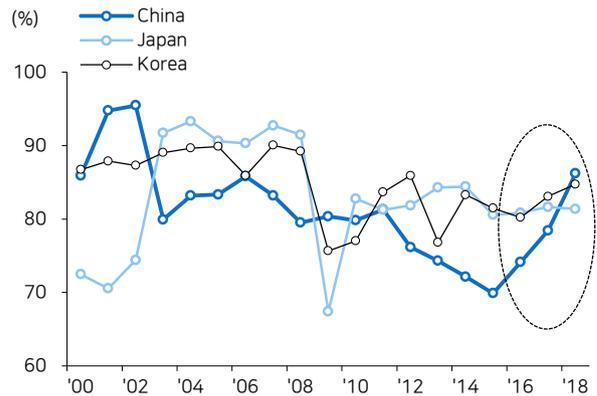
올해의 경우 설비 가동률 상승과 증설이 제한된 상황에서 공급은 큰 변수로 작용하지 않을 것이다. 이를 본격적으로 확인할 수 있는 시점이 동절기 감산이 종료되는 4월이다. 지난 1~3월의 경우 환경규제라는 기저 효과가 있다. 환경규제 완화 여부가 상관없어지는 4월 조강 생산량의 전년대비 증가세가 하락한다면 공급측면 우려는 감소할 전망이다.

그림11 중국 철강 제련 및 압연분야 설비가동률



자료: NBS, CEIC, 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 동아시아 3국 조강 기준 가동률 비교



주: 중국 조강 생산량은 띠티아오강 폐쇄 효과 고려
 자료: OECD, WSA, 메리츠증권증권 리서치센터

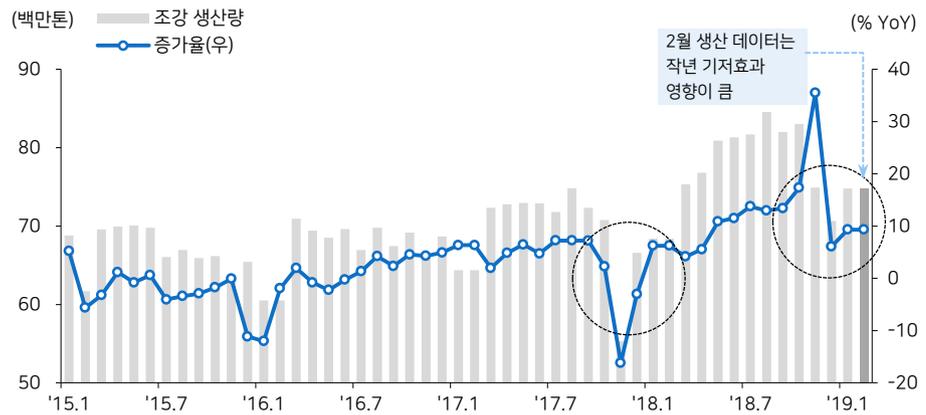
환경규제에도 주목 필요

최근 들어서는 정부정책과 환경규제에 대해서도 다시 주목할 필요성이 커졌다. 4월 1일 외신에 따르면 허베이성의 대표적인 철강 생산지인 당산과 한단시가 동절기 감산 규제를 6월까지 지속하겠다고 밝혔다. 물론, 허베이성 일부 지역에 한정된 규제이기 때문에 전국적인 효과는 지켜볼 필요가 있다. 그렇지만 적어도 중국 정부가 철강 과잉공급 우려에 대해 큰 관심을 두고 있다는 점을 느낄 수 있다.

이 정책을 발표하기 앞서 중국철강협회(CISA)에 관계자는 컨퍼런스에서 1~2월 25%에 달하는 철강기업들의 재무구조가 급격히 악화되고 있다고 밝히며 공급 관리의 필요성을 발표하였다. MIIT의 정부 관계자는 불시단속을 통해 불법적인 생산에 대해 강한 압박을 주겠다고 밝히기도 했다.

추가적인 생산능력 감축에 대한 부분도 간과할 수 없다. 제 13차 개발계획의 목표치는 조기 달성했지만 올해 전국인민대표대회에서도 준비기업 퇴출은 중요한 목표로 제시되었고 산업집중도 역시 아직 목표치와 거리가 먼 상황이다. 허베이성이 올해와 내년에 걸쳐 2,800만톤의 추가적인 생산능력 감축을 달성하겠다고 밝히기도 한 만큼 예상 밖에 생산능력 감축이 나타날 가능성도 열어두어야 한다.

그림13 중국 조강 생산량 추이



자료: NBS, CEIC, 메리츠증권증권 리서치센터

수요: 부동산 투자 증가율과 착공면적 증가세가 핵심

중국 철강수요와 건설경기는 뿔 수 없는 관계다. World Steel에 따르면 중국 내 철강재 수요 중 건설분야 비중이 55%에 달한다. 건설현장에 직접적으로 투입되지 않지만 연관산업이라 할 수 있는 건설기계 등을 고려한다면 건설경기에 대한 실질적인 민감도는 60~70% 수준으로 추정된다.

건설은 크게 건축과 인프라로 나뉘볼 수 있다. 이 중 인프라 투자증가율 개선에 대해서는 정도의 차이에 대해 이견이 있을지라도 방향성에 대해서는 의심이 없다. 중국이 전국인민대표대회에서 2조 1,500위안에 달하는 지방정부 특별채를 발행해 인프라 투자를 하겠다고 발표를 했기 때문이다.

방향성이 명확한 인프라보다
부동산투자 지표 개선이 더 중요

반면, 부동산 투자에 대해선 여전히 의심이 남아있는 상황이다. 공실률 지표에 대한 우려가 크다. 언론 등을 통해 알려진 바에 따르면 중국 주택 공실률은 10~20% 수준에 달한다. 그럼에도 불구하고 당사는 2017년부터 추진된 공급확대를 통한 주택가격 안정화라는 목표는 변함없다고 판단한다. 이에 근거하여 올해에도 10%이상의 부동산 투자 증가율을 전망한다. 이 부분에 대한 논란이 있기 때문에 숫자가 확인된다면 철강업체 주가에는 인프라보다 더 큰 영향을 미칠 수 있다.

부동산투자에 대해서 한 가지 더 긍정적으로 꼽을만한 요소는 건설기성의 증가세다. 부동산투자는 크게 건축공사와 토지매입 부분으로 구성되어 있는데 작년 부동산투자 증가율을 주도했던 것은 토지매입이었다. 착공면적이 지속적으로 확대되면 올해 부동산투자 증가율에서 건설기성의 기여도가 확대될 것이다. 건축부문에 한해서 소재산업인 철강은 작년보다 올해 수요가 더 좋아질 수 있다.

그림14 중국 건설 부문 고정자산투자 증가율 추이



주: 3MMA 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림15 중국 부동산 고정자산투자 증가율 추이

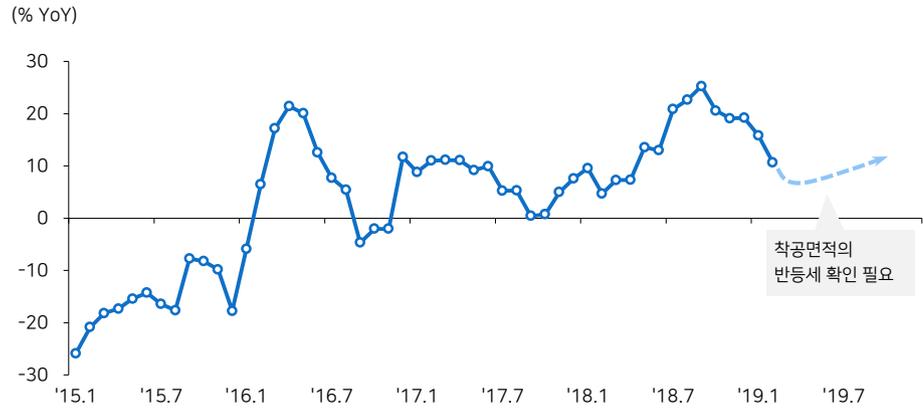


주: 3MMA 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

착공면적 증가세 지속여부가 부동산 투자 증가율 방향성 결정

건설기성의 확대 추세가 지속되기 위해선 착공면적 증가율이 뒷받침되어야 한다. 2월까지 하락 추세가 유지되고 있는 주택 착공면적이 하락을 멈추거나 반전될 경우 주가에 의미 있는 지표로 해석될 것이다.

그림16 중국 주택 착공면적 증가율 추이



자료: NBS, CEIC, 메리츠증권증권 리서치센터

Industry Brief
2019. 4. 5

POSCO 005490

Risk on 구간에서 살 기업

▲ **철강**

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

- ✓ 1Q19 Preview: 컨센서스에 부합하는 실적
- ✓ 중국궤 경기부양 최대 수혜주
- ✓ 하반기부터 실물경기 회복 본격화에 따른 롤마진 확대 기대
- ✓ PBR 0.5배 수준인 현재 주가는 저평가 매력이 높음
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 360,000 원 유지

Buy

적정주가 (12개월) 360,000 원
현재주가 (4.4) 271,500 원
상승여력 32.6%

KOSPI	2,206.53pt
시가총액	236,712억원
발행주식수	8,719만주
유동주식비율	79.60%
외국인비중	55.03%
52주 최고/최저가	372,500원/237,000원
평균거래대금	667.4억원
주요주주(%)	
국민연금	10.72
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	5.22

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.0	-1.1	-14.5
상대주가	2.3	2.0	-6.7

주가그래프



1Q19 Preview: 컨센서스에 부합하는 실적

1 분기 연결 영업이익은 -22.8% YoY 감소한 1 조 1,480 억원으로 컨센서스를 충족하는 실적을 보여줄 전망이다. 전 분기 대비 판매량 개선에도 불구하고 높아진 원료비와 낮아진 판가로 인해 탄소강 롤마진이 3만원 가량 훼손되었다.

중국궤 경기부양 최대 수혜주

동사는 수출 비중이 40%로 높고 고객사가 다변화되어 있어 중국 철강가격에 대한 실적 민감도가 높다. 높아진 원료비는 중국 철강가격 상승에 따라 2 분기 내에 전가가 가능할 전망이다. 하반기부터는 실물경기 회복이 본격화되며 롤마진 확대가 나타날 수 있다. 최근 주가 상승에도 불구하고 이익이 돌아설 수 있다면 PBR 0.5 배는 Valuation 매력이 높다고 판단된다.

투자 의견 Buy, 적정주가 360,000원 유지

'19~'20 년 영업이익 추정치를 상향 조정하였으나 적정주가를 조정할 정도의 변화는 아니기 때문에 투자 의견과 적정주가를 유지한다. 2 분기 실적 추정치를 컨센서스보다 보수적으로 추정하였고, 매크로 지표에 따라 하반기 실적도 추가적으로 개선될 가능성이 있다. 주요 지표들의 개선세가 확인될 경우 적정주가의 상향 조정 여지는 충분하다.

(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
2018	64,977.8	5,542.6	1,690.6	19,391	-36.4	497,452	12.5	0.5	3.9	3.9	67.3
2019E	67,557.3	4,622.8	2,877.0	32,998	60.1	521,274	7.2	0.5	4.2	6.5	64.5
2020E	68,183.1	4,562.3	2,849.5	32,683	-1.0	544,781	7.3	0.4	4.2	6.1	61.8
2021E	69,177.3	4,431.2	2,715.3	31,143	-4.7	555,738	7.6	0.4	4.3	5.7	61.7

표1 POSCO 1Q19 Preview

(십억원)	1Q19E	1Q18	(% YoY)	4Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	16,744.6	15,862.3	5.6	16,621.5	0.7	16,387.5	2.2
영업이익	1,148.0	1,487.7	-22.8	1,271.5	-9.7	1,161.7	-1.2
세전이익	1,075.9	1,483.0	-27.5	-295.6	흑전	1,066.8	0.8
지배순이익	725.7	993.5	-27.0	-867.5	흑전	730.7	-0.7

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	67,425.2	68,134.2	67,557.3	68,183.1	0.2	0.1
영업이익	4,530.4	4,410.7	4,622.7	4,562.3	2.0	3.4
세전이익	4,225.4	4,090.8	4,265.4	4,224.6	0.9	3.3
지배순이익	2,870.2	2,759.2	2,877.0	2,849.5	0.2	3.3

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림17 POSCO PBR Valuation



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 POSCO Valuation Table					
(십억원)	3년 평균	2018	2019E	2020E	2021E
지배주주 순이익	2,813.9	1,690.6	2,877.0	2,849.5	2,715.3
지배주주 자본총계	47,453.0	43,371.3	45,448.3	47,497.7	49,413.0
ROE (%)	5.9	3.9	6.5	6.1	5.6
COE (%)	8.9	11.6	8.9	8.9	8.9
Rf(5년물 국채금리)	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
52주 β	1.1	1.2	1.1	1.1	1.1
Rm	8.3	10.0	8.3	8.3	8.3
성장률(g)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Fair PBR (배)	0.66	0.34	0.72	0.69	0.63
적정 시가총액	31,452.3	14,566.4	32,909.4	32,552.0	30,949.6
Current PBR	0.50	0.49	0.52	0.50	0.48
현재 시가총액	23,671.2	21,186.4	23,671.2	23,671.2	23,671.2
적정주가 (원, 천원미만 절사)	360,000	160,000	370,000	370,000	350,000
증가 (원)	271,500	243,000	271,500	271,500	271,500
Upside (%)	32.6	-31.2	36.3	36.3	28.9

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표4 연결기준 실적 테이블

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출	15,862.3	16,083.3	16,410.7	16,621.5	64,977.8	16,744.6	16,930.1	16,980.5	16,902.1	67,557.3
철강부문	8,030.5	8,247.2	8,166.1	7,857.5	32,301.3	8,161.5	8,347.1	8,397.5	8,319.1	33,225.2
별도	7,760.9	7,704.9	7,905.5	7,288.2	30,659.4	7,651.4	7,825.4	7,872.7	7,799.2	31,148.7
연결종속	4,747.2	5,019.0	5,086.5	4,909.1	19,761.8	5,101.0	5,216.9	5,248.4	5,199.4	20,765.8
내부거래제거	-4,477.6	-4,476.6	-4,825.9	-4,339.8	-18,119.9	-4,590.9	-4,695.2	-4,723.6	-4,679.5	-18,689.2
무역부문	5,560.1	5,395.7	5,741.5	5,681.3	22,378.6	5,981.7	5,981.7	5,981.7	5,981.7	23,927.0
건설부문	1,482.7	1,692.5	1,757.2	1,925.0	6,857.4	1,725.6	1,725.6	1,725.6	1,725.6	6,902.6
기타부문	788.9	747.8	746.2	1,022.1	3,305.0	875.6	875.6	875.6	875.6	3,502.5
영업이익	1,487.7	1,252.3	1,531.1	1,271.5	5,542.6	1,148.0	1,092.4	1,170.0	1,212.4	4,622.7
영업이익률(%)	9.4	7.8	9.3	7.6	8.5	6.9	6.5	6.9	7.2	6.8
철강부문	1,164.4	1,018.7	1,283.9	1,010.4	4,477.4	901.3	845.6	923.2	965.6	3,635.8
별도	1,015.9	822.1	1,094.8	876.6	3,809.4	748.2	689.1	765.8	809.6	3,012.8
연결종속	168.2	201.4	199.8	133.8	703.2	153.0	156.5	157.5	156.0	623.0
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	68.9	347.7	102.2	102.2	102.2	102.2	408.7
건설부문	103.1	99.1	123.7	62.8	388.7	99.9	99.9	99.9	99.9	399.6
기타부문	85.9	42.4	71.1	-46.2	153.2	44.7	44.7	44.7	44.7	178.7

자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 별도기준 실적 테이블

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
평균환율 (원/달러)	1,072.3	1,079.9	1,121.5	1,127.8	1,100.4	1,125.2	1,100.0	1,085.0	1,075.0	1,096.3
제품판매량 (천톤)	9,294.1	8,959.1	8,982.8	8,353.4	35,589.3	8,959.4	8,860.3	8,939.1	8,961.1	35,719.8
% YoY	6.6	5.9	0.2	-2.5	2.5	-3.6	-1.1	-0.5	7.3	0.4
탄소강	8,784.1	8,431.1	8,453.8	7,907.4	33,576.3	8,449.4	8,332.3	8,416.1	8,510.7	33,708.4
STS	510.0	528.0	529.0	446.0	2,013.0	510.0	528.0	523.0	450.5	2,011.4
매출	7,760.9	7,704.9	7,905.5	7,288.2	30,659.4	7,651.4	7,825.4	7,872.7	7,799.2	31,148.7
% YoY	9.8	8.0	9.0	2.7	7.4	-1.4	1.6	-0.4	7.0	1.6
철강	7,339.3	7,296.8	7,459.4	6,805.9	28,901.5	7,142.1	7,451.5	7,464.2	7,372.7	29,430.5
탄소강	6,239.5	6,155.8	6,324.3	5,895.9	24,615.5	6,154.6	6,327.4	6,360.9	6,422.4	25,265.3
STS강	1,099.8	1,141.0	1,135.1	910.0	4,286.0	987.5	1,124.1	1,103.3	950.3	4,165.3
기타	421.6	408.0	446.1	482.3	1,758.0	439.5	444.0	452.9	454.7	1,791.1
매출원가	6,290.1	6,430.6	6,353.5	6,654.1	25,728.3	6,597.1	6,823.2	6,792.0	6,677.5	26,889.9
매출원가율 (%)	81.0	83.5	80.4	91.3	83.9	86.2	87.2	86.3	85.6	86.3
매출총이익	1,470.8	1,274.2	1,552.0	634.1	4,931.1	1,054.3	1,002.1	1,080.7	1,121.6	4,258.7
판매비 및 관리비	454.9	452.1	457.3	-242.5	1,121.8	306.1	313.0	314.9	312.0	1,245.9
판매비율 (%)	5.9	5.9	5.8	-3.3	3.7	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
영업이익	1,015.9	822.1	1,094.8	876.6	3,809.4	748.2	689.1	765.8	809.6	3,012.8
영업이익률 (%)	13.1	10.7	13.8	12.0	12.4	9.8	8.8	9.7	10.4	9.7

자료: 메리츠증권 리서치센터

POSCO (005490)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	60,655.1	64,977.8	67,557.3	68,183.1	69,177.3
매출액증가율 (%)	14.3	7.1	4.0	0.9	1.5
매출원가	52,299.2	57,005.4	60,232.2	60,893.5	61,979.0
매출총이익	8,355.9	7,972.4	7,325.0	7,289.6	7,198.3
판매관리비	3,734.1	2,429.8	2,702.3	2,727.3	2,767.1
영업이익	4,621.8	5,542.6	4,622.8	4,562.3	4,431.2
영업이익률	7.6	8.5	6.8	6.7	6.4
금융손익	-111.6	-538.5	-198.4	-333.2	-372.9
중속/관계기업손익	10.5	112.6	61.6	87.1	74.4
기타영업외손익	-341.1	-1,554.0	-220.5	-91.6	-107.1
세전계속사업이익	4,179.7	3,562.8	4,265.4	4,224.6	4,025.6
법인세비용	1,206.2	1,670.8	1,237.0	1,225.1	1,167.4
당기순이익	2,973.5	1,892.1	3,028.4	2,999.5	2,858.2
지배주주지분 손이익	2,790.1	1,690.6	2,877.0	2,849.5	2,715.3

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	31,127.4	33,651.0	33,948.7	34,323.8	34,344.4
현금및현금성자산	2,612.5	2,643.9	2,594.1	2,871.8	2,548.3
매출채권	8,583.3	8,648.3	8,794.3	8,832.8	8,968.8
재고자산	9,951.0	11,499.9	11,694.1	11,745.3	11,926.2
비유동자산	47,897.5	44,597.3	46,640.5	48,494.5	50,176.8
유형자산	31,883.5	30,018.3	32,061.5	33,915.5	35,597.8
무형자산	5,952.3	5,170.8	5,170.8	5,170.8	5,170.8
투자자산	6,131.7	5,851.3	5,851.3	5,851.3	5,851.3
자산총계	79,025.0	78,248.3	80,589.1	82,818.2	84,521.2
유동부채	18,946.0	18,938.0	19,050.4	19,080.1	19,184.8
매입채무	3,465.2	4,006.1	4,073.8	4,091.6	4,154.6
단기차입금	8,174.8	7,487.8	7,487.8	7,487.8	7,487.8
유동성장기부채	3,099.7	2,801.8	2,801.8	2,801.8	2,801.8
비유동부채	12,614.9	12,550.7	12,550.7	12,550.7	13,050.7
사채	4,986.4	5,451.0	5,451.0	5,451.0	5,451.0
장기차입금	4,802.7	4,468.7	4,468.7	4,468.7	4,968.7
부채총계	31,561.0	31,488.7	31,601.2	31,630.8	32,235.5
자본금	482.4	482.4	482.4	482.4	482.4
자본잉여금	1,412.6	1,410.6	1,410.6	1,410.6	1,410.6
기타포괄이익누계액	-658.6	-1,383.9	-1,383.9	-1,383.9	-1,383.9
이익잉여금	43,056.6	44,216.0	46,293.0	48,342.5	49,297.8
비지배주주지분	3,731.1	3,388.3	3,539.7	3,689.7	3,832.6
자본총계	47,464.0	46,759.6	48,988.0	51,187.4	52,285.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	5,607.3	5,869.7	5,740.5	6,358.0	5,751.7
당기순이익(손실)	2,973.5	1,892.1	3,028.4	2,999.5	2,858.2
유형자산상각비	2,887.7	2,911.1	2,956.8	3,146.0	3,317.7
무형자산상각비	409.8	356.6	362.4	357.4	358.8
운전자본의 증감	-1,926.3	-2,052.5	-555.0	-67.7	-719.3
투자활동 현금흐름	-3,817.9	-2,648.0	-5,300.8	-5,270.3	-5,284.5
유형자산의증가(CAPEX)	-2,287.6	-2,135.6	-5,000.0	-5,000.0	-5,000.0
투자자산의감소(증가)	993.9	393.1	61.6	87.1	74.4
재무활동 현금흐름	-1,565.5	-3,195.1	-489.5	-810.0	-790.7
차입금의 증감	-1,637.7	-942.4	0.0	0.0	500.0
자본의 증가	14.8	-2.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	164.9	31.3	-49.8	277.7	-323.5
기초현금	2,447.6	2,612.5	2,643.9	2,594.1	2,871.8
기말현금	2,612.5	2,643.9	2,594.1	2,871.8	2,548.3

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	695,691	745,271	774,857	782,034	793,437
EPS(지배주주)	32,002	19,391	32,998	32,683	31,143
CFPS	98,699	105,931	88,587	90,367	90,718
EBITDAPS	90,831	101,050	91,091	92,511	92,992
BPS	501,600	497,452	521,274	544,781	555,738
DPS	8,000	5,000	10,000	10,000	10,000
배당수익률(%)	2.4	2.1	4.2	4.2	4.2
Valuation(Multiple)					
PER	10.4	12.5	7.2	7.3	7.6
PCR	3.4	2.3	2.7	2.6	2.6
PSR	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	0.7	0.5	0.5	0.4	0.4
EBITDA	7,919.3	8,810.2	7,941.9	8,065.7	8,107.7
EV/EBITDA	5.5	3.9	4.2	4.2	4.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.5	3.9	6.5	6.1	5.7
EBITDA 이익률	13.1	13.6	11.8	11.8	11.7
부채비율	66.5	67.3	64.5	61.8	61.7
금융비용부담률	1.1	1.1	0.9	1.0	1.0
이자보상배율(x)	7.1	7.5	7.2	6.8	6.1
매출채권회전율(x)	6.8	7.5	7.7	7.7	7.8
재고자산회전율(x)	6.4	6.1	5.8	5.8	5.8

Industry Brief
2019. 4. 5

현대제철 004020

▲ 철강

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

- ✓ 1Q19 Preview: 기대 이하
- ✓ 2분기에 대한 기대치는 지나치게 보수적
- ✓ 하반기 자동차강판의 가격 인상 가능성까지 고려한다면 Valuation 매력은 충분
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 58,000 원으로 상향

Buy

적정주가 (12개월) 58,000 원
현재주가 (4.4) 47,450 원
상승여력 22.2%

KOSPI	2,206.53pt
시가총액	63,320억원
발행주식수	13,345만주
유동주식비율	62.40%
외국인비중	27.04%
52주 최고/최저가	68,700원/41,550원
평균거래대금	150.3억원
주요주주(%)	
기아자동차 외 6 인	35.97
국민연금	8.99

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.4	-12.3	-6.0
상대주가	-5.1	-9.6	2.5

주가그래프



1Q19 Preview: 기대 이하

1 분기 연결 영업이익은 -29.2% YoY 감소한 2,079 억원으로 컨센서스를 하회할 전망이다. 실적 부진은 원재료 가격 상승으로 인한 판재류 롤마진 훼손의 영향이 크다. 마진 훼손 정도는 톤당 35,000 원으로 추정된다.

2분기에 대한 기대치는 지나치게 보수적

1 분기 롤마진 훼손은 원재료 상승과 이를 상쇄할 수 없는 판재류 제품 포트폴리오 때문이다. 판재류 매출 중 열연의 비중은 20% 정도에 불과하며 나머지는 냉연과 후판이다. 냉연의 대부분을 차지하는 자동차강판과 후판의 경우 반기 단위로 가격협상을 하기 때문에 인상이 이루어지지 않으면 원재료 상승의 영향을 온전히 받게 된다.

그러나 이러한 제품 포트폴리오를 고려해도 별도 기준 2 천억 증반에 불과한 2 분기 이익 추정치는 지나치게 보수적이다. 당사 추정에 의하면 판재류 판매단가가 전혀 상승하지 않는다는 가정에서도 2,500 억원의 별도 영업이익이 달성 가능하다. 하반기 자동차강판의 가격 인상 가능성까지 고려한다면 Valuation 매력은 충분하다.

투자의견 Buy, 적정주가 58,000원으로 상향

1 분기 실적 부진에도 불구하고, 2 분기 이후 영업이익 추정치 상향 조정 효과를 반영해 적정주가를 58,000 원으로 상향한다. 이에 지난 한달 평균 주가 46,400 원 대비 25%의 Upside 가 발생하여 투자의견을 Buy 로 상향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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
2018	20,780.4	1,026.1	398.7	2,988	-43.9	125,115	15.1	0.4	6.4	2.4	95.6
2019E	21,743.3	1,240.5	717.5	5,377	79.5	129,606	8.4	0.3	5.7	4.2	88.1
2020E	21,827.3	1,273.6	735.8	5,514	2.6	133,841	8.1	0.3	5.2	4.2	80.7
2021E	21,612.3	1,212.2	710.4	5,324	-3.5	137,001	8.4	0.3	5.1	3.9	75.2

표6 현대제철 1Q19 Preview

(십억원)	1Q19E	1Q18	(% YoY)	4Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	4,958.5	4,786.1	3.6	5,312.5	-6.7	5,138.7	-3.5
영업이익	207.9	293.5	-29.2	254.9	-18.4	239.3	-13.1
세전이익	159.2	235.4	-32.4	113.7	40.0	163.7	-2.7
지배순이익	115.5	172.8	-33.2	81.9	40.9	128.1	-9.8

자료: 회사명, 메리츠증권증권 리서치센터

표7 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	21,043.8	20,811.0	21,743.3	21,827.3	3.3	4.9
영업이익	1,246.4	1,250.1	1,240.5	1,273.6	-0.5	1.9
세전이익	969.5	956.1	989.4	1,014.7	2.1	6.1
지배순이익	703.1	693.3	717.5	735.8	2.0	6.1

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림18 현대제철 PBR Valuation



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표8 현대제철 Valuation Table					
(십억원)	3개년 평균	2018	2019E	2020E	2021E
지배주주 순이익	721.3	398.7	717.5	735.8	710.4
지배주주 자본총계	17,852.1	16,696.0	17,295.4	17,860.5	18,400.3
ROE (%)	4.0	2.4	4.2	4.2	3.9
COE (%)	9.3	11.6	9.3	9.3	9.3
Rf(5년물 국채금리)	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
52주 β	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Rm	8.3	10.0	8.3	8.3	8.3
성장률(g)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Fair PBR (배)	0.44	0.21	0.46	0.45	0.42
적정 시가총액	7,794.5	3,446.7	7,890.7	8,079.9	7,791.9
Current PBR	0.35	0.36	0.37	0.35	0.34
현재 시가총액	6,332.0	6,038.4	6,332.0	6,332.0	6,332.0
적정주가 (원, 천원미만 절사)	58,000	25,000	59,000	60,000	58,000
증가 (원)	47,450	45,250	47,450	47,450	47,450
Upside (%)	22.2	-44.8	24.3	26.4	22.2

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표9 연결기준 실적 테이블

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출	4,786.1	5,447.7	5,234.1	5,312.5	20,780.4	4,958.5	5,825.1	5,257.4	5,702.3	21,743.3
별도	4,244.0	4,835.6	4,711.2	4,820.0	18,610.8	4,470.1	5,005.8	4,749.6	4,897.0	19,122.5
연결중속	542.1	612.0	522.9	492.6	2,169.6	488.4	819.2	507.8	805.3	2,620.8
매출원가	4,208.1	4,756.6	4,815.6	4,928.0	18,708.3	4,512.5	5,187.1	4,710.6	5,054.7	19,465.0
매출원가율 (%)	87.9	87.3	92.0	92.8	90.0	91.0	89.0	89.6	88.6	89.5
판매비	284.5	315.4	316.5	129.7	1,046.0	238.1	276.4	253.0	270.3	1,037.8
별도	255.0	282.2	284.9	89.5	911.5	223.5	250.3	237.5	244.8	956.1
연결중속	29.5	33.2	31.6	40.1	134.5	14.6	26.1	15.5	25.5	81.7
영업이익	293.5	375.6	102.1	254.9	1,026.1	207.9	361.6	293.7	377.3	1,240.5
별도	250.2	334.4	91.3	257.7	933.5	191.0	335.7	276.0	351.8	1,154.4
연결중속	43.4	41.3	10.8	-2.8	92.6	17.0	25.9	17.7	25.5	86.0
영업이익률 (%)	6.1	6.9	1.9	4.8	4.9	4.2	6.2	5.6	6.6	5.7
별도	5.9	6.9	1.9	5.3	5.0	4.3	6.7	5.8	7.2	6.0
연결중속	8.0	6.7	2.1	-0.6	4.3	3.5	3.2	3.5	3.2	3.3

자료: 메리츠증권리서치센터

표10 별도기준 실적 테이블

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
제품판매량 (천톤)	5,133.0	5,726.0	5,384.0	5,548.0	21,791.0	5,254.5	5,792.1	5,493.8	5,652.9	22,193.2
% YoY	-1.0	4.1	-2.7	2.2	0.7	2.4	1.2	2.0	1.9	1.8
봉형강류	2,035.0	2,350.0	2,135.0	2,349.3	8,869.3	2,127.3	2,377.4	2,185.7	2,385.8	9,076.2
판재류	3,098.0	3,376.0	3,249.0	3,198.7	12,921.7	3,127.2	3,414.7	3,308.1	3,267.1	13,117.0
매출	4,244.0	4,835.6	4,711.2	4,820.0	18,610.8	4,470.1	5,005.8	4,749.6	4,897.0	19,122.5
% YoY	7.3	13.1	10.0	10.2	10.2	5.3	3.5	0.8	1.6	2.7
봉형강류	1,693.2	1,957.3	1,860.4	2,018.3	7,529.2	1,803.5	2,012.8	1,854.7	2,029.4	7,700.3
판재류	2,550.8	2,878.3	2,850.8	2,801.7	11,081.6	2,666.6	2,993.0	2,894.9	2,867.6	11,422.2
매출원가	3,738.9	4,219.1	4,335.1	4,472.8	16,765.8	4,055.6	4,419.9	4,236.1	4,300.3	17,011.9
매출원가율 (%)	88.1	87.2	92.0	92.8	90.1	90.7	88.3	89.2	87.8	89.0
매출총이익	505.1	616.6	376.1	347.2	1,845.0	414.5	586.0	513.5	596.6	2,110.6
판매비 및 관리비	255.0	282.2	284.9	89.5	911.5	223.5	250.3	237.5	244.8	956.1
판매비율 (%)	6.0	5.8	6.0	1.9	4.9	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
영업이익	250.2	334.4	91.3	257.7	933.5	191.0	335.7	276.0	351.8	1,154.4
영업이익률 (%)	5.9	6.9	1.9	5.3	5.0	4.3	6.7	5.8	7.2	6.0

자료: 메리츠증권리서치센터

현대제철 (004020)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	19,166.0	20,780.4	21,743.3	21,827.3	21,612.3
매출액증가율 (%)	14.8	8.4	4.6	0.4	-1.0
매출원가	16,733.5	18,708.3	19,465.0	19,516.0	19,371.0
매출총이익	2,432.5	2,072.1	2,278.3	2,311.3	2,241.3
판매관리비	1,064.9	1,046.0	1,037.8	1,037.7	1,029.2
영업이익	1,367.6	1,026.1	1,240.5	1,273.6	1,212.2
영업이익률	7.1	4.9	5.7	5.8	5.6
금융손익	-212.7	-301.7	-238.2	-253.3	-225.5
중속/관계기업손익	9.5	17.8	12.0	12.4	12.8
기타영업외손익	-83.1	-172.4	-24.9	-18.0	-19.7
세전계속사업이익	1,081.3	569.8	989.4	1,014.7	979.6
법인세비용	353.7	161.9	257.2	263.8	254.7
당기순이익	727.5	408.0	732.1	750.9	724.9
지배주주지분 순이익	716.1	398.7	717.5	735.8	710.4

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	7,863.5	8,769.0	8,912.6	9,114.8	9,314.5
현금및현금성자산	770.7	762.1	348.4	863.0	989.7
매출채권	2,650.2	2,609.2	2,800.6	2,693.3	2,718.4
재고자산	4,098.2	4,919.5	5,280.4	5,078.1	5,125.4
비유동자산	25,510.3	24,535.9	24,257.8	23,794.8	23,364.2
유형자산	21,339.3	20,784.6	20,496.0	20,033.0	19,602.4
무형자산	1,748.1	1,653.4	1,653.4	1,653.4	1,653.4
투자자산	1,987.2	1,628.1	1,638.6	1,638.6	1,638.6
자산총계	33,373.8	33,304.9	33,170.5	32,909.6	32,678.7
유동부채	6,707.2	6,702.5	6,654.1	6,513.0	6,546.0
매입채무	1,255.2	1,421.6	1,525.9	1,467.4	1,481.1
단기차입금	886.3	986.2	986.2	986.2	986.2
유동성장기부채	2,183.2	2,065.7	1,765.7	1,765.7	1,765.7
비유동부채	9,631.1	9,579.3	8,879.3	8,179.3	7,479.3
사채	4,030.0	4,153.8	4,153.8	4,153.8	4,153.8
장기차입금	4,449.7	4,080.2	3,380.2	2,680.2	1,980.2
부채총계	16,338.3	16,281.8	15,533.3	14,692.3	14,025.3
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	682.8	682.8	682.8	682.8
이익잉여금	11,277.7	11,560.6	12,160.0	12,725.2	13,146.8
비지배주주지분	320.0	327.1	341.8	356.8	371.3
자본총계	17,035.5	17,023.1	17,637.1	18,217.3	18,653.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	1,719.8	1,575.3	1,997.1	2,408.9	2,190.2
당기순이익(손실)	727.5	408.0	732.1	750.9	724.9
유형자산상각비	1,403.2	1,491.4	1,488.6	1,463.0	1,430.6
무형자산상각비	101.1	99.3	101.9	100.8	100.6
운전자본의 증감	-777.0	-817.4	-325.5	119.0	-40.1
투자활동 현금흐름	-1,234.2	-1,164.8	-1,312.4	-1,076.1	-1,074.8
유형자산의증가(CAPEX)	-1,201.1	-1,198.0	-1,200.0	-1,000.0	-1,000.0
투자자산의감소(증가)	-89.9	386.6	-10.5	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-450.3	-418.5	-1,098.5	-818.1	-988.8
차입금의 증감	-455.8	-300.2	-1,000.0	-700.0	-700.0
자본의 증가	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	33.4	-8.5	-413.8	514.7	126.6
기초현금	737.2	770.7	762.1	348.4	863.0
기말현금	770.7	762.1	348.4	863.0	989.7

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	143,624	155,722	162,937	163,567	161,956
EPS(지배주주)	5,366	2,988	5,377	5,514	5,324
CFPS	22,614	22,102	21,308	21,220	20,506
EBITDAPS	21,520	19,610	21,214	21,262	20,558
BPS	125,261	125,115	129,606	133,841	137,001
DPS	750	750	900	1,300	1,300
배당수익률(%)	1.3	1.7	2.0	2.9	2.9
Valuation(Multiple)					
PER	10.9	15.1	8.4	8.1	8.4
PCR	2.6	2.0	2.1	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	2,616.8	2,830.9	2,837.3	2,743.4
EV/EBITDA	6.6	6.4	5.7	5.2	5.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.4	2.4	4.2	4.2	3.9
EBITDA 이익률	15.0	12.6	13.0	13.0	12.7
부채비율	95.9	95.6	88.1	80.7	75.2
금융비용부담률	1.6	1.6	1.4	1.3	1.2
이자보상배율(x)	4.4	3.1	4.2	4.4	4.5
매출채권회전율(x)	7.7	7.9	8.0	7.9	8.0
재고자산회전율(x)	5.1	4.6	4.3	4.2	4.2

Industry Brief
2019. 4. 5

세아베스틸 001430

2분기 가격 인상 효과 기대

▲ **철강**

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

- ✓ 1Q19 Preview: 실적은 컨센서스 하회 전망
- ✓ 특수강 판매량 전망치를 기존 210만톤에서 195만톤으로 하향 조정
- ✓ 4월 이후 출고가 인상으로 영업이익 전망치는 상향 조정
- ✓ 하반기 국내 자동차 업계가 회복 시 마진이 개선될 여지 존재
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가 25,000 원으로 상향

Buy

적정주가 (12개월) 25,000 원
현재주가 (4.4) 21,550 원
상승여력 16.0%

KOSPI	2,206.53pt
시가총액	7,728억원
발행주식수	3,586만주
유통주식비율	33.36%
외국인비중	10.36%
52주 최고/최저가	27,250원/15,250원
평균거래대금	10.6억원

주요주주(%)	
세아홀딩스 외 4인	65.90
국민연금	6.95
신영자산운용	6.65

주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.8	14.0	-15.8
상대주가	7.0	17.5	-8.1

주가그래프



1Q19 Preview: 실적은 컨센서스 하회 전망

1분기 연결 영업이익은 -43.9% YoY 감소한 198 억원으로 컨센서스를 하회하는 실적을 보여줄 전망이다. 실적 부진의 원인은 예상보다 부진한 자동차항 제품 판매 때문이다. 이익 기여도가 높은 제품이기 때문에 포트폴리오 믹스가 악화되는 효과가 더해졌다.

판매량 둔화 VS 평가 상승

1분기 판매량 둔화를 확인한 만큼 동사의 특수강 판매량 전망치를 기존 210만톤에서 195만톤으로 하향 조정하였다. 그럼에도 불구하고 영업이익 전망치는 상향 조정되었는데, 이는 4월부터 출고가 인상효과가 반영되기 때문이다.

국내 자동차항 제품군은 가격인상이 여전히 요원하다. 그러나 지난 3월 일본 자동차업계는 특수강 가격을 인상 해주었다. 동사 역시 수혜를 입어 수출 판매 단가가 상승하고 있다는 점이 확인됐다. 하반기 국내 자동차 업계가 회복한다면 추가적으로 마진이 개선될 여지가 존재한다.

투자의견 Buy 유지, 적정주가 25,000원으로 상향

영업이익 추정치를 상향 조정의 효과로 적정주가를 25,000 원으로 상향한다. 판매량 회복이 확인된다면 적정주가를 상향 조정 가능하다. DPS 유지에 대한 회사의 의지가 강한 만큼, 배당수익률 관점에서 현재 주가는 하방 위험이 낮다고 판단한다.

(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
2018	3,278.1	55.9	21.0	585	-81.9	51,856	30.2	0.3	8.6	1.1	86.4
2019E	3,275.6	119.7	71.6	1,998	206.5	53,010	9.6	0.4	6.8	3.8	84.3
2020E	3,353.9	130.7	83.2	2,319	16.7	54,485	8.3	0.4	6.3	4.3	77.9
2021E	3,432.2	146.5	87.7	2,445	5.8	55,243	7.8	0.3	5.9	4.5	78.5

표11 세아베스틸 1Q19 Preview

(십억원)	1Q19E	1Q18	(% YoY)	4Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	781.3	829.7	-5.8	781.3	0.0	826.2	-5.4
영업이익	19.8	35.2	-43.9	-31.7	흑전	23.6	-16.1
세전이익	14.6	38.9	-62.6	-37.7	흑전	17.6	-17.2
지배순이익	10.4	28.5	-63.4	-25.1	흑전	15.0	-30.5

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표12 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2018E	2019E
매출액	3,348.7	3,430.8	3,275.6	3,353.9	-2.2	-2.2
영업이익	112.9	128.2	119.7	130.7	6.0	2.0
세전이익	93.1	108.9	100.0	116.8	7.5	7.2
지배순이익	70.7	82.7	71.6	83.2	1.3	0.6

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림19 세아베스틸 PBR Valuation



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	3개년 평균	2018	2019E	2020E	2021E
지배주주 순이익	80.8	21.0	71.6	83.2	87.7
지배주주 자본총계	1,955.5	1,859.7	1,901.0	1,953.9	2,011.4
ROE (%)	4.1	1.1	3.8	4.3	4.4
COE (%)	8.9	9.2	8.9	8.9	8.9
Rf(5년물 국채금리)	2.2	2.3	2.2	2.2	2.2
52주 β	1.1	0.9	1.1	1.1	1.1
Rm	8.3	10.0	8.3	8.3	8.3
성장률(g)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Fair PBR (배)	0.46	0.12	0.43	0.48	0.49
적정 시가총액	903.5	228.8	809.6	942.4	994.2
Current PBR	0.40	0.34	0.41	0.40	0.38
현재 시가총액	772.8	634.8	772.8	772.8	772.8
적정주가 (원, 천원미만 절사)	25,000	6,000	22,000	26,000	27,000
증가 (원)	21,550	17,700	21,550	21,550	21,550
Upside (%)	16.0	-66.1	2.1	20.6	25.3

자료: 메리츠증권리서치센터

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출	829.7	839.7	827.3	781.3	3,278.1	781.3	856.1	824.4	813.8	3,275.6
별도	523.9	524.0	513.7	480.8	2,042.4	481.9	533.2	505.8	498.9	2,019.9
세아창원특수강	309.7	311.9	308.9	298.7	1,229.3	295.4	318.6	314.5	310.8	1,239.3
매출원가	762.3	770.8	776.5	778.5	3,088.0	728.8	780.1	759.0	751.0	3,018.9
매출원가율 (%)	91.9	91.8	93.8	99.6	94.2	93.3	91.1	92.1	92.3	92.2
별도	480.0	477.0	482.3	491.9	1,931.2	445.3	479.7	462.7	457.9	1,845.6
매출원가율 (%)	91.6	91.0	93.9	102.3	94.6	92.4	90.0	91.5	91.8	91.4
세아창원특수강	286.5	290.4	291.8	288.0	1,156.7	280.2	296.7	292.8	289.7	1,159.4
매출원가율 (%)	92.5	93.1	94.5	96.4	94.1	94.9	93.1	93.1	93.2	93.6
판관비	32.2	33.5	34.0	34.5	134.2	32.7	35.9	34.4	34.0	137.0
판관비율 (%)	3.9	4.0	4.1	4.4	4.1	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2
별도	23.0	24.9	26.4	24.0	98.1	24.1	26.7	25.3	24.9	101.0
판관비율 (%)	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	10.0	34.6	8.3	8.9	8.8	8.7	34.7
판관비율 (%)	2.8	2.7	2.4	3.4	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8
영업이익	35.2	35.5	16.9	-31.7	55.9	19.8	40.1	31.0	28.8	119.7
영업이익률 (%)	4.2	4.2	2.0	-4.1	1.7	2.5	4.7	3.8	3.5	3.7
별도	20.9	22.2	5.0	-35.1	13.1	12.6	26.8	17.8	16.1	73.3
영업이익률 (%)	4.0	4.2	1.0	-7.3	0.6	2.6	5.0	3.5	3.2	3.6
세아창원특수강	14.4	13.0	9.8	0.7	37.9	6.9	13.0	12.9	12.4	45.2
영업이익률 (%)	4.7	4.2	3.2	0.2	3.1	2.3	4.1	4.1	4.0	3.6

자료: 메리츠증권리서치센터

세아베스틸 (001430)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	3,055.3	3,278.1	3,275.6	3,353.9	3,432.2
매출액증가율 (%)	20.7	7.3	-0.1	2.4	2.3
매출원가	2,736.8	3,088.0	3,018.9	3,082.9	3,142.5
매출총이익	318.6	190.1	256.7	271.0	289.8
판매관리비	130.1	134.2	137.0	140.3	143.3
영업이익	188.5	55.9	119.7	130.7	146.5
영업이익률	6.2	1.7	3.7	3.9	4.3
금융손익	-25.5	-21.2	-19.7	-13.9	-22.9
중속/관계기업손익	4.5	1.5	1.5	1.3	1.3
기타영업외손익	5.8	-6.6	-1.4	-1.3	-1.3
세전계속사업이익	173.3	29.5	100.0	116.8	123.6
법인세비용	36.2	4.7	24.0	28.0	29.7
당기순이익	137.2	24.8	76.0	88.8	93.9
지배주주지분 순이익	126.7	21.0	71.6	83.2	87.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	221.9	88.0	194.0	224.7	221.1
당기순이익(손실)	137.2	24.8	76.0	88.8	93.9
유형자산상각비	155.8	164.3	158.5	154.4	150.6
무형자산상각비	1.2	1.4	1.0	1.0	1.0
운전자본의 증감	-105.9	-142.0	-41.5	-19.5	-24.4
투자활동 현금흐름	-125.5	-91.8	-95.4	-101.0	-101.0
유형자산의증가(CAPEX)	-96.5	-82.1	-100.0	-100.0	-100.0
투자자산의감소(증가)	-3.5	-2.6	5.6	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-104.3	63.1	-46.3	-120.3	-30.5
차입금의 증감	-88.6	255.3	-16.0	-90.0	30.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-9.8	59.4	52.4	3.5	89.7
기초현금	22.2	12.3	71.7	124.2	127.6
기말현금	12.3	71.7	124.2	127.6	217.3

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,225.7	1,380.9	1,487.3	1,516.1	1,637.6
현금및현금성자산	12.3	71.7	124.2	127.6	217.3
매출채권	390.1	392.2	408.5	416.2	425.8
재고자산	793.9	897.3	934.6	952.2	974.2
비유동자산	2,365.3	2,338.0	2,273.8	2,219.4	2,168.8
유형자산	2,255.4	2,224.2	2,165.7	2,111.2	2,060.6
무형자산	14.0	13.0	13.0	13.0	13.0
투자자산	69.8	73.8	68.2	68.2	68.2
자산총계	3,591.0	3,718.9	3,761.1	3,735.5	3,806.3
유동부채	634.0	981.8	968.2	804.1	1,061.5
매입채무	222.8	197.1	205.3	209.2	214.0
단기차입금	94.0	281.5	281.5	281.5	281.5
유동성장기부채	180.8	125.3	99.3	-70.7	179.3
비유동부채	853.8	742.1	752.1	832.1	612.1
사채	359.3	239.4	249.4	259.4	189.4
장기차입금	290.3	228.6	228.6	298.6	148.6
부채총계	1,487.8	1,723.9	1,720.4	1,636.2	1,673.6
자본금	219.3	219.3	219.3	219.3	219.3
자본잉여금	308.8	308.8	308.8	308.8	308.8
기타포괄이익누계액	5.9	-3.3	-3.3	-3.3	-3.3
이익잉여금	1,251.9	1,245.2	1,286.6	1,339.5	1,366.7
비지배주주지분	266.9	135.4	139.7	145.3	151.6
자본총계	2,103.2	1,995.0	2,040.8	2,099.3	2,132.7

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	85,197	91,407	91,339	93,522	95,706
EPS(지배주주)	3,533	585	1,998	2,319	2,445
CFPS	10,282	7,896	7,816	7,978	8,310
EBITDAPS	9,635	6,176	7,785	7,980	8,310
BPS	51,205	51,856	53,010	54,485	55,243
DPS	900	850	850	850	850
배당수익률(%)	3.1	4.8	4.4	4.4	4.4
Valuation(Multiple)					
PER	8.2	30.2	9.6	8.3	7.8
PCR	2.8	2.2	2.4	2.4	2.3
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	0.6	0.3	0.4	0.4	0.3
EBITDA	345.5	221.5	279.2	286.2	298.0
EV/EBITDA	6.4	8.6	6.8	6.3	5.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.1	1.1	3.8	4.3	4.5
EBITDA 이익률	11.3	6.8	8.5	8.5	8.7
부채비율	70.7	86.4	84.3	77.9	78.5
금융비용부담률	0.9	0.9	0.7	0.5	0.8
이자보상배율(x)	6.7	2.0	5.3	7.6	5.4
매출채권회전율(x)	8.5	8.4	8.2	8.1	8.2
재고자산회전율(x)	4.0	3.9	3.6	3.6	3.6

Industry Brief
2019. 4. 5

동국제강 001230

더딘 실적 개선세

▲ **철강**

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

- ✓ 1Q19 Preview: 기대치 상회
- ✓ 평가 인상에도 물량 효과를 고려하면 연간 실적 개선세는 기대 이하
- ✓ 봉형강과 도금강판 사업부의 판매물량이 5% 가량 감소할 전망
- ✓ 후판 가동률 회복 지체
- ✓ 투자의견 Trading Buy, 적정주가 8,500 원 유지

Trading Buy

적정주가 (12개월) 8,500 원
현재주가 (4.4) 7,910 원
상승여력 7.5%

KOSPI	2,206.53pt
시가총액	7,549억원
발행주식수	9,543만주
유동주식비율	72.73%
외국인비중	28.25%
52주 최고/최저가	11,100원/7,030원
평균거래대금	22.4억원

주요주주(%)

장세주 외 14 인	25.27
JFE STEEL INTERNATIONAL EUROPE	14.13

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.8	-7.1	-19.7
상대주가	-6.5	-4.2	-12.4

주가그래프



1Q19 Preview: 기대치 상회

1 분기 연결 영업이익은 +20.6% YoY 증가한 432 억원으로 컨센서스를 상회할 전망이다. 냉연 사업부는 부진이 지속되었으나, 봉형강 및 후판 사업부의 롤마진 개선이 예상되기 때문이다.

평가 인상에도 물량 효과를 고려하면 연간 실적 개선세는 기대 이하

동사 역시 철강업황이 개선된다면 평가 인상의 영향을 받는다. 그럼에도 불구하고 봉형강과 도금강판 사업부의 판매물량이 5% 가량 감소할 전망이기 때문에 평가 인상의 효과가 상당부분 상쇄된다.

동사의 주요 투자포인트로 작용하는 후판 역시 가동률 회복이 지체되고 있다. 하반기 회복을 가정하더라도 연간 판매물량은 95 만톤 정도에 그칠 전망이다.

투자의견 Trading Buy, 적정주가 8,500원 유지

동사에 대해 투자의견 Trading Buy 와 적정주가는 8,500 원을 유지한다. 중장기적으로 조선업 턴어라운드에 따른 후판 가동률 상승 기대감은 유효하나 매출의 대부분을 차지하는 철근과 도금강판 시장의 부진을 상쇄할 정도는 아니라고 판단한다. 중국 경기부양에 따른 내구재 소비 개선이 도금강판 수요에 영향을 미치는 것이 확인된다면 적정주가 상향을 검토할 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
2018	5,964.9	145.0	-297.9	-3,121	-6,483.1	20,178	-2.3	0.4	8.6	-14.3	182.0
2019E	5,902.7	189.2	88.7	930	-129.7	21,108	7.9	0.3	7.5	4.5	169.8
2020E	5,904.3	180.3	69.6	730	-21.5	21,837	10.1	0.3	7.5	3.4	163.7
2021E	5,932.2	190.6	80.2	840	15.1	22,677	8.8	0.3	7.1	3.8	158.0

표15 동국제강 1Q19 Preview

(십억원)	1Q19E	1Q18	(% YoY)	4Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,420.8	1,401.3	1.4	1,550.4	-8.4	1,448.0	-1.9
영업이익	43.2	20.6	109.8	39.4	9.4	36.2	19.1
세전이익	16.7	-36.9	흑전	-86.0	흑전	6.0	179.0
지배순이익	12.5	-38.5	흑전	-58.7	흑전	4.5	177.0

자료: 회사명, 메리츠증권증권 리서치센터

표16 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	5,791.6	5,737.0	5,902.7	5,904.3	1.9	2.9
영업이익	188.3	172.8	189.2	180.3	0.5	4.4
세전이익	110.3	82.2	119.1	93.5	8.0	13.7
지배순이익	82.1	61.2	88.7	69.6	8.0	13.8

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림20 동국제강 PBR Valuation



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표17 동국제강 Valuation Table					
(십억원)	3개년 평균	2018E	2019E	2020E	2021E
지배주주 순이익	79.5	-297.9	88.7	69.6	80.2
지배주주 자본총계	2,087.5	1,925.7	2,014.4	2,084.0	2,164.2
ROE (%)	3.8	-14.3	4.5	3.4	3.8
COE (%)	9.6	11.5	9.6	9.6	9.6
Rf(5년물 국채금리)	2.2	2.3	2.2	2.2	2.2
52주 β	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Rm	8.3	10.0	8.3	8.3	8.3
성장률(g)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Fair PBR (배)	0.40	-1.24	0.47	0.36	0.39
적정 시가총액	831.5	-2,378.3	948.7	740.6	854.3
Current PBR (배)	0.36	0.36	0.37	0.36	0.35
현재 시가총액	754.9	690.0	754.9	754.9	754.9
적정주가 (원, 천원미만 절사)	8,600	-24,600	9,800	7,600	8,800
증가 (원)	7,910	7,230	7,910	7,910	7,910
Upside (%)	8.7	-440.2	23.9	-3.9	11.3

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표18 연결기준 실적 테이블

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출	1,401.3	1,511.9	1,501.4	1,550.4	5,964.9	1,420.8	1,503.3	1,476.7	1,501.9	5,902.7
철강 단순합산	1,368.5	1,469.0	1,368.5	1,501.8	5,707.8	1,376.9	1,456.3	1,431.5	1,454.7	5,719.4
별도	1,263.9	1,353.3	1,346.5	1,401.2	5,364.9	1,287.2	1,351.8	1,328.0	1,355.3	5,322.3
중국법인	37.4	50.3	53.0	37.6	178.3	31.8	43.6	43.7	38.5	157.5
기타	67.2	65.4	-31.0	63.1	32.1	57.9	60.8	59.8	61.0	120.7
운송 단순합산	110.9	123.5	110.9	131.8	477.0	121.1	128.1	124.9	128.5	502.6
인터지스	113.3	127.3	124.2	127.6	492.5	117.2	124.1	120.9	124.4	486.6
기타	-2.5	-3.8	-13.4	4.2	-15.4	3.9	4.1	4.0	4.1	16.0
무역부문	93.4	93.1	93.4	98.1	377.9	90.1	94.6	93.0	94.9	372.6
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	1,731.7	6,562.7	1,588.1	1,679.0	1,649.3	1,678.1	6,594.6
내부거래	171.4	173.7	71.4	182.2	598.7	167.3	175.7	172.6	176.2	691.9
매출원가	1,302.2	1,392.5	1,372.9	1,415.7	5,483.3	1,301.2	1,375.4	1,354.1	1,364.4	5,395.1
매출원가율 (%)	92.9	92.1	91.4	91.3	91.9	91.6	91.5	91.7	90.8	91.4
판매비	78.6	87.0	75.8	95.3	336.7	76.4	81.2	79.8	81.0	318.3
판매비율 (%)	5.6	5.8	5.1	6.1	5.6	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4
영업이익	20.6	32.3	52.6	39.4	145.0	43.2	46.7	42.8	56.5	189.2
영업이익률 (%)	1.5	2.1	3.5	2.5	2.4	3.0	3.1	2.9	3.8	3.2

자료: 메리츠증권리서치센터

표19 별도기준 실적 테이블

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
제품판매량 (천톤)	1,590.8	1,626.9	1,582.0	1,641.4	6,441.1	1,523.6	1,573.0	1,541.1	1,591.7	6,229.4
% YoY	-1.1	-4.9	-6.0	1.1	-2.8	-4.2	-3.3	-2.6	-3.0	-3.3
봉형강	960.9	1,005.8	956.4	1,022.8	3,945.9	914.0	955.5	908.6	971.7	3,749.8
후판	223.3	214.6	221.5	225.2	884.5	223.3	231.3	248.6	246.3	949.5
냉연	406.6	406.5	404.1	393.4	1,610.6	386.3	386.2	383.9	373.7	1,530.1
매출	1,263.9	1,353.3	1,346.5	1,401.2	5,364.9	1,287.2	1,351.8	1,328.0	1,355.3	5,322.3
% YoY	-8.2	-2.9	-0.2	7.5	-1.1	1.8	-0.1	-1.4	-3.3	-0.8
봉형강	624.8	708.4	673.3	745.1	2,751.7	646.0	682.0	645.2	686.6	2,659.8
후판	160.6	163.7	187.9	187.1	699.2	185.6	199.9	214.9	212.8	813.2
냉연	424.3	427.3	437.1	422.1	1,710.8	404.6	418.8	416.8	404.7	1,645.0
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	1,284.5	4,967.9	1,185.1	1,243.6	1,224.7	1,236.8	4,890.2
매출원가율 (%)	93.9	93.0	91.9	91.7	92.6	92.1	92.0	92.2	91.3	91.9
매출총이익	77.4	94.3	108.5	116.7	396.9	102.2	108.2	103.3	118.4	432.1
판매비	66.7	72.3	62.4	82.0	283.4	64.4	67.6	66.4	67.8	266.1
판매비율 (%)	5.3	5.3	4.6	5.9	5.3	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
영업이익	10.7	22.0	46.1	34.7	113.5	37.8	40.6	36.9	50.7	166.0
영업이익률 (%)	0.8	1.6	3.4	2.5	2.1	2.9	3.0	2.8	3.7	3.1

자료: 메리츠증권리서치센터

동국제강 (001230)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	6,049.4	5,964.9	5,902.7	5,904.3	5,932.2
매출액증가율 (%)	20.8	-1.4	-1.0	0.0	0.5
매출원가	5,434.1	5,483.3	5,395.1	5,405.5	5,421.7
매출총이익	615.2	481.6	507.6	498.8	510.5
판매관리비	373.9	336.7	318.4	318.5	319.9
영업이익	241.3	145.0	189.2	180.3	190.6
영업이익률	4.0	2.4	3.2	3.1	3.2
금융손익	-15.6	-142.3	-55.0	-89.6	-87.2
종속/관계기업손익	-162.6	-164.2	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-25.4	-165.5	-15.2	2.8	4.2
세전계속사업이익	37.8	-327.0	119.1	93.5	107.6
법인세비용	33.0	-22.5	28.6	22.4	25.8
당기순이익	4.8	-304.5	90.5	71.0	81.8
지배주주지분 손이익	4.5	-297.9	88.7	69.6	80.2

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,049.4	2,173.9	2,191.8	2,254.0	2,343.2
현금및현금성자산	378.8	343.1	424.5	500.7	582.0
매출채권	806.4	802.8	777.7	771.2	774.8
재고자산	771.1	879.4	851.9	844.8	848.8
비유동자산	4,041.6	3,556.4	3,535.0	3,531.5	3,528.3
유형자산	3,654.7	3,396.5	3,392.8	3,389.3	3,386.0
무형자산	95.1	76.0	76.0	76.0	76.0
투자자산	220.5	50.1	32.5	32.5	32.5
자산총계	6,091.0	5,730.2	5,726.8	5,785.6	5,871.4
유동부채	2,978.1	3,229.1	2,520.2	2,507.9	3,132.0
매입채무	540.1	594.8	576.2	571.4	574.1
단기차입금	1,888.9	1,727.4	1,727.4	1,727.4	1,727.4
유동성장기부채	377.2	579.8	-92.6	-97.6	522.4
비유동부채	742.2	468.9	1,083.9	1,083.9	463.9
사채	169.8	53.9	168.9	168.9	48.9
장기차입금	401.6	317.2	817.2	817.2	317.2
부채총계	3,720.3	3,698.0	3,604.0	3,591.8	3,595.9
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	-92.8	-92.8	-92.8	-92.8
이익잉여금	818.1	483.8	572.6	642.2	722.3
비지배주주지분	116.6	106.6	108.4	109.8	111.4
자본총계	2,370.7	2,032.2	2,122.8	2,193.8	2,275.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	90.2	229.4	324.7	284.7	284.8
당기순이익(손실)	4.8	-304.5	90.5	71.0	81.8
유형자산상각비	234.3	212.2	203.7	203.5	203.3
무형자산상각비	3.6	3.3	3.6	3.5	3.5
운전자본의 증감	-309.5	28.2	27.0	6.7	-3.8
투자활동 현금흐름	-14.5	-73.0	-185.9	-203.5	-203.5
유형자산의증가(CAPEX)	-59.6	-61.9	-200.0	-200.0	-200.0
투자자산의감소(증가)	181.5	170.4	17.6	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-183.1	-194.2	-57.4	-5.0	0.0
차입금의 증감	-224.2	-178.8	-57.4	-5.0	0.0
자본의 증가	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-114.3	-35.7	81.4	76.2	81.3
기초현금	493.1	378.8	343.1	424.5	500.7
기말현금	378.8	343.1	424.5	500.7	582.0

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	63,389	62,504	61,851	61,869	62,161
EPS(지배주주)	48	-3,121	930	730	840
CFPS	5,340	3,635	4,383	4,088	4,208
EBITDAPS	5,021	3,778	4,155	4,058	4,164
BPS	23,619	20,178	21,108	21,837	22,677
DPS	100	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	231.7	-2.3	7.9	10.1	8.8
PCR	2.1	2.0	1.7	1.8	1.8
PSR	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
PBR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
EBITDA	479.1	360.5	396.5	387.3	397.4
EV/EBITDA	7.6	8.6	7.5	7.5	7.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.2	-14.3	4.5	3.4	3.8
EBITDA 이익률	7.9	6.0	6.7	6.6	6.7
부채비율	156.9	182.0	169.8	163.7	158.0
금융비용부담률	1.7	1.8	1.6	1.6	1.5
이자보상배율(x)	2.3	1.4	2.0	1.9	2.1
매출채권회전율(x)	7.9	7.4	7.5	7.6	7.7
재고자산회전율(x)	8.9	7.2	6.8	7.0	7.0

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 4월 05일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 4월 05일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 4월 05일 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 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

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

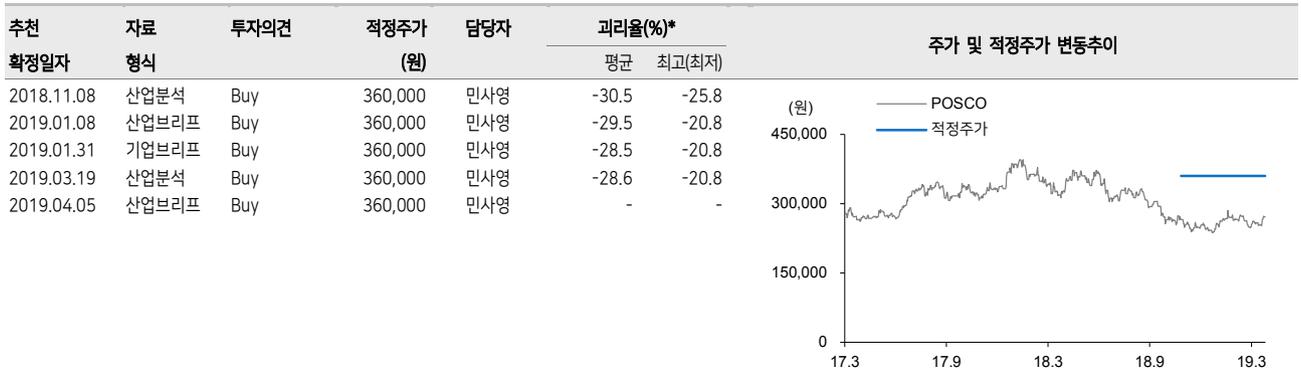
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.7%
중립	2.3%
매도	0.0%

2019년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

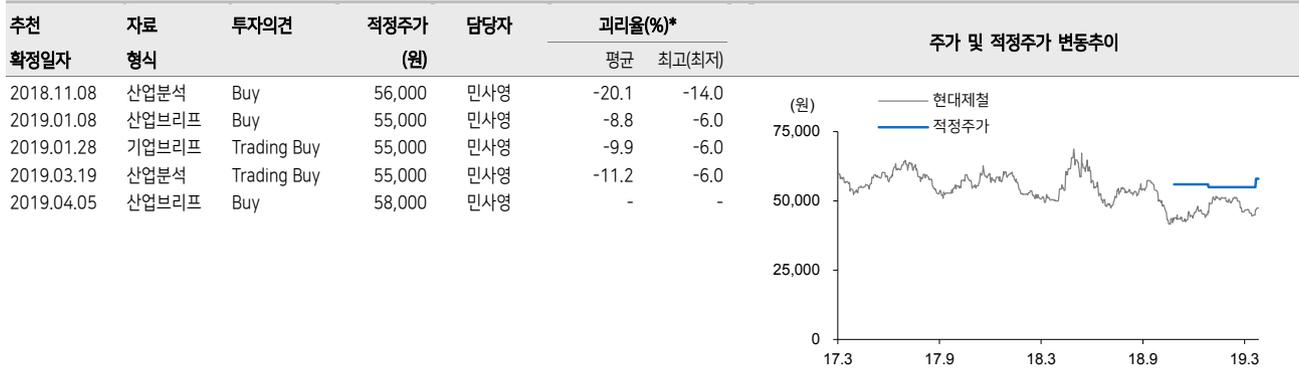
POSCO (005490) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년



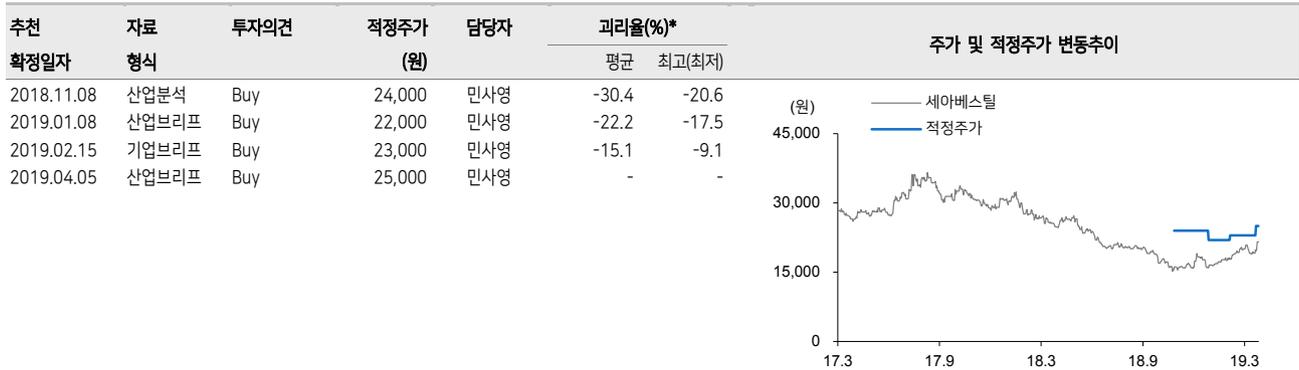
현대제철 (004020) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년



세아베스틸 (001430) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년



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	
2018.11.15	기업브리프	Trading Buy	8,500	민사영	-12.0	-5.3	
2019.01.08	산업브리프	Trading Buy	8,500	민사영	-7.6	2.1	
2019.04.05	산업브리프	Trading Buy	8,500	민사영	-	-	

