

| 2019년 06월 05일

| 키움증권 리서치센터 | 산업분석



철강/금속 | Overweight (Maintain)

하반기 전망 인프라투자가 끌고, 철광석이 밀고!

철강금속업종에 대한 투자 의견 Overweight를 유지합니다. 상반기 미-중 무역전쟁 우려에 따른 주가부진으로 valuation 매력이 높아진 상황에서 하반기는 중국 인프라투자 확대가 철강/비철가격 상승을 이끌 것으로 전망합니다. 하반기 업종전반에 걸친 주가상승 가운데 철강가격과 주가의 민감도가 높은 POSCO의 상승탄력이 가장 기대됩니다.

기업분석팀 철강금속 / 유틸리티

Analyst 이종형, 02-3787-5023, leejh@kiwoom.com

Contents



I. 2019년 상반기 리뷰 3

- > 1) 출발은 좋았지만..., 2) 기대감이 낮아졌다! 3

II. 2019년 하반기 전망 8

- > 철강/비철가격의 방향성은 아래보다는 위를 보자! 8

기업분석 19

- > POSCO (005490) 20
- > 고려아연 (010130) 22
- > 현대제철 (004020) 24

Compliance Notice

- 당사는 6월 4일 현재 상기 언급된 종목들 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

하반기 전망: 인프라투자가 끌고, 철광석이 밀고!

>>> 상반기 리뷰: 낮아진 기대감!

4월이후 미-중 무역전쟁 우려에 철강금속업종 전반적으로 주가가 부진하면서 5월말 현재 POSCO/고려아연은 PBR 밴드 저점에 근접했고, 현대제철은 PBR밴드 최저점에 있다. 6월 초 현재 철강업종 뿐만 아니라 KOSPI내 종목들 모두 Valuation 매력에 높아졌지만 현재 POSCO PBR 0.4X, 현대제철 PBR 0.3X는 수준의 주가는 모든 제반 여건을 감안해도 심한 저평가 상태로 판단한다. 역으로 생각해 보면, 상반기 기대감이 최저수준으로 떨어진 만큼 하반기는 철강 금속업종에 대한 긍정적인 접근이 가능한 상황이다.

>>> 중국은 인프라투자 확대가 필연적

2017년 10월에 있었던 중국의 19차 당대회를 기점으로 중국은 성장보다 부채문제에 보다 집중하기 시작했고 이는 2018년 인프라투자 급감으로 연결된다. 인프라투자 위축과 함께 시작된 경기모멘텀 둔화와 때마침 시작된 미-중 무역전쟁 우려는 2Q18이후 철강/비철가격의 하락압력을 가중 시켰다. 중국의 성장과 부채문제는 양날의 검이지만 당초 5월초 원만한 타결이 예상되던 미-중 무역협상이 예상보다 장기화되면서 중국은 향후 인프라투자를 중심으로 경기부양 기조를 강화할 가능성이 매우 높다. 이는 하반기 철강/비철금속 수요의 회복으로 연결되어 철강/비철가격의 상승 압력을 높일 것으로 전망한다. 또한 상반기 급등한 철광석 가격은 하반기 철강가격 상승에 우호적인 영향이 예상된다.

>>> POSCO, 하반기 가격인상 본격화

하반기 철강/비철가격 상승으로 업종전반에 걸친 주가상승이 예상되는 가운데 철강가격과 주가의 민감도가 높은 POSCO의 상승탄력이 가장 기대된다. 상반기 철광석가격 급등으로 단기적인 실적은 부진할 수 있지만 하반기는 국내 자동차강판, 조선용 후판, 가전/건설용 냉연도금 등 대부분의 철강제품가격들이 인상되면서 마진도 회복이 예상된다. 고려아연은 올해 상반기 급등했던 아연 spot 제련수수료 상승세는 다소 주춤할 수 있어도 벤치마크 제련수수료 개선으로 올해 2분기 이후부터 실적개선 모멘텀이 확보된 만큼 하반기에도 여전히 긍정적 접근이 필요하다.

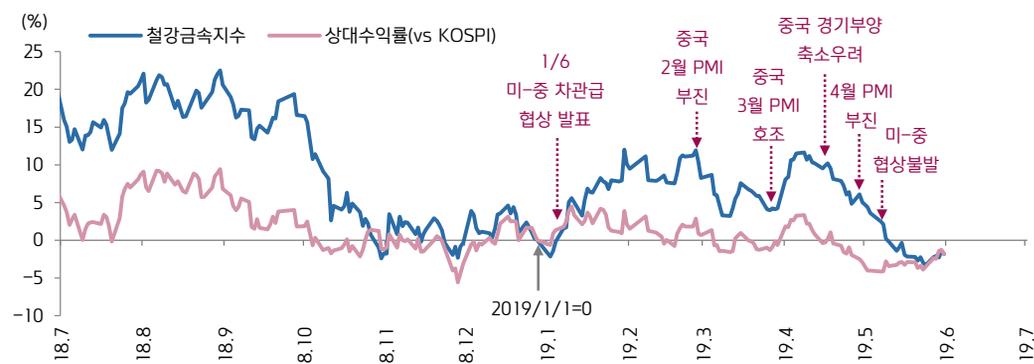
I. 2019년 상반기 리뷰

>>> 1) 출발은 좋았지만..., 2) 기대감이 낮아졌다!

미-중 무역전쟁 우려와 중국의 경기지표에 흔들린 주가

2019년 상반기 철강금속업종 주가는 1/6 미-중 차관급 무역협상 발표를 계기로 무역전쟁 우려가 완화되고 중국의 경기부양 기대감에 연초 강세출발 했지만 3월 중국 경기지표 호조가 경기부양축소 우려로 이어지고 곧이어 4월 중국 경기지표 부진과 미-중 무역협상 불발 등 매크로 우려가 심화되자 4월 중순이후 약세전환해 연초 상승폭을 모두 반납하였다. 미-중 양국의 철강/비철금속 교역이 미미해 미-중 무역전쟁 우려는 철강금속업종과 직접적인 연관성은 떨어지지만 철강/비철금속 수요의 핵심인 중국의 성장을 둔화와 달러강세(위안화약세)와 연결된다는 측면에서 철강/비철금속가격을 압박하고 있다. 또한 아시아 철강가격을 주도하는 중국 철강가격은 위안화로 거래되지만 수출입은 달러로 거래되기 때문에 달러강세(위안화약세)는 달러표시 아시아 철강가격 하락요인이다.

철강금속업종 인덱스



자료: Fn가이드, 키움증권

상반기 특징적인 점은 과거 중국 철강가격과 방향성을 같이해 온 업종 대표주 POSCO의 주가는 올해 상반기만 놓고 보면 중국 철강가격 보다는 비철가격과 더 동행하는 모습을 보였다는 것이다. 비철가격과 POSCO 주가가 같이 움직였다는 사실이 언뜻 보면 이해가 잘 안가지만 이렇게 볼 수 있다. 철강/비철 가격/철강사주가 모두 기본적으로 중국의 매크로 또는 경기모멘텀, 즉 철강과 비철 실수요의 약 50%를 혼자 담당하고 있는 중국의 수요의 기대/우려와 연결되어 동행해서 움직인다. 그런데 이 와중에 상반기 중국 철강가격은 철광석가격 급등으로 수요 외에 원가요소가 반영되어 왜곡이 발생했다고 볼 수 있다. 결국 철강사 주가는 철강가격과 동행하지만 Demand가 받쳐주지 못하는 상황에서 Cost push만에 의한 철강가격 상승에는 냉정하다는 점을 확인할 수 있다.

중국 열연가격과 POSCO 주가



자료: Bloomberg, 키움증권

비철가격과 POSCO 주가

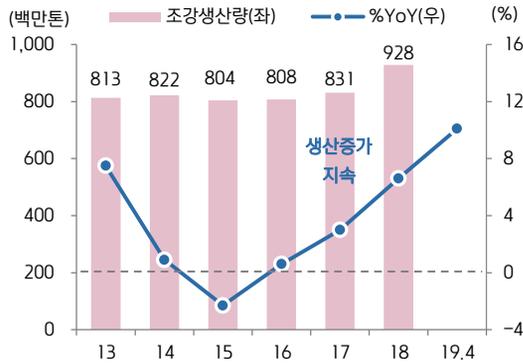


자료: Bloomberg, 키움증권

우리가 2016년 이후 철강금속 업황과 업종 주가를 되돌아보며 얻을 수 있는 교훈은 1) 철강가격/비철가격/철강사 주가의 방향성을 결정함에 있어 중국의 수요(경기상황과 전망)가 가장 중요하고, 2) 공급은 철강/비철가격의 방향성을 결정하는 요소라기보다는 가격의 높낮이(베타) 차이를 만드는데 국한되며, 3) 철광석/석탄 등 원가는 철강가격에는 영향을 미치지 않으나 철강사 주가에는 큰 영향이 없고, 철강-원재료 spread는 여전히 철강사 주가의 결정변수가 아니라는 점이다. 2), 3)은 논란이 있을 수도 있다. 그러나 생각해보자.

2011년 상반기를 고점으로 추세적으로 하락했던 중국 철강가격이 2016년 초부터 급하게 반등하자 많은 사람들이 철강가격 상승반전의 원인을 2016년 초 발표된 리커창 총리의 1.0~1.5억톤 조강설비폐쇄 정책과 2017년 6월 중국의 유도로 1.4억톤 폐쇄 등 공급의 역할에 크게 주목하였었는데 이에 반하는 두 가지 의문점이 있다. 첫째, 철강은 중국 정부차원의 구조조정이 있었다 치고 구리/아연/연 등 비철은 그러한 이벤트가 없었는데, 즉 공급 상황은 철강과 비철금속 품목별로 제각각이었는데 철강/비철가격은 왜 동행했을까? (심지어 정광과 메탈 수급상황이 각각 달랐던 구리/아연/연 가격도 추세적으로 보면 동행해서 움직였다) 둘째, 정부의 구조조정에도 왜 조강생산량은 2016년부터 지속적으로 증가하고 있고 생산증가폭은 매년 확대되고 있을까? 중국 정부의 주장대로 2016년 생산량 증가는 유희설비 폐쇄에 의한 증가이고, 2017년 생산량 증가는 그간 통계에 안 잡혔던 유도로 폐쇄와 이에 따른 통계에 잡히는 철강사들의 증산에 따른 통계적 착시효과라고 치자. 그런데 중국 정부의 말대로라면 유도로는 2017년 상반기 폐쇄가 완료되어 조강생산량의 통계적 착시효과는 2018년 상반기까지만 유효하다. 민망하게도 2018년 하반기 이후 올해 상반기까지 조강생산량 증가는 더욱 가파르게 일어나고 있으니 이 건 무엇으로 설명해야 될까?

중국 조강생산량



자료: Bloomberg, 키움증권

비철금속가격



자료: Bloomberg, 키움증권

2016년 말 ~ 2017년 상반기 호주의 50년만에 대홍수사태로 인한 강점탄가격 폭등을 생각해 보자. 이때 강점탄가격 폭등으로 철강가격 상승에도 원재료가격이 더 가파르게 상승하면서 중국 및 동아시아 철강가격의 철강-원재료 Spread는 역사적 저점을 하회했다. 하지만 이 시기 마진축소 우려에도 불구하고 POSCO를 포함한 철강사 주가는 주가는 매우 좋았다. 물론 비철가격도 일제히 상승했다. 그렇다면 올해 상반기 철강사 주가 부진이유를 철광석가격 급등에 따른 spread 축소로 설명하는게 맞는 것일까? 이제 철강사 주가의 key driver가 과거 철강가격에서 올해 상반기부터 철강마진으로 바뀐 것일까? 아닐 가능성이 높다고 판단한다. 올해 상반기 비철가격과 POSCO 주가의 동행이 의미하는 바는 적어도 2016년이후 Cycle에서 철강/비철/철강사주가는 같이 움직인다는 공식이 여전히 유효함을 나타낸다. 다시 말해 중국 철강가격은 2월이후 철광석가격 폭등이 없었다면 원래 비철가격과 POSCO 주가처럼 4월이후 하락했어야 하는데 철광석가격 상승으로 인해 버티고 있는 상황이며 이것이 spread 축소로 연결되었을 뿐이다. 반대로 생각해보자. 다른 변수는 고정된 상황에서 철광석가격이 빠지고 중국 철강가격은 덜 빠져서 철강-원재료 spread가 좋아진다면 철강사 주가가 올라갈 수 있을까? 이 질문에 “그렇다”라고 확실하게 대답할 수 없다면 우리는 여전히 업종 주가의 핵심변수로 철강/비철가격을 주목해야 되고, 이 가격을 결정하는 수요에 집중해야 된다는 자연스러운 결론에 도달할 수 있다.

원재료가격



자료: Bloomberg, 키움증권

중국 열연-원재료 spread



주: 재료비는 철광석 1.6톤, 강점탄 0.75톤 가정

자료: Bloomberg, 키움증권

상반기 업종내 종목별 주가는 고려아연이 POSCO대비 Outperform, 현대제철은 Underperform 했는데, 고려아연은 아연가격 등락에도 아연 제련수수료 상승이라는 확실한 $+\alpha$ 가 있었던 반면, 현대제철은 철광석가격 급등에도 상반기 현대기아차향 자동차강판가격 인상 가능성이 낮아(실제로도 동결됨) POSCO대비 상대적으로 실적 기대치가 낮아졌기 때문이다. 상반기 고려아연 주가는 아연 제련수수료도 중요하지만 아연가격도 동일하게 중요한 변수임을 확인시켜 주었고, 현대제철 주가는 역시나 결국 자동차강판 가격인상 기대감이 주가 상승에 있어 가장 중요한 Catalyst임을 확인시켜 주었다.

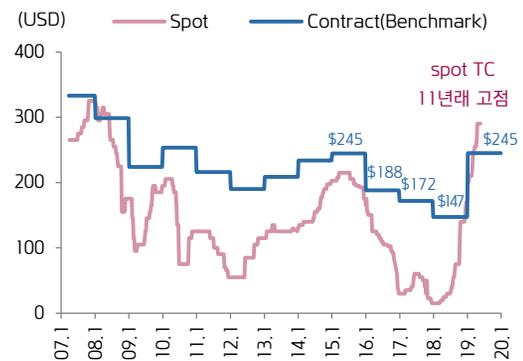
4월이후 철강금속업종 전반적으로 주가가 부진을 면치 못하면서 6월초 현재 POSCO/고려아연은 12m PBR밴드 저점에 근접했고, 현대제철은 PBR밴드 최저점에 있다. 철강업종 뿐만 아니라 KOSPI내 종목들 모두 Valuation 매력이 높아졌지만 현재 POSCO PBR 0.4X, 현대제철 PBR 0.3X는 수준의 주가는 모든 제반 여건을 감안해도 심한 저평가 상태로 판단한다. 역으로 생각해 보면, 상반기 기대감이 최저수준으로 떨어진 만큼 하반기는 철강금속 업종에 대한 보다 긍정적인 접근이 가능한 상황이다.

철강금속 시가총액 상위 종목별 주가



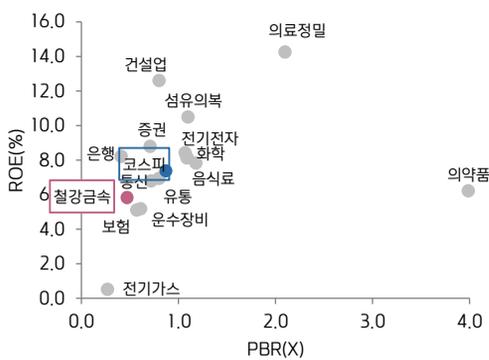
자료: Bloomberg, 키움증권

아연 제련수수료



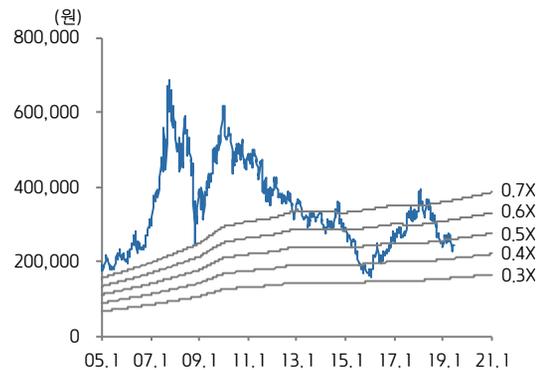
자료: Bloomberg, 키움증권

KOSPI 업종별 ROE-PBR(19E)



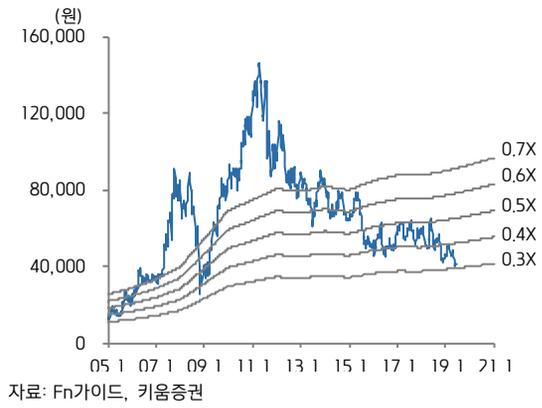
자료: Fn가이드(6/3 기준), 키움증권

POSCO 12m PBR 밴드

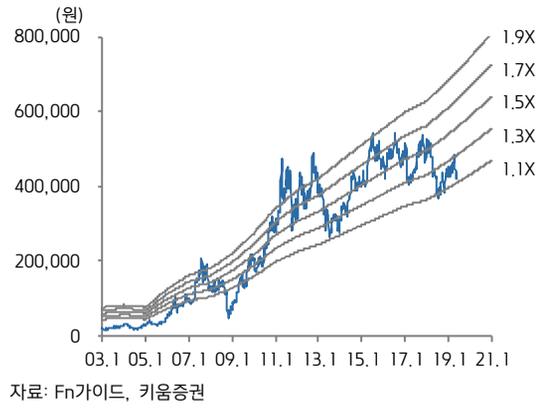


자료: Fn가이드, 키움증권

현대제철 12m PBR 밴드



고려아연 12m PBR 밴드



II. 2019년 하반기 전망

>>> 철강/비철가격의 방향성은 아래보다는 위를 보자!

철강금속업종에 대한 투자 의견 Overweight와 Top pick POSCO를 유지한다. Overweight를 유지하는 이유는 상반기 주가부진으로 valuation 매력이 높아진 상황에서 하반기 철강/비철가격 상승이 업종전반에 걸친 주가상승을 견인할 것으로 판단하기 때문이며, 이때 철강가격과 주가의 민감도가 높은 POSCO의 상승탄력이 가장 기대되기 때문이다. 고려아연은 올해 상반기 급등했던 아연 spot 제련수수료 상승세는 다소 주춤해질 수 있어도 벤치마크 제련수수료 개선으로 올해 2분기 이후부터 실적개선 모멘텀이 확보된 만큼 하반기에도 여전히 긍정적 접근이 필요하다.

1) 중국은 경기부양 위해 인프라투자 확대가 필연적, 철강/비철수요 개선기대

미-중 무역전쟁 우려는 현재 철강/비철금속시장에 얼마나 반영되어 있을까? 중국 경기를 나타내는 바로미터라고 불리는 구리가격은 2018년 상반기 \$7,300대를 고점으로 미-중 무역전쟁이 격화되기 시작한 2018년 6월 중순이후 본격적으로 하락하기 시작해 이후 \$5,800 수준에서 추가하락이 제한되었다. 이후 등락을 보이던 구리가격은 2019년 1/6 미-중 차관급 무역협상이 발표된 이후 반등에 성공했는데, 협상이 발표되기 직전 구리가격의 저점은 1/3 기록했던 \$5,736이다. **6월초 구리가격은 \$5,800대까지 하락해 미-중 무역전쟁이 본격적으로 부각되기 시작한 이후 저점에 근접했는데 구리가격만 놓고 보면 미-중 무역협상 타결기대감은 이제 거의 바닥에 가깝다고 볼 수 있다.** 금융시장에서 가장 민감하게 움직인다고 볼 수 있는 달러/위안화 환율의 경우에도 협상이 결렬되었음을 사실상 선언한 5/5 트럼프의 대중 관세인상 트윗이후 급반등해 작년이후 상단인 7위안에 근접해 있음을 감안하면 미-중 무역전쟁 우려는 적어도 작년이후 최고수준에 근접했고, 주가도 이를 상당부분 반영하고 있음을 나타내고 있다.

LME 구리가격



자료: Bloomberg, 키움증권

달러/위안 환율



자료: Bloomberg, 키움증권

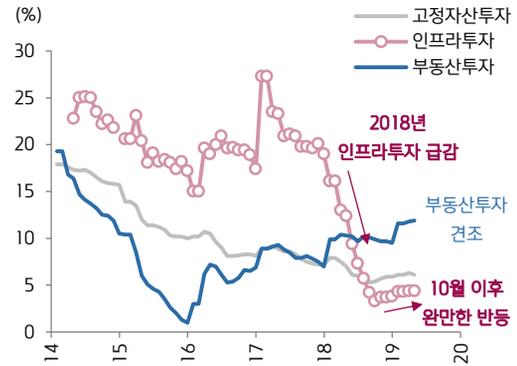
이러한 상황에서 하반기 철강금속 업종의 최대 투자포인트는 중국의 인프라투자 회복에 따른 수요회복 가능성이다. 상반기 리뷰에서 2016 년 초 철강/비철가격의 상승반전이 공급이 주도했던 것이 아니라고 언급했다. 곧 수요의 변화가 가격의 상승반전을 주도했다고 판단하는데 이는 철강/비철금속의 핵심수요처인 부동산과 인프라투자 지표의 반등으로 확인이 가능하다. 2014 년이후 극심한 침체에 접어들었던 중국 부동산시장은 2015 년 상반기 정부의 공격적인 통화정책 완화로 2015 년 하반기부터 판매면적이 회복되었고 곧이어 철강수요와 가장 맞아 떨어지는 지표인 부동산 착공면적도 2016 년부터 급반등하며 철강/비철수요가 회복되기 시작함을 나타낸다. 또한, 2014 년 이후 줄곧 증가율이 둔화되고 있던 인프라투자도 2016 년 3 월부터 반등을 나타내며 철강수요는 개선되었음을 보여준다. 결국 2016 년이후 철강가격의 반등은 중국 철강구조조정 보다는 부동산과 인프라투자의 회복으로 대변되는 수요개선이 1 차적인 원인이며 일련의 철강 구조조정 관련정책은 가격의 방향성을 돌렸다기 보다는 중국 철강선물시장의 투기적 수요를 더 자극해 가격 상승폭을 확대시킨 역할로 이해하는 것이 합리적이다. 그런데 2017년 10월에 있었던 중국의 19차 당대회를 기점으로 수요상황이 바뀐다. 시진핑 2기 정부의 지도부교체가 있었던 19차 당대회 이후 중국은 성장보다는 부채문제에 보다 집중하기 시작했고 이는 2018년 인프라투자 급감으로 연결된다. 중국의 경제구조는 부채의존도 높고 인프라투자는 필연적으로 부채증가를 동반하기에 부채문제 개선을 위한 인프라투자 둔화는 곧이어 경기모멘텀 둔화로 연결되었고, 때마침 미-중 3차 고위급 회담이 결렬된 2018년 6월부터 미-중 무역전쟁 우려가 본격화되며 비철 가격은 하락하기 시작한다. 중국 철강가격은 9월부터 본격적으로 하락반전해 상대적으로 비철가격 보다는 약세 반전이 늦었는데, 이는 2018년 7월에 발표된 “Blue Sky Action Plan”에 따른 철강 공급조절 기대감에 선물시장에 투기적 수요를 자극하면서 SHFE 철강선물가격이 7~8월 일시적 강세를 보였기 때문이다. 그러나 9월 들어 2018년 동절기 철강 30~50% 감산은 중앙정부 주도하의 일괄적 감산이 아니라 지방정부의 자율에 맡긴다는 통지가 발표되면서 공급조절 기대감 약화 및 철강선물하락, 곧 바로 중국 철강가격 하락이 시작되었다.

중국 상업용빌딩 착공/판매면적 추이



자료: Bloomberg, 키움증권

중국 고정자산/부동산/인프라 투자



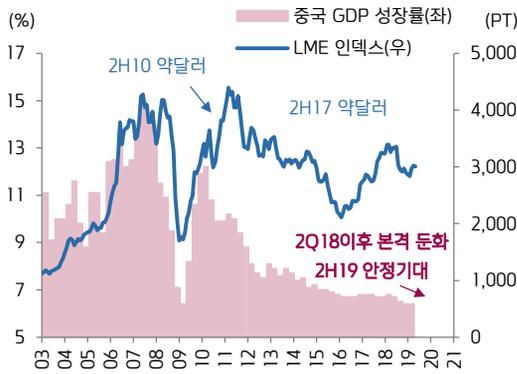
자료: Bloomberg, 키움증권

중국의 성장과 부채문제는 양날의 검이지만 당초 5월초 원만한 타결이 예상되던 미-중 무역협상이 예상보다 장기화되면서 중국은 향후 인프라투자를 중심으로 경기부양 기조를 강화할 가능성이 높으며, 이는 하반기 철강/비철금속 수요의 회복으로 연결되어 철강/비철금속가격의 상승압력을 높일 것으로 전망한다. 과거 '일대일로', '송안신구개발' 등 중국의 인프라투자 확대는 항상 철강업종 투자포인트의 단골 소재로 등장하곤 했는데 실제로는 기대에 미치지 못했다. 2018년 초부터 급감하기 시작한 중국의 인프라투자는 작년말 이후 하락세는 진정되었지만 올해 4월까지 뚜렷하게 반등하고 있지 못한 상황으로 아직까지 중국 정부가 적극적으로 인프라투자에 나서지 않고 있음을 나타내고 있다. 이는 1분기 중국 경기 지표가 예상보다 호조를 보였고, 4월말까지만 하더라도 미-중 무역협상이 원만한 타결을 볼 것으로 예상되었기 때문일 수 있다. 하지만 2분기이후 중국 경기둔화압력이 가중되고 있고, 미-중 무역전쟁 우려도 장기화될 가능성이 커진 만큼 하반기 중국은 보다 적극적으로 인프라투자에 나설 것으로 예상되며, 이는 월간 인프라투자 증가율의 반등으로 확인할 수 있을 것으로 전망한다.

단, '인프라투자 회복으로 하반기 수요개선 및 철강/비철가격 상승이 나타날 것이다'라는 전망은 두가지 기본적인 가정을 포함하고 있는데, 첫째는 '중국의 1대 철강 수요처인 부동산 경기는 최근 2~3년간 보여주었던 안정세가 유지될 것이다'이고, 둘째는 '인프라투자 강화를 통해 하반기 중국의 경기둔화압력이 완화될 것이다' 이다. 만약 예상과 다르게 중국의 부동산경기가 악화되거나 인프라투자 증가율의 반등에도 불구하고 중국의 경기하강 압력이 지속된다면 예상보다 철강/비철가격 흐름이 부진할 가능성도 있다.

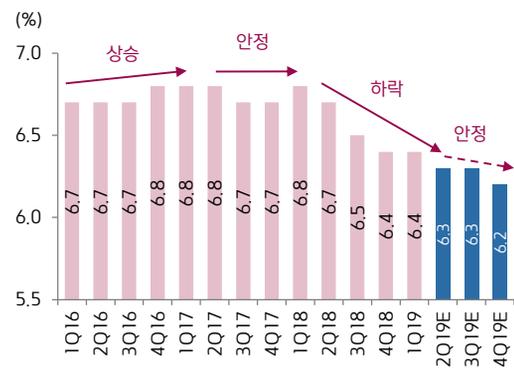
함께 주목해야할 수요의 또 다른 변수는 달러인데, 상반기 유로존 경기부진에 따른 달러강세는 비철금속가격과 국내 철강금속업종의 외국인 수급에는 비우호적이었다. 하반기 시장의 기대대로 중국/유로존 경기가 안정을 찾는다면 달러는 추가 강세보다는 약보합세로 전환될 가능성이 높다.

중국 분기 GDP 성장률과 비철가격



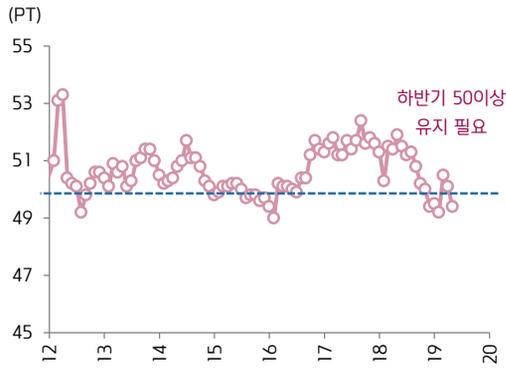
자료: Bloomberg, 키움증권

중국 분기 GDP 성장률 컨센서스



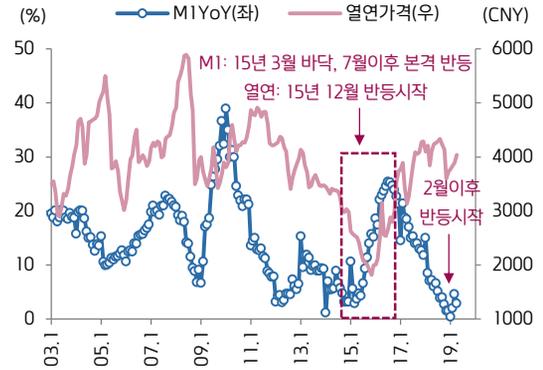
주: 전망치는 Bloomberg 컨센서스
자료: Bloomberg, 키움증권

중국 통계청 제조업 PMI



자료: Bloomberg, 키움증권

중국 유통성(M1)증가율과 철근선물가격



자료: Bloomberg, 키움증권

중국 70개 도시 부동산가격 MoM



자료: Bloomberg, 키움증권

중국 그림자금융 규모



자료: Bloomberg, 키움증권

2) 하반기 철광석은 급락만 아니면 철강가격에 우호적!

2019년 상반기 철광석가격은 5월들어 \$100를 돌파하며 5년래 고점으로 올라섰다. 철광석가격 급등은 1) 1월말에있었던 1위업체 Vale의 Brumadinho 광미뎀 붕괴사고 이후 생산차질 영향이 가장 컸고, 2) 3월 사이클론에 의한 호주업체들의 생산차질 및 가이던스 하향, 3) 중국의 환경규제 완화에 따른 고로 위주의 조강생산 급증, 4) 빠른 속도로 감소하고 있는 중국의 항구 철광석재고 등 펀더멘탈 요인에 지지되고 있다. Vale의 사고가 있기 전 전년대비 약 0.5억톤의 공급과잉 심화가 전망되었던 2019년 세계 철광석 수급(연간 약 16억톤)상황은 오히려 약 0.5억톤 공급부족 가능성이 높아지고 있다.

하반기 철광석가격은 예측하기 어려워졌다. 사고직후 가동이 중단되었다가 허가를 받고 4월 중순 재가동을 시작한 Vale의 Brucutu 광산은 상급법원의 가동허가 취소에 5월초 가동이 다시 중단되었고, 5월 중순에는 Vale가 Gongo Soco 광산 광미뎀도 붕괴 위험이 부각되는 등 Vale의 생산과 관련한 불확실성은 여전히 진행 중이다. Vale는 사고가 발생하기전 올해 생산목표 4.0억톤 대비 약 0.5억톤의 여유 캐파가 있었는데, 사고와 감산으로 인한 부족분을 여유캐파로 얼마나 빨리 메꿀 수 있을지도 아직은 불확실하다(2019년 생산차질 가이던스 0.5~0.75억톤). 또한 5월 중순이후 DCE(대련상품거래소) 철광석 선물가격이 급등하자 DCE는 철광석 거래세를 인상하며 투기적수요 차단에 나섰고, 이에 6월초 철광석은 \$100 밑으로 하락반전하는 등 선물시장의 투기적 세력의 움직임도 예측 불가능하다. 단, 확실한 것은 올해 세계 철광석 수급상황이 연초 예상보다는 훨씬 타이트해졌기 때문에 하반기에도 철광석가격이 연초 보다는 높은 수준에서 유지될 가능성이 높다는 점이다. Vale 사고가 발생하기 직전 철광석가격이 \$76 이었음을 감안하면 하반기 철광석가격은 \$100 내외에서 유지될 것으로 전망한다.

철광석가격과 중국 내수 열연가격



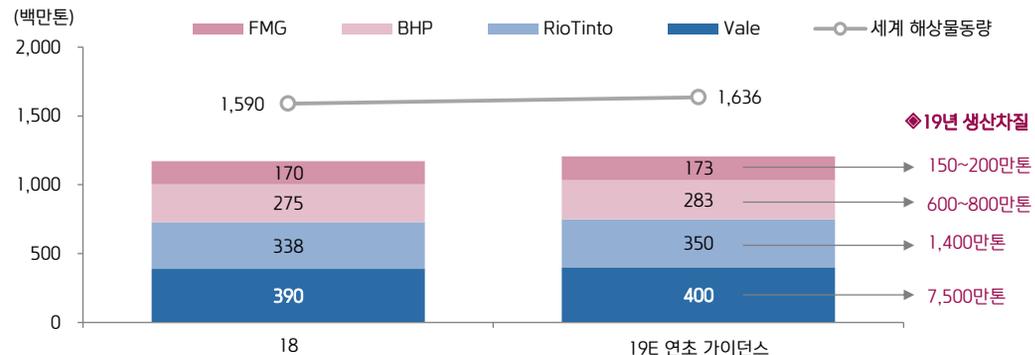
자료: Bloomberg, 키움증권

중국 항구 철광석 재고



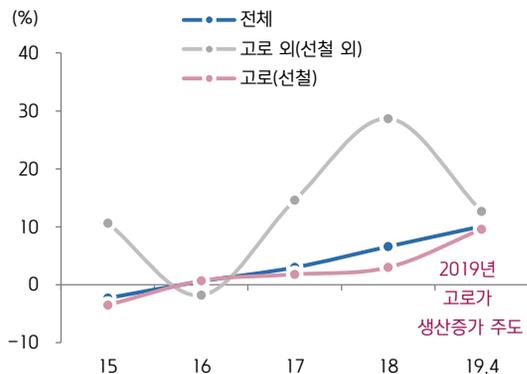
자료: Bloomberg, 키움증권

주요 철광석 업체들의 2019년 생산차질



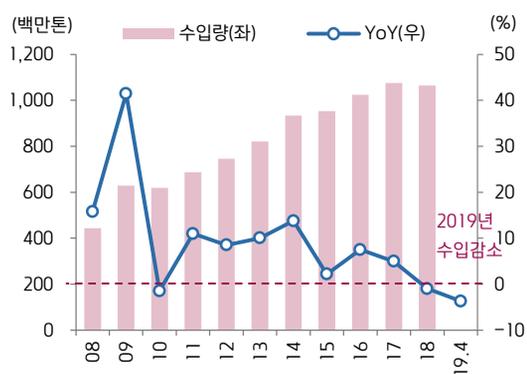
자료: Bloomberg, 키움증권

중국 공법별 조강생산 증가율



자료: Bloomberg, 키움증권

중국 철광석 수입량



자료: Bloomberg, 키움증권

철강사의 실적 측면에서 길게 보면 철광석가격의 방향은 하락하는 것 보다는 상승하는 것이 좋고, 움직임의 강도는 급등락보다는 완만한 상승/하락이 좋다. 철광석가격 상승은 철강가격 상승압력을 높이고, 완만한 움직임은 제품가격에 반영시킬 시간적인 여유를 줄 수 있기 때문이다. 상반기 철광석가격 급등과 상대적으로 부진한 중국 철강가격으로 spot 철강마진은 축소되었는데, 통상 철강사 원가는 spot 철광석가격이 1~2분기 후행해 반영되기 때문에 당장은 제품가격에 반영을 못하더라도 시차를 두고 반영이 예상된다. 원재료가격 급등시 국내 철강사들의 단기적인 실적 또한 부진할 수 있지만 결국 중국 철강가격이 상승하면 국내 수요상황과는 큰 상관없이 후행적으로 제품가격이 상승하면서 마진은 회복된다. 자동차/조선 등 국내 주요 수요산업이 부진했던 가운데 강점탄가격 급등으로 POSCO의 실적은 4Q16, 2Q17 일시적으로 어닝쇼크를 기록했지만 당시 주가는 예상과 달리 실적부진에 큰 반응을 보이지 않았다. 이러한 점을 고려할 때 상반기 급등한 철광석가격은 하반기 급락만 아니라면 철강사 주가와 연관성이 높은 철강가격 상승에는 우호적인 요소가 될 것으로 판단한다.

상반기 국내 실수요가향 판재류 가격은 작년 하반기 중국 철강가격 하락 영향이 후행적으로 반영되면서 대부분 동결되었다. 하지만 하반기는 자동차강판, 조선용 후판, 가전/건설용 냉연도금 등 대부분의 철강제품가격들이 인상될 것으로 전망하는데, 이에 따라 고로사들의 마진도 점진적으로 개선될 것으로 판단한다. 현재 수준의 철광석/강점탄가격과 원달러환율이 향후 유지될 경우 하반기 국내 고로사들의 상반기대비 원가 상승폭은 3분기 약 2만원, 4분기 약 1만원 등 총 3~4만원 내외로 예상된다. 참고로 올해 상반기 고로사들의 원가는 1분기 1~2만원, 2분기 약 2만원 상승이 예상된다.

철광석가격과 POSCO 주가



자료: Bloomberg, 키움증권

POSCO 주가와 별도 영업이익



자료: Bloomberg, 키움증권

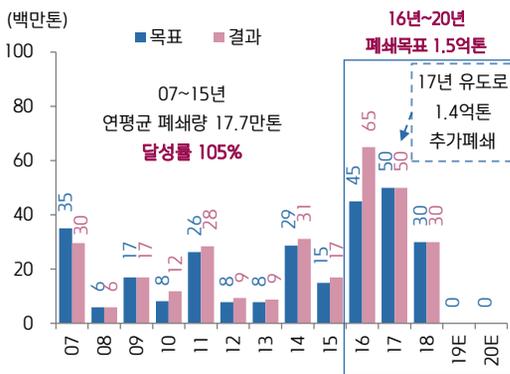
3) 향후 중국의 철강 구조조정은 설비폐쇄보다 M&A 중심으로 진행

중국 정부는 2016년 초 리커창 총리가 발표한 13차 5개년 개발계획(2016~2020년) 동안 조강생산능력 1~1.5억톤 폐쇄정책이 2018년 조기 완료되었다고 발표했다. 따라서 올해와 내년 중앙정부 차원의 설비폐쇄 정책은 더 이상 기대하기 어렵다. 또한 작년 하반기이후 경기둔화우려가 심화되면서 환경규제와 관련된 감산정책도 2017년보다는 완화되는 추세에 있다. 중국 전체 생산량의 1/4을 차지하면서 철강구조조정 핵심지역인 허베이성의 조강생산량은 2018년 하반기이후 올해 상반기까지 빠른 속도로 증가세를 보이고 있다는 점이 이를 반증한다. 2017년 환경규제 강화로 고로가동이 제한되면서 이에 따른 생산 부족분을 채우기 위해 전기로 생산량이 증가했고 이는 중국내 흑연전극봉가격의 폭등으로 이어졌다. 그러나 전극봉가격은 2018년 하반기이후 급락했는데 이는 1) 가격폭등에 따른 전극봉업체들의 수익성 개선과 한계설비들의 증산, 2) 느슨해진 환경규제와 이에 따른 고로생산량 증가 및 전기로 대체생산 감소 때문으로 추정된다.

향후 중국정부의 철강 구조조정 정책은 추가적인 설비폐쇄보다는 기존에 폐쇄되었다고 보고된 설비의 재가동 감시와 더불어 대형업체끼리의 통폐합을 통한 철강산업의 집중도 향상으로 추진될 가능성이 높다고 판단한다. 2016년 바오산강철과 우한강철의 합병으로 2017년까지 2년 연속 개선되었던 중국 상위 10대 철강사의 생산점유율은 2018년 오히려 하락했기 때문이다. 중국은 상위 10대 철강사의 점유율을 60%까지 올리겠다는 목표를 5개년 개발계획때 마다 제시했지만 목표달성이 계속 연기되고 있다(2018년에는 2025년까지 달성하겠다는 목표를 제시한바 있다). 이러한 관점에서 올해 5/31 발표된 중국 1위 바오우(바오산+우한)강철그룹의 중국 9위 마강그룹(마안산강철) 지분 51% 인수는 정부의 철강산업 집중도 향상에 대한 의지가 아직 식지 않았음을 나타낸다. 두 철강그룹의 합산 생산량은 8,707만톤 세계 1위 철강업체인 Arcelormittal(9,700만톤)에 가까워진다. 중국정부는 13차 5개년 개발계획동안 바오산강철, 허베이강철, 안산강철 3대 철강사를 중심으로 연간 조강생산량 5,000만톤~1억톤급 초대형 철강사 육성 계획을 발표한바 있다.

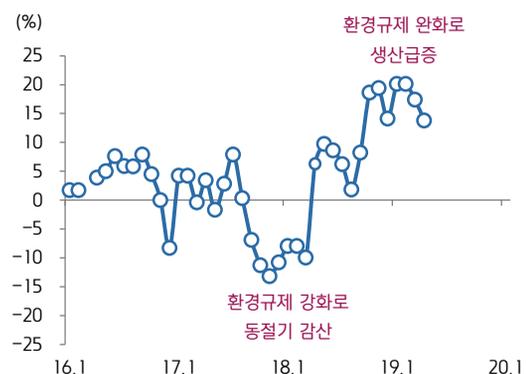
중국 철강사들의 통폐합이 직접적인 설비 구조조정과 생산감축으로 이어질 가능성은 크지 않지만 관련된 뉴스흐름은 SHFE 선물시장의 투기적 매수세를 자극해 철강 선물가격 상승 및 후행적인 철강 유통가격 상승으로 연결될 수 있고, 중장기 관점에서 전후방 산업에 대한 Pricing Power 향상에도 긍정적이므로 철강가격과 국내철강사 주가에도 긍정적인 영향이 예상된다.

중국 연도별 조강설비 폐쇄



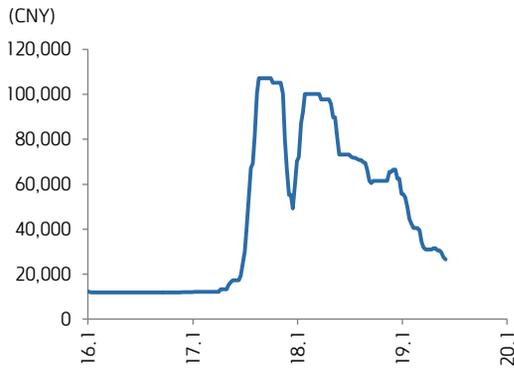
자료: Bloomberg, 키움증권

중국 허베이성 조강생산 YoY 증가율



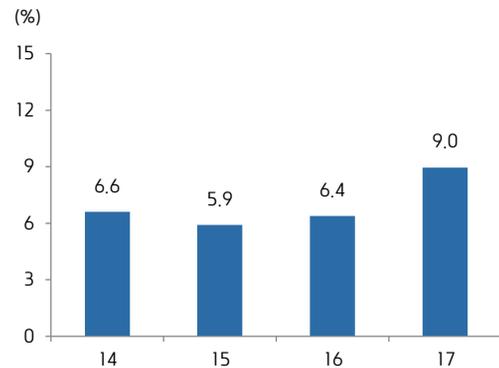
자료: Bloomberg, 키움증권

중국 흑연전극봉가격



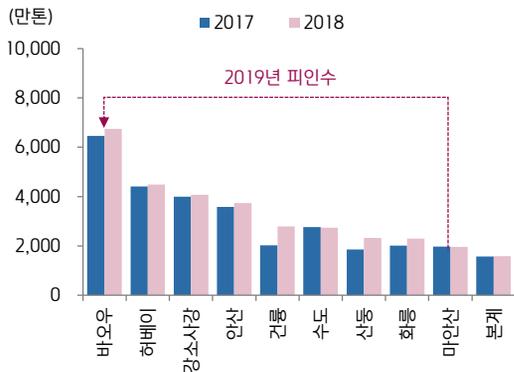
자료: Bloomberg, 키움증권

중국 전기로 생산비중



자료: Bloomberg, 키움증권

중국 철강사별 조강생산 순위



자료: Bloomberg, 키움증권

중국 상위 10위 업체 조강생산비중



자료: Bloomberg, 키움증권

2016년 이후 중국의 철강선물가격이 유통가격을 주도하기 시작하면서부터 중국 철강생산량과 철강가격과의 상관관계는 과거보다 약해진 느낌이다. 중국 철강가격에 있어 상품선물시장의 영향력이 확대되었음을 나타내는 사례를 두가지만 들어보면, 1) 2016년 상반기 SHFE 선물시장에 투기적 수요가 몰리면서 철근선물가격이 폭등하자 SHFE는 증거금을 인상하며 투기적세력 차단에 나섰다. 이에 따라 철근선물가격이 급락했고, 단기적으로 수급상황의 큰 변화가 없었던 열연 유통가격도 곧바로 급락했다. 당시 증거금 인상에 따른 선물가격 급락이 실제 유통가격급락으로 이어진 점은 신선한 충격이었다. 2) 2018년 7월에 발표된 “Blue Sky Action Plan”에 따른 철강 공급조절 기대감에 선물시장에 투기적 수요를 자극하면서 SHFE 철근선물가격이 7~8월 강세를 보였고 열연 유통가격도 당시 약세였던 비철금속 가격과는 달리 강세를 보였다가 동절기 감산이 지방정부의 자율에 맡긴다는 소식에 9월부터 철근선물가격이 급락하자 열연가격도 동반 하락했다. 또한 생산량이 가격에 미치는 영향력이 축소되었음을 확인할 수 있는 사례는 최근 3년간 중국 조강생산/정련구리/정련아연 생산 추이는 제각각이지만 열연/구리/아연가격은 유사한 추세로 움직였다는 점이다.

이러한 경험을 비추어보면 “중국의 생산증가로 철강/비철가격이 하락할 것이다, 또는 중국의 생산감소 또는 생산증가 둔화로 가격이 상승할 것이다” 라는 접근은 바람직하지 않다. 즉, 수요가 가격의 방향을 결정하고 공급은 상승/하락폭(베타)을 좌우하는 소극적 역할로 이해하자. 중국의 생산량 보다 정부의 공급관련 정책들이 상품선물시장의 미칠 영향에 대해 좀 더 주목하자. 이에 대한 논란이 있을 수 있지만 철강/비철시장이 금융상품과의 연계가 심화되면서 과거보다 선물가격의 영향력이 비교할 수 없이 커졌다는 점은 부인할 수 없는 사실이다.

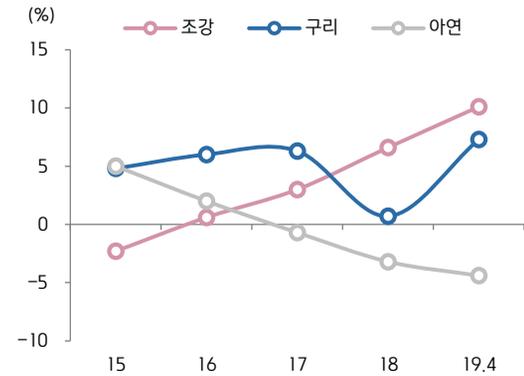
단, 중국의 철강생산량 증가는 철광석 수요 증가 및 철광석가격 강세요인 측면에서 철강가격에 긍정적인 영향을 미칠 수 있지만 또 한편으로 중국 철강수출량 증가 및 우리나라의 중국산 철강수입량 증가로 이어져 국내 철강 가격에 부정적 영향을 미칠 가능성이 있다.

중국 철근선물가격과 열연유통가격



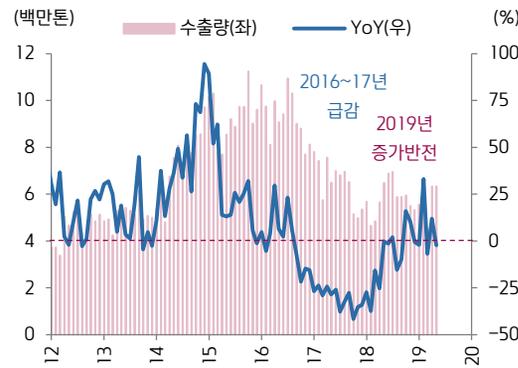
자료: Bloomberg, 키움증권

중국 조강/정련구리/정련아연 생산증가율



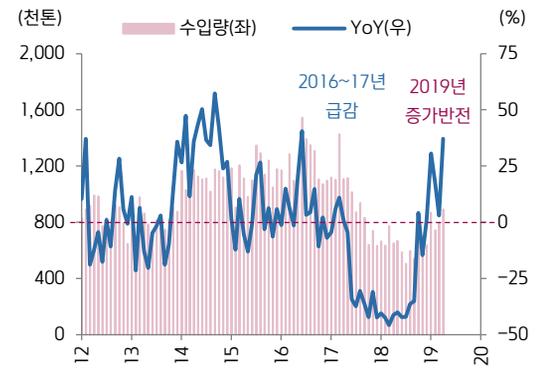
자료: Bloomberg, 키움증권

중국 월별 철강재 수출량



자료: Bloomberg, 키움증권

우리나라의 월별 중국산 철강재 수입량



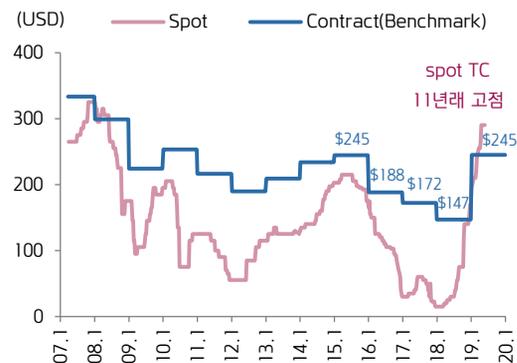
자료: Bloomberg, 키움증권

4) 제련수수료과 비철가격의 방향성은 상관성 낮다!

2018년 상반기 \$15까지 하락하며 역사적 저점을 확인한 후 하반기부터 급등하기 시작한 중국 spot 아연 제련수수료(Treatment Charge, TC)는 2019년 상반기 \$300 수준을 회복해 11년래 최고치를 기록하고 있다. 2017년말 Dugald River (17만톤)을 필두로 2018년 Gamsberg(25만톤), New Century(26만톤) 등 신규 아연광산이 연이어 가동되기 시작했지만 2017년부터 부진이 지속되고 있는 중국의 정련아연(아연메탈) 생산량은 아연제련사의 Pricing Power 회복 및 아연 제련수수료의 가파른 상승으로 이어졌다. 2018년 완료된 중국 최대 아연제련사 Zhuzhou Smelter의 공장이전(기존 45만톤 공장 폐쇄 후 30만톤 신규공장 가동)과 올해 벤치마크 제련수수료 상승(+\$98YoY)에 따른 중국 아연 제련사들의 수익성개선을 감안시 하반기 중국 정련아연 생산량은 꾸준히 증가할 가능성이 높아 하반기 중국 spot 아연 제련수수료의 상승탄력은 상반기보다는 둔화될 것으로 예상된다.

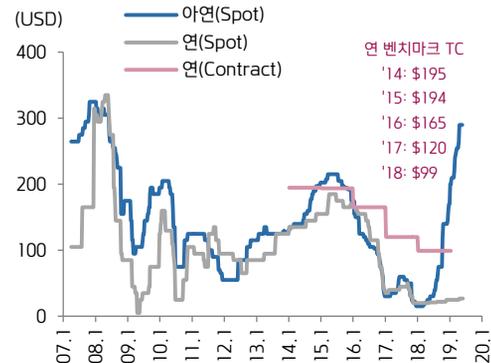
하지만 아연광산의 가파른 생산증가가 내년까지 지속됨을 감안할 때 중국 spot 아연 제련수수료는 하반기에도 \$300내외의 고수준이 유지될 가능성이 높다. 올해 4월 타결된 아연 벤치마크 제련수수료 \$245은 현재 spot 제련수수료보다 낮아 내년 벤치마크도 올해보다 추가 상승이 기대된다. 이에 따라 올해 2분기부터 벤치마크 제련수수료 상승이 반영되기 시작하며 본격화될 아연제련사들의 실적모멘텀은 내년까지 이어질 전망이다. 한편, 과거 아연 제련수수료에 후행해서 움직여왔던 연 제련수수료는 여전히 바닥수준에 머물러 있는데, 향후 반등할 경우 고려아연 주가에 상승모멘텀을 더해줄 것으로 판단한다.

아연 제련수수료



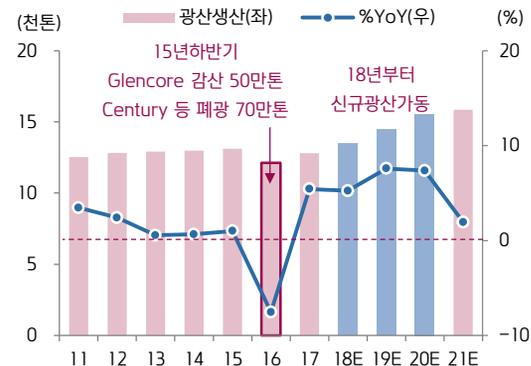
자료: Bloomberg, 키움증권

연 제련수수료



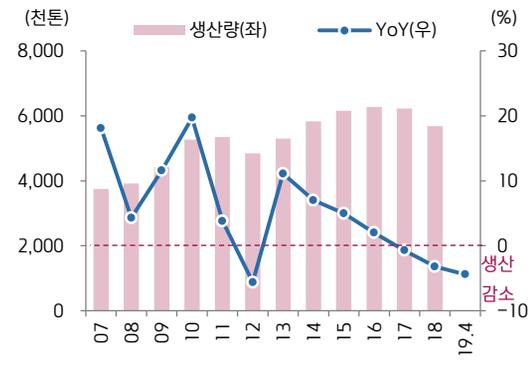
자료: Bloomberg, 키움증권

아연광산 생산량



자료: Bloomberg, 키움증권

중국 정련아연(아연메탈) 생산량



자료: Bloomberg, 키움증권

비철가격과 제련수수료의 직접적인 상관관계가 낮다. 2016년 이후 구리/아연/아연 제련수수료는 각각 다른 방향으로 움직였지만 구리/아연/연가격은 동일한 방향으로 움직였기 때문이다. 따라서 아연 제련수수료의 상승이 아연 공급증가 및 아연가격 하락으로 이어질 것이라는 접근은 동의하지 않는다. 단, 2016년부터 2018년 상반기까지의 비철가격 상승렐리 동안 제련수수료가 급락해 공급부족의 우려가 컸던 아연가격의 상승폭이 다른 비철금속과 비교해 가장 두드러졌음을 감안하면 타이트한 수급 기대감은 비철가격 상승기에는 상승폭을 확대시키고 하락기에는 하락폭을 제한시킬 수 있는 요소라고 판단한다. 이 같은 관점에서 최근 2012년 11월 이후 최저치까지 하락하고 있는 중국 구리 spot 제련수수료는 타이트해지고 있는 구리 광석 수급상황과 함께 향후 비철금속가격이 상승할 때 구리가격의 상승폭이 다른 금속보다 확대될 수 있다는 가능성을 보여준다. 구리광석 수급은 칠레 Codelco사의 chuquicamata 광산과 인도네시아 Grasberg 광산이 노천광산에서 지하광산으로의 전환작업이 시작됨에 따라 생산량이 감소하면서 올해와 내년까지 수급이 타이트해질 전망이다.

아연가격과 중국 아연 spot 제련수수료



자료: Bloomberg, 키움증권

구리가격과 중국 구리 spot 제련수수료



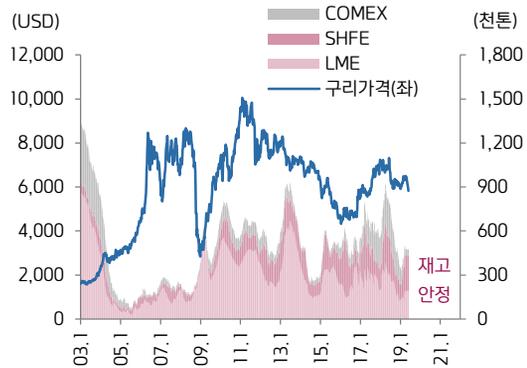
자료: Bloomberg, 키움증권

거래소별 아연재고와 LME 아연가격



자료: Bloomberg, 키움증권

거래소별 구리재고와 LME 구리가격



자료: Bloomberg, 키움증권

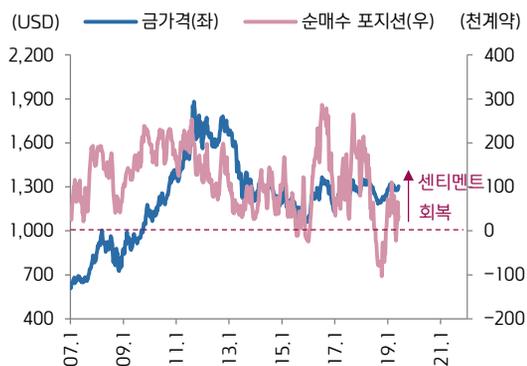
작년말 이후 미국의 금리인상 가능성이 줄어들면서 올해 상반기 가격상승 기대감이 높았던 금가격은 유로존 경기부진과 무역전쟁우려로 인한 달러강세에 예상과 달리 \$1,300 수준에서 등락이 반복되었다. 하반기는 미국의 금리인하와 달러의 움직임이 여전히 금가격의 방향을 결정하는데 중요한 변수가 될 전망이다.

달러와 금가격



자료: Bloomberg, 키움증권

금가격과 투기적 (순)매수 포지션



자료: Bloomberg, 키움증권



기업분석

POSCO
(005490)

BUY(Maintain)/목표주가 340,000원
As CHEAP as it gets!

고려아연
(010130)

BUY(Maintain)/목표주가 550,000원
실적모멘텀 본격화

현대제철
(004020)

BUY(Maintain)/목표주가 60,000원
하반기 차강판 인상이 기다린다!

POSCO (005490)



BUY(Maintain)

주가(6/4) 240,500원

목표주가 340,000원

현 주가는 12m PBR 0.4X, 시가배당률은 4% 이상으로 Valuation 매력에 절대적으로 높다. 부진했던 상반기기를 뒤로하고 하반기는 중국의 인프라투자 확대에 따른 철강수요개선과 상반기 철광석가격 급등부담으로 철강가격 상승압력 강화될 것으로 판단하며 중국 철강가격 상승과 함께 주가도 회복될 것으로 전망한다. 목표주가 340,000원과 투자 의견 Buy를 유지한다.

Stock Data

KOSPI (6/4)	2,066.97pt		
시가총액	209,684억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	372,000원	229,000원	
최고/최저가 대비 등락	-35.3%	5.0%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-4.8%	1.2%
	6M	-5.7%	-3.5%
	1Y	-31.8%	-19.2%

Company Data

발행주식수	87,187 천주
일평균 거래량(3M)	234천주
외국인 지분율	54.6%
배당수익률(19E)	3.9%
BPS(19E)	513,555원
주요 주주	국민연금 10.8%
	87,187 천주

Price Trend



As CHEAP as it gets!

>>> 높아진 Valuation 매력

상반기 업황 및 주가 부진으로 현 주가는 12m PBR 0.4X 수준으로 역사적 12mf PBR밴드 최하단에 근접한 상황, 동사에 대한 기대감이 바닥에 있음을 나타냄. 전년도 주당 배당금 10,000원을 기준으로 배당수익률은 4% 이상에 달해 향후 주가의 추가하락 가능성은 매우 낮다고 판단

>>> 하반기 중국 철강가격 상승이 주가 상승을 견인할 전망

중국의 인프라투자 확대에 따른 철강수요 개선과 상반기 이미 급등한 철광석가격에 의한 원가 상승부담은 중국을 필두로 하반기 국내외 철강가격 상승으로 연결될 전망. 하반기 국내 자동차강판, 조선용 후판, 가전/건설용 냉연도금 등 대부분의 철강제품가격들이 인상될 것으로 전망하며 철광석가격 급등에 따라 일시적으로 위축된 마진도 점진적으로 개선될 전망. 동사의 주가는 중국 철강가격과 민감도가 높아 하반기 중국 철강가격 상승시 POSCO 주가 상승탄력이 가장 클 것으로 기대

투자지표, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액(억원)	19,166	20,780	21,365	21,691	21,791
영업이익(억원)	1,368	1,026	1,053	1,223	1,315
EBITDA(억원)	2,872	2,617	2,582	2,721	2,786
세전이익(억원)	1,081	570	788	995	814
순이익(억원)	728	408	575	726	814
지배주주지분순이익(억원)	716	399	574	726	814
EPS(원)	5,366	2,988	4,305	5,437	6,097
증감율(%YoY)	-15.8	-44.3	44.1	26.3	12.1
PER(배)	10.9	15.1	10.3	8.2	7.3
PBR(배)	0.47	0.36	0.35	0.33	0.32
EV/EBITDA(배)	6.6	6.4	6.3	5.7	5.2
영업이익률(%)	7.1	4.9	4.9	5.6	0.0
ROE(%)	4.4	2.4	3.4	4.2	4.5
순차입금비율(%)	63.0	60.6	57.3	51.0	44.2

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	60,655	64,978	66,143	68,247	69,496
매출원가	52,299	57,005	59,025	60,815	61,819
매출총이익	8,356	7,972	7,118	7,432	7,676
판관비	3,734	2,430	2,522	2,603	2,651
영업이익	4,622	5,543	4,596	4,829	5,025
EBITDA	7,919	8,810	7,696	7,893	8,056
영업외손익	-442.1	-1,979.8	-521.1	-513.5	-504.7
이자수익	212	337	348	356	364
이자비용	653	741	741	741	741
외환관련이익	1,350	929	0	0	0
외환관련손실	1,180	1,133	0	0	0
중속 및 관계기업손익	11	113	113	113	113
기타	-182	-1,485	-241	-242	-241
법인세차감전이익	4,180	3,563	4,075	4,316	4,520
법인세비용	1,206	1,671	1,309	1,387	1,452
계속사업손손익	2,973	1,892	2,766	2,929	3,068
당기순이익	2,973	1,892	2,766	2,929	3,068
지배주주순이익	2,790	1,691	2,634	2,789	2,921
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	14.3	7.1	1.8	3.2	1.8
영업이익 증감률	62.5	19.9	-17.1	5.1	4.1
EBITDA 증감률	30.7	11.2	-12.6	2.6	2.1
지배주주순이익 증감률	104.7	-39.4	55.8	5.9	4.7
EPS 증감률	104.7	-39.4	55.8	5.9	4.7
매출총이익률(%)	13.8	12.3	10.8	10.9	11.0
영업이익률(%)	7.6	8.5	6.9	7.1	7.2
EBITDA Margin(%)	13.1	13.6	11.6	11.6	11.6
지배주주순이익률(%)	4.6	2.6	4.0	4.1	4.2

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산	31,127	33,651	35,615	37,763	39,965
현금 및 현금성자산	2,613	2,644	5,215	6,687	8,487
단기금융자산	7,674	8,375	8,375	8,375	8,375
매출채권 및 기타채권	9,958	10,374	10,349	10,678	10,873
재고자산	9,951	11,500	10,918	11,265	11,471
기타유동자산	8,605	9,133	9,133	9,133	9,134
비유동자산	47,898	44,597	44,242	43,922	43,636
투자자산	6,132	5,851	5,922	5,994	6,065
유형자산	31,884	30,018	29,905	29,804	29,713
무형자산	5,952	5,171	4,857	4,568	4,301
기타비유동자산	3,930	3,557	3,558	3,556	3,557
자산총계	79,025	78,248	79,856	81,685	83,601
유동부채	18,946	18,938	19,010	19,140	19,217
매입채무 및 기타채무	6,245	6,659	6,731	6,861	6,938
단기금융부채	11,434	10,402	10,402	10,402	10,402
기타유동부채	1,267	1,877	1,877	1,877	1,877
비유동부채	12,615	12,551	12,551	12,551	12,551
장기금융부채	9,979	10,068	10,068	10,068	10,068
기타비유동부채	2,636	2,483	2,483	2,483	2,483
부채총계	31,561	31,489	31,561	31,690	31,767
지배자본	43,733	43,371	44,775	46,335	48,026
자본금	482	482	482	482	482
자본잉여금	1,413	1,411	1,411	1,411	1,411
기타자본	-560	-1,354	-1,354	-1,354	-1,354
기타포괄손익누계액	-659	-1,384	-1,812	-2,241	-2,669
이익잉여금	43,057	44,216	46,049	48,036	50,157
비지배자본	3,731	3,388	3,520	3,660	3,807
자본총계	47,464	46,760	48,296	49,995	51,833

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	5,607	5,870	9,215	8,116	8,444
당기순이익	2,973	1,892	2,766	2,929	3,068
비현금항목의 가감	5,632	7,344	7,248	7,282	7,305
유형자산감가상각비	2,888	2,911	2,787	2,775	2,764
무형자산감가상각비	410	357	313	289	267
지분법평가손익	-112	-163	-113	-113	-113
기타	2,446	4,239	4,261	4,331	4,387
영업활동자산부채증감	-1,926	-2,053	679	-547	-324
매출채권및기타채권의감소	50	-41	25	-329	-195
재고자산의감소	-1,057	-1,573	582	-347	-206
매입채무및기타채무의증가	-608	380	72	130	77
기타	-311	-819	0	-1	0
기타현금흐름	-1,072	-1,313	-1,478	-1,548	-1,605
투자활동 현금흐름	-3,818	-2,648	-2,557	-2,557	-2,557
유형자산의 취득	-2,288	-2,136	-2,673	-2,673	-2,673
유형자산의 처분	39	90	0	0	0
무형자산의 순취득	-315	-370	0	0	0
투자자산의감소(증가)	994	393	41	41	41
단기금융자산의감소(증가)	-2,017	-701	0	0	0
기타	-231.0	76.0	75.0	75.0	75.0
재무활동 현금흐름	-1,566	-3,195	-2,043	-2,044	-2,044
차입금의 증가(감소)	-852	-1,228	0	0	0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-863	-724	-800	-801	-801
기타	149	-1,243	-1,243	-1,243	-1,243
기타현금흐름	-59	5	-2,044	-2,044	-2,044
현금 및 현금성자산의 순증가	165	31	2,571	1,472	1,800
기초현금 및 현금성자산	2,448	2,613	2,644	5,215	6,687
기말현금 및 현금성자산	2,613	2,644	5,215	6,687	8,487

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	32,001	19,391	30,207	31,990	33,507
BPS	501,600	497,452	513,555	531,441	550,844
CFPS	98,699	105,931	114,857	117,112	118,979
DPS	8,000	10,000	10,000	10,000	10,000
주가배수(배)					
PER	10.4	12.5	8.4	8.0	7.6
PER(최고)	10.9	20.6	9.6		
PER(최저)	7.5	12.2	7.6		
PBR	0.66	0.49	0.50	0.48	0.46
PBR(최고)	0.70	0.80	0.56		
PBR(최저)	0.48	0.47	0.45		
PSR	0.48	0.33	0.34	0.33	0.32
PCFR	3.4	2.3	2.2	2.2	2.1
EV/EBITDA	5.5	3.9	4.2	4.0	3.7
주요비율(%)					
배당성향(%, 보통주, 현금)	21.5	42.3	29.0	27.4	26.1
배당수익률(%, 보통주, 현금)	2.4	4.1	3.9	3.9	3.9
ROA	3.7	2.4	3.5	3.6	3.7
ROE	6.5	3.9	6.0	6.1	6.2
ROIC	6.8	5.4	6.2	6.6	6.9
매출채권회전율	5.8	6.4	6.4	6.5	6.4
재고자산회전율	6.4	6.1	5.9	6.2	6.1
부채비율	66.5	67.3	65.3	63.4	61.3
순차입금비율	23.4	20.2	14.2	10.8	7.0
이자보상배율, 현금)	7.1	7.5	6.2	6.5	6.8
총차입금	21,413	20,470	20,470	20,470	20,470
순차입금	11,126	9,451	6,880	5,408	3,608
NOPLAT	7,919	8,810	7,696	7,893	8,056
FCF	2,415	1,566	4,225	3,121	3,443

고려아연 (010130)



BUY(Maintain)

주가(6/4) 448,500원

목표주가 550,000원

올해 벤치마크 제련수수료(+\$98YoY)가 반영되기 시작하는 2분기부터 실적개선이 본격화될 전망이다. 또한 최근 급등한 원달러환율도 수익성 개선에 일조할 것으로 예상된다. 신규 아연 광산공급 증가에 따라 제련수수료로 대표되는 아연 제련업황은 내년에도 개선세가 지속될 가능성이 높다. 안정적인 실적모멘텀이 확보된 만큼 하반기 비철금속가격 반등시 주가 상승압력도 강화될 전망이다. 목표주가 550,000원과 투자 의견 Buy를 유지한다.

Stock Data

KOSPI (6/4)	2,066.97pt	
시가총액	84,632억원	
52주 주가동향	최고가 489,000원	최저가 367,500원
최고/최저가 대비 등락	-8.3%	22.0%
주가수익률	절대	상대
	1M 1.6%	7.9%
	6M 2.0%	4.4%
	1Y 6.4%	26.0%

Company Data

발행주식수	18,870 천주
일평균 거래량(3M)	33천주
외국인 지분율	24.5%
배당수익률(18E)	2.4%
BPS(19E)	359,484원
주요 주주	최창걸 외 40인 42.5%

Price Trend



실적모멘텀 본격화

>>> 아연 제련수수료 상승으로 2분기부터 실적개선 본격화

고려아연의 아연정광 구매방식은 벤치마크를 포함한 연간 계약 약 70%과 spot 약 30%로 구성. 전년대비 \$98 상승한 올해 벤치마크 제련수수료(\$245)가 반영되기 시작하는 2분기부터 실적개선이 본격화될 전망이다(연간계약 제련수수료는 2~3Q에 걸쳐 반영). 또한 고려아연은 매출의 대부분이 달러기준이기 때문에 최근 급등한 원달러환율도 수익성 개선에 일조할 것으로 예상

>>> 아연 제련수수료 상승에 따른 실적개선은 내년에도 지속

신규 아연광산 증설은 2020년까지 지속되는 반면 세계 2위 아연 제련사 Nyrstar를 포함한 아연 제련사들의 증설 여력은 당분간 제한적이므로 제련수수료로 대표되는 아연 제련업황은 내년에도 개선세가 지속될 전망이다. 현재 아연 spot 제련수수료는 \$290로 올해 벤치마크 제련수수료 \$245보다 높아 내년 벤치마크 제련수수료 추가 상승 및 이에 따른 실적개선 가시성 확보. 안정적인 실적모멘텀이 확보된 만큼 하반기 중국 인프라투자확대에 따른 비철금속가격 반등시 주가 상승모멘텀 강화될 전망이다

투자지표, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액(억원)	6,597	6,883	6,679	6,890	6,940
영업이익(억원)	895	765	903	1,009	1,064
EBITDA(억원)	1,123	1,023	1,192	1,311	1,378
세전이익(억원)	926	769	985	1,116	866
순이익(억원)	634	535	713	807	866
지배주주지분순이익(억원)	629	527	702	795	854
EPS(원)	33,336	27,950	37,216	42,156	45,237
증감율(%YoY)	6.2	-16.2	33.2	13.3	7.3
PER(배)	14.8	15.5	12.2	10.8	10.0
PBR(배)	1.56	1.31	1.26	1.16	1.07
EV/EBITDA(배)	6.7	7.3	6.2	5.3	4.6
영업이익률(%)	13.6	11.1	13.5	14.6	0.0
ROE(%)	11.0	8.6	10.8	11.2	11.1
순차입금비용(%)	-31.1	-13.1	-18.9	-24.1	-29.3

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	6,597	6,883	6,679	6,890	6,940
매출원가	5,528	5,979	5,637	5,722	5,716
매출총이익	1,069	904	1,043	1,168	1,224
판매비	174	139	140	159	159
영업이익	895	765	903	1,009	1,064
EBITDA	1,123	1,023	1,192	1,311	1,378
영업외손익	31	4	82	107	133
이자수익	38	52	80	104	131
이자비용	1	1	1	1	1
외환관련이익	46	41	0	0	0
외환관련손실	71	47	0	0	0
중속 및 관계기업손익	1	-2	-2	-2	-2
기타	18	-39	5	6	5
법인세차감전이익	926	769	985	1,116	1,197
법인세비용	292	234	272	309	331
계속사업손손익	634	535	713	807	866
당기순이익	634	535	713	807	866
지배주주순이익	629	527	702	795	854
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	12.8	4.3	-3.0	3.2	0.7
영업이익 증감율	17.0	-14.5	18.0	11.7	5.5
EBITDA 증감율	14.2	-8.9	16.5	10.0	5.1
지배주주순이익 증감율	6.2	-16.2	33.2	13.2	7.4
EPS 증감율	6.2	-16.2	33.2	13.3	7.3
매출총이익률(%)	16.2	13.1	15.6	17.0	17.6
영업이익률(%)	13.6	11.1	13.5	14.6	15.3
EBITDA Margin(%)	17.0	14.9	17.8	19.0	19.9
지배주주순이익률(%)	9.5	7.7	10.5	11.5	12.3

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산	3,670	3,966	4,393	4,949	5,553
현금 및 현금성자산	597	656	1,130	1,638	2,230
단기금융자산	1,334	208	208	208	208
매출채권 및 기타채권	364	319	310	319	322
재고자산	1,355	1,288	1,250	1,289	1,298
기타유동자산	1,354	1,703	1,703	1,703	1,703
비유동자산	3,368	3,260	3,369	3,441	3,502
투자자산	523	333	331	305	280
유형자산	2,703	2,785	2,896	2,994	3,081
무형자산	80	86	86	86	85
기타비유동자산	62	56	56	56	56
자산총계	7,038	7,226	7,761	8,390	9,054
유동부채	607	538	530	539	541
매입채무 및 기타채무	439	387	378	387	389
단기금융부채	23	24	24	24	24
기타유동부채	145	127	128	128	128
비유동부채	326	313	313	313	313
장기금융부채	12	7	7	7	7
기타비유동부채	314	306	306	306	306
부채총계	932	851	843	852	854
지배자본	5,960	6,250	6,783	7,392	8,042
자본금	94	94	94	94	94
자본잉여금	56	56	56	56	56
기타자본	-54	-54	-54	-54	-54
기타포괄손익누계액	82	15	41	66	92
이익잉여금	5,782	6,138	6,646	7,229	7,853
비지배자본	145	125	135	146	159
자본총계	6,106	6,375	6,918	7,539	8,201

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	797	888	1,018	1,028	1,130
당기순이익	634	535	713	807	866
비현금항목의 가감	509	521	457	482	490
유형자산감가상각비	228	258	289	302	314
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
지분법평가손익	-1	-3	-3	-3	-3
기타	282	266	171	183	179
영업활동자산부채증감	-124	-3	39	-58	-27
매출채권및기타채권의감소	-13	40	9	-10	-2
재고자산의감소	-170	75	38	-39	-9
매입채무및기타채무의증가	95	-53	-8	9	2
기타	-36	-65	0	-18	-18
기타현금흐름	-222	-165	-191	-203	-199
투자활동 현금흐름	-324	-650	-400	-377	-377
유형자산의 취득	-497	-316	-400	-400	-400
유형자산의 처분	1	1	0	0	0
무형자산의 순취득	-3	-8	0	0	0
투자자산의감소(증가)	469	187	0	23	23
단기금융자산의감소(증가)	-321	1,126	0	0	0
기타	27	-1,640	0	0	0
재무활동 현금흐름	-173	-183	-196	-196	-213
차입금의 증가(감소)	-14	-3	0	0	0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-152	-178	-194	-194	-212
기타	-7	-2	-2	-2	-1
기타현금흐름	-13	4	52	52	52
현금 및 현금성자산의 순증가	288	59	474	508	592
기초현금 및 현금성자산	309	597	656	1,130	1,638
기말현금 및 현금성자산	597	656	1,130	1,638	2,230

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	33,336	27,950	37,216	42,156	45,237
BPS	315,862	331,214	359,484	391,757	426,175
CFPS	60,594	55,967	61,968	68,292	71,848
DPS	10,000	11,000	11,000	12,000	13,000
주가배수(배)					
PER	14.8	15.5	12.2	10.8	10.0
PER(최고)	16.5	19.3	12.6		
PER(최저)	11.6	13.1	11.2		
PBR	1.56	1.31	1.26	1.16	1.07
PBR(최고)	1.74	1.63	1.31		
PBR(최저)	1.23	1.10	1.16		
PSR	1.41	1.19	1.28	1.24	1.23
PCFR	8.1	7.7	7.3	6.6	6.3
EV/EBITDA	6.7	7.3	6.2	5.3	4.6
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	27.9	36.4	27.3	26.3	26.5
배당수익률(% , 보통주, 현금)	2.0	2.5	2.4	2.6	2.9
ROA	9.4	7.5	9.5	10.0	9.9
ROE	11.0	8.6	10.8	11.2	11.1
ROIC	17.1	10.8	11.8	13.0	13.4
매출채권회전율	18.3	20.2	21.2	21.9	21.7
재고자산회전율	5.2	5.2	5.3	5.4	5.4
부채비율	15.3	13.4	12.2	11.3	10.4
순차입금비율	-31.1	-13.1	-18.9	-24.1	-29.3
이자보상배율, 현금)	1,122.6	726.2	857.3	958.0	1,010.6
총차입금	34	31	31	31	31
순차입금	-1,897	-833	-1,307	-1,815	-2,406
NOPLAT	1,123	1,023	1,192	1,311	1,378
FCF	256	442	581	574	656

현대제철 (004020)



BUY(Maintain)

주가(6/4) 40,900원

목표주가 60,000원

상반기 철광석가격 상승과 현대기아차의 자동차업황 바닥탈출로 하반기 그룹사향 자동차강판가격 인상가능성이 매우 높아졌다. 또한 적자가 지속되었던 특수강사업은 자동차향 비중 상승과 함께 하반기 수익성 개선이 기대된다. 현 주가는 12mf PBR 0.3X로 역사적 밴드 최하단에 위치해 심각한 저평가 상황으로 주가의 추가하락 가능성은 극히 제한적으로 판단하며 목표주가 60,000원과 투자의견 Buy를 유지한다.

Stock Data

KOSPI (6/4)	2,066.97pt		
시가총액	54,579억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	64,800 원	40,250원	
최고/최저가 대비 등락	-36.9%	1.6%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-9.3%	-3.6%
	6M	-11.5%	-9.4%
	1Y	-32.5%	-20.1%

Company Data

발행주식수	133,446 천주
일평균 거래량(3M)	247천주
외국인 지분율	27.2%
배당수익률(19E)	1.7%
BPS(19E)	128,539원
주요 주주	기아자동차 외 6인 36.0%

Price Trend



하반기 차강판 인상이 기다린다!

>>> PBR 0.3X로 Rock Bottom!

현 주가는 12mf PBR 0.3X로 역사적 밴드 최하단에 위치해 추가하락 가능성은 극히 제한적으로 판단. 업종내에서도 동사의 PBR valuation 매력은 가장 돋보임

>>> 그룹사 자동차업황 개선으로 하반기 차강판가격 인상 전망

상반기 철광석가격 상승으로 고로 원가부담이 높아진 상황에서 현대기아차의 자동차업황이 바닥탈출 성공해 하반기 그룹사향 자동차강판가격 인상가능성이 매우 높아졌다고 판단함. 인상여부 보다는 인상폭이 관건이 될 전망. 하반기 자동차강판 가격협상은 8월부터 시작될 전망으로 협상을 전후해 가격 인상기대감에 따른 주가상승 모멘텀이 강화될 전망

>>> 하반기 특수강 수익성개선 기대

판매량이 꾸준히 증가하고 있음에도 작년까지 자동차향 비중이 계획보다 부진해 적자가 지속되었던 특수강사업은 올해 자동차향 비중 상승과 함께 하반기 수익성 개선이 기대됨. 하반기는 상반기 대비 적자폭 축소, 4분기는 흑자전환이 목표로 자동차강판 가격인상과 더불어 전사 수익성 개선을 견인할 전망

투자지표, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액(억원)	19,166	20,780	21,365	21,691	21,791
영업이익(억원)	1,368	1,026	1,053	1,223	1,315
EBITDA(억원)	2,872	2,617	2,582	2,721	2,786
세전이익(억원)	1,081	570	788	995	814
순이익(억원)	728	408	575	726	814
지배주주지분순이익(억원)	716	399	574	726	814
EPS(원)	5,366	2,988	4,305	5,437	6,097
증감율(%YoY)	-15.8	-44.3	44.1	26.3	12.1
PER(배)	10.9	15.1	10.3	8.2	7.3
PBR(배)	0.47	0.36	0.35	0.33	0.32
EV/EBITDA(배)	6.6	6.4	6.3	5.7	5.2
영업이익률(%)	7.1	4.9	4.9	5.6	0.0
ROE(%)	4.4	2.4	3.4	4.2	4.5
순부채비율(%)	63.0	60.6	57.3	51.0	44.2

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	19,166	20,780	21,365	21,691	21,791
매출원가	16,733	18,708	19,278	19,420	19,422
매출총이익	2,432	2,072	2,087	2,271	2,369
판관비	1,065	1,046	1,033	1,049	1,053
영업이익	1,368	1,026	1,053	1,223	1,315
EBITDA	2,872	2,617	2,582	2,721	2,786
영업외손익	-286	-456	-265	-228	-200
이자수익	10	13	11	8	7
이자비용	308	327	312	283	255
외환관련이익	253	124	-11	0	0
외환관련손실	152	187	0	0	0
중속 및 관계기업손익	10	18	18	18	18
기타	-99	-97	29	29	30
법인세차감전이익	1,081	570	788	995	1,115
법인세비용	354	162	214	269	301
계속사업손손익	728	408	575	726	814
당기순이익	728	408	575	726	814
지배주주순이익	716	399	574	726	814
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	14.8	8.4	2.8	1.5	0.5
영업이익 증감률	-5.4	-25.0	2.6	16.1	7.5
EBITDA 증감률	1.4	-8.9	-1.3	5.4	2.4
지배주주순이익 증감률	-15.8	-44.3	43.9	26.5	12.1
EPS 증감률	-15.8	-44.3	44.1	26.3	12.1
매출총이익률(%)	12.7	10.0	9.8	10.5	10.9
영업이익률(%)	7.1	4.9	4.9	5.6	6.0
EBITDA Margin(%)	15.0	12.6	12.1	12.5	12.8
지배주주순이익률(%)	3.7	1.9	2.7	3.3	3.7

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산	7,863	8,769	8,953	8,885	8,860
현금 및 현금성자산	771	762	559	359	284
단기금융자산	168	291	291	291	291
매출채권 및 기타채권	2,717	2,677	2,773	2,815	2,828
재고자산	4,098	4,919	5,200	5,279	5,304
기타유동자산	277	411	421	432	444
비유동자산	25,510	24,536	24,564	24,265	23,995
투자자산	1,987	1,628	1,985	1,985	1,985
유형자산	21,339	20,785	20,545	20,326	20,126
무형자산	1,748	1,653	1,564	1,485	1,415
기타비유동자산	436	470	470	469	469
자산총계	33,374	33,305	33,516	33,150	32,855
유동부채	6,707	6,703	6,956	6,982	6,990
매입채무 및 기타채무	3,391	3,429	3,682	3,708	3,716
단기금융부채	3,077	3,057	3,057	3,057	3,057
기타유동부채	239	217	217	217	217
비유동부채	9,631	9,579	9,079	8,079	7,079
장기금융부채	8,598	8,318	7,818	6,818	5,818
기타비유동부채	1,033	1,261	1,261	1,261	1,261
부채총계	16,338	16,282	16,035	15,061	14,069
지배지분	16,716	16,696	17,153	17,761	18,457
자본금	667	667	667	667	667
자본잉여금	3,914	3,914	3,914	3,914	3,914
기타지분	-129	-129	-129	-129	-129
기타포괄손익누계액	985	683	664	645	626
이익잉여금	11,278	11,561	12,037	12,664	13,379
비지배지분	320	327	328	328	329
자본총계	17,036	17,023	17,481	18,089	18,786

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	1,720	1,575	2,453	2,599	2,725
당기순이익	728	408	575	726	814
비현금항목의 가감	2,290	2,541	2,490	2,488	2,465
유형자산감가상각비	1,403	1,491	1,440	1,419	1,400
무형자산감가상각비	101	99	89	79	70
지분법평가손익	-10	-18	0	0	0
기타	796	969	961	990	995
영업활동자산부채증감	-777	-817	-133	-107	-42
매출채권및기타채권의감소	-405	23	-96	-42	-13
재고자산의감소	-772	-832	-280	-79	-24
매입채무및기타채무의증가	470	198	254	26	8
기타	-70	-206	-11	-12	-13
기타현금흐름	-521	-557	-479	-508	-512
투자활동 현금흐름	-1,234	-1,165	-1,557	-1,200	-1,200
유형자산의 취득	-1,201	-1,198	-1,200	-1,200	-1,200
유형자산의 처분	6	44	0	0	0
무형자산의 순취득	-62	-4	0	0	0
투자자산의감소(증가)	-105	359	-357	0	0
단기금융자산의감소(증가)	16	-123	0	0	0
기타	112	-243	0	0	0
재무활동 현금흐름	-450	-419	-598	-1,098	-1,098
차입금의 증가(감소)	-351	-319	-500	-1,000	-1,000
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-99	-99	-98	-98	-98
기타	0	-1	0	0	0
기타현금흐름	-2	0	-501	-501	-501
현금 및 현금성자산의 순증가	33	-9	-203	-201	-75
기초현금 및 현금성자산	737	771	762	559	359
기말현금 및 현금성자산	771	762	559	359	284

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	5,366	2,988	4,305	5,437	6,097
BPS	125,261	125,115	128,539	133,097	138,314
CFPS	22,614	22,102	22,970	24,088	24,574
DPS	750	750	750	750	750
주가배수(배)					
PER	10.9	15.1	10.3	8.2	7.3
PER(최고)	12.2	24.6	12.1		
PER(최저)	9.5	13.6	10.2		
PBR	0.47	0.36	0.35	0.33	0.32
PBR(최고)	0.52	0.59	0.41		
PBR(최저)	0.41	0.32	0.34		
PSR	0.41	0.29	0.28	0.27	0.27
PCFR	2.6	2.0	1.9	1.8	1.8
EV/EBITDA	6.6	6.4	6.3	5.7	5.2
주요비율(%)					
배당성향(%, 보통주, 현금)	13.5	24.1	17.1	13.6	12.1
배당수익률(%, 보통주, 현금)	1.3	1.7	1.7	1.7	1.7
ROA	2.2	1.2	1.7	2.2	2.5
ROE	4.4	2.4	3.4	4.2	4.5
ROIC	3.9	2.2	2.9	3.4	3.7
매출채권회전율	7.5	7.7	7.8	7.8	7.7
재고자산회전율	5.1	4.6	4.2	4.1	4.1
부채비율	95.9	95.6	91.7	83.3	74.9
순차입금비율	63.0	60.6	57.3	51.0	44.2
이자보상배율, 현금)	4.4	3.1	3.4	4.3	5.2
총차입금	11,675	11,374	10,874	9,874	8,874
순차입금	10,736	10,321	10,024	9,225	8,300
NOPLAT	2,872	2,617	2,582	2,721	2,786
FCF	508	193	964	1,083	1,188

투자의견 변동내역

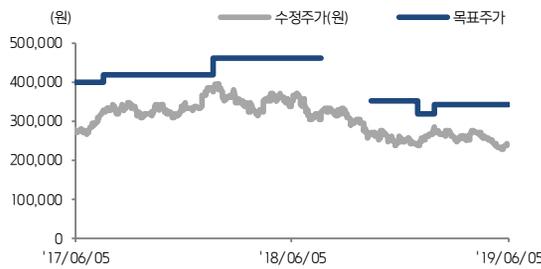
종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)		
					평균 추가 대비	최고 추가 대비	최고 추가 대비
POSCO (005490)	2017/07/11	BUY(Maintain)	400,000원	6개월	-21.19	-18.25	
	2017/07/21	BUY(Maintain)	420,000원	6개월	-21.57	-17.38	
	2017/09/26	BUY(Maintain)	420,000원	6개월	-21.86	-17.38	
	2017/10/30	BUY(Maintain)	420,000원	6개월	-22.19	-17.38	
	2017/11/20	BUY(Maintain)	420,000원	6개월	-20.84	-7.98	
	2018/01/23	BUY(Maintain)	460,000원	6개월	-16.63	-15.87	
담당자변경	2018/01/25	BUY(Maintain)	460,000원	6개월	-24.39	-14.13	
	2018/10/17	BUY(Reinitiate)	350,000원	6개월	-23.24	-22.43	
	2018/10/23	BUY(Maintain)	350,000원	6개월	-27.16	-21.71	
	2019/01/03	BUY(Maintain)	320,000원	6개월	-19.22	-10.94	
	2019/01/31	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-22.27	-18.68	
	2019/04/25	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-24.35	-18.68	
고려아연 (010130)	2017/11/20	BUY(Initiate)	650,000원	6개월	-24.17	-17.38	
	2018/01/23	BUY(Maintain)	650,000원	6개월	-23.60	-17.38	
	2018/02/07	BUY(Maintain)	650,000원	6개월	-25.81	-17.38	
담당자변경	2018/10/17	BUY(Reinitiate)	500,000원	6개월	-21.88	-20.40	
	2018/10/30	BUY(Maintain)	500,000원	6개월	-15.57	-9.30	
	2019/01/03	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-20.65	-17.55	
	2019/02/07	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-18.02	-11.09	
	2019/04/26	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-18.69	-11.09	
2019/06/05	BUY(Maintain)	550,000원	6개월				

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)		
					평균 추가 대비	최고 추가 대비	최고 추가 대비
현대제철 (004020)	2017/06/26	BUY(Maintain)	77,000 원	6개월	-24.29	-17.66	
	2017/07/13	BUY(Maintain)	77,000 원	6개월	-23.05	-16.10	
	2017/07/31	BUY(Maintain)	77,000 원	6개월	-24.69	-16.10	
	2017/10/12	BUY(Maintain)	66,000 원	6개월	-15.93	-13.03	
	2017/10/31	BUY(Maintain)	72,000 원	6개월	-20.46	-17.36	
	2017/11/20	BUY(Maintain)	72,000 원	6개월	-19.28	-13.06	
	2018/01/23	BUY(Maintain)	73,000 원	6개월	-18.49	-17.26	
	2018/01/29	BUY(Maintain)	73,000 원	6개월	-24.66	-5.89	
	2018/08/22	BUY(Reinitiate)	66,000 원	6개월	-18.25	-13.18	
	2018/10/17	BUY(Maintain)	66,000 원	6개월	-20.22	-13.18	
담당자변경	2018/10/29	BUY(Maintain)	60,000 원	6개월	-26.04	-19.75	
	2019/01/03	BUY(Maintain)	60,000 원	6개월	-24.16	-13.83	
	2019/01/25	BUY(Maintain)	60,000 원	6개월	-21.71	-13.83	
	2019/05/02	BUY(Maintain)	60,000 원	6개월	-29.56	-23.58	
	2019/06/05	BUY(Maintain)	60,000 원	6개월			

목표주가 추이

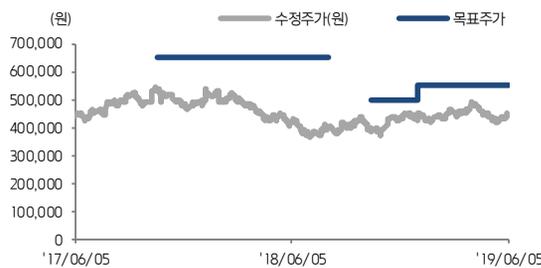
POSCO(005490)



현대제철(004020)



고려아연(010130)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10 ~ +20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10 ~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10 ~ -20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2018/04/01~2019/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	176	96.70%
중립	6	3.30%
매도	0	0.00%