

2020. 1. 20



## ▲ 철강

Analyst 민사영

02. 6454-4875

sayeong.min@meritz.co.kr

## Neutral

## Top Picks

POSCO(005490)	Buy	290,000원
---------------	-----	----------

## 관심종목

세아베스틸(001430)	Buy	18,000원
현대제철(004020)	Hold	30,000원
동국제강(001230)	Hold	6,000원
고려아연(010130)	Hold	500,000원

## 철강

## 4Q19 Preview: 펀더멘털은 여전히 부진

- ✓ 철강업체들의 주가는 1) 철강가격 반등, 2) 경기회복 기대감, 3) 미-중 무역분쟁 해소로 반등
- ✓ 그러나 수급적인 측면에서 철강산업의 구조적인 문제는 해소되지 않았음
- ✓ 4Q19 실적 컨센서스와 2020년 이익 컨센서스 간 간극 존재
- ✓ 실적 기대감이 충족되지 못할 경우 주가 상승세가 지속되기는 어려움

## 회복에 대한 기대가 반영되고 있는 주가와 평가

최근 중국 철강가격의 상승세가 멈추며 주춤하고 있지만 글로벌 주요 철강업체들의 주가는 10월 이래 반등세를 보여주고 있다. 주가 상승을 견인한 촉매는 1) 철강가격, 2) 경기회복 기대감, 3) 미-중 무역분쟁 완화였다.

## 펀더멘털은 여전히 부진

업황 개선에 대한 단기적 지표들이 나타나고 있지만, 철강산업의 구조적인 문제는 여전히 여전하다. 우선 공급측면에서 큰 변화가 없다. 중국의 고로 가동률은 동절기 감소 시즌임에도 불구하고 80% 내외를 유지하고 있다. 2020년에도 노후 설비 폐쇄에 따른 신예설비들이 속속 가동되기 시작한다. 실질 생산능력은 신예설비 도입으로 인해 오히려 증가할 가능성이 있다.

다음으로 수요의 불안요소가 해소되지 못했다. 2019년 하반기까지 중국 부동산 시장은 견조한 모습을 유지했지만 2020년 하반기부터는 둔화될 가능성이 높다. 부동산 시장이 하드랜딩하지는 않겠으나, 소프트랜딩만으로도 그 영향이 크다. 2019년 중국 조강생산량이 6% 증가했음에도 순수출이 늘지 않은 것은 부동산 시장에서 수요를 흡수했기 때문이었다.

## 계륵 같은 밸류에이션(Valuation)

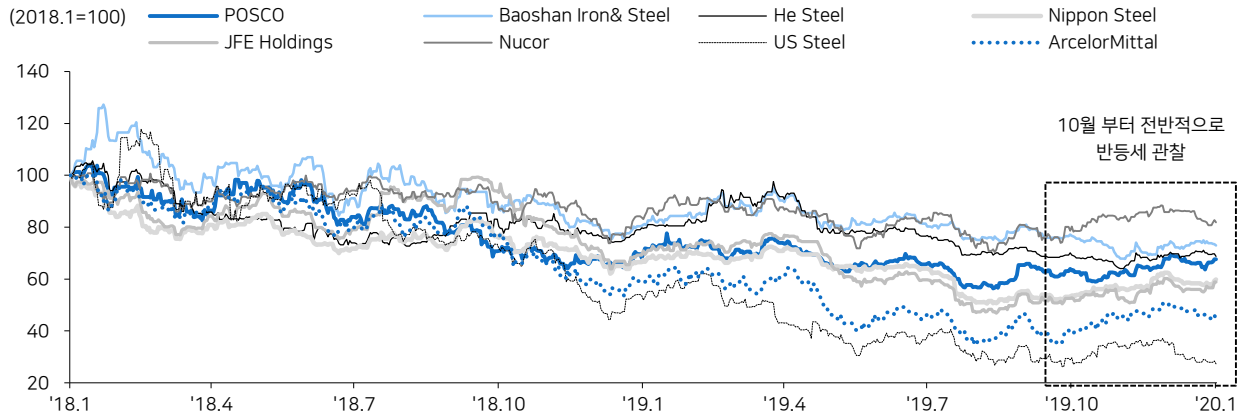
국내 대표 업체인 포스코의 영업이익 컨센서스를 보면 시장에는 실적 회복 기대감이 분명히 존재한다. 2020년 포스코의 영업이익 컨센서스는 4조원 수준이다. 2019년 4분기 영업이익 컨센서스가 7,500억원이라는 점을 고려하면, 업황을 보수적으로 볼 경우 2020년 컨센서스는 3조~3조 5천억원으로 형성되어 있어야 한다. 즉, 4조원이라는 숫자에는 동사의 실적이 하반기로 갈수록 개선될 수 있다는 기대감이 내포되어 있다. 만약, 당사의 분석대로 둔화되는 업황이 크게 개선되지 못할 경우 영업이익 컨센서스가 하향 조정될 가능성이 충분하다.

### 회복에 대한 기대가 반영되고 있는 주가와 판가

최근 중국 철강가격의 상승세가 멈추며 주춤하고 있지만 글로벌 주요 철강업체들의 주가는 10월 이래 반등세를 보여주고 있다. 주가 상승을 견인한 촉매는 1) 철강가격, 2) 경기회복 기대감, 3) 미-중 무역분쟁 완화였다.

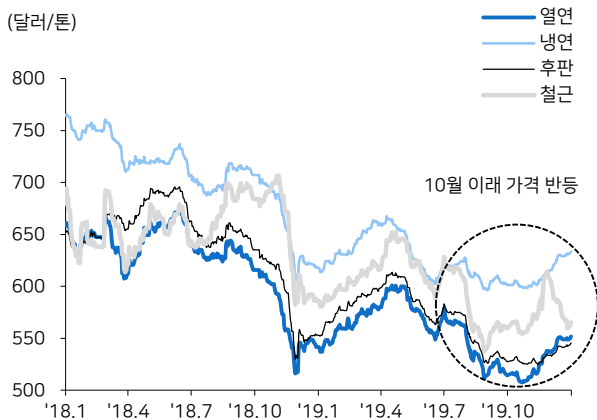
철강 업황의 대표적인 지표라 볼 수 있는 중국 철강 유통가격은 10월부터 반등하였다. 동기간 철광석 가격 역시 상승했지만 원료탄은 오히려 하락하면서 열연 마진 스프레드는 톤 당 6만원으로 상당히 개선되었다. 공급이 크게 감소하지 않은 가운데 순수출이 낮은 수준을 유지하고 있기에 중국의 내수 경기가 수요를 주도하는 것으로 판단된다. OECD 경기선행지수는 중국과 유럽을 중심으로 반등세가 나타나고 있으며, 불안 요소였던 무역분쟁은 12월 미국과 중국이 1단계 합의를 도출하며 우려를 불식시켰다.

그림1 글로벌 주요 철강 업체 주가 추이



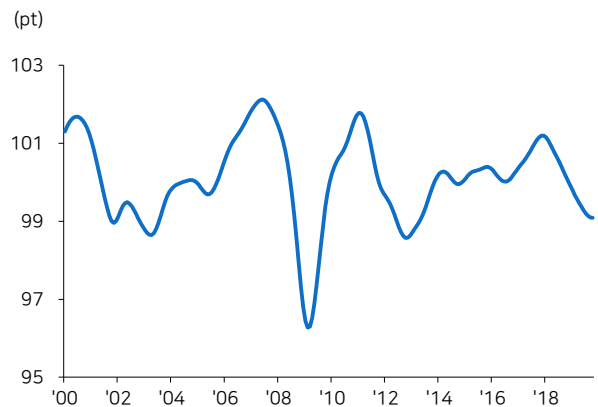
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 중국 철강 유통 가격 추이



자료: Antaika, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 OECD 경기 선행지수 추이



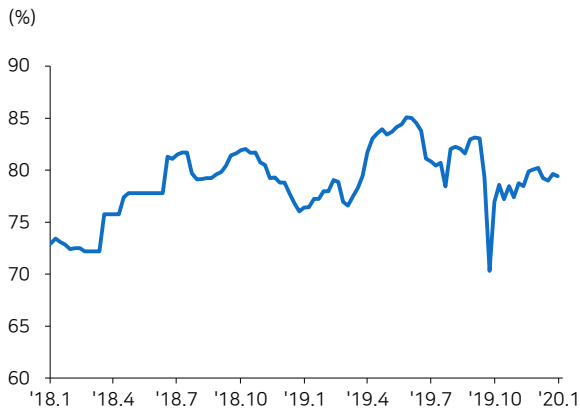
자료: OECD, 메리츠증권증권 리서치센터

### 펀더멘털은 여전히 부진

업황 개선에 대한 단기적 지표들이 나타나고 있지만, 철강산업의 구조적인 문제는 여전히 여전하다. 우선 공급측면에서 큰 변화가 없다. 중국의 고로 가동률은 동절기 감소 시즌임에도 불구하고 80% 내외를 유지하고 있다. 2020년에도 노후 설비 폐쇄에 따른 신예설비들이 속속 가동되기 시작한다. 실질 생산능력은 신예설비 도입으로 인해 오히려 증가할 가능성이 있다. 실제로 대부분의 전망 기관에서 감소보다 1~2% 내외의 증산을 전망하고 있다.

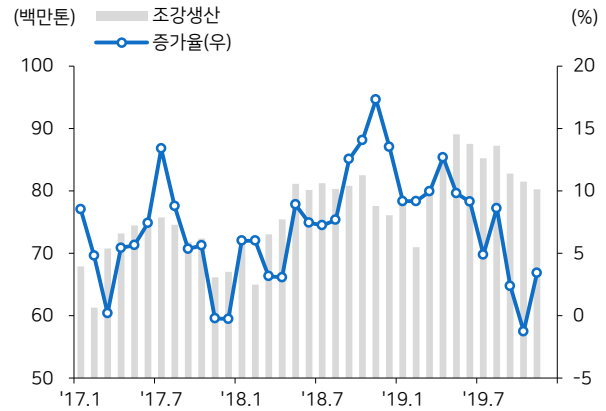
다음으로 수요의 불안요소가 해소되지 못했다. 2019년 하반기까지 중국 부동산 시장은 견조한 모습을 유지했지만 2020년 하반기부터는 둔화될 가능성이 높다. 부동산 시장이 하드랜딩하지는 않겠으나, 소프트랜딩만으로도 그 영향이 크다. 2019년 중국 조강생산량이 6% 증가했음에도 순수출이 늘지 않은 것은 부동산 시장에서 수요를 흡수했기 때문이었다. 중국 부동산 시장이 2018년 수준으로 둔화되지만 해도 공급과잉이 6,000만톤 발생하게 되는 셈이다.

그림4 중국 중대형 철강사의 고로 가동률



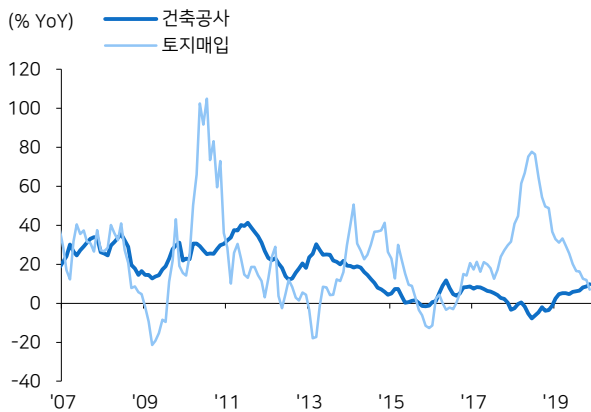
자료: Mysteel, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 중국 조강 생산량 추이



자료: WSA, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 중국 부동산 투자 추이



자료: NBS, CEIC, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 중국 착공면적 추이

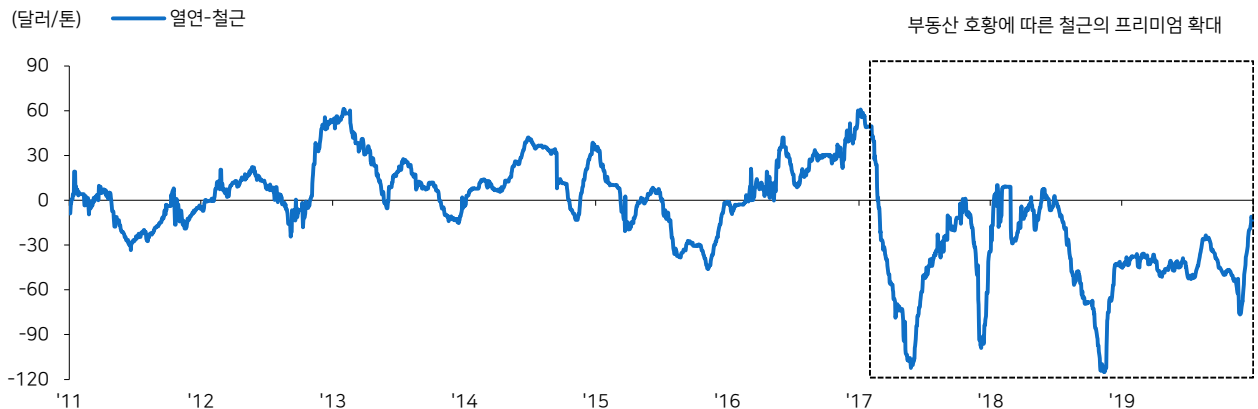


자료: NBS, CEIC, 메리츠증권증권 리서치센터

부동산 시장의 둔화 징조로 단정하기는 어렵지만 최근까지 굉장히 높은 수준을 유지했던 철근의 열연 대비 프리미엄이 거의 사라진 상태가 되었다. 보통의 경우 열연이 철근보다 판가가 높지만 제조업이 둔화되고 부동산 중심으로 수요가 형성되었던 지난 몇 년간 중국 내에서 철근이 열연 대비 프리미엄 상태로 거래되었다. 2019년에는 이 프리미엄이 톤 당 10만원이상으로 확대되기도 했는데, 11월 이후 열연 가격이 반등했지만 철근 가격은 일시적인 반등 이후 가격이 급락하면서 둘 사이의 프리미엄이 사라져 버렸다. 열연의 반등이라는 긍정적인 해석도 가능하겠지만, 조금씩 증가하기 시작하는 재고를 감안하면 철근 수요의 둔화로 해석하는 것이 좀 더 타당해 보인다.

결론적으로 수급적인 측면에서 철강 업황이 구조적으로 변한 것은 없다. 업황이 단기적으로 반등할 수 있다면 US스틸, 아르셀로미탈과 같은 기업들이 인력 구조 조정과 고로 가동중단이라는 생존전략을 취하지 않았을 것이다. 국내 업체들의 체감 경기는 굉장히 어려우나, 중국 철강사들은 여전히 흑자기조를 유지 중이다. 중국 부동산 시장의 둔화 리스크가 해소되지 않는다면 바닥을 선불리 논할 수 없다.

그림8 중국 열연과 철근의 유통 가격 스프레드 추이



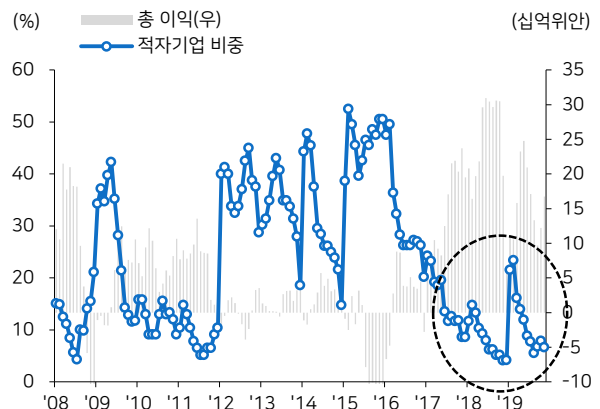
자료: Antaika, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 중국 중대형 철강사 순이익과 열연 마진 스프레드



자료: CISA, CEIC, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 중국 중대형 철강사 적자기업 비중



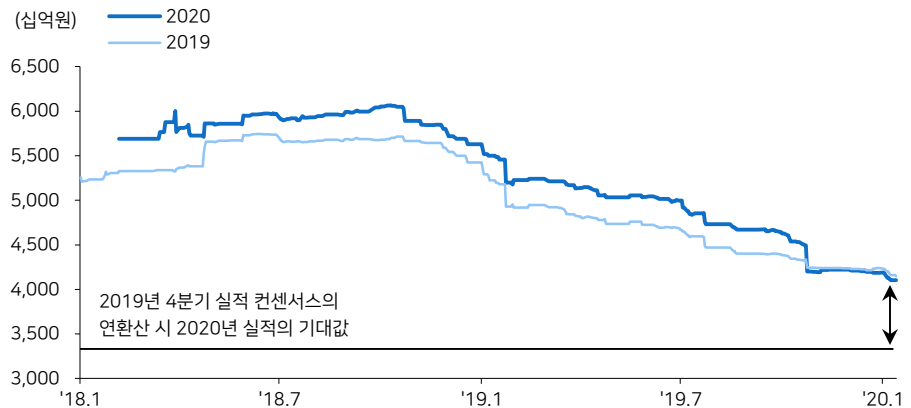
자료: CISA, CEIC, 메리츠증권증권 리서치센터

### 계류 같은 밸류에이션(Valuation)

부정적인 업황에도 불구하고 철강업체들의 주가가 비싸지는 않다. 그렇다면 지금 사야 될까? 실적 개선이 동반되지 않는다면 시장의 평가가 유난히 냉혹한 시기다. PBR Valuation을 감안할 시 주가 하방은 크지 않지만, 증익에 대한 확신 역시 부족한 만큼 주가 상승이 나타나더라도 단발성 성격을 띠 확률이 높다고 판단한다.

국내 대표 업체인 포스코의 영업이익 컨센서스를 보면 시장에는 실적 회복 기대감이 분명히 존재한다. 2020년 포스코의 영업이익 컨센서스는 4조원 수준이다. 2019년 4분기 영업이익 컨센서스가 7,500억원이라는 점을 고려하면, 업황을 보수적으로 볼 경우 2020년 컨센서스는 3조~3조 5천억원으로 형성되어 있어야 한다. 즉, 4조원이라는 숫자에는 동사의 실적이 하반기로 갈수록 개선될 수 있다는 기대감이 내포되어있다. 만약, 당사의 분석대로 둔화되는 중국 부동산 경기에 따라 업황이 크게 개선되지 못할 경우 영업이익 컨센서스가 하향 조정될 가능성이 충분하다.

그림11 POSCO의 영업이익 컨센서스



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

Industry Brief  
2020. 1. 20

# POSCO 005490

## 업황이 어려울수록 선택지는 적다

### ▲ 철강

Analyst **민사영**  
02. 6454-4875  
sayeong.min@meritz.co.kr

- ✓ 4Q19 실적 8,649억원으로 컨센서스 충족 전망
- ✓ 1Q20 실적은 원가 하락으로 판가가 유지만 되어도 개선
- ✓ 업황은 구조적으로 개선되지 않았지만 그렇기에 POSCO의 대안은 없음
- ✓ 2021년 발표될 중국의 14차 5개년 계획에서 산업의 구조적 변화 가능성 존재
- ✓ 적정주가 290,000원, 투자의견 Buy 유지

## Buy

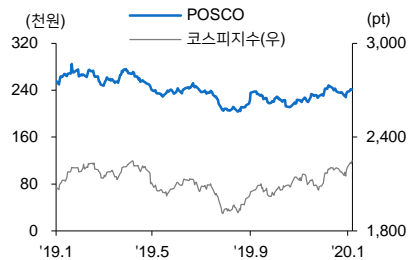
**적정주가 (12개월)** 290,000 원  
**현재주가 (1.17)** 241,500 원  
**상승여력** 20.1%

KOSPI	2,250.57pt
시가총액	210,556억원
발행주식수	8,719만주
유동주식비율	68.51%
외국인비중	52.00%
52주 최고/최저가	285,000원/203,500원
평균거래대금	549.0억원

<b>주요주주(%)</b>	
국민연금공단	11.80
BlackRock Fund Advisors 외 13인	6.23

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	-2.4	2.3	-8.2
상대주가	-4.8	-5.7	-14.0

### 주가그래프



### 4Q19 Preview: 컨센서스 부합

2019년 4분기 연결 영업이익은 -32.0% YoY 감소한 8,649 억원으로 컨센서스를 충족하는 실적을 보여줄 전망이다. 판가와 원재료 가격의 시차에 의해 롤 마진은 철강 가격이 반등했음에도 악화되었다. 2020년 1분기 판가 인상 시도를 할 계획이나 실제로 판가가 인상되지 않더라도 원가가 내려오면서 롤 마진은 소폭 개선될 수 있다.

### 업황의 명확한 개선이 없다면 더 나은 대안은 없다

업황이 구조적으로 개선되지 않았기에 당사는 2020년 포스코의 영업이익이 3조 5천억원 수준에 불과할 것으로 판단한다. 이는 4분기 수준의 업황을 연환산한 수준으로 만약 당사가 전망하는 최악의 상황이 실현될 경우 이보다 낮은 실적을 달성할 가능성도 있다. 컨센서스는 4조 1천억원으로 업황 개선을 기대하고 있어 이것이 실현되지 못한다면 현재 주가가 저점이라 단정짓기 어렵다.

그러나 어차피 업황이 어려울수록 철강 섹터 내에서 포스코를 대체할 수 있는 기업은 없다. 현재 주가가 바닥은 아닐 수 있어도 그 근처일 가능성은 높다. 2021년 중국에서 [제 14차 5개년 계획]을 발표하는 만큼 산업의 구조적 변화 가능성도 열려두어야 한다. 적정주가 290,000 원, 투자의견 Buy 를 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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	64,729.6	4,176.1	2,232.9	25,610	28.4	514,806	9.2	0.5	4.3	5.1	62.4
2020E	65,091.8	3,530.8	2,227.4	25,547	-3.5	531,164	9.5	0.5	4.8	4.9	60.3
2021E	65,630.3	3,791.0	2,351.5	26,970	5.6	548,946	9.0	0.4	4.6	5.0	59.5
2022E	66,527.8	3,941.1	2,410.1	27,643	2.5	567,400	8.7	0.4	4.4	5.0	57.7

(십억원)	4Q19E	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	16,405.8	16,621.5	-1.3	15,988.2	2.6	16,410.7	0.0
영업이익	864.9	1,271.5	-32.0	1,039.8	-16.8	839.6	3.0
세전이익	674.3	-295.6	흑전	853.3	-21.0	497.2	35.6
지배순이익	448.4	-867.5	흑전	430.9	4.1	430.4	4.2

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	65,150.4	66,755.0	64,729.6	65,091.8	-0.6	-2.5
영업이익	4,259.3	3,637.9	4,176.1	3,530.8	-2.0	-2.9
세전이익	3,682.6	3,505.2	3,645.0	3,349.4	-1.0	-4.4
지배순이익	2,257.8	2,331.0	2,232.9	2,227.4	-1.1	-4.4

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	3년 평균	2019E	2020E	2021E	2022E
지배주주 순이익	2,329.6	2,232.9	2,227.4	2,351.5	2,410.1
지배주주 자본총계	47,880.4	44,884.3	46,310.5	47,860.8	49,469.8
ROE (%)	4.9	5.1	4.9	5.0	5.0
COE (%)	9.0	9.0	9.1	9.0	9.0
Rf(5년물 국채금리)	1.2	1.2	1.1	1.3	1.3
52주 β	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
Rm	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3
성장률(g)	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
Fair PBR (배)	0.54	0.56	0.54	0.55	0.49
적정 시가총액	25,757.0	25,101.8	24,967.3	26,449.8	24,328.7
Current PBR	0.43	0.46	0.45	0.43	0.42
현재 시가총액	20,619.7	20,619.7	20,619.7	20,619.7	20,619.7
적정주가 (원, 만원미만 절사)	290,000	280,000	280,000	300,000	270,000
종가 (원)	241,500	236,500	241,500	241,500	241,500
Upside (%)	20.1	18.4	15.9	24.2	11.8

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2019E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E
<b>매출</b>	<b>16,014.2</b>	<b>16,321.3</b>	<b>15,988.2</b>	<b>16,405.8</b>	<b>64,729.6</b>	<b>16,466.7</b>	<b>16,159.4</b>	<b>16,297.9</b>	<b>16,167.9</b>	<b>65,091.8</b>
철강부문	8,071.8	8,182.8	8,223.0	8,217.2	32,694.8	8,339.8	8,002.8	8,113.7	7,961.2	32,417.4
별도	7,816.5	7,475.9	7,735.9	7,585.1	30,613.3	7,818.6	7,502.6	7,606.6	7,463.6	30,391.3
연결중속	4,739.9	5,033.4	4,988.9	5,056.7	19,818.9	5,212.4	5,001.7	5,071.1	4,975.7	20,260.9
내부거래제거	-4,484.6	-4,326.4	-4,501.8	-4,424.6	-17,737.4	-4,691.1	-4,501.6	-4,563.9	-4,478.1	-18,234.8
무역부문	5,537.9	5,664.5	5,314.1	5,638.0	22,154.5	5,692.1	5,692.1	5,692.1	5,692.1	22,768.2
건설부문	1,518.6	1,732.0	1,650.9	1,689.3	6,590.8	1,582.4	1,582.4	1,582.4	1,582.4	6,329.6
기타부문	885.9	742.1	800.2	861.3	3,289.5	852.4	882.1	909.7	932.2	3,576.5
<b>영업이익</b>	<b>1,202.9</b>	<b>1,068.6</b>	<b>1,039.8</b>	<b>864.9</b>	<b>4,176.1</b>	<b>910.4</b>	<b>803.5</b>	<b>905.4</b>	<b>911.5</b>	<b>3,530.8</b>
영업이익률(%)	7.5	6.5	6.5	5.3	6.5	5.5	5.0	5.6	5.6	5.4
철강부문	942.5	824.1	722.2	609.4	3,098.2	654.1	545.4	642.8	649.0	2,491.4
별도	832.5	724.3	662.5	465.2	2,684.4	539.9	435.8	531.7	540.0	2,047.3
연결중속	60.7	80.5	142.3	144.3	427.8	114.2	109.6	111.1	109.1	444.1
내부거래제거	49.3	19.3	-82.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무역부문	133.2	165.7	148.4	141.2	588.4	123.8	123.8	123.8	123.8	495.2
건설부문	42.1	68.9	109.1	66.7	286.8	91.6	91.6	91.6	91.6	366.5
기타부문	85.1	9.9	60.1	47.6	202.7	40.9	42.7	47.1	47.0	177.7

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2019E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E
평균환율 (원/달러)	1,125.7	1,166.5	1,194.2	1,175.6	1,165.5	1,170.0	1,170.0	1,160.0	1,150.0	1,150.0
<b>제품판매량 (천톤)</b>	<b>9,283.0</b>	<b>8,749.0</b>	<b>8,952.0</b>	<b>9,035.6</b>	<b>36,019.6</b>	<b>9,142.6</b>	<b>8,858.9</b>	<b>9,031.6</b>	<b>9,104.0</b>	<b>36,137.1</b>
% YoY	-0.1	-2.3	-0.3	8.2	1.2	-1.5	1.3	0.9	0.8	0.3
탄소강	8,773.0	8,221.0	8,419.0	8,585.2	33,998.2	8,632.6	8,330.9	8,504.0	8,658.1	34,125.4
STS	510.0	528.0	533.0	450.5	2,021.5	510.0	528.0	527.7	446.0	2,011.6
<b>매출</b>	<b>7,816.5</b>	<b>7,475.9</b>	<b>7,735.9</b>	<b>7,585.1</b>	<b>30,613.3</b>	<b>7,818.6</b>	<b>7,502.6</b>	<b>7,606.6</b>	<b>7,463.6</b>	<b>30,391.3</b>
% YoY	0.7	-3.0	-2.1	4.1	-0.2	0.0	0.4	-1.7	-1.6	-0.7
철강	7,359.0	7,049.0	7,312.0	7,185.5	28,905.5	7,395.0	7,068.3	7,197.6	7,050.2	28,711.1
탄소강	6,336.0	6,101.0	6,186.0	6,138.7	24,761.7	6,193.6	6,017.3	5,959.7	6,014.5	24,185.2
STS강	1,023.0	948.0	1,126.0	1,046.8	4,143.8	1,201.4	1,051.0	1,237.9	1,035.7	4,525.9
기타	457.5	426.9	423.9	447.6	1,755.8	439.0	434.3	436.2	439.3	1,748.8
매출원가	6,727.5	6,484.1	6,812.6	6,854.4	26,878.6	7,005.0	6,804.3	6,808.7	6,662.4	27,280.3
매출원가율 (%)	86.1	86.7	88.1	90.4	87.8	89.6	90.7	89.5	89.3	89.8
매출총이익	1,089.0	991.8	923.3	730.6	3,734.7	813.5	698.4	797.9	801.2	3,111.0
판매비 및 관리비	256.5	267.5	260.9	265.5	1,050.3	273.6	262.6	266.2	261.2	1,063.7
판매비용 (%)	3.3	3.6	3.4	3.5	3.4	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
<b>영업이익</b>	<b>832.5</b>	<b>724.3</b>	<b>662.5</b>	<b>465.2</b>	<b>2,684.4</b>	<b>539.9</b>	<b>435.8</b>	<b>531.7</b>	<b>540.0</b>	<b>2,047.3</b>
영업이익률 (%)	10.7	9.7	8.6	6.1	8.8	6.9	5.8	7.0	7.2	6.7

자료: 메리츠증권증권 리서치센터



POSCO (005490)

Income Statement

(십억원)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>64,977.8</b>	<b>64,729.6</b>	<b>65,091.8</b>	<b>65,630.3</b>	<b>66,527.8</b>
매출액증가율 (%)	7.1	-0.4	0.6	0.8	1.4
매출원가	57,005.4	58,206.3	59,109.3	59,365.7	60,077.6
매출총이익	7,972.4	6,523.3	5,982.5	6,264.5	6,450.2
판매관리비	2,429.8	2,347.2	2,451.7	2,473.6	2,509.2
<b>영업이익</b>	<b>5,542.6</b>	<b>4,176.1</b>	<b>3,530.8</b>	<b>3,791.0</b>	<b>3,941.1</b>
영업이익률	8.5	6.5	5.4	5.8	5.9
금융손익	-538.5	-288.6	-357.5	-463.0	-494.3
종속/관계기업손익	112.6	310.0	211.3	260.7	236.0
기타영업외손익	-1,554.0	-552.5	-35.2	-52.6	-58.6
세전계속사업이익	3,562.8	3,645.0	3,349.4	3,536.0	3,624.2
법인세비용	1,670.8	1,216.3	1,004.8	1,060.8	1,087.3
<b>당기순이익</b>	<b>1,892.1</b>	<b>2,428.7</b>	<b>2,344.6</b>	<b>2,475.2</b>	<b>2,536.9</b>
지배주주지분 순이익	1,690.6	2,232.9	2,227.4	2,351.5	2,410.1

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	<b>33,651.0</b>	<b>32,743.3</b>	<b>32,247.3</b>	<b>32,762.9</b>	<b>32,984.1</b>
현금및현금성자산	2,643.9	2,472.7	2,290.0	2,458.8	2,396.9
매출채권	8,648.3	8,536.1	8,412.2	8,549.3	8,661.3
재고자산	11,499.9	11,350.7	11,186.1	11,368.4	11,517.2
비유동자산	44,597.3	45,662.9	47,606.9	49,371.0	50,971.7
유형자산	30,018.3	31,088.6	33,032.7	34,796.8	36,397.5
무형자산	5,170.8	5,020.9	5,020.9	5,020.9	5,020.9
투자자산	5,851.3	6,057.0	6,057.0	6,057.0	6,057.0
<b>자산총계</b>	<b>78,248.3</b>	<b>78,406.2</b>	<b>79,854.3</b>	<b>82,133.9</b>	<b>83,955.9</b>
<b>유동부채</b>	<b>18,938.0</b>	<b>16,319.3</b>	<b>16,223.9</b>	<b>16,329.5</b>	<b>16,415.7</b>
매입채무	4,006.1	3,954.2	3,896.8	3,960.3	4,012.2
단기차입금	7,487.8	6,409.0	6,409.0	6,409.0	6,409.0
유동성장기부채	2,801.8	1,277.3	1,277.3	1,277.3	1,277.3
비유동부채	12,550.7	13,807.2	13,807.2	14,307.2	14,307.2
사채	5,451.0	7,074.4	7,074.4	7,074.4	7,074.4
장기차입금	4,468.7	3,500.6	3,500.6	4,000.6	4,000.6
<b>부채총계</b>	<b>31,488.7</b>	<b>30,126.4</b>	<b>30,031.1</b>	<b>30,636.6</b>	<b>30,722.8</b>
자본금	482.4	482.4	482.4	482.4	482.4
자본잉여금	1,410.6	1,371.2	1,371.2	1,371.2	1,371.2
기타포괄이익누계액	-1,383.9	-1,069.3	-1,069.3	-1,069.3	-1,069.3
이익잉여금	44,216.0	45,409.0	46,835.2	48,385.5	49,994.4
비지배주주지분	3,388.3	3,395.4	3,512.7	3,636.4	3,763.3
<b>자본총계</b>	<b>46,759.6</b>	<b>48,279.8</b>	<b>49,823.2</b>	<b>51,497.3</b>	<b>53,233.0</b>

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>5,869.7</b>	<b>6,873.2</b>	<b>5,807.1</b>	<b>5,588.4</b>	<b>5,884.0</b>
당기순이익(손실)	1,892.1	2,428.7	2,344.6	2,475.2	2,536.9
유형자산상각비	2,911.1	3,015.5	3,055.9	3,235.9	3,399.3
무형자산상각비	356.6	430.2	381.3	358.8	359.5
운전자본의 증감	-2,052.5	761.9	217.9	-241.2	-197.0
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-2,648.0</b>	<b>-3,071.1</b>	<b>-5,170.0</b>	<b>-5,098.1</b>	<b>-5,123.6</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-2,135.6	-3,109.7	-5,000.0	-5,000.0	-5,000.0
투자자산의감소(증가)	393.1	129.8	211.3	260.7	236.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-3,195.1</b>	<b>-4,055.6</b>	<b>-819.9</b>	<b>-321.4</b>	<b>-822.4</b>
차입금의 증감	-942.4	-1,373.3	0.0	500.0	0.0
자본의 증가	-2.0	-39.3	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	31.3	-171.1	-182.8	168.9	-61.9
기초현금	2,612.5	2,643.9	2,472.7	2,290.0	2,458.8
기말현금	2,643.9	2,472.7	2,290.0	2,458.8	2,396.9

Key Financial Data

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	745,271	742,425	746,578	752,754	763,049
EPS(지배주주)	19,391	25,610	25,547	26,970	27,643
CFPS	105,931	89,458	79,956	84,108	87,643
EBITDAPS	101,050	87,418	79,920	84,711	88,315
BPS	497,452	514,806	531,164	548,946	567,400
DPS	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
배당수익률(%)	4.1	4.2	4.1	4.1	4.1
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	12.5	9.2	9.5	9.0	8.7
PCR	2.3	2.6	3.0	2.9	2.8
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
EBITDA	8,810.2	7,621.7	6,968.0	7,385.7	7,699.9
EV/EBITDA	3.9	4.3	4.8	4.6	4.4
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	3.9	5.1	4.9	5.0	5.0
EBITDA 이익률	13.6	11.8	10.7	11.3	11.6
부채비율	67.3	62.4	60.3	59.5	57.7
금융비용부담률	1.1	1.2	1.1	1.2	1.2
이자보상배율(x)	7.5	5.6	4.8	4.8	4.8
매출채권회전율(x)	7.5	7.5	7.7	7.7	7.7
재고자산회전율(x)	6.1	5.7	5.8	5.8	5.8

Industry Brief  
2020. 1. 20

# 세아베스틸 001430

## 반전의 시기까지 기다림 필요

▲ **철강**

Analyst **민사영**  
02. 6454-4875  
sayeong.min@meritz.co.kr

- ✓ 4Q19 실적 55억원으로 컨센서스 하회 전망
- ✓ 2020년 사업계획 상 실적 개선 폭은 크지 않을 것
- ✓ 실적이 악화될 만큼 개선될 경우의 레버리지는 상당함
- ✓ 제조업 연관 철강 소재의 가격 강세가 나타나는 만큼 예상의 선전가능성 존재
- ✓ 적정주가는 18,000원으로 하향, 투자의견은 주가 하락을 감안하여 Buy 유지

### Buy

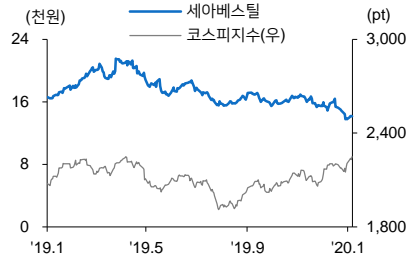
**적정주가 (12개월)** 18,000 원  
**현재주가 (1.17)** 14,000 원  
**상승여력** 28.6%

KOSPI	2,250.57pt
시가총액	5,021억원
발행주식수	3,586만주
유동주식비율	33.36%
외국인비중	8.13%
52주 최고/최저가	21,550원/13,800원
평균거래대금	8.3억원

<b>주요주주(%)</b>	
세아홀딩스 외 4인	65.90
국민연금공단	8.52
신영자산운용	6.65

<b>주가상승률(%)</b>			
	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	-6.0	-18.4	-15.2
상대주가	-8.3	-24.8	-20.6

**주가그래프**



### 4Q19 Preview: 컨센서스 하회

2019년 4분기 연결 영업이익은 -31.7% YoY 감소한 55 억원으로 컨센서스를 하회하는 실적을 보여줄 전망이다. 4 분기에도 판매량 부진이 지속되며 세아베스틸 별도 실적이 적자를 유지할 전망이다. 다행히 니켈 가격이 14,000 달러/톤 수준을 유지하면서 세아창원특수강이 호실적을 내 이를 상쇄했다.

### 업황의 반전을 노리기에는 이르지만 레버리지는 클 것

동사의 실적 악화의 주범은 판매량 부진이다. 2020년의 판매목표는 180 만톤 수준으로 2019년과 유사할 전망이다. 따라서, 2020년의 실적이 전년동기보다 크게 개선될 여지는 많지 않다. CASK 수주에 따른 단조사업부의 적자 축소, STS 비중 확대에 따른 세아창원특수강의 Mix 개선 정도를 기대해볼 수 있다.

그렇지만 동사의 실적이 줄어든 만큼 개선될 경우의 레버리지도 상당하다. 최근 제조업 투자 지표가 개선되며 열연이 철근 대비 강세를 보여주고 있는 만큼, 동사의 전방시장이 예상외로 선전할 가능성을 열어둘 필요가 있다.

실적 추정치를 기존보다 하향한 만큼 적정주가를 20,000 원에서 18,000 원으로 하향 조정한다. 단, 최근의 주가 하락으로 밸류에이션 매력이 증가해 투자의견은 Buy 를 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	3,278.1	55.9	21.0	585	-81.9	51,856	30.2	0.3	8.5	1.1	86.4
2019E	2,987.4	46.8	22.4	624	-6.3	51,083	24.5	0.3	7.3	1.2	83.5
2020E	3,027.8	72.2	39.3	1,097	86.6	51,584	12.8	0.3	7.0	2.1	72.8
2021E	3,077.8	92.3	51.3	1,430	28.9	52,419	9.8	0.3	6.2	2.8	75.8
2022E	3,130.5	97.1	60.2	1,677	16.7	53,500	8.3	0.3	5.8	3.2	62.8

표6 세아베스틸 4Q19 Preview

(십억원)	4Q19E	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	701.4	781.3	-10.2	714.9	-1.9	719.5	-2.5
영업이익	5.5	-31.7	흑전	-0.4	흑전	8.4	-34.3
세전이익	0.6	-37.7	흑전	-0.5	흑전	5.0	-87.6
지배순이익	0.3	-25.1	흑전	0.3	3.1	2.4	-86.9

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표7 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2018E	2019E
매출액	3,039.8	3,138.6	2,987.4	3,027.8	-1.7	-3.5
영업이익	59.2	77.6	46.8	72.2	-20.9	-7.0
세전이익	40.3	58.9	34.2	57.1	-15.2	-3.1
지배순이익	26.7	41.4	22.4	39.3	-16.3	-5.0

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표8 세아베스틸 Valuation Table

(십억원)	2개년 평균	2019E	2020E	2021E	2022E
지배주주 순이익	45.3	22.4	39.3	51.3	60.1
지배주주 자본총계	713.6	1,058.6	698.6	728.6	688.6
ROE (%)	6.3	2.1	4.5	7.2	8.5
COE (%)	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9
Rf(5년물 국채금리)	1.2	1.2	1.1	1.3	1.3
52주 β	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
Rm	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3
성장률(g)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Fair PBR (배)	0.92	0.30	0.65	1.04	1.23
적정 시가총액	656.3	319.8	454.5	756.1	843.8
Current PBR	0.77	0.52	0.78	0.75	0.79
현재 시가총액	546.9	546.9	546.9	546.9	546.9
<b>적정주가 (원, 천원미만 절사)</b>	<b>18,000</b>	<b>8,000</b>	<b>12,000</b>	<b>21,000</b>	<b>23,000</b>
종가 (원)	14,000	15,250	14,000	14,000	14,000
Upside (%)	28.6	-47.5	-14.3	50.0	64.3

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표9 세아베스틸 실적 테이블										
(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2019E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E
<b>매출</b>	<b>780.7</b>	<b>790.4</b>	<b>714.9</b>	<b>701.4</b>	<b>2,987.4</b>	<b>759.0</b>	<b>786.1</b>	<b>739.3</b>	<b>743.3</b>	<b>3,027.8</b>
별도	492.6	476.5	406.4	395.0	1,770.5	433.6	450.3	418.0	417.7	1,719.6
세아차원특수강	291.3	305.5	294.2	302.9	1,193.8	306.7	317.0	302.7	306.9	1,233.3
매출원가	733.5	731.3	684.4	667.4	2,816.5	711.8	725.7	696.1	696.9	2,830.6
매출원가율 (%)	94.0	92.5	95.7	95.1	94.3	93.8	92.3	94.2	93.8	93.5
별도	456.7	442.3	400.4	382.6	1,681.9	407.3	416.0	397.7	395.8	1,616.8
매출원가율 (%)	92.7	92.8	98.5	96.9	95.0	93.9	92.4	95.1	94.7	94.0
세아차원특수강	277.8	283.4	273.8	281.8	1,116.7	289.3	294.5	283.4	286.0	1,153.2
매출원가율 (%)	95.4	92.8	93.1	93.0	93.5	94.3	92.9	93.6	93.2	93.5
판관비	30.6	34.0	30.9	28.5	124.0	31.4	32.5	30.5	30.6	125.0
판관비율 (%)	3.9	4.3	4.3	4.1	4.2	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1
별도	22.3	24.0	21.6	19.8	87.7	21.7	22.5	20.9	20.9	86.0
판관비율 (%)	4.5	5.0	5.3	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
세아차원특수강	7.7	8.9	9.3	8.5	34.3	8.6	8.9	8.5	8.6	34.5
판관비율 (%)	2.6	2.9	3.2	2.8	2.9	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8
<b>영업이익</b>	<b>16.6</b>	<b>25.1</b>	<b>-0.4</b>	<b>5.5</b>	<b>46.8</b>	<b>15.8</b>	<b>27.9</b>	<b>12.7</b>	<b>15.8</b>	<b>72.2</b>
영업이익률 (%)	2.1	3.2	-0.1	0.8	1.6	2.1	3.5	1.7	2.1	2.4
별도	13.7	10.2	-15.6	-7.3	0.9	4.6	11.8	-0.5	1.1	16.9
영업이익률 (%)	2.8	2.1	-3.8	-1.9	0.1	1.1	2.6	-0.1	0.3	1.0
세아차원특수강	5.8	13.2	11.2	12.6	42.8	8.8	13.6	10.8	12.3	45.6
영업이익률 (%)	2.0	4.3	3.8	4.2	3.6	2.9	4.3	3.6	4.0	3.7

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

세아베스틸 (001430)

Income Statement

(십억원)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>3,278.1</b>	<b>2,987.4</b>	<b>3,027.8</b>	<b>3,077.8</b>	<b>3,130.5</b>
매출액증가율 (%)	7.3	-8.9	1.4	1.7	1.7
매출원가	3,088.0	2,816.5	2,830.6	2,858.2	2,903.9
매출총이익	190.1	170.9	197.2	219.6	226.7
판매관리비	134.2	124.1	125.0	127.3	129.6
<b>영업이익</b>	<b>55.9</b>	<b>46.8</b>	<b>72.2</b>	<b>92.3</b>	<b>97.1</b>
영업이익률	1.7	1.6	2.4	3.0	3.1
금융손익	-21.2	-14.3	-16.8	-20.3	-12.9
중속/관계기업손익	1.5	1.3	1.1	1.0	1.0
기타영업외손익	-6.6	0.3	0.6	0.7	0.7
세전계속사업이익	29.5	34.2	57.1	73.6	85.9
법인세비용	4.7	10.9	13.7	17.7	20.6
<b>당기순이익</b>	<b>24.8</b>	<b>23.3</b>	<b>43.4</b>	<b>55.9</b>	<b>65.3</b>
지배주주지분 순이익	21.0	22.4	39.3	51.3	60.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>88.0</b>	<b>279.3</b>	<b>136.9</b>	<b>177.2</b>	<b>183.9</b>
당기순이익(손실)	24.8	23.3	43.4	55.9	65.3
유형자산상각비	164.3	173.3	145.6	139.6	134.0
무형자산상각비	1.4	1.4	1.3	1.4	1.3
운전자본의 증감	-142.0	69.4	-53.4	-19.7	-16.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-91.8</b>	<b>-78.1</b>	<b>-61.3</b>	<b>-61.4</b>	<b>-61.3</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-82.1	-69.3	-60.0	-60.0	-60.0
투자자산의감소(증가)	-2.6	0.8	0.0	0.0	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>63.1</b>	<b>-82.6</b>	<b>-231.4</b>	<b>58.6</b>	<b>-261.4</b>
차입금의 증감	255.3	-54.7	-210.0	80.0	-240.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	59.4	120.0	-155.8	174.5	-138.8
기초현금	12.3	71.7	191.8	36.1	210.5
기말현금	71.7	191.8	36.1	210.5	71.8

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	<b>1,380.9</b>	<b>1,372.0</b>	<b>1,285.8</b>	<b>1,485.9</b>	<b>1,368.8</b>
현금및현금성자산	71.7	191.8	36.1	210.5	71.8
매출채권	392.2	352.1	373.1	380.9	387.4
재고자산	897.3	805.6	853.7	871.4	886.5
<b>비유동자산</b>	<b>2,338.0</b>	<b>2,236.6</b>	<b>2,151.0</b>	<b>2,071.4</b>	<b>1,997.4</b>
유형자산	2,224.2	2,054.4	1,968.8	1,889.3	1,815.3
무형자산	13.0	12.8	12.8	12.8	12.8
투자자산	73.8	74.1	74.1	74.1	74.1
<b>자산총계</b>	<b>3,718.9</b>	<b>3,608.6</b>	<b>3,436.7</b>	<b>3,557.3</b>	<b>3,366.3</b>
<b>유동부채</b>	<b>981.8</b>	<b>853.4</b>	<b>699.5</b>	<b>705.5</b>	<b>590.5</b>
매입채무	197.1	177.0	187.5	191.4	194.8
단기차입금	281.5	126.4	126.4	126.4	126.4
유동성장기부채	125.3	406.1	236.1	236.1	116.1
<b>비유동부채</b>	<b>742.1</b>	<b>788.3</b>	<b>748.3</b>	<b>828.3</b>	<b>708.3</b>
사채	239.4	299.0	339.0	449.0	359.0
장기차입금	228.6	226.0	146.0	116.0	86.0
<b>부채총계</b>	<b>1,723.9</b>	<b>1,641.7</b>	<b>1,447.9</b>	<b>1,533.8</b>	<b>1,298.9</b>
<b>자본금</b>	<b>219.3</b>	<b>219.3</b>	<b>219.3</b>	<b>219.3</b>	<b>219.3</b>
자본잉여금	308.8	308.8	308.8	308.8	308.8
기타포괄이익누계액	-3.3	-2.1	-2.1	-2.1	-2.1
이익잉여금	1,245.2	1,216.3	1,234.2	1,264.2	1,303.0
비지배주주지분	135.4	134.9	139.0	143.6	148.8
<b>자본총계</b>	<b>1,995.0</b>	<b>1,966.8</b>	<b>1,988.9</b>	<b>2,023.5</b>	<b>2,067.4</b>

Key Financial Data

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	91,407	83,301	84,428	85,823	87,293
EPS(지배주주)	585	624	1,097	1,430	1,677
CFPS	7,896	6,831	6,169	6,548	6,528
EBITDAPS	6,176	6,177	6,108	6,502	6,481
BPS	51,856	51,083	51,584	52,419	53,500
DPS	850	600	600	600	600
배당수익률(%)	4.8	3.9	4.3	4.3	4.3
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	30.2	24.5	12.8	9.8	8.3
PCR	2.2	2.2	2.3	2.1	2.1
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
EBITDA	221.5	221.5	219.0	233.2	232.4
EV/EBITDA	8.5	7.3	7.0	6.2	5.8
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	1.1	1.2	2.1	2.8	3.2
EBITDA 이익률	6.8	7.4	7.2	7.6	7.4
부채비율	86.4	83.5	72.8	75.8	62.8
금융비용부담률	0.9	1.0	0.8	0.8	0.6
이자보상배율(x)	2.0	1.6	3.1	3.7	5.2
매출채권회전율(x)	8.4	8.0	8.4	8.2	8.1
재고자산회전율(x)	3.9	3.5	3.6	3.6	3.6

Industry Brief  
2020. 1. 20

# 현대제철 004020

## 부진한 실적, 다가오는 투자 사이클

### ▲ 철강

Analyst **민사영**  
02. 6454-4875  
sayeong.min@meritz.co.kr

- ✓ 4Q19 실적은 2000년 이래 최악 수준
- ✓ 1Q20 실적은 소폭 개선되었으나 연간 이익은 큰 차이가 없을 것
- ✓ 부진한 실적에 맞물려 고로 투자 사이클이 다가오는 중
- ✓ 부채 감축과 주주환원책에 기약 없는 기다림 필요
- ✓ 투자의견 Hold, 적정주가 30,000원 유지

## Hold

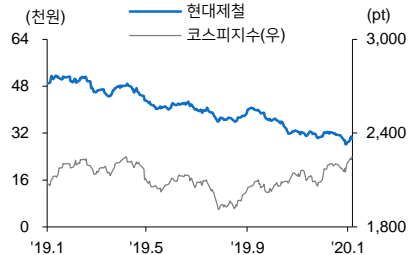
**적정주가 (12개월)** 30,000 원  
**현재주가 (1.17)** 30,050 원  
**상승여력** -0.2%

KOSPI	2,250.57pt
시가총액	40,100억원
발행주식수	13,345만주
유동주식비율	62.40%
외국인비중	22.29%
52주 최고/최저가	51,700원/28,200원
평균거래대금	147.1억원

<b>주요주주(%)</b>	
기아자동차 외 6인	35.97
국민연금공단	7.98

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	-7.4	-23.9	-41.0
상대주가	-9.7	-29.9	-44.7

### 주가그래프



### 4Q19 Preview: 컨센서스 하회

2019년 4분기 연결 영업이익은 전년대비 적자전환한 -86 억원으로 컨센서스를 하회하는 실적을 보여줄 전망이다. 철근을 중심으로 봉형강 부문의 실적이 판가 및 판매량 하락의 영향으로 부진하고 판재류 부문도 중국 법인의 판매량 부진으로 재고조정이 이루어지면서 판매량이 감소했다.

### 기약할 수 없는 부채 감축과 주주환원책

2000년 이래 처음으로 분기 별도 영업이익이 적자를 시현할 가능성이 있다. 2020년 1분기 실적은 이보다 개선될 가능성이 높은 하나 자동차와 건설 시장의 상황을 고려하면 연간 영업이익이 크게 개선되기는 어려워 보인다. 철광석 가격이 빠르게 하향 조정되고 차강판 가격이 현재 수준을 유지할 경우에만 의미 있는 실적 개선이 가능하다.

문제는 부진한 실적에도 불구하고 투자 사이클이 다가오고 있다는 점이다. 2024년 하반기 1고로 화입을 목표로 하고 있기 때문에 2022년부터는 투자가 시작될 전망이다. 고로 투자비 규모는 내용에 따라 상이하겠지만 조단위 투자가 이뤄져야 한다. 부진한 실적을 감안하면 부채감축이 이루어지기 어려워 보이며 배당정책도 개선될 가능성은 낮아 보인다.

연간 5천억원 내외의 영업이익을 유지하는 기업으로서 현재 시가총액은 상승할 여지가 많지 않다고 판단된다. 투자의견 Hold 와 적정주가 30,000 원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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	20,690.7	470.5	44.7	335	-87.4	126,171	94.0	0.2	7.0	0.3	98.3
2020E	20,428.2	545.2	226.8	1,700	350.6	126,985	17.7	0.2	6.4	1.3	93.2
2021E	20,259.8	610.6	280.1	2,099	23.5	128,199	14.3	0.2	6.1	1.6	88.4
2022E	20,450.3	841.4	467.0	3,499	66.7	130,813	8.6	0.2	5.2	2.7	82.9

표10 현대제철 4Q19 Preview

(십억원)	4Q19E	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	4,999.9	5,312.5	-5.9	5,047.3	-0.9	5,013.9	-0.3
영업이익	-8.6	254.9	적전	34.1	적전	49.5	-117.4
세전이익	-65.8	113.7	적전	-64.8	적지	-39.0	68.7
지배순이익	-47.0	81.9	적전	-68.0	적지	-20.7	127.8

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표11 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	20,854.8	20,577.5	20,690.7	20,428.2	-0.8	-0.7
영업이익	561.7	583.8	470.5	545.2	-16.2	-6.6
세전이익	239.7	346.5	157.7	308.6	-34.2	-11.0
지배순이익	103.3	254.7	44.6	226.8	-56.8	-11.0

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표12 현대제철 Valuation Table

(십억원)	3개년 평균	2019E	2020E	2021E	2022E
지배주주 순이익	324.6	44.6	226.8	280.1	467.0
지배주주 자본총계	17,169.8	16,836.9	16,945.6	17,107.6	17,456.4
ROE (%)	1.9	0.3	1.3	1.6	2.7
COE (%)	7.6	8.3	7.6	7.6	7.6
Rf(5년물 국채금리)	1.2	1.2	1.1	1.3	1.3
52주 β	0.9	1.0	0.9	0.9	0.9
Rm	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3
성장률(g)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Fair PBR (배)	0.25	0.03	0.18	0.22	0.35
적정 시가총액	4,259.2	538.0	2,991.3	3,689.0	6,182.2
Current PBR	0.24	0.25	0.25	0.25	0.24
현재 시가총액	4,196.9	4,196.9	4,196.9	4,196.9	4,196.9
<b>적정주가 (원, 천원미만 절사)</b>	<b>31,000</b>	<b>4,000</b>	<b>22,000</b>	<b>27,000</b>	<b>46,000</b>
종가 (원)	31,450	31,450	30,050	30,050	30,050
Upside (%)	-1.4	-87.3	-26.8	-10.1	53.1

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2019E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E
<b>매출</b>	<b>5,071.5</b>	<b>5,571.9</b>	<b>5,047.3</b>	<b>4,999.9</b>	<b>20,690.7</b>	<b>5,065.8</b>	<b>5,543.5</b>	<b>4,911.9</b>	<b>4,907.0</b>	<b>20,428.2</b>
별도	4,477.5	5,017.3	4,458.7	4,370.7	18,324.2	4,430.3	4,862.3	4,291.1	4,286.7	17,870.4
연결중속	594.0	554.6	588.6	629.2	2,366.4	635.5	681.3	620.8	620.3	2,557.9
매출원가	4,613.6	5,054.1	4,729.4	4,768.0	19,165.2	4,701.0	4,994.2	4,600.2	4,591.9	18,887.4
매출원가율 (%)	91.0	90.7	93.7	95.4	92.6	92.8	90.1	93.7	93.6	92.5
판매비	245.5	285.2	283.7	240.5	1,055.0	246.8	270.9	239.1	238.8	995.7
별도	212.5	249.7	250.0	218.5	930.8	221.5	243.1	214.6	214.3	893.5
연결중속	33.0	35.5	33.7	22.0	124.1	25.3	27.8	24.5	24.5	102.2
<b>영업이익</b>	<b>212.4</b>	<b>232.6</b>	<b>34.1</b>	<b>-8.6</b>	<b>470.5</b>	<b>117.9</b>	<b>278.4</b>	<b>72.6</b>	<b>76.2</b>	<b>545.2</b>
별도	168.9	218.3	33.9	-12.3	408.8	103.2	262.6	58.2	61.8	485.8
연결중속	43.5	14.4	0.2	3.7	61.8	14.8	15.7	14.4	14.4	59.4
영업이익률 (%)	4.2	4.2	0.7	-0.2	2.3	2.3	5.0	1.5	1.6	2.7
별도	3.8	4.4	0.8	-0.3	2.2	2.3	5.4	1.4	1.4	2.7
연결중속	7.3	2.6	0.0	0.6	2.6	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2019E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E
<b>제품판매량 (천톤)</b>	<b>5,242.0</b>	<b>5,815.0</b>	<b>5,135.0</b>	<b>5,169.5</b>	<b>21,361.5</b>	<b>5,234.4</b>	<b>5,810.1</b>	<b>5,167.1</b>	<b>5,200.8</b>	<b>21,412.5</b>
% YoY	2.1	1.6	-4.6	-6.3	-1.8	-0.1	-0.1	0.6	0.6	0.2
봉형강류	2,119.0	2,379.0	2,002.0	2,151.1	8,651.1	2,079.1	2,338.4	2,001.0	2,151.1	8,569.6
판재류	3,123.0	3,436.0	3,133.0	3,018.3	12,710.3	3,155.3	3,471.7	3,166.1	3,049.7	12,842.9
<b>매출</b>	<b>4,477.5</b>	<b>5,017.3</b>	<b>4,458.7</b>	<b>4,370.7</b>	<b>18,324.2</b>	<b>4,430.3</b>	<b>4,862.3</b>	<b>4,291.1</b>	<b>4,286.7</b>	<b>17,870.4</b>
% YoY	5.5	3.8	-5.4	-9.3	-1.5	-1.1	-3.1	-3.8	-1.9	-2.5
봉형강류	1,878.6	2,109.3	1,792.7	1,818.7	7,599.3	1,755.9	1,938.3	1,644.4	1,756.8	7,095.4
판재류	2,598.9	2,908.0	2,666.0	2,552.0	10,724.9	2,674.4	2,923.9	2,646.8	2,529.9	10,775.0
매출원가	4,096.0	4,549.3	4,174.8	4,164.5	16,984.6	4,105.6	4,356.5	4,018.4	4,010.6	16,491.1
매출원가율 (%)	91.5	90.7	93.6	95.3	92.7	92.7	89.6	93.6	93.6	92.3
매출총이익	381.5	468.0	283.9	206.2	1,339.6	324.7	505.8	272.7	276.1	1,379.3
판매비 및 관리비	212.5	249.7	250.0	218.5	930.8	221.5	243.1	214.6	214.3	893.5
판매비율 (%)	4.7	5.0	5.6	5.0	5.1	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
<b>영업이익</b>	<b>168.9</b>	<b>218.3</b>	<b>33.9</b>	<b>-12.3</b>	<b>408.8</b>	<b>103.2</b>	<b>262.6</b>	<b>58.2</b>	<b>61.8</b>	<b>485.8</b>
영업이익률 (%)	3.8	4.4	0.8	-0.3	2.2	2.3	5.4	1.4	1.4	2.7

자료: 메리츠증권증권 리서치센터



현대제철 (004020)

Income Statement

(십억원)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
매출액	20,780.4	20,690.7	20,428.2	20,259.8	20,450.3
매출액증가율 (%)	8.4	-0.4	-1.3	-0.8	0.9
매출원가	18,708.3	19,165.2	18,887.4	18,662.0	18,612.2
매출총이익	2,072.1	1,525.5	1,540.9	1,597.8	1,838.2
판매관리비	1,046.0	1,055.0	995.7	987.2	996.8
<b>영업이익</b>	<b>1,026.1</b>	<b>470.5</b>	<b>545.2</b>	<b>610.6</b>	<b>841.4</b>
영업이익률	4.9	2.3	2.7	3.0	4.1
금융손익	-301.7	-310.7	-256.8	-248.9	-225.3
중속/관계기업손익	17.8	17.3	16.3	15.9	16.0
기타영업외손익	-172.4	-19.3	3.9	3.6	3.4
세전계속사업이익	569.8	157.7	308.6	381.2	635.4
법인세비용	161.9	106.4	77.1	95.3	158.8
<b>당기순이익</b>	<b>408.0</b>	<b>51.4</b>	<b>231.4</b>	<b>285.9</b>	<b>476.5</b>
지배주주지분 순이익	398.7	44.7	226.8	280.1	467.0

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
유동자산	8,769.0	9,490.2	9,297.5	9,197.2	9,391.9
현금및현금성자산	762.1	1,901.0	1,841.1	1,719.1	1,819.2
매출채권	2,609.2	2,455.6	2,410.0	2,417.5	2,450.0
재고자산	4,919.5	4,630.0	4,544.0	4,558.1	4,619.4
비유동자산	24,535.9	24,554.2	24,100.2	23,678.1	23,184.4
유형자산	20,784.6	20,366.7	19,912.7	19,490.6	19,098.0
무형자산	1,653.4	1,602.4	1,602.4	1,602.4	1,501.3
투자자산	1,628.1	1,947.6	1,947.6	1,947.6	1,947.6
<b>자산총계</b>	<b>33,304.9</b>	<b>34,044.4</b>	<b>33,397.7</b>	<b>32,875.2</b>	<b>32,576.3</b>
유동부채	6,702.5	6,442.3	6,382.3	6,392.1	5,734.9
매입채무	1,421.6	1,337.9	1,313.1	1,317.1	1,334.9
단기차입금	986.2	871.8	871.8	871.8	871.8
유동성장기부채	2,065.7	2,153.7	2,153.7	2,153.7	1,453.7
비유동부채	9,579.3	10,432.1	9,732.1	9,032.1	9,032.1
사채	4,153.8	4,356.2	4,356.2	4,356.2	4,356.2
장기차입금	4,080.2	4,448.1	3,748.1	3,048.1	3,048.1
<b>부채총계</b>	<b>16,281.8</b>	<b>16,874.4</b>	<b>16,114.4</b>	<b>15,424.3</b>	<b>14,767.0</b>
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	682.8	976.0	976.0	976.0	976.0
이익잉여금	11,560.6	11,408.4	11,517.0	11,679.0	12,027.9
비지배주주지분	327.1	333.1	337.7	343.4	353.0
<b>자본총계</b>	<b>17,023.1</b>	<b>17,170.0</b>	<b>17,283.3</b>	<b>17,451.0</b>	<b>17,809.4</b>

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>1,575.3</b>	<b>1,864.4</b>	<b>1,839.3</b>	<b>1,769.9</b>	<b>1,891.6</b>
당기순이익(손실)	408.0	51.4	231.4	285.9	476.5
유형자산상각비	1,491.4	1,471.1	1,454.0	1,422.2	1,392.6
무형자산상각비	99.3	94.1	100.8	100.6	101.1
운전자본의 증감	-817.4	163.2	53.2	-11.9	-52.0
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-1,164.8</b>	<b>-1,029.0</b>	<b>-1,100.8</b>	<b>-1,073.9</b>	<b>-973.4</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-1,198.0	-1,011.5	-1,000.0	-1,000.0	-1,000.0
투자자산의감소(증가)	386.6	-319.6	0.0	0.0	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-418.5</b>	<b>301.5</b>	<b>-798.5</b>	<b>-818.1</b>	<b>-818.1</b>
차입금의 증감	-300.2	629.6	-700.0	-700.0	-700.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-8.5	1,138.9	-59.9	-122.1	100.1
기초현금	770.7	762.1	1,901.0	1,841.1	1,719.1
기말현금	762.1	1,901.0	1,841.1	1,719.1	1,819.2

Key Financial Data

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	155,722	155,049	153,083	151,820	153,248
EPS(지배주주)	2,988	335	1,700	2,099	3,499
CFPS	22,102	16,481	16,002	16,132	17,643
EBITDAPS	19,610	15,255	15,736	15,987	17,498
BPS	125,115	126,171	126,985	128,199	130,813
DPS	750	750	900	900	900
배당수익률(%)	1.7	2.4	3.0	3.0	3.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	15.1	94.0	17.7	14.3	8.6
PCR	2.0	1.9	1.9	1.9	1.7
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
EBITDA	2,616.8	2,035.7	2,099.9	2,133.4	2,335.0
EV/EBITDA	6.4	7.0	6.4	6.1	5.2
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	2.4	0.3	1.3	1.6	2.7
EBITDA 이익률	12.6	9.8	10.3	10.5	11.4
부채비율	95.6	98.3	93.2	88.4	82.9
금융비용부담률	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3
이자보상배율(x)	3.1	1.5	1.7	2.1	3.1
매출채권회전율(x)	7.9	8.2	8.4	8.4	8.4
재고자산회전율(x)	4.6	4.3	4.5	4.5	4.5

Industry Brief  
2020. 1. 20

# 동국제강 001230

## CSP 리스크 해소가 필요

### ▲ 철강

Analyst **민사영**  
02. 6454-4875  
sayeong.min@meritz.co.kr

## Hold

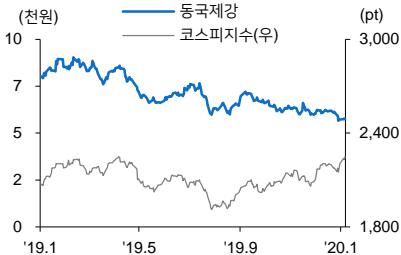
**적정주가 (12개월) 6,000 원**  
**현재주가 (1.17) 5,490 원**  
**상승여력 9.3%**

KOSPI	2,250.57pt
시가총액	5,239억원
발행주식수	9,543만주
유동주식비율	72.72%
외국인비중	27.13%
52주 최고/최저가	8,680원/5,430원
평균거래대금	12.5억원

<b>주요주주(%)</b>	
장세주 외 14 인	25.28
JFE STEEL INTERNATIONAL EUROPE	14.13

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	-8.2	-23.3	-29.2
상대주가	-10.4	-29.4	-33.7

### 주가그래프



- ✓ 4Q19 실적은 컨센서스 충족
- ✓ 후판의 마진 개선과 내수용 컬러강판 마진 방어 효과로 봉형강 부문 상쇄
- ✓ 구조조정 결실로 영업이익이 2015년 이전 수준으로 회귀하지는 않을 것
- ✓ 브라질 CSP는 여전히 숙제, 유상증자 금액은 손상 처리될 가능성이 높음
- ✓ 적정주가 6,000원으로 하향, 투자의견 Hold 유지

### 4Q19 Preview: 컨센서스 충족

2019년 4분기 연결 영업이익은 -5.7% YoY 감소한 372 억원으로 컨센서스를 충족하는 실적을 보여줄 전망이다. 악화된 업황으로 봉형강 부문의 실적은 부진했으나 후판의 마진 개선, 내수 컬러강판 시장의 마진 방어가 이루어지며 무난한 실적을 시현했다. 둔화되는 건설 업황을 고려하면 2020년부터 감익이 예상되지만, 끊임 없는 구조조정 노력으로 2015년 이전 수준의 실적으로 회귀하지는 않을 전망이다.

### 브라질 CSP는 여전히 숙제

무난한 영업이익을 감안하면 동사에 대한 당사의 적정주가는 다소 보수적으로 잡혀있다고 볼 수 있다. 그러나 영업단의 견실한 실적에도 불구하고 브라질 CSP 사업의 손실이 순이익을 갉아먹는 치명적인 리스크로 작용할 가능성을 고려해야 한다.

실제로 2019년 3분기에 540 억원의 지분법 손실이 반영되었다. 2018년 2분기 이후 처음으로 발생한 대규모 지분법 손실이다. 이는 CSP 유상증자로 인해 발생한 것이며 앞으로 남아있는 유상증자 금액이 1,000 억원도 전부 손상 처리될 가능성을 시사한다. 더 큰 문제는 CSP가 이번 유증으로 정상화되지 않아 장기적으로 지속적인 유상증자가 필요할 지도 모른다는 점이다. 부채가 많은 동사로서 반복되는 유상증자는 재무구조에 큰 부담이 될 수 밖에 없다. 적정주가를 6,000원으로 하향하고 투자의견 Hold를 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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	5,677.4	221.4	-23.3	-244	-91.4	20,085	-24.4	0.3	6.5	-1.2	184.3
2020E	5,334.9	181.9	52.9	555	-306.6	20,640	9.9	0.3	7.1	2.7	177.6
2021E	5,353.7	198.3	55.6	582	5.0	21,222	9.4	0.3	6.7	2.8	173.4
2022E	5,535.4	216.1	69.4	727	24.9	21,949	7.5	0.3	6.3	3.4	169.4

표15 동국제강 4Q19 Preview

(십억원)	4Q19E	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,377.2	1,550.4	-11.2	1,430.4	-3.7	1,410.4	-2.4
영업이익	37.2	39.4	-5.7	56.7	-34.4	40.6	-8.4
세전이익	16.6	-86.0	흑전	-62.6	흑전	15.3	8.8
지배순이익	12.4	-58.7	흑전	-60.2	흑전	20.0	-38.2

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표16 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	5,681.5	5,492.2	5,677.4	5,334.9	-0.1	-2.9
영업이익	234.7	193.0	221.4	181.9	-5.7	-5.8
세전이익	67.1	88.8	-12.6	71.1	-118.8	-20.0
지배순이익	49.6	66.1	-23.3	52.9	-146.9	-19.9

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표17 동국제강 Valuation Table

(십억원)	3개년 평균	2019E	2020E	2021E	2022E
지배주주 순이익	59.3	-23.3	52.9	55.6	69.4
지배주주 자본총계	2,029.9	1,916.8	1,969.7	2,025.3	2,094.7
ROE (%)	2.9	-1.2	2.7	2.8	3.4
COE (%)	9.8	9.8	9.8	9.7	9.7
Rf(5년물 국채금리)	1.2	1.2	1.1	1.3	1.3
52주 β	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Rm	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3
성장률(g)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Fair PBR (배)	0.30	-0.12	0.28	0.29	0.35
적정 시가총액	607.9	-237.9	548.0	578.6	724.7
Current PBR (배)	0.28	0.30	0.29	0.28	0.27
현재 시가총액	567.8	567.8	567.8	567.8	567.8
<b>적정주가 (원, 천원미만 절사)</b>	<b>6,300</b>	<b>-2,400</b>	<b>5,600</b>	<b>6,000</b>	<b>7,500</b>
종가 (원)	5,490	5,950	5,490	5,490	5,490
Upside (%)	14.8	-140.3	2.0	9.3	36.6

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

**표18 연결기준 실적 테이블**

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2019E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E
<b>매출</b>	<b>1,374.9</b>	<b>1,494.9</b>	<b>1,430.4</b>	<b>1,377.2</b>	<b>5,677.4</b>	<b>1,306.0</b>	<b>1,404.6</b>	<b>1,306.4</b>	<b>1,317.9</b>	<b>5,334.9</b>
철강 단순합산	1,333.4	1,504.1	1,321.7	1,300.3	5,459.5	1,232.8	1,322.4	1,233.3	1,241.2	5,029.7
별도	1,231.6	1,343.1	1,263.0	1,207.8	5,045.5	1,148.0	1,236.7	1,147.7	1,152.7	4,685.1
중국법인	31.5	28.7	35.8	38.1	134.1	33.1	30.0	33.9	36.7	133.8
기타	70.4	132.2	22.9	54.4	77.3	51.7	55.6	51.6	51.9	103.5
운송 단순합산	112.0	121.1	122.2	113.2	468.5	107.6	119.4	107.6	111.3	445.8
인터지스	116.1	121.9	124.3	109.6	471.9	104.2	115.7	104.1	107.8	431.8
기타	-4.1	-0.8	-2.1	3.6	-3.4	3.4	3.7	3.4	3.5	14.1
무역부문	103.7	93.1	118.8	96.6	412.3	91.8	98.9	91.8	92.2	374.8
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
전체 단순합산	1,549.1	1,662.8	1,562.8	1,510.1	6,284.9	1,432.3	1,540.6	1,432.7	1,444.7	5,850.3
내부거래	174.3	167.9	132.4	132.9	607.4	126.3	136.0	126.3	126.8	515.4
매출원가	1,246.7	1,332.5	1,297.5	1,261.6	5,138.2	1,191.3	1,264.4	1,201.2	1,203.4	4,860.3
매출원가율 (%)	90.7	89.1	90.7	91.6	90.5	91.2	90.0	91.9	91.3	91.1
판매비	79.9	83.3	76.2	78.4	317.8	71.6	76.9	71.7	72.5	292.7
판매비율 (%)	5.8	5.6	5.3	5.7	5.6	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5
영업이익	48.3	79.2	56.7	37.2	221.4	43.1	63.3	33.6	42.0	181.9
영업이익률 (%)	3.5	5.3	4.0	2.7	3.9	3.3	4.5	2.6	3.2	3.4

자료: 메리츠증권리서치센터

**표19 별도기준 실적 테이블**

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2019E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E
<b>제품판매량 (천톤)</b>	<b>1,463.0</b>	<b>1,602.2</b>	<b>1,484.3</b>	<b>1,518.0</b>	<b>6,067.4</b>	<b>1,452.2</b>	<b>1,591.6</b>	<b>1,477.8</b>	<b>1,508.7</b>	<b>6,030.4</b>
% YoY	-8.0	-1.5	-6.2	-7.5	-5.8	-0.7	-0.7	-0.4	-0.6	-0.6
봉형강	897.0	975.3	861.3	920.6	3,654.2	870.1	946.1	835.5	892.9	3,544.5
후판	198.4	244.4	241.6	223.7	908.1	214.6	263.1	261.0	242.1	980.8
냉연	367.6	382.5	381.3	373.7	1,505.1	367.6	382.5	381.3	373.7	1,505.1
<b>매출</b>	<b>1,231.6</b>	<b>1,343.1</b>	<b>1,263.0</b>	<b>1,207.8</b>	<b>5,045.5</b>	<b>1,148.0</b>	<b>1,236.7</b>	<b>1,147.7</b>	<b>1,152.7</b>	<b>4,685.1</b>
% YoY	-2.6	-0.7	-6.2	-13.8	-6.0	-6.8	-7.9	-9.1	-4.6	-7.1
봉형강	647.3	694.7	609.9	599.7	2,551.6	561.1	604.1	528.1	558.8	2,252.1
후판	154.9	190.9	191.7	175.8	713.3	164.4	201.8	194.0	179.9	740.1
냉연	394.8	418.2	418.3	389.3	1,620.7	382.5	390.8	385.6	374.0	1,532.9
기타	34.6	39.4	43.0	43.0	160.0	40.0	40.0	40.0	40.0	160.0
매출원가	1,135.3	1,203.2	1,156.7	1,115.1	4,610.3	1,053.9	1,118.3	1,063.1	1,059.7	4,294.9
매출원가율 (%)	92.2	89.6	91.6	92.3	91.4	91.8	90.4	92.6	91.9	91.7
매출총이익	96.3	139.9	106.3	92.8	435.2	94.1	118.4	84.6	93.0	390.1
판매비	66.0	70.0	62.4	64.0	262.4	57.4	61.8	57.4	57.6	234.3
판매비율 (%)	5.3	5.2	5.3	5.3	5.3	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
영업이익	30.2	69.9	43.9	28.7	172.8	36.7	56.5	27.2	35.4	155.9
영업이익률 (%)	2.5	5.2	3.5	2.4	3.4	3.2	4.6	2.4	3.1	3.3

자료: 메리츠증권리서치센터

동국제강 (001230)

Income Statement

(십억원)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
매출액	5,964.9	5,677.4	5,334.9	5,353.7	5,535.4
매출액증가율 (%)	-1.4	-4.8	-6.0	0.4	3.4
매출원가	5,483.3	5,138.2	4,860.3	4,861.7	5,015.7
매출총이익	481.6	539.2	474.6	492.0	519.7
판매관리비	336.7	317.8	292.7	293.8	303.6
<b>영업이익</b>	<b>145.0</b>	<b>221.4</b>	<b>181.9</b>	<b>198.3</b>	<b>216.1</b>
영업이익률	2.4	3.9	3.4	3.7	3.9
금융손익	-142.3	-143.4	-73.2	-88.1	-87.7
중속/관계기업손익	-164.2	-54.4	-30.0	-30.0	-30.0
기타영업외손익	-165.5	-36.2	-7.6	-5.6	-5.2
세전계속사업이익	-327.0	-12.6	71.1	74.6	93.2
법인세비용	-22.5	13.5	17.1	17.9	22.4
<b>당기순이익</b>	<b>-304.5</b>	<b>-26.1</b>	<b>54.0</b>	<b>56.7</b>	<b>70.8</b>
지배주주지분 손이익	-297.9	-23.3	52.9	55.6	69.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>229.4</b>	<b>420.7</b>	<b>286.0</b>	<b>247.5</b>	<b>239.9</b>
당기순이익(손실)	-304.5	-26.1	54.0	56.7	70.8
유형자산상각비	212.2	210.3	197.1	197.3	197.4
무형자산상각비	3.3	3.0	3.5	3.5	3.5
운전자본의 증감	28.2	113.7	31.5	-10.0	-31.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-73.0</b>	<b>-104.2</b>	<b>-203.5</b>	<b>-203.5</b>	<b>-203.5</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-61.9	-85.4	-200.0	-200.0	-200.0
투자자산의감소(증가)	170.4	-4.1	0.0	0.0	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-194.2</b>	<b>-71.7</b>	<b>-5.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
차입금의 증감	-178.8	83.6	-5.0	0.0	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-35.7	247.8	77.6	44.0	36.4
기초현금	378.8	343.1	590.9	668.5	712.5
기말현금	343.1	590.9	668.5	712.5	748.9

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
유동자산	2,173.9	2,227.3	2,239.1	2,303.9	2,406.9
현금및현금성자산	343.1	590.9	668.5	712.5	748.9
매출채권	802.8	713.1	682.4	692.1	723.3
재고자산	879.4	781.2	747.5	758.2	792.3
비유동자산	3,556.4	3,517.1	3,520.0	3,522.8	3,525.4
유형자산	3,396.5	3,283.5	3,286.4	3,289.1	3,291.7
무형자산	76.0	73.8	73.8	73.8	73.8
투자자산	50.1	54.2	54.2	54.2	54.2
<b>자산총계</b>	<b>5,730.2</b>	<b>5,744.4</b>	<b>5,759.1</b>	<b>5,826.7</b>	<b>5,932.3</b>
유동부채	3,229.1	3,097.4	3,058.1	3,068.9	3,103.7
매입채무	594.8	528.4	505.6	512.8	535.9
단기차입금	1,727.4	1,957.9	1,957.9	1,957.9	1,957.9
유동성장기부채	579.8	272.2	267.2	267.2	267.2
비유동부채	468.9	626.3	626.3	626.3	626.3
사채	53.9	35.0	35.0	35.0	35.0
장기차입금	317.2	434.2	434.2	434.2	434.2
<b>부채총계</b>	<b>3,698.0</b>	<b>3,723.7</b>	<b>3,684.4</b>	<b>3,695.2</b>	<b>3,730.0</b>
자본금	589.2	589.2	589.2	589.2	589.2
자본잉여금	101.7	101.7	101.7	101.7	101.7
기타포괄이익누계액	-92.8	-78.4	-78.4	-78.4	-78.4
이익잉여금	483.8	460.6	513.5	569.1	638.5
비지배주주지분	106.6	104.0	105.1	106.2	107.6
<b>자본총계</b>	<b>2,032.2</b>	<b>2,020.7</b>	<b>2,074.7</b>	<b>2,131.5</b>	<b>2,202.3</b>

Key Financial Data

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	62,504	59,491	55,903	56,099	58,003
EPS(지배주주)	-3,121	-244	555	582	727
CFPS	3,635	4,379	3,801	3,808	4,001
EBITDAPS	3,778	4,555	4,007	4,181	4,370
BPS	20,178	20,085	20,640	21,222	21,949
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	-2.3	-24.4	9.9	9.4	7.5
PCR	2.0	1.4	1.4	1.4	1.4
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
PBR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
EBITDA	360.5	434.7	382.4	399.0	417.0
EV/EBITDA	8.6	6.5	7.1	6.7	6.3
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	-14.3	-1.2	2.7	2.8	3.4
EBITDA 이익률	6.0	7.7	7.2	7.5	7.5
부채비율	182.0	184.3	177.6	173.4	169.4
금융비용부담률	1.8	2.0	1.8	1.8	1.7
이자보상배율(x)	1.4	2.0	1.9	2.1	2.3
매출채권회전율(x)	7.4	7.5	7.6	7.8	7.8
재고자산회전율(x)	7.2	6.8	7.0	7.1	7.1

Industry Brief  
2020. 1. 20

# 고려아연 010130

## 눈높이를 낮출 때

### ▲ 철강

Analyst **민사영**  
02. 6454-4875  
sayeong.min@meritz.co.kr

- ✓ 4Q19 실적은 환율 효과로 컨센서스 하회할 것
- ✓ 아연과 연 가격 약세를 고려하면 2020~2021년에 대한 시장의 눈높이는 높음
- ✓ 달러 약세를 전망하기에 은 가격의 강세는 당분간 지속될 것으로 전망
- ✓ 그럼에도 아연과 연 가격의 하락으로 7,000~8,000억원대의 실적은 유지
- ✓ 투자의견 Hold, 적정주가 500,000원 유지

## Hold

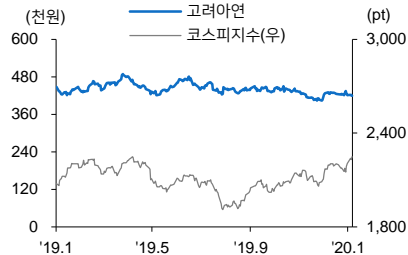
**적정주가 (12개월)** 500,000 원  
**현재주가 (1.17)** 416,000 원  
**상승여력** 20.2%

KOSPI	2,250.57pt
시가총액	78,499억원
발행주식수	1,887만주
유동주식비율	45.32%
외국인비중	26.70%
52주 최고/최저가	489,000원/404,000원
평균거래대금	130.8억원

<b>주요주주(%)</b>		
영풍 외 42 인		42.40
국민연금공단		8.05

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	-3.5	-8.4	-2.1
상대주가	-5.8	-15.6	-8.4

### 주가그래프



### 4Q19 Preview: 컨센서스 하회

2019년 4분기 연결 영업이익은 +18.3% YoY 증가한 1,791 억원으로 컨센서스를 하회하는 실적을 보여줄 것으로 전망된다. 3분기 대비 평균 환율이 20 원 하락하면서 판가와 정광 매입가의 차이가 두드러졌기 때문이다. 이에 별도 영업이익은 판매량 증가에도 불구하고 1,686 억원으로 3분기 1,862 억원보다 감소할 전망이다.

### 아연 가격 하락 진행 중, TC 상승을 고려해도 큰 증익은 없을 것

2020~2021년 고려아연의 연결 영업이익은 컨센서스상 증익으로 추정되어 있다. 그러나 2018년 초 3,600 불에 달했던 아연 가격은 지속적으로 하락하여 2,200~2,400 달러/톤의 밴드 내에서 거래되고 있는 상황이다. 정련 아연 생산량이 지속적으로 상승하고 있다는 점을 고려하면 중기적으로 톤 당 2,000 달러까지 하락할 가능성을 열어두어야 한다.

달러 약세기조에서 커머디티(Commodity)가격이 강세를 보인다는 점을 고려하면 이는 지나치게 보수적인 가정일 수 있다. 그렇지만 아연과 연의 경우 구조적인 생산량 증가 문제를 안고 있는 만큼 가격 하락 추세는 지속될 것으로 전망한다. 이 경우 아연 벤치마크 TC가 280 달러/톤으로 상승하더라도 시장이 기대하는 8,000~9,000 억원 수준의 영업이익을 시현할 가능성보다 7,000~8,000 억원대의 실적을 유지할 가능성이 더 높다고 판단된다. 투자의견 Hold와 적정주가 500,000 원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	6,883.3	764.7	527.4	27,950	-15.6	331,214	15.5	1.3	5.9	8.6	13.4
2019E	6,712.4	807.5	623.7	33,054	17.5	346,920	12.9	1.2	5.2	9.7	13.3
2020E	6,498.2	798.6	581.1	30,795	-6.6	367,412	13.5	1.1	4.7	8.6	12.1
2021E	6,266.9	805.6	592.5	31,397	2.0	388,506	13.2	1.1	4.4	8.3	11.3
2022E	6,138.2	790.1	586.4	31,075	-1.0	409,277	13.4	1.0	4.1	7.8	10.6

표20 고려아연 4Q19 Preview

(십억원)	4Q19E	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,741.8	1,638.8	6.3	1,731.1	0.6	1,797.5	-3.1
영업이익	179.1	151.4	18.3	208.8	-14.3	215.3	-16.8
세전이익	187.5	136.4	37.5	226.5	-17.2	229.7	-18.4
지배순이익	129.9	90.1	44.3	157.9	-17.7	157.9	-17.7

자료: 회사명, 메리츠증권증권 리서치센터

표21 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	6,724.4	6,715.7	6,713.1	6,359.0	-0.2	-5.3
영업이익	813.2	836.1	807.7	737.2	-0.7	-11.8
세전이익	890.9	876.1	883.9	777.0	-0.8	-11.3
지배순이익	628.8	607.1	623.9	538.5	-0.8	-11.3

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표22 고려아연 Valuation Table

(십억원)	3개년 평균	2019E	2020E	2021E	2022E
지배주주 순이익	589.7	623.7	581.1	592.5	595.5
지배주주 자본총계	7,332.1	6,546.4	6,933.1	7,331.1	7,732.2
ROE (%)	8.0	9.7	8.6	8.3	7.9
COE (%)	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2
Rf(5년물 국채금리)	1.2	1.2	1.1	1.3	1.3
52주 β	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
Rm	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3
성장률(g)	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
Fair PBR (배)	1.30	1.57	1.40	1.33	1.32
적정 시가총액	9,512.0	10,309.1	9,717.6	9,785.6	10,224.0
Current PBR	1.11	1.23	1.16	1.09	1.04
현재 시가총액	8,161.3	8,019.8	8,019.8	8,019.8	8,019.8
<b>적정주가 (원, 만원미만 절사)</b>	<b>500,000</b>	<b>540,000</b>	<b>510,000</b>	<b>510,000</b>	<b>540,000</b>
종가 (원)	416,000	425,000	416,000	416,000	416,000
Upside (%)	20.2	27.1	22.6	22.6	29.8

주: 3개년 평균 ROE는 2019~2021년의 지배주주 순이익과 자본총계를 단순 평균한 뒤 그 값을 이용하여 산출한 수치임  
 자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표23 고려아연 실적 Table										
(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2019E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E
환율(원/달러)	1,125.7	1,166.5	1,194.2	1,175.6	1,165.5	1,170.0	1,170.0	1,160.0	1,150.0	1,150.0
<b>LME 가격</b>										
아연(달러/톤)	2,629.2	2,846.0	2,440.8	2,399.4	2,578.8	2,262.7	2,228.9	2,195.6	2,162.9	2,212.5
연(달러/톤)	2,007.2	1,940.2	1,968.7	2,095.7	2,003.0	1,889.8	1,861.6	1,833.8	1,806.4	1,847.9
금(달러/Troz)	1,286.6	1,290.1	1,423.4	1,492.1	1,373.1	1,528.2	1,554.2	1,554.2	1,554.2	1,547.7
은(달러/Troz)	15.4	15.0	16.0	17.7	16.0	17.8	18.1	18.1	18.1	18.0
<b>매출</b>	<b>1,496.7</b>	<b>1,742.7</b>	<b>1,731.1</b>	<b>1,741.8</b>	<b>6,712.4</b>	<b>1,640.1</b>	<b>1,658.4</b>	<b>1,606.1</b>	<b>1,593.6</b>	<b>6,498.2</b>
별도	1,194.0	1,372.4	1,305.9	1,393.5	5,265.8	1,312.1	1,326.8	1,284.9	1,274.9	5,198.6
연결자회사	302.7	370.3	425.2	348.4	1,446.6	328.0	331.7	321.2	318.7	1,299.6
<b>매출원가</b>	<b>1,286.1</b>	<b>1,463.9</b>	<b>1,483.4</b>	<b>1,524.4</b>	<b>5,757.8</b>	<b>1,436.5</b>	<b>1,394.3</b>	<b>1,368.3</b>	<b>1,357.5</b>	<b>5,556.7</b>
매출원가율(%)	85.9	84.0	85.7	87.5	85.8	87.6	84.1	85.2	85.2	85.5
별도	1,024.1	1,124.5	1,103.3	1,204.0	4,455.9	1,134.7	1,089.2	1,072.8	1,064.3	4,361.0
매출원가율(%)	85.8	81.9	84.5	86.4	84.6	86.5	82.1	83.5	83.5	83.9
연결자회사	262.0	339.3	380.1	320.5	1,301.9	301.8	305.2	295.5	293.2	1,195.7
매출원가율(%)	86.6	91.6	89.4	92.0	90.0	92.0	92.0	92.0	92.0	92.0
<b>판매비</b>	<b>33.1</b>	<b>36.8</b>	<b>38.9</b>	<b>38.3</b>	<b>147.1</b>	<b>36.1</b>	<b>36.5</b>	<b>35.3</b>	<b>35.1</b>	<b>143.0</b>
판매비율(%)	2.2	2.1	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
<b>영업이익</b>	<b>177.5</b>	<b>242.1</b>	<b>208.8</b>	<b>179.1</b>	<b>807.4</b>	<b>167.5</b>	<b>227.6</b>	<b>202.4</b>	<b>201.0</b>	<b>798.6</b>
영업이익률(%)	11.9	13.9	12.1	10.3	12.0	10.2	13.7	12.6	12.6	12.3
별도	153.7	229.7	182.6	168.6	734.7	157.7	217.7	192.8	191.4	759.6
영업이익률(%)	12.9	16.7	14.0	12.1	14.0	12.0	16.4	15.0	15.0	14.6
연결자회사	23.8	12.4	26.2	10.5	72.8	9.8	10.0	9.6	9.6	39.0
영업이익률(%)	7.9	3.3	6.2	3.0	5.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0

자료: 메리츠증권리서치센터



고려아연 (010130)

Income Statement

(십억원)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>6,883.3</b>	<b>6,712.4</b>	<b>6,498.2</b>	<b>6,266.9</b>	<b>6,138.2</b>
매출액증가율 (%)	4.3	-2.5	-3.2	-3.6	-2.1
매출원가	5,979.3	5,757.8	5,556.7	5,323.5	5,213.0
매출총이익	904.0	954.5	941.6	943.5	925.1
판매관리비	139.3	147.1	143.0	137.9	135.0
<b>영업이익</b>	<b>764.7</b>	<b>807.5</b>	<b>798.6</b>	<b>805.6</b>	<b>790.1</b>
영업이익률	11.1	12.0	12.3	12.9	12.9
금융손익	-0.2	84.0	48.1	57.7	64.3
중속/관계기업손익	-2.3	1.0	-0.5	-0.3	-0.2
기타영업외손익	6.5	-8.7	-7.6	-8.0	-8.1
세전계속사업이익	768.7	883.7	838.5	854.9	846.1
법인세비용	233.9	255.3	251.6	256.5	253.8
<b>당기순이익</b>	<b>534.8</b>	<b>628.4</b>	<b>587.0</b>	<b>598.4</b>	<b>592.3</b>
지배주주지분 순이익	527.4	623.7	581.1	592.5	586.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>888.3</b>	<b>615.0</b>	<b>981.2</b>	<b>922.0</b>	<b>919.8</b>
당기순이익(손실)	534.8	628.4	587.0	598.4	592.3
유형자산상각비	258.4	286.2	283.8	294.6	304.3
무형자산상각비	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	-2.8	-272.8	110.4	29.0	23.1
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-649.7</b>	<b>-389.6</b>	<b>-400.1</b>	<b>-400.1</b>	<b>-400.1</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-316.2	-350.7	-400.0	-400.0	-400.0
투자자산의감소(증가)	187.4	92.5	0.0	0.0	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-182.9</b>	<b>-191.7</b>	<b>-194.4</b>	<b>-194.4</b>	<b>-194.4</b>
차입금의 증감	-3.2	10.6	0.0	0.0	0.0
자본의 증가	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	59.2	63.2	386.7	327.6	325.3
기초현금	596.9	656.1	719.3	1,106.0	1,433.6
기말현금	656.1	719.3	1,106.0	1,433.6	1,758.9

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	<b>3,965.9</b>	<b>4,258.8</b>	<b>4,500.1</b>	<b>4,789.6</b>	<b>5,084.5</b>
현금및현금성자산	656.1	719.3	1,106.0	1,433.6	1,758.9
매출채권	303.6	322.7	295.2	288.0	282.3
재고자산	1,288.0	1,369.0	1,252.5	1,221.9	1,197.5
<b>비유동자산</b>	<b>3,260.0</b>	<b>3,299.4</b>	<b>3,415.6</b>	<b>3,521.0</b>	<b>3,616.7</b>
유형자산	2,785.1	2,911.9	3,028.1	3,133.6	3,229.2
무형자산	85.8	91.9	91.9	91.9	91.9
투자자산	333.2	242.0	242.0	242.0	242.0
<b>자산총계</b>	<b>7,225.9</b>	<b>7,558.1</b>	<b>7,915.7</b>	<b>8,310.6</b>	<b>8,701.1</b>
<b>유동부채</b>	<b>538.4</b>	<b>573.5</b>	<b>538.5</b>	<b>529.4</b>	<b>522.0</b>
매입채무	283.3	301.1	275.5	268.8	263.4
단기차입금	18.6	27.8	27.8	27.8	27.8
유동성장기부채	4.8	2.2	2.2	2.2	2.2
<b>비유동부채</b>	<b>312.9</b>	<b>314.5</b>	<b>314.5</b>	<b>314.5</b>	<b>314.5</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	7.1	6.3	6.3	6.3	6.3
<b>부채총계</b>	<b>851.4</b>	<b>888.1</b>	<b>853.1</b>	<b>843.9</b>	<b>836.6</b>
<b>자본금</b>	<b>94.4</b>	<b>94.4</b>	<b>94.4</b>	<b>94.4</b>	<b>94.4</b>
<b>자본잉여금</b>	<b>56.0</b>	<b>56.0</b>	<b>56.0</b>	<b>56.0</b>	<b>56.0</b>
기타포괄이익누계액	15.0	51.2	51.2	51.2	51.2
이익잉여금	6,138.1	6,398.4	6,785.0	7,183.1	7,575.0
비지배주주지분	124.5	123.7	129.6	135.6	141.5
<b>자본총계</b>	<b>6,374.5</b>	<b>6,670.1</b>	<b>7,062.6</b>	<b>7,466.7</b>	<b>7,864.5</b>

Key Financial Data

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	364,776	355,716	344,369	332,110	325,287
EPS(지배주주)	27,950	33,054	30,795	31,397	31,075
CFPS	55,967	58,471	56,834	57,864	57,562
EBITDAPS	54,225	57,970	57,363	58,306	58,002
BPS	331,214	346,920	367,412	388,506	409,277
DPS	11,000	11,000	11,000	11,000	11,000
배당수익률(%)	2.5	2.6	2.6	2.6	2.6
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	15.5	12.9	13.5	13.2	13.4
PCR	7.7	7.3	7.3	7.2	7.2
PSR	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3
PBR	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0
EBITDA	1,023.2	1,093.9	1,082.5	1,100.2	1,094.5
EV/EBITDA	5.9	5.2	4.7	4.4	4.1
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	8.6	9.7	8.6	8.3	7.8
EBITDA 이익률	14.9	16.3	16.7	17.6	17.8
부채비율	13.4	13.3	12.1	11.3	10.6
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	726.2	471.3	1,996.5	11,099.4	10,886.0
매출채권회전율(x)	22.1	21.4	21.0	21.5	21.5
재고자산회전율(x)	5.2	5.1	5.0	5.1	5.1

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

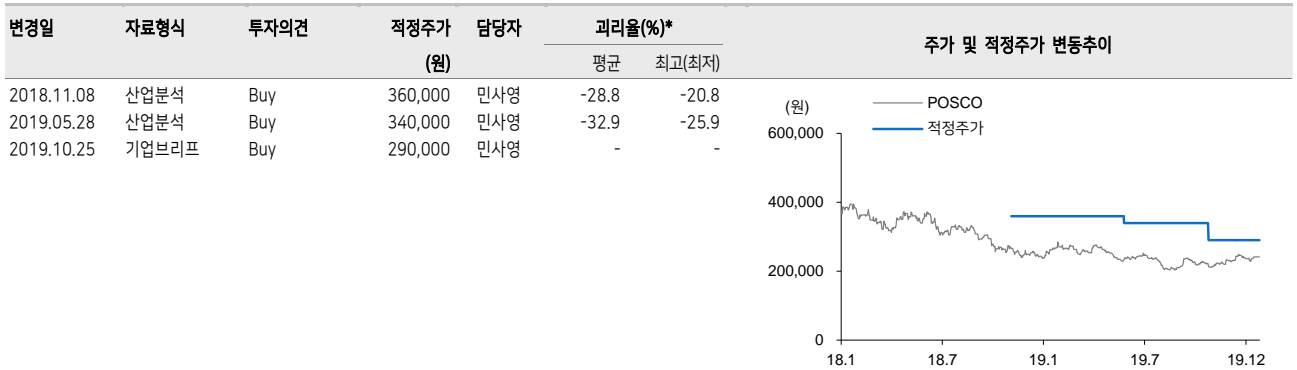
**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	79.4%
중립	20.6%
매도	0.0%

2019년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

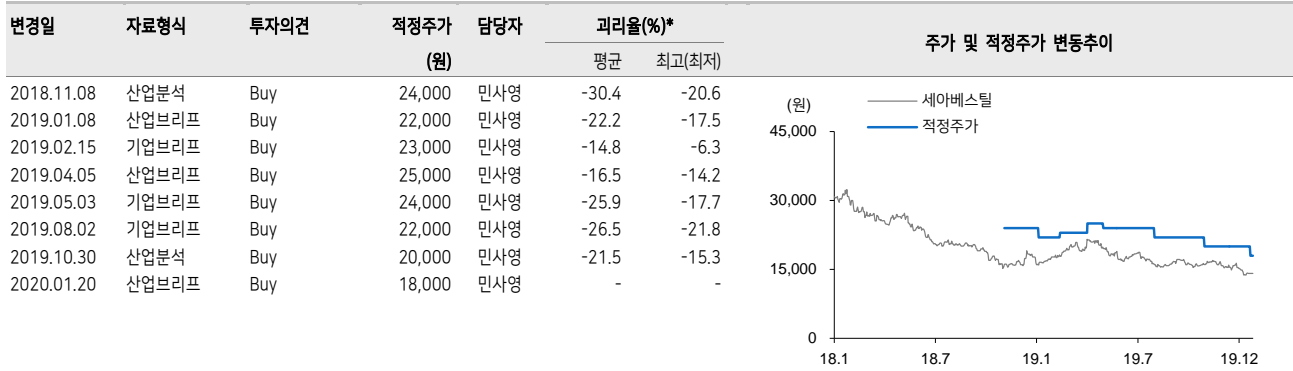
**POSCO (005490) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



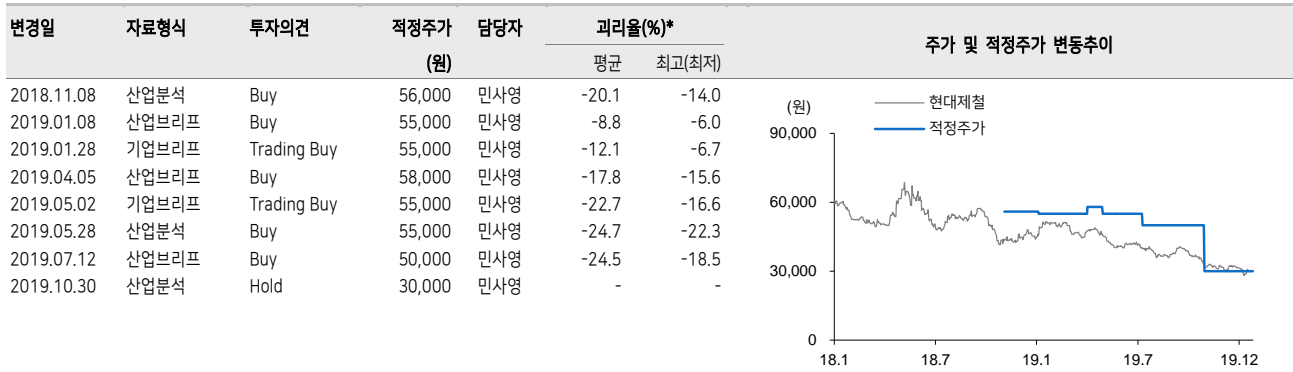
**세아베스틸 (001430) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



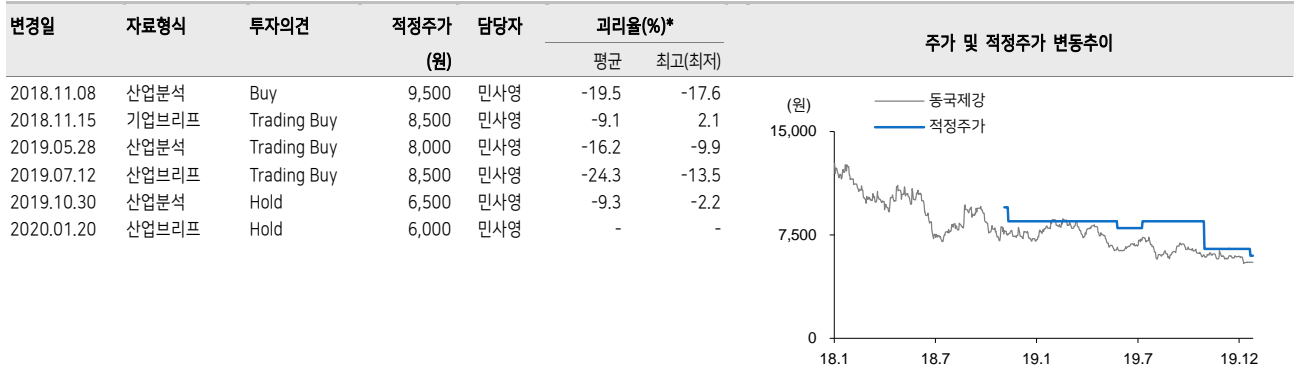
**현대제철 (004020) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



**동국제강 (001230) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



**고려아연 (010130) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

