

Overweight  
(Upgrade)

## 철강금속/유저티

Analyst 이종형

02) 3787-5023 leejh@kiwoom.com

RA 김소정

02) 3787-4855 sojung.kim@kiwoom.com



## Compliance Notice

- 당사는 10월 17일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## ✓ 산업 및 실적 업데이트

## 철강금속

## 연장전, 역전기회를 노려라!



전력난에 따른 공급우려에 비철가격이 급등했습니다. 한동안 주춤했던 구리가격도 \$10,000대로 복귀하며 5월 역사적 고점 \$10,460에 근접했는데, 과거 중국 철강가격과 구리가격은 동일한 Cycle로 움직였기에 중국 철강가격도 재반등 가능성이 높아졌다고 판단합니다. 부진했던 철강/비철가격 모멘텀의 회복은 엄청난 실적에도 불구하고 과도하게 놀려 있던 주가의 반등을 자극하는 촉매제가 될 수 있다고 판단합니다. 투자의견을 비중확대로 상향하고 현대제철, 풍산을 Top pick으로 제시합니다.

## &gt;&gt; 2021년 철강업종 주가 리뷰

3분기까지 업종 전반에 걸친 역대급 실적모멘텀에도 5월 중순 이후 철강/비철가격 모멘텀 부재로 철강업종 하반기 주가는 부진한 흐름이 이어졌다. 시클리컬 업종인 철강금속업 주가의 반등을 위해서는 실적보다 철강/비철가격의 가격상승 모멘텀이 필요함을 다시 확인할 수 있었다.

## &gt;&gt; 연말부터 내년 상반기 철강/비철가격 반등 가능성 주목

중국에 이어 최근 유럽의 전력난과 생산차질이 철강/비철가격의 새로운 변수로 떠오르고 있다. ArcelorMittal 등 유럽 철강사들은 감산과 함께 에너지 비용 상승을 서차지 형태로 제품가격에 전가하기 시작했고, 유럽 최대 아연제련사 Nyrstar의 감산발표로 아연가격은 07년 이후 최고치로 상승하고 있다. 알루미늄도 중국과 유럽의 전력난에 따른 생산차질 우려에 13년래 최고치로 반등하며 역사적 고점에 근접했다. 철강/비철 생산차질 이슈는 내년 1분기까지 지속될 가능성이 제기되고 있는데 중국은 내년 2월 베이징 동계올림픽 전후까지 철강 생산규제가 강화될 예정이고, 유럽의 메이커들도 난방 최성수기인 내년 1~2월까지는 전력난과 고에너지가격이 지속될 수 있기 때문이다.

비철금속의 대장격인 구리의 경우 5월초 3개월 선물기준 \$10,460까지 상승해 역사적 고점을 돌파한 후 9월에는 한때 \$8,000대 후반까지 하락했지만 10/15 \$10,281까지 재반등해 어느새 역사적 고점을 턱밀까지 추격했다. 전세계 철강/비철 수요의 절반이상을 책임지고 있는 중국의 경기모멘텀 부진에도 최근 구리가격의 재반등은 상당히 의미가 있다. 과거 구리와 중국 철강가격은 동일한 Cycle을 보여왔기에 아직은 뚜렷한 방향성을 잡지 못하고 있는 중국 철강가격의 재반등으로도 이어질 수 있기 때문이다.

한편, 철강/비철 수요의 핵심인 중국의 경기모멘텀은 1Q21을 정점으로 둔화되고 있지만 4Q21을 바닥으로 내년 상반기 안정구간에 진입해 제한적이나마 수요둔화 우려가 완화될 수 있다. 과거 철강/구리가격은 중국 GDP 성장률의 '레벨'보다는 '방향성'과 유의미한 관계를 보여왔기 때문이다.

## &gt;&gt; 철강업종 주가, 연장전에서 역전시도에 나설 시점

아시아에서 중국의 철강업황의 절대적 영향력은 과거와 동일하고 국내 철강업종의 주가 또한 중국 철강가격과 동행하고 있지만 중국의 철강재 수출감소와 수출억제 정책에 따른 가격경쟁력 약화로 국내 철강사들의 이익체력은 구조적으로 level up 된 점은 분명히 있다. 중국이 다시 수출증치세를 환급해 주지 않는 한 국내 가격과 중국 내수가격과의 격차는 앞으로도 지속될 수 있기 때문이다. 만약 중국의 철강수출이 다시 늘어난다 할지라도 중국이 철강 수출관세를 부과할 가능성도 그만큼 높아진다.

모멘텀 부재 및 내년 업황 불확실성라는 이유로 국내 철강금속업종 주가는 실적 level과 비교해 현재 과도한 저평가 상태이다. 주가 반등의 촉매제, 또는 트리거가 필요한 시점인데 앞으로 기대하는 철강/비철가격 상승이 비록 단기적인 반등이 될지라도 이 시기 업종 주가 상승탄력이 예상보다 강하게 나타날 가능성이 충분히 있다.

### >>> 철강/비철가격과 주가의 동행성이 큰 종목들을 주목하자!

업종 투자의견을 비중확대로 상향하고 Top pick으로 현대제철과 풍산을 제시한다. 업종내 대부분의 주가가 5월 중순이후 충분히 조정을 가친만큼 철강/비철가격 반등시 주가가 탄력적으로 움직이는 종목에 주목할 필요가 있다.

1) 현대제철은 올해 2분기 5만원 인상에 그쳤던 계열사향 자동차강판가격이 4분기에 추가 인상될 가능성이 있다. 또한 올해 역대급 아파트 분양호조로 국내 철근업황은 최소 내년 상반기까지 호조가 지속될 전망이다. 올해 예상실적기준으로 PER X, PBR X에 불과해 대형주 중 Valuation 매력이 가장 높다.

2) 풍산은 구리가격에 주가 민감도가 가장 빠르고 높다. 만약 구리가격이 상반기 역사적 고점을 넘어선다면 주가도 빠른 반등이 기대된다. 하반기 우려했던 방산 수출도 미국향을 중심으로 견조한 흐름이 여전히 지속되고 있다.

3) POSCO는 올해 사상 최고실적과 더불어 연간 배당액이 주당 16,000원에 달할 전망이다(분기 배당으로 1분기 3,000원, 2분기 4,000원 배당). 시가 배당률은 약 5%에 달할 전망이다. 4분기 실적에 대한 우려가 있지만 POSCO 주가는 분기실적보다 중국 철강가격에 더욱 민감함을 주목해야 한다.

4) 고려아연은 LG화학과의 전구체사업 MOU 체결이후 이차전지 소재사업 기대감으로 하반기 업종내 주가가 가장 양호했다. 최근 아연가격 급등은 이익체력에도 긍정적이다. 한편, 이차전지 소재사업과 관련해 부사장급 인재를 신규 영입했고, 10월에는 동박/양극재/전구체 등 이차전지 소재관련 경력자 채용공고를 내며 발빠르게 움직이고 있다. 다만 이차전지 기대감이 주가에 상당 부분 선반영된 만큼 이제는 구체적인 투자계획을 확인해 볼 필요가 있다.

5) 동국제강은 봉형강/냉연 중심의 본사 이익체력이 과거와 비교할 수 없을 정도로 개선되었고, 브라질 CSP 제철소도 2분기이후 영업이익률 30% 내외의 높은 수익성이 지속되고 있다. 다만 하반기 브라질 해악화 변동에 따른 CSP 외화관련 평가손익과 순이익 불확실성은 다시 경계할 필요가 있다.

## 2021년 리뷰

3분기까지 업종 전반에 걸친 역대급 실적모멘텀에도 5월 중순 이후 철강/비철가격 모멘텀 부재로 철강업종 하반기 주가는 부진한 흐름이 이어졌다. 시클리컬 업종인 철강금속 주가의 반등을 위해서는 실적보다 철강/비철가격의 가격상승이라는 모멘텀이 필요함을 다시 확인할 수 있었다.

## 철강금속 주요종목 주가 추이



## 중국 열연가격과 POSCO 주가



## POSCO 분기 영업이익과 주가



### 철강/비철가격의 새로운 변수가 된 중국/유럽 전력난

중국에 이어 최근 유럽의 전력난과 생산차질이 철강/비철가격의 새로운 변수로 떠오르고 있다. ArcelorMittal 등 유럽 철강사들은 감산과 함께 에너지비용 상승을 서차지(surcharge)형태로 제품가격에 전가하기 시작했고, 유럽 최대 아연제련사 Nyrstar와 Glencore의 감산발표로 아연가격은 07년이후 최고치로 상승하고 있다. 알루미늄도 중국과 유럽의 전력난에 따른 생산차질 우려에 13년래 최고치로 반등하며 역사적 고점 돌파를 눈앞에 두고 있다.

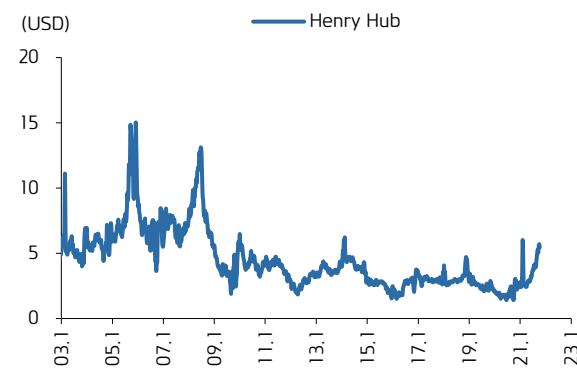
중국과 유럽의 철강/비철 생산차질 이슈는 내년 1분기까지 지속될 가능성이 제기되고 있는데 중국은 내년 2월 베이징 동계올림픽 전후까지 철강 생산규제가 강화될 예정이고, 유럽의 메이커들도 난방 최성수기인 내년 1~2월까지는 전력난과 고에너지가격이 지속될 수 있기 때문이다.

### 유가와 석탄가격



자료: Bloomberg, 키움증권

### 천연가스가격



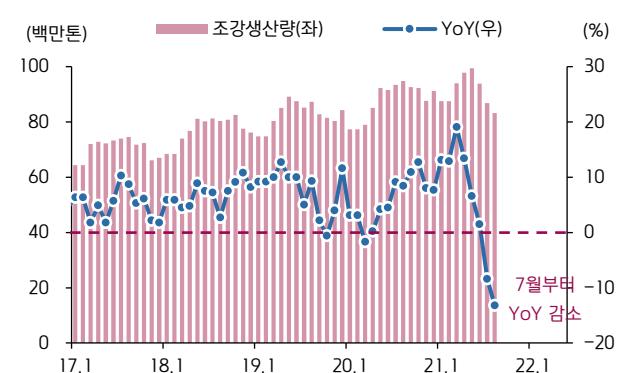
자료: Bloomberg, 키움증권

### 알루미늄과 아연가격



자료: Bloomberg, 키움증권

### 중국 월별 조강생산량



자료: Bloomberg, 키움증권

## 구리가격 재반등이 의미하는 바는?

비철금속의 대장격인 구리의 경우 5월초 3개월 선물기준 \$10,460까지 상승해 역사적 고점을 돌파한 후 9월에는 한때 \$8,000대 후반까지 하락했지만 최근 \$10,000에 근접 하며 역사적 고점을 위협하고 있다. 전세계 철강/비철 수요의 절반이상을 책임지고 있는 중국의 경기모멘텀 둔화에도 최근 구리가격의 재반등은 상당히 의미가 있다. 지금까지 유지되고 있는 철강가격과 구리가격의 동행성은 향후 철강가격의 재반등 가능성을 높인다.

철강/비철 수요의 핵심인 중국의 경기모멘텀은 1Q21을 정점으로 둔화되고 있지만 4Q21을 바닥으로 내년 상반기 안정구간에 진입해 제한적이나마 수요둔화 우려가 완화될 수 있다. 과거 철강/구리가격은 중국 GDP 성장률의 '레벨'보다는 '방향성'과 유의미한 관계를 보여왔는데, 경기모멘텀은 가속도 개념이기 때문이다.

## 구리가격과 철강가격의 동행성



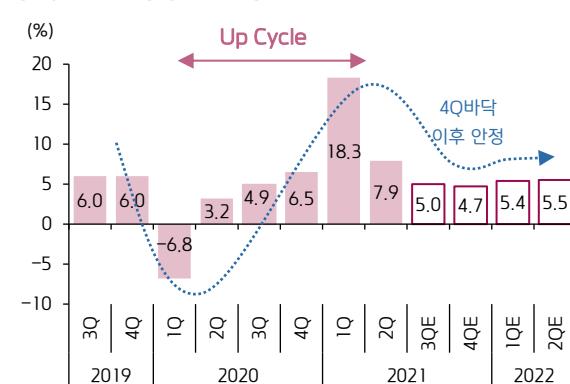
자료: Bloomberg, 키움증권

## 금융위기 이후 중국 GDP 성장률과 구리가격



자료: Bloomberg, 키움증권

## 중국 GDP 성장률 전망



자료: Bloomberg(컨센서스), 키움증권

## 국내 철강사들의 이익체력은 구조적으로 레벨 업

아시아에서 중국의 철강업황의 절대적 영향력은 과거와 동일하고 국내 철강업종의 주가 또한 중국 철강가격과 동행하고 있지만 중국의 철강재 수출감소와 수출억제 정책에 따른 가격경쟁력 약화로 국내 철강사들의 이익체력은 구조적으로 level up 된 점은 분명히 있다. 중국이 다시 수출증치세를 환급해주지 않는 한 국내 가격과 중국 내수가격과의 격차는 앞으로도 지속될 수 있기 때문이다. 만약 중국의 철강수출이 다시 늘어난다 할지라도 그만큼 중국이 철강 수출관세를 부과할 가능성도 그만큼 높아진다.

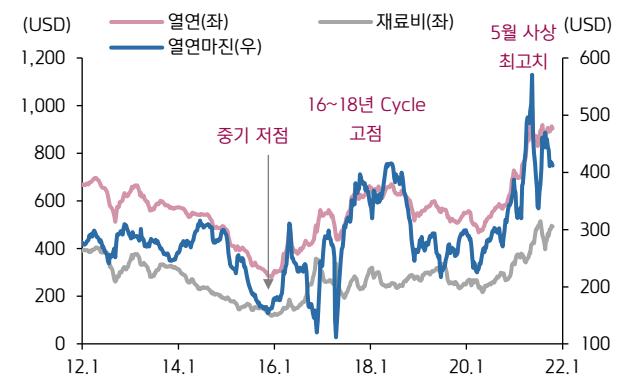
모멘텀 부재 및 내년 업황 불확실성라는 이유로 국내 철강금속업종 주가는 실적 level과 비교해 현재 과도한 저평가 상태이다. 주가 반등의 촉매제, 또는 트리거가 필요한 시점인데 앞으로 기대하는 철강/비철가격 상승이 비록 단기적인 반등이 될지라도 이 시기 업종 주가 상승탄력이 예상보다 강하게 나타날 가능성이 충분히 있다.

### 철광석과 강점탄가격



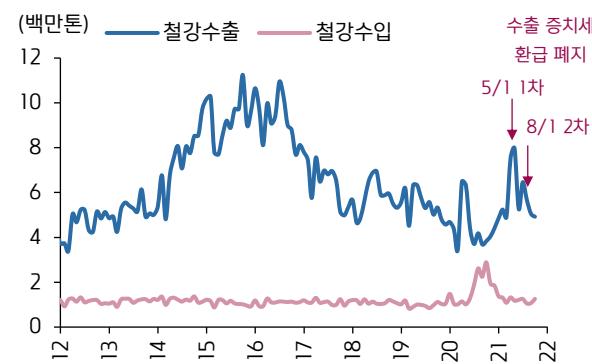
자료: Bloomberg, 키움증권

### 중국 spot 열연마진



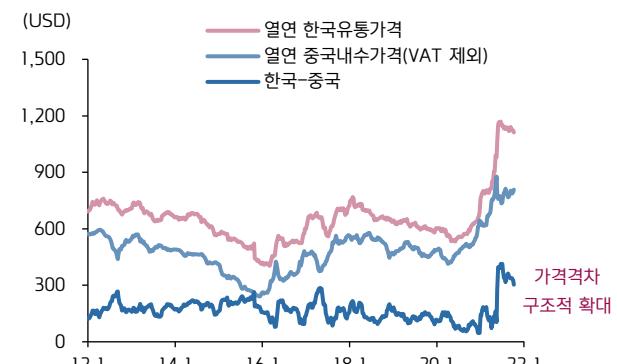
자료: Bloomberg, 키움증권

### 중국 월별 철강 수출량



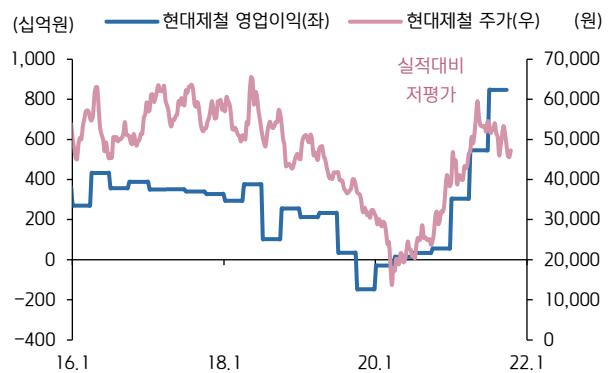
자료: Bloomberg, 키움증권

### 중국과 국내 열연유통가격의 격차



자료: Bloomberg, 키움증권

## 현대제철 분기 영업이익과 주가



자료: FN가이드, 키움증권

## 동국제강 분기 영업이익과 주가



자료: FN가이드, 키움증권

## 고려아연 분기 영업이익과 주가



자료: FN가이드, 키움증권

## 풍산 분기 영업이익과 주가



자료: FN가이드, 키움증권

업종의견 비중확대로  
상향

업종 투자의견을 비중확대로 상향하고 Top pick으로 현대제철과 풍산을 제시한다. 업종내 대부분의 주가가 5월 중순이후부터 약 5개월간의 충분한 조정을 가진만큼 valuation 매력이 높고 철강/비철가격 반등시 주가가 탄력적으로 움직이는 종목에 주목할 필요가 있다.

현대제철(004020)  
투자의견 Buy  
목표주가 70,000원

현대제철 3분기 영업이익은 0.85조원으로 기존 키움증권 추정치 0.68조원과 컨센서스 0.73조원을 크게 상회할 전망이다. 올해 연간 영업이익은 2.51조원으로 기존 최고치였던 2014년 1.49조원을 훌쩍 뛰어넘을 전망이다.

하반기에는 계열사 해외공장향 자동차강판 가격인상이 예상되며 올해 2분기 5만원 인상에 그쳤던 계열사 국내공장향 자동차강판 가격도 4분기에 추가 인상될 가능성이 있다. 또한 올해 역대급 아파트 분양으로 국내 철근업황은 최소 내년 상반기까지 호조가 지속될 전망이다.

올해 예상실적기준으로 현 주가는 PER 3.9X, PBR 0.35X에 불과해 대형주 중 Valuation 매력이 가장 높다. 중국 철강가격 반등시 가장 탄력적인 주가 상승이 기대된다. 목표주가 70,000원(12mf PBR 0.5X)과 투자의견 Buy를 유지한다.

## 현대제철 3Q21 실적 프리뷰

(단위: 십억원)	3Q21E	기존 추정	%차이	컨센서스	%차이	2Q21	%QoQ	3Q20	%YoY
매출액	6,081	6,116	-0.6	6,210	-2.1	5,622	8.2	4,462	36.3
별도	5,326	5,360	-0.6	5,416	-1.7	4,866	9.4	3,757	41.7
별도 외	756	756	0.0	794	-4.9	756	0.0	704	7.3
영업이익	847	683	23.9	733	15.5	545	55.3	33	2,436.5
별도	787	633	24.3	692	13.6	484	62.6	18	4,196.0
별도 외	60	50	20.0	41	48.0	62	-2.6	15	298.2
영업이익률	13.9	11.2		11.8		9.7		0.7	
별도	14.8	11.8		12.8		9.9		0.5	
별도 외	7.9	6.6		5.1		8.1		2.1	
세전이익	795	627	26.8	676	17.6	495	60.6	-53	흑전
순이익	580	458	26.8	502	15.6	353	64.6	-45	흑전
지배순이익	563	445	26.6	476	18.3	335	67.8	-45	흑전

자료: 현대제철, 키움증권

## 현대제철 분기실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E
매출액	4,668	4,113	4,462	4,781	4,927	5,622	6,081	6,346
별도	4,144	3,679	3,757	3,988	4,252	4,866	5,326	5,590
별도 외	524	435	704	793	675	756	756	756
영업이익	-30	14	33	55	304	545	847	810
별도	-21	9	18	35	297	484	787	760
별도 외	-8	5	15	20	7	62	60	50
영업이익률	-0.6	0.3	0.7	1.2	6.2	9.7	13.9	12.8
별도	-0.5	0.2	0.5	0.9	7.0	9.9	14.8	13.6
별도 외	-1.6	1.1	2.1	2.5	1.1	8.1	7.9	6.6
세전이익	-152	-2	-53	-296	286	495	795	715
순이익	-115	-13	-45	-267	220	353	580	520
지배순이익	-115	-11	-45	-258	210	335	563	505

자료: 현대제철, 키움증권

## 현대제철 연간실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	19,166	20,780	20,513	18,023	22,977	24,373	24,545
별도	16,889	18,611	18,074	15,568	20,034	21,349	21,521
별도 외	2,277	2,170	2,439	2,455	2,943	3,023	3,023
영업이익	1,368	1,026	1,026	73	2,506	2,414	2,335
별도	1,233	933	278	42	2,327	2,254	2,175
별도 외	134	93	748	31	179	160	160
영업이익률	7.1	4.9	5.0	0.4	10.9	9.9	9.5
별도	7.3	5.0	1.5	0.3	11.6	10.6	10.1
별도 외	5.9	4.3	30.7	1.3	6.1	5.3	5.3
세전이익	1,081	570	570	-504	2,291	2,197	2,145
순이익	728	408	408	-440	1,672	1,604	1,566
지배순이익	716	399	399	-430	1,612	1,542	1,505
지배주주 EPS(원)	5,366	2,988	128	-3,222	12,083	11,554	11,280
지배주주 BPS(원)	125,261	125,115	126,631	122,488	133,602	144,187	154,498
지배주주 ROE(%)	4.4	2.4	2.4	-2.6	9.4	8.3	7.6

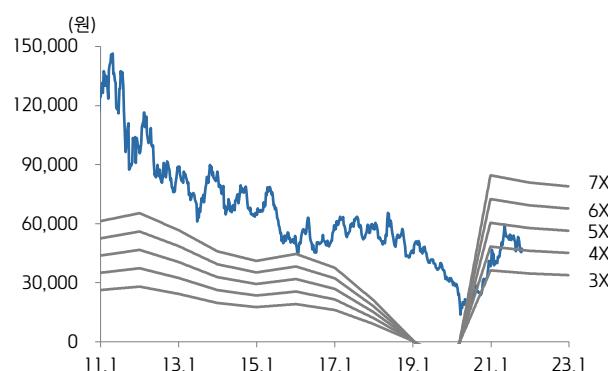
자료: 현대제철, 키움증권

## 현대제철 실적전망 변경

(단위: 십억원)	변경전		변경후		%차이	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	22,964	24,760	22,977	24,373	0.1	-1.6
별도	20,021	21,737	20,034	21,349	0.1	-1.8
별도 외	2,943	3,024	2,943	3,023	0.0	0.0
영업이익	2,081	1,682	2,506	2,414	20.4	43.6
별도	1,912	1,522	2,327	2,254	21.7	48.1
별도 외	169	160	179	160	5.9	0.0
영업이익률	9.1	6.8	10.9	9.9		
별도	9.6	7.0	11.6	10.6		
별도 외	5.7	5.3	6.1	5.3		
세전이익	1,857	1,452	2,291	2,197	23.3	51.3
순이익	1,356	1,060	1,672	1,604	23.3	51.3
지배순이익	1,303	1,016	1,612	1,542	23.7	51.7
지배주주 EPS(원)	9,768	7,614	12,083	11,554	23.7	51.7
지배주주 BPS(원)	131,286	137,932	133,602	144,187	1.8	4.5
지배주주 ROE(%)	7.7	5.7	9.4	8.3		

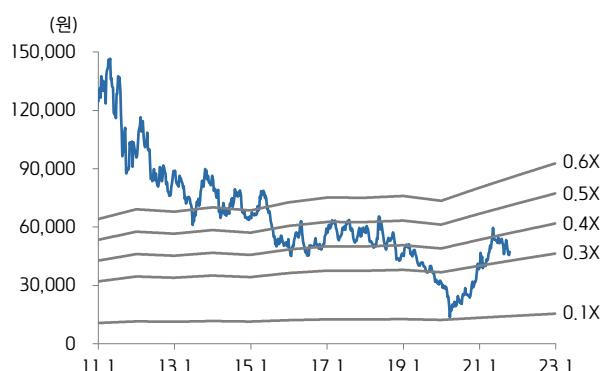
자료: 현대제철, 키움증권

## 현대제철 12mf PER 밴드



자료: Fn가이드, 키움증권

## 현대제철 12mf PBR 밴드



자료: Fn가이드, 키움증권

## 현대제철 추정 재무제표

포괄손익계산서					
12 월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>매출액</b>	20,513	18,023	22,977	24,373	24,545
매출원가	19,115	16,930	19,326	20,749	20,992
매출총이익	1,397	1,093	3,650	3,623	3,552
판관비	1,066	1,020	1,145	1,209	1,218
<b>영업이익</b>	331	73	2,506	2,414	2,335
<b>EBITDA</b>	1,879	1,652	4,020	3,843	3,686
<b>영업외손익</b>	-280	-577	-215	-217	-190
이자수익	22	36	36	36	40
이자비용	324	330	316	293	270
외환관련이익	182	245	80	0	0
외환관련손실	216	251	55	0	0
증속 및 관계기업손익	8	19	19	19	19
기타	48	-296	21	21	21
<b>법인세차감전이익</b>	52	-504	2,291	2,197	2,145
법인세비용	26	-64	618	593	579
계속사업순손익	26	-440	1,672	1,604	1,566
<b>당기순이익</b>	26	-440	1,672	1,604	1,566
<b>지배주주순이익</b>	17	-430	1,612	1,542	1,505
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	-1.3	-12.1	27.5	6.1	0.7
영업이익 증감율	-67.7	-77.9	3,332.9	-3.7	-3.3
EBITDA 증감율	-28.2	-12.1	143.3	-4.4	-4.1
지배주주순이익 증감율	-95.7	-2,629.4	-474.9	-4.3	-2.4
EPS 증감율	-95.7	적전	후전	-4.4	-2.4
매출총이익율(%)	6.8	6.1	15.9	14.9	14.5
영업이익률(%)	1.6	0.4	10.9	9.9	9.5
EBITDA Margin(%)	9.2	9.2	17.5	15.8	15.0
지배주주순이익률(%)	0.1	-2.4	7.0	6.3	6.1

## 현금흐름표

현금흐름표					
12 월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>영업활동 현금흐름</b>	626	2,008	1,841	2,873	3,154
당기순이익	26	-440	1,672	1,604	1,566
비현금항목의 가감	2,023	2,098	2,619	2,485	2,367
유형자산감가상각비	1,455	1,493	1,434	1,358	1,289
무형자산감가상각비	93	86	80	71	62
지분법평가손익	-8	-19	0	0	0
기타	483	538	1,105	1,056	1,016
영업활동자산부채증감	-904	574	-1,638	-452	-56
매출채권및기타채권의감소	26	-88	-710	-200	-25
재고자산의감소	-483	648	-1,288	-363	-45
매입채무및기타채무의증가	-200	-10	393	111	14
기타	-247	24	-33	0	0
기타현금흐름	-519	-224	-812	-764	-723
<b>투자활동 현금흐름</b>	-1,163	-2,438	-810	-810	-810
유형자산의 취득	-1,157	-1,034	-625	-625	-625
유형자산의 처분	-2	61	0	0	0
무형자산의 순취득	-13	-45	0	0	0
투자자산의감소(증가)	-332	-4	-82	-82	-82
단기금융자산의감소(증가)	-18	-1,312	0	0	0
기타	359	-104	-103	-103	-103
<b>재무활동 현금흐름</b>	691	454	-45	-1,078	-1,078
차입금의 증가(감소)	790	527	0	-1,000	-1,000
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	5	0	0	0
배당금지급	-99	-99	-66	-99	-99
기타	0	21	21	21	21
기타현금흐름	-1	-24	-240	-240	-240
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	154	1	746	745	1,026
기초현금 및 현금성자산	762	916	917	1,663	2,408
기말현금 및 현금성자산	916	917	1,663	2,408	3,434

자료: 키움증권

## 재무상태표

재무상태표					
12 월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>유동자산</b>	9,579	9,935	12,678	13,986	15,082
현금 및 현금성자산	916	917	1,663	2,408	3,434
단기금융자산	308	1,620	1,620	1,620	1,620
매출채권 및 기타채권	2,774	2,582	3,292	3,492	3,517
재고자산	5,416	4,688	5,976	6,339	6,384
기타유동자산	165.0	128.0	127.0	127.0	127.0
<b>비유동자산</b>	24,788	24,910	24,102	23,380	22,734
투자자산	1,954	1,958	2,040	2,121	2,203
유형자산	20,563	19,874	19,065	18,332	17,667
무형자산	1,578	1,507	1,427	1,356	1,294
기타비유동자산	693	1,571	1,570	1,571	1,570
<b>자산총계</b>	34,366	34,845	36,781	37,366	37,816
<b>유동부채</b>	6,420	6,073	6,466	6,576	6,590
매입채무 및 기타채무	3,353	2,840	3,233	3,344	3,357
단기금융부채	2,872.0	2,971.9	2,971.9	2,971.9	2,971.9
기타유동부채	195	261	261	260	261
<b>비유동부채</b>	10,712	12,079	12,079	11,079	10,079
장기금융부채	9,345.2	10,657.6	10,657.6	9,657.6	8,657.6
기타비유동부채	1,367	1,421	1,421	1,421	1,421
<b>부채총계</b>	17,133	18,152	18,545	17,656	16,669
<b>자본지분</b>	16,898	16,345	17,829	19,241	20,617
자본금	667	667	667	667	667
자본잉여금	3,914	3,906	3,906	3,906	3,906
기타자본	-129	-112	-112	-112	-112
기타포괄손익누계액	957	951	921	890	860
이익잉여금	11,488	10,933	12,447	13,890	15,297
비자본지분	335	348	407	469	530
<b>자본총계</b>	17,234	16,693	18,236	19,710	21,147

## 투자지표

투자지표					
12 월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	128	-3,222	12,083	11,554	11,280
BPS	126,631	122,488	133,602	144,187	154,498
CFPS	15,353	12,422	32,157	30,641	29,468
DPS	750	500	750	750	750
<b>주가배수(배)</b>					
PER	245.4	-12.3	3.9	4.1	4.2
PER(최고)	407.2	-13.2	5.2		
PER(최저)	234.4	-3.8	3.1		
PBR	0.25	0.32	0.35	0.33	0.31
PBR(최고)	0.41	0.35	0.47		
PBR(최저)	0.24	0.10	0.28		
PSR	0.20	0.29	0.27	0.26	0.26
PCFR	2.0	3.2	1.5	1.5	1.6
EV/EBITDA	8.3	10.1	4.2	3.9	3.5
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%), 보통주, 현금	384.4	-14.9	5.9	6.2	6.3
배당수익률(%), 보통주, 현금	2.4	1.3	1.7	1.7	1.7
ROA	0.1	-1.3	4.7	4.3	4.2
ROE	0.1	-2.6	9.4	8.3	7.6
ROIC	0.8	-0.2	6.8	6.5	6.4
매출채권회전율	7.5	6.7	7.8	7.2	7.0
재고자산회전율	4.0	3.6	4.3	4.0	3.9
부채비율	99.4	108.7	101.7	89.6	78.8
순차입금비율	63.8	66.4	56.7	43.6	31.1
이자보상배율	1.0	0.2	7.9	8.2	8.7
총차입금	12,217	13,630	13,630	12,630	11,630
순차입금	10,993	11,092	10,347	8,602	6,576
NOPLAT	1,879	1,652	4,020	3,843	3,686
FCF	-308	1,075	1,081	2,114	2,376

풍산(103140)  
투자의견 Buy  
목표주가 50,000원

풍산 3분기 영업이익은 607억원으로 기존 키움증권 추정치 507억원을 상회할 전망이다. 상반기 중동향 대형계약 종료로 하반기 걱정스러웠던 방산 수출이 미국을 중심으로 여전히 견조하게 유지되면서 당초 기대보다 양호한 실적을 기록할 전망이다. 올해 연간 영업이익은 2,835억원으로 기존 최고치였던 2017년 2,411억원을 뛰어넘을 전망이다.

풍산은 구리가격에 주가 민감도가 가장 빠르고 높다. 만약 구리가격이 상반기 역사적 고점을 넘어선다면 주가도 빠른 반등이 기대된다. 목표주가 50,000원(12mf PBR 0.8X)과 투자의견 Buy를 유지한다.

### 풍산 3Q21 실적 프리뷰

(단위: 십억원)	3Q21E	기준 추정	%차이	컨센서스	%차이	2Q21	%QoQ	3Q20	%YoY
매출액	897.9	890.4	0.8	886.2	1.3	923.4	-2.8	633.7	41.7
별도	644.5	637.0	1.2	637.4	1.1	670.0	-3.8	454.5	41.8
별도 외	253.4	253.4	0.0	248.8	1.9	253.4	0.0	179.2	41.4
영업이익	60.7	50.7	19.8	64.9	-6.5	106.5	-43.0	48.4	25.4
별도	50.7	40.7	24.6	48.8	3.8	80.7	-37.2	30.7	64.9
별도 외	10.0	10.0	0.0	16.1	-37.8	25.8	-61.2	17.7	-43.4
영업이익률	6.8	5.7		7.3		11.5		7.6	
별도	7.9	6.4		7.7		12.0		6.8	
별도 외	3.9	3.9		6.5		10.2		9.9	
세전이익	60.8	50.0	21.4	58.9	3.2	104.0	-41.6	41.8	45.4
순이익	42.9	35.0	22.5	43.9	-2.2	80.8	-46.9	33.4	28.5
지배순이익	42.9	35.0	22.5	41.7	2.8	80.7	-46.9	33.4	28.4
본사 신동판매량(천톤)	47.1	48.0	-2.0			49.2	-4.2	42.6	10.6
본사 방산매출액	185.7	170	9.4			199	-6.4	156	18.9
적용 구리가격(USD)	9,468	9,500	-0.3			9,508	-0.4	6,198	52.8
원달러환율	1,157	1,150	0.6			1,121	3.2	1,189	-2.6

자료: 풍산, 키움증권

### 풍산 분기실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E
매출액	581.2	580.0	633.7	798.8	725.2	923.4	897.9	1,040.9
별도	406.5	456.4	454.5	627.0	473.5	670.0	644.5	787.5
별도 외	174.7	123.6	179.2	171.8	251.7	253.4	253.4	253.4
영업이익	-1.6	21.0	48.4	53.5	62.4	106.5	60.7	53.9
별도	12.4	17.7	30.7	35.1	33.8	80.7	50.7	43.9
별도 외	-14.1	3.3	17.7	18.3	28.7	25.8	10.0	10.0
영업이익률	-0.3	3.6	7.6	6.7	8.6	11.5	6.8	5.2
별도	3.1	3.9	6.8	5.6	7.1	12.0	7.9	5.6
별도 외	-8.1	2.7	9.9	10.7	11.4	10.2	3.9	3.9
세전이익	1.3	12.3	41.8	43.6	58.1	104.0	60.7	53.9
순이익	-3.2	8.1	33.4	33.7	45.5	80.8	42.8	38.5
지배순이익	-3.2	8.1	33.4	33.6	45.5	80.7	42.8	38.5
본사 신동판매량(천톤)	43.8	41.1	42.6	48.6	47.9	49.2	47.1	48.2
본사 방산매출액	101	181	156	269	74	199	186	291
적용 구리가격(USD)	5,933	5,154	6,198	6,826	8,062	9,508	9,468	9,800
원달러환율	1,194	1,221	1,189	1,118	1,114	1,121	1,157	1,180

자료: 풍산, 키움증권

## 풍산 연간실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	2,945	2,774	2,451	2,594	3,587	3,837	3,885
별도	2,257	2,163	1,881	1,944	2,575	2,824	2,872
별도 외	688	612	571	649	1,012	1,014	1,014
영업이익	241	108	41	121	284	212	193
별도	188	107	49	96	209	167	148
별도 외	53	1	-8	25	74	45	45
영업이익률	8.2	3.9	1.7	4.7	7.9	5.5	5.0
별도	8.3	4.9	2.6	4.9	8.1	5.9	5.2
별도 외	7.8	0.1	-1.3	3.9	7.4	4.4	4.4
세전이익	205	87	26	99	277	198	181
순이익	151	62	18	72	208	148	136
지배순이익	151	62	18	72	207	148	136
지배주주 EPS(원)	5,372	2,212	629	2,565	7,402	5,290	4,855
지배주주 BPS(원)	46,640	49,144	49,306	51,539	57,939	62,427	66,481
지배주주 ROE(%)	11.9	4.6	1.3	5.1	13.5	8.8	7.5
본사 신동판매량(천톤)	201	197	179	176	192	197	202
본사 방산매출액	837	700	605	707	749	759	759
적용 구리가격(USD)	6,068	6,584	6,008	6,028	9,209	9,800	9,800
원달러환율	1,130	1,100	1,165	1,180	1,143	1,180	1,180

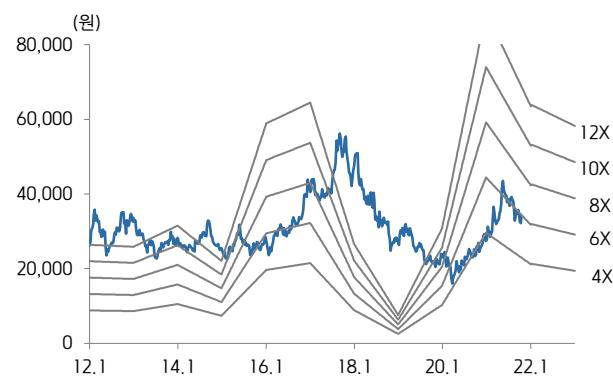
자료: 풍산, 키움증권

## 풍산 실적전망 변경

(단위: 십억원)	변경전		변경후		%차이	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	3,549	3,707	3,587	3,837	1.1	3.5
별도	2,537	2,694	2,575	2,824	1.5	4.8
별도 외	1,012	1,014	1,012	1,014	0.0	0.0
영업이익	260	172	284	212	9.1	22.9
별도	190	131	209	167	9.8	27.9
별도 외	69	42	74	45	7.2	7.2
영업이익률	7.3	4.6	7.9	5.5		
별도	7.5	4.9	8.1	5.9		
별도 외	6.9	4.1	7.4	4.4		
세전이익	252	158	277	198	9.9	24.9
순이익	189	119	208	148	9.9	24.9
지배순이익	189	119	207	148	9.9	24.9
지배주주 EPS(원)	6,735	4,234	7,402	5,290	9.9	24.9
지배주주 BPS(원)	57,272	60,705	57,939	62,427	1.2	2.8
지배주주 ROE(%)	12.4	7.2	13.5	8.8		
본사 신동판매량(천톤)	3,549	3,707	3,587	3,837	1.1	3.5
본사 방산매출액	2,537	2,694	2,575	2,824	1.5	4.8
적용 구리가격(USD)	1,012	1,014	1,012	1,014	0.0	0.0
원달러환율	260	172	284	212	9.1	22.9

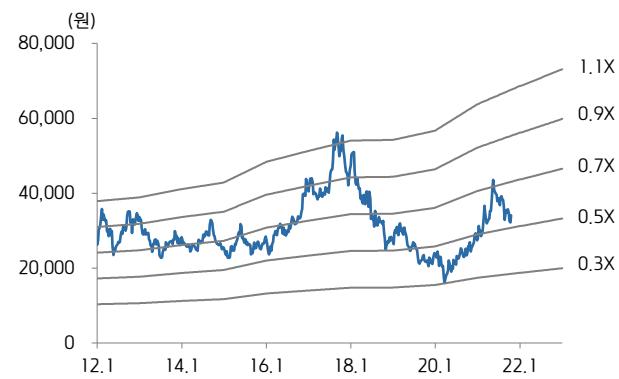
자료: 풍산, 키움증권

풍산 12mf PER 밴드



자료: Fn가이드, 키움증권

풍산 12mf PBR 밴드



자료: Fn가이드, 키움증권

## 풍산 추정 재무제표

## 포괄손익계산서

12 월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>매출액</b>	2,451	2,594	3,587	3,837	3,885
매출원가	2,264	2,323	3,139	3,448	3,510
매출총이익	188	271	448	389	375
판관비	146	150	165	177	183
영업이익	41	121	284	212	193
<b>EBITDA</b>	141	222	374	299	278
영업외손익	-15	-22	-7	-14	-11
이자수익	1	1	1	1	1
이자비용	30	21	24	21	18
외환관련이익	40	56	30	0	0
외환관련손실	35	61	21	0	0
증속 및 관계기업손익	0	0	0	0	0
기타	9	3	7	6	6
<b>법인세차감전이익</b>	26	99	277	198	181
법인세비용	9	27	69	49	45
계속사업순손익	18	72	208	148	136
<b>당기순이익</b>	18	72	208	148	136
<b>지배주주순이익</b>	18	72	207	148	136
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	-11.7	5.8	38.3	7.0	1.3
영업이익 증감율	-61.9	195.1	134.7	-25.4	-9.0
EBITDA 증감율	-29.3	57.4	68.5	-20.1	-7.0
지배주주순이익 증감율	-71.0	300.0	187.5	-28.5	-8.1
EPS 증감율	-71.6	308.1	188.5	-28.5	-8.2
매출총이익율(%)	7.7	10.4	12.5	10.1	9.7
영업이익률(%)	1.7	4.7	7.9	5.5	5.0
EBITDA Margin(%)	5.8	8.6	10.4	7.8	7.2
지배주주순이익률(%)	0.7	2.8	5.8	3.9	3.5

## 현금흐름표

12 월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>영업활동 현금흐름</b>	202	115	135	262	318
당기순이익	0	0	208	148	136
비현금항목의 가감	149	153	210	185	176
유형자산감가상각비	97	98	88	85	83
무형자산감가상각비	3	3	2	2	2
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	49	52	120	98	91
영업활동자산부채증감	90	-103	-278	-90	-18
매출채권및기타채권의감소	44	-45	-155	-39	-7
재고자산의감소	98	-20	-148	-65	-13
매입채무및기타채무의증가	-58	40	36	9	2
기타	6	-78	-11	5	0
<b>기타현금흐름</b>	-37	65	-5	19	24
<b>투자활동 현금흐름</b>	-57	-54	-69	-69	-69
유형자산의 취득	-61	-50	-70	-70	-70
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
무형자산의 순취득	0	-1	0	0	0
투자자산의감소(증가)	-11	-4	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	0	0	0	0	0
기타	15	1	1	1	1
<b>재무활동 현금흐름</b>	-136	-46	81	-130	-125
차입금의 증가(감소)	-133	-44	100	-100	-100
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	-17	-28	-22
기타	-3	-2	-2	-2	-3
<b>기타현금흐름</b>	6	-5	-115	-115	-115
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	15	9	33	-52	11
기초현금 및 현금성자산	56	70	79	112	61
기말현금 및 현금성자산	70	79	112	61	71

자료: 키움증권

## 재무상태표

12 월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>유동자산</b>	1,245	1,302	1,638	1,690	1,721
현금 및 현금성자산	70	79	112	61	71
단기금융자산	6	7	7	7	7
매출채권 및 기타채권	351	403	558	597	604
재고자산	790	790	939	1,004	1,017
기타유동자산	28.0	23.0	22.0	21.0	22.0
<b>비유동자산</b>	1,317	1,250	1,230	1,212	1,197
투자자산	26	30	30	30	30
유형자산	1,136	1,075	1,057	1,042	1,028
무형자산	19	17	14	12	11
기타비유동자산	136	128	129	128	128
<b>자산총계</b>	2,563	2,552	2,868	2,902	2,918
<b>유동부채</b>	763	747	783	792	794
매입채무 및 기타채무	166	200	237	246	247
단기금융부채	500.5	480.1	480.1	480.1	480.1
기타유동부채	97	67	66	66	67
<b>비유동부채</b>	415	358	458	358	258
장기금융부채	319.4	273.6	373.6	273.6	173.6
기타비유동부채	96	84	84	84	84
<b>부채총계</b>	1,179	1,106	1,242	1,151	1,053
<b>자본지분</b>	1,382	1,444	1,624	1,749	1,863
자본금	140	140	140	140	140
자본잉여금	495	495	495	495	495
기타자본	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	15	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	733	810	990	1,116	1,229
<b>비자본지분</b>	2	2	2	2	2
<b>자본총계</b>	1,384	1,446	1,626	1,752	1,865

## 투자지표

12 월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	629	2,565	7,402	5,290	4,855
BPS	49,306	51,539	57,939	62,427	66,481
CFPS	5,961	8,035	14,893	11,892	11,126
DPS	400	600	1,000	800	800
<b>주가배수(배)</b>					
PER	37.9	10.9	4.6	6.4	7.0
PER(최고)	52.8	11.6	6.7		
PER(최저)	31.8	5.3	3.8		
PBR	0.48	0.54	0.59	0.55	0.51
PBR(최고)	0.67	0.58	0.86		
PBR(최저)	0.41	0.26	0.48		
PSR	0.27	0.30	0.27	0.25	0.25
PCFR	4.0	3.5	2.3	2.9	3.1
EV/EBITDA	10.0	6.5	4.4	5.3	5.3
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%), 보통주, 현금	63.6	23.4	13.5	15.1	16.5
배당수익률(%), 보통주, 현금	1.7	2.1	3.1	2.5	2.5
ROA	0.7	2.8	7.7	5.1	4.7
ROE	1.3	5.1	13.5	8.8	7.5
ROIC	1.2	4.8	9.7	6.8	6.1
매출채권회전율	6.5	6.9	7.5	6.6	6.5
재고자산회전율	3.0	3.3	4.1	4.0	3.8
부채비율	85.2	76.4	76.4	65.7	56.4
순차입금비율	53.7	46.2	45.2	39.2	30.9
이자보상배율	1.4	5.8	12.0	10.1	10.6
총차입금	820	754	854	754	654
순차입금	743	668	735	686	576
NOPLAT	141	222	374	299	278
FCF	155	47	-45	87	141

POSCO(005490)  
투자의견 Buy  
목표주가 440,000원

POSCO의 3분기 잠정 영업이익은 연결 3.11조원, 별도 2.30조원으로 분기기준 사상 최대치를 기록하며 키움증권 추정치 연결 2.27조원, 별도 1.72조원과 컨센서스 연결 2.60조원, 별도 2.01조원을 모두 상회했다. 올해 연간 영업이익은 9.18조원으로 기존 최고치였던 2010년 5.74조원을 크게 뛰어넘을 전망이다.

POSCO는 올해 사상 최고실적과 더불어 연간 배당액이 주당 16,000원에 달할 전망이다(분기 배당으로 1분기 3,000원, 2분기 4,000원 배당). 시가배당률은 약 5%에 달할 전망이다. 4분기 실적에 대한 우려가 있지만 POSCO 주가는 분기실적보다 중국 철강가격에 더욱 민감함을 주목해야 한다.

올해 예상실적기준으로 현 주가는 PER 4.6X, PBR 0.58X에 불과해 중국 철강가격 반등시 탄력적인 주가 상승이 기대된다. 목표주가 440,000원(12mf PBR 0.75X)과 투자의견 Buy를 유지한다.

### POSCO 분기실적 전망

(단위: 십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E
매출액	14,546	13,722	14,261	15,264	16,069	18,292	19,097	19,453
별도	6,970	5,885	6,578	7,077	7,800	9,277	10,262	10,447
별도 외	7,576	7,837	7,683	8,187	8,268	9,015	8,836	9,006
영업이익	705	168	667	863	1,552	2,201	3,110	2,314
별도	458	-108	262	524	1,073	1,608	2,300	1,703
별도 외	247	276	405	340	480	593	810	611
영업이익률	4.8	1.2	4.7	5.7	9.7	12.0	16.3	11.9
별도	6.6	-1.8	4.0	7.4	13.8	17.3	22.4	16.3
별도 외	3.3	3.5	5.3	4.1	5.8	6.6	9.2	6.8
세전이익	660	134	712	518	1,560	2,398	3,077	2,224
순이익	435	105	514	735	1,139	1,807	2,216	1,505
지배순이익	395	40	465	701	1,025	1,664	2,076	1,388
<b>본사 판매량</b>	<b>8,621</b>	<b>7,762</b>	<b>8,894</b>	<b>8,992</b>	<b>8,812</b>	<b>9,000</b>	<b>8,815</b>	<b>8,981</b>
본사 탄소강 ASP	692	643	634	679	763	901	1,041	1,041

자료: POSCO, 키움증권

### POSCO 연간실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	60,655	64,978	64,367	57,793	72,911	75,340	75,179
별도	28,554	30,659	30,374	26,510	37,787	40,216	40,054
별도 외	32,101	34,318	33,993	31,283	35,125	35,125	35,125
영업이익	4,622	5,543	3,869	2,403	9,177	8,804	8,784
별도	2,902	3,809	2,586	1,135	6,684	6,685	6,665
별도 외	1,719	1,733	1,282	1,268	2,493	2,119	2,119
영업이익률	7.6	8.5	6.0	4.2	12.6	11.7	11.7
별도	10.2	12.4	8.5	4.3	17.7	16.6	16.6
별도 외	5.4	5.1	3.8	4.1	7.1	6.0	6.0
세전이익	4,180	3,563	3,053	2,025	9,259	8,863	8,924
순이익	2,973	1,892	1,983	1,788	6,666	6,381	6,425
지배순이익	2,790	1,691	1,835	1,602	6,152	5,803	5,843
지배주주 EPS(원)	32,001	19,391	21,048	18,376	70,565	66,562	67,022
지배주주 BPS(원)	501,600	497,452	510,076	508,464	562,651	612,835	663,479
지배주주 ROE(%)	6.5	3.9	4.2	3.6	13.2	11.3	10.5

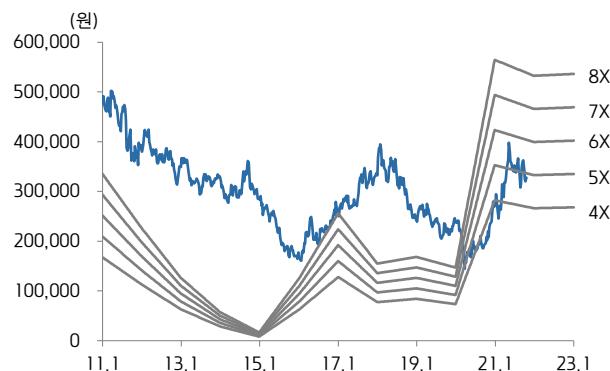
자료: POSCO, 키움증권

## POSCO 실적전망 변경

(단위: 십억원)	변경전		변경후		%차이	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	72,239	74,999	72,911	75,340	0.9	0.5
별도	37,113	39,874	37,787	40,216	1.8	0.9
별도 외	35,126	35,126	35,125	35,125	0.0	0.0
영업이익	7,515	5,437	9,177	8,804	22.1	61.9
별도	5,472	3,700	6,684	6,685	22.2	80.7
별도 외	2,044	1,737	2,493	2,119	22.0	22.0
영업이익률	10.4	7.2	12.6	11.7		
별도	14.7	9.3	17.7	16.6		
별도 외	5.8	4.9	7.1	6.0		
세전이익	7,559	5,416	9,259	8,863	22.5	63.7
순이익	5,443	3,899	6,666	6,381	22.5	63.7
지배순이익	4,929	3,512	6,152	5,803	24.8	65.2
지배주주 EPS(원)	56,528	40,284	70,565	66,562	24.8	65.2
지배주주 BPS(원)	552,084	581,194	562,651	612,835	1.9	5.4
지배주주 ROE(%)	10.7	7.1	13.2	11.3		

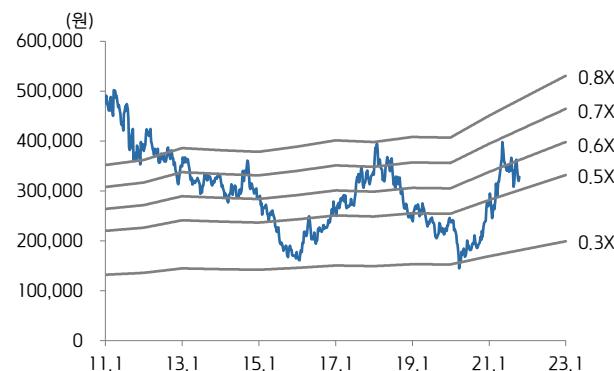
자료: POSCO, 키움증권

## POSCO 12mf PER 밴드



자료: Fn가이드, 키움증권

## POSCO 12mf PBR 밴드



자료: Fn가이드, 키움증권

## POSCO 추정 재무제표

## 포괄손익계산서

12 월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>매출액</b>	64,367	57,793	72,911	75,340	75,179
매출원가	58,116	53,072	61,213	63,931	63,795
매출총이익	6,250	4,720	11,698	11,410	11,384
판관비	2,381	2,317	2,521	2,605	2,600
<b>영업이익</b>	3,869	2,403	9,177	8,804	8,784
<b>EBITDA</b>	7,330	6,025	12,732	12,248	12,193
<b>영업외손익</b>	-815.6	-377.9	81.4	58.5	140.0
이자수익	352	372	348	418	504
이자비용	756	639	609	617	622
외환관련이익	1,031	1,722	605	0	0
외환관련손실	1,066	1,493	718	0	0
증속 및 관계기업손익	274	133	500	302	302
기타	-651	-473	-45	-45	-44
<b>법인세차감전이익</b>	3,053	2,025	9,259	8,863	8,924
법인세비용	1,071	237	2,592	2,482	2,499
<b>계속사업순손익</b>	1,983	1,788	6,666	6,381	6,425
<b>당기순이익</b>	1,983	1,788	6,666	6,381	6,425
<b>지배주주순이익</b>	1,835	1,602	6,152	5,803	5,843
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	-0.9	-10.2	26.2	3.3	-0.2
영업이익 증감율	-30.2	-37.9	281.9	-4.1	-0.2
EBITDA 증감율	-16.8	-17.8	111.3	-3.8	-0.4
지배주주순이익 증감율	8.5	-12.7	284.0	-5.7	0.7
EPS 증감율	8.5	-12.7	284.0	-5.7	0.7
매출총이익율(%)	9.7	8.2	16.0	15.1	15.1
영업이익률(%)	6.0	4.2	12.6	11.7	11.7
EBITDA Margin(%)	11.4	10.4	17.5	16.3	16.2
지배주주순이익률(%)	2.9	2.8	8.4	7.7	7.8

## 현금흐름표

12 월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>영업활동 현금흐름</b>	6,005	8,686	5,499	10,201	10,926
당기순이익	1,983	1,788	6,666	6,381	6,425
비현금항목의 가감	5,749	4,733	6,990	6,904	6,805
유형자산감가상각비	3,030	3,156	3,122	3,064	3,075
무형자산감가상각비	431	466	433	380	334
지분법평가손익	-308	-237	-500	-302	-302
기타	2,596	1,348	3,935	3,762	3,698
영업활동자산부채증감	-41	2,804	-5,572	-671	45
매출채권및기타채권의감소	430	817	-3,048	-410	27
재고자산의감소	794	1,718	-3,547	-420	28
매입채무및기타채무의증가	-733	594	982	158	-10
기타	-532	-325	41	1	0
<b>기타현금흐름</b>	-1,686	-639	-2,585	-2,413	-2,349
<b>투자활동 현금흐름</b>	-3,683	-6,259	-3,200	-3,700	-3,700
유형자산의 취득	-2,519	-3,197	-2,653	-3,153	-3,153
유형자산의 처분	52	0	0	0	0
무형자산의 순취득	-275	-222	0	0	0
투자자산의감소(증가)	142	196	-123	-123	-123
단기금융자산의감소(증가)	-1,037	-2,614	0	0	0
기타	-46.0	-422.0	-424.0	-424.0	-424.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	-1,512	-1,091	-1,971	-2,560	-2,560
차입금의 증가(감소)	-295	802	-1,000	-1,000	-1,000
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	-883	0	0	0
배당금지급	-946	-659	-620	-1,210	-1,210
기타	-271	-351	-351	-350	-350
<b>기타현금흐름</b>	62	-95	-1,424	-794	-794
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	871	1,240	-1,096	3,147	3,872
기초현금 및 현금성자산	2,644	3,515	4,756	3,659	6,806
기말현금 및 현금성자산	3,515	4,756	3,659	6,806	10,678

자료: 키움증권

## 재무상태표

12 월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>유동자산</b>	34,842	35,831	41,330	45,306	49,123
현금 및 현금성자산	3,515	4,755	3,659	6,806	10,678
단기금융자산	9,365	11,979	11,979	11,979	11,979
매출채권 및 기타채권	10,243	9,246	12,294	12,703	12,676
재고자산	10,920	9,052	12,598	13,018	12,990
기타유동자산	799.0	799.0	800.0	800.0	800.0
<b>비유동자산</b>	44,216	43,256	42,978	43,113	43,283
투자자산	5,981	5,918	6,542	6,967	7,393
유형자산	29,926	29,400	28,932	29,021	29,099
무형자산	4,908	4,449	4,016	3,636	3,302
기타비유동자산	3,401	3,489	3,488	3,489	3,489
<b>자산총계</b>	79,059	79,087	84,308	88,419	92,406
<b>유동부채</b>	16,324	16,855	17,837	17,995	17,985
매입채무 및 기타채무	6,218	6,496	7,478	7,636	7,626
단기금융부채	8,747.2	8,980.6	8,980.6	8,980.6	8,980.6
기타유동부채	1,359	1,378	1,378	1,378	1,378
<b>비유동부채</b>	14,940	14,557	13,557	12,557	11,557
장기금융부채	12,434.2	12,319.3	11,319.3	10,319.3	9,319.3
기타비유동부채	2,506	2,238	2,238	2,238	2,238
<b>부채총계</b>	31,264	31,412	31,395	30,553	29,542
<b>자본지분</b>	44,472	44,331	49,056	53,431	57,847
자본금	482	482	482	482	482
자본잉여금	1,376	1,311	1,311	1,311	1,311
기타자본	-1,529	-2,380	-2,380	-2,380	-2,380
기타포괄손익누계액	-1,137	-1,393	-1,611	-1,829	-2,047
이익잉여금	45,080	46,111	51,054	55,647	60,281
비자본지분	3,323	3,343	3,857	4,435	5,017
<b>자본총계</b>	47,795	47,675	52,913	57,866	62,864

## 투자지표

12 월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	21,048	18,376	70,565	66,562	67,022
BPS	510,076	508,464	562,651	612,835	663,479
CFPS	88,677	74,793	156,634	152,382	151,743
DPS	10,000	8,000	16,000	16,000	16,000
<b>주가배수(배)</b>					
PER	11.2	14.8	4.6	4.9	4.9
PER(최고)	13.7	15.5	5.9		
PER(최저)	9.6	7.2	3.4		
PBR	0.46	0.53	0.58	0.54	0.49
PBR(최고)	0.57	0.56	0.73		
PBR(최저)	0.40	0.26	0.43		
PSR	0.32	0.41	0.39	0.38	0.38
<b>PCFR</b>	2.7	3.6	2.1	2.2	2.2
<b>EV/EBITDA</b>	4.4	5.2	2.8	2.7	2.3
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%), 보통주, 현금	40.4	34.7	18.2	19.0	18.8
배당수익률(%), 보통주, 현금	4.2	2.9	5.0	5.0	5.0
ROA	2.5	2.3	8.2	7.4	7.1
ROE	4.2	3.6	13.2	11.3	10.5
ROIC	5.3	3.4	13.6	12.4	12.4
매출채권회전율	6.2	5.9	6.8	6.0	5.9
재고자산회전율	5.7	5.8	6.7	5.9	5.8
부채비율	65.4	65.9	59.3	52.8	47.0
순자입금비율	17.4	9.6	8.8	0.9	-6.9
이자보상배율	5.1	3.8	15.1	14.3	14.1
<b>총자입금</b>	21,181	21,300	20,300	19,300	18,300
<b>순자입금</b>	8,301	4,567	4,662	515	-4,357
<b>NOPLAT</b>	7,330	6,025	12,732	12,248	12,193
<b>FCF</b>	3,336	4,660	1,938	5,959	6,624

고려아연(010130)  
투자의견 Outperform  
목표주가 680,000원

고려아연의 3분기 영업이익은 2,410억원으로 기존 추정치에 부합할 전망이다. 벤치마크 아연제련수수료 하락 영향이 3분기까지 점진적으로 반영되어 1분기를 정점으로 수익 성 하락압박은 지속되지만 비철가격 강세와 원달러환율 상승이 이를 제한시킬 전망이다.

고려아연은 LG화학과의 전구체사업 MOU 체결이후 이차전지 소재사업 기대감으로 하반기 업종내 주가가 가장 양호했다. 하반기 원달러환율 상승과 최근 아연가격 급등은 이익체력에도 긍정적이다.

한편, 이차전지 소재사업과 관련해 상반기 부사장급 인재를 신규 영입했고, 10월에는 동박/양극재/전구체 등 이차전지 소재관련 경력자 채용공고를 내며 발빠르게 움직이고 있다. 다만 이차전지 소재사업 확대에 기대감이 주가에 상당부분 선반영된 만큼 이제는 LG화학과의 전구체사업과 관련해 구체적인 투자계획을 확인해 볼 필요가 있다. 목표주가 680,000원(12mf PBR 1.7X)를 유지하지만 최근 주가상승에 따른 괴리를 축소로 투자의견은 Outperform을 제시한다.

### 고려아연 3Q21 실적 프리뷰

(단위: 십억원)	3Q21E	기준 추정	%차이	컨센서스	%차이	2Q21	%QoQ	3Q20	%YoY
매출액	2,340	2,357	-0.7	2,320	0.8	2,375	-1.5	1,976	18.4
별도	1,784	1,801	-0.9	1,760	1.3	1,819	-1.9	1,414	26.1
별도 외	556	556	0.0	560	-0.6	556	0.0	562	-1.0
영업이익	241	242	-0.4	266	-9.6	273	-11.8	267	-9.9
별도	211	212	-0.5	227	-7.1	224	-5.8	212	-0.4
별도 외	30	30	0.0	39	-23.6	49	-39.0	56	-46.0
영업이익률	10.3	10.3		11.5		11.5		13.5	
별도	11.8	11.8		12.9		12.3		15.0	
별도 외	5.4	5.4		7.0		8.8		9.9	
세전이익	236	235	0.3	260	-9.4	279	-15.5	239	-1.4
순이익	172	172	0.3	192	-10.3	195	-11.4	170	1.2
지배순이익	171	170	0.3	182	-6.1	194	-11.8	168	1.7
아연가격(USD)	2,961	3,000	-1.3			2,863	3.4	2,197	34.8
연가격(USD)	2,318	2,300	0.8			2,051	13.0	1,829	26.7
은가격(USD)	24.0	25.0	-4.1			26.2	-8.7	21.7	10.6
원달러환율	1,157	1,150	0.6			1,121	3.2	1,189	-2.6

자료: 고려아연, 키움증권

### 고려아연 분기실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	3Q21E	4Q21E
매출액	1,733	1,622	1,976	2,251	2,201	2,375	2,340	2,474
별도	1,338	1,253	1,414	1,647	1,684	1,819	1,784	1,918
별도 외	395	369	562	604	516	556	556	556
영업이익	204	164	267	262	270	273	241	250
별도	197	170	212	202	233	224	211	220
별도 외	7	-6	56	60	37	49	30	30
영업이익률	11.8	10.1	13.5	11.6	12.3	11.5	10.3	10.1
별도	14.7	13.6	15.0	12.3	13.8	12.3	11.8	11.5
별도 외	1.9	-1.7	9.9	9.9	7.2	8.8	5.4	5.4
세전이익	199	159	239	215	290	279	236	246
순이익	142	111	170	152	212	195	172	182
지배순이익	138	115	168	152	210	194	171	181
아연가격(USD)	2,251	1,921	2,197	2,521	2,744	2,863	2,961	3,500
연가격(USD)	1,899	1,671	1,829	1,858	2,040	2,051	2,318	2,200
은가격(USD)	17.7	15.4	21.7	24.7	26.0	26.2	24.0	23.0
원달러환율	1,194	1,221	1,189	1,118	1,114	1,121	1,157	1,180

자료: 고려아연, 키움증권

## 고려아연 연간실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	6,597	6,883	6,695	7,582	9,390	9,970	10,035
별도	5,452	5,528	5,219	5,652	7,205	7,785	7,850
별도 외	1,144	1,356	1,476	1,930	2,185	2,185	2,185
영업이익	895	765	805	897	1,034	1,087	1,127
별도	761	648	729	781	888	947	973
별도 외	134	117	76	117	147	140	154
영업이익률	13.6	11.1	12.0	11.8	11.0	10.9	11.2
별도	14.0	11.7	14.0	13.8	12.3	12.2	12.4
별도 외	11.7	8.6	5.2	6.0	6.7	6.4	7.0
EBITDA	1,023	1,085	1,085	1,176	1,312	1,368	1,430
세전이익	802	926	872	812	1,051	1,114	1,155
순이익	595	634	639	575	762	813	843
지배순이익	592	629	633	573	755	806	835
지배주주 EPS(원)	31,395	33,336	33,541	30,363	40,004	42,698	44,264
지배주주 BPS(원)	292,340	315,862	355,878	369,358	390,618	413,635	437,282
지배주주 ROE(%)	11.2	11.0	9.8	8.4	10.5	10.6	10.4
아연가격(USD)	2,851	2,972	2,579	2,222	3,017	3,500	3,500
연가격(USD)	2,294	2,289	2,003	1,814	2,152	2,200	2,200
은가격(USD)	17.1	15.8	16.0	19.9	24.8	23.0	23.0
원달러환율	1,130	1,100	1,165	1,180	1,143	1,180	1,180

자료: 고려아연, 키움증권

## 고려아연 실적전망 변경

(단위: 십억원)	변경전		변경후		%차이	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	9,295	9,415	9,390	9,970	1.0	5.9
별도	7,110	7,230	7,205	7,785	1.3	7.7
별도 외	2,185	2,185	2,185	2,185	0.0	0.0
영업이익	1,024	1,038	1,034	1,087	1.0	4.7
별도	877	898	888	947	1.2	5.5
별도 외	147	140	147	140	0.0	0.0
영업이익률	11.0	11.0	11.0	10.9		
별도	12.3	12.4	12.3	12.2		
별도 외	6.7	6.4	6.7	6.4		
세전이익	1,034	1,060	1,051	1,114	1.6	5.1
순이익	750	773	762	813	1.6	5.1
지배순이익	743	766	755	806	1.6	5.1
지배주주 EPS(원)	39,366	40,619	40,004	42,698	1.6	5.1
지배주주 BPS(원)	389,979	410,918	390,618	413,635	0.2	0.7
지배주주 ROE(%)	10.4	10.1	10.5	10.6		
아연가격(USD)	2,892	2,800	3,017	3,500	4.3	25.0
연가격(USD)	2,177	2,200	2,152	2,200	-1.1	0.0
은가격(USD)	25.1	24.0	24.8	23.0	-1.0	-4.2
원달러환율	1,137	1,160	1,143	1,180	0.5	1.7

자료: 고려아연, 키움증권

고려아연 이차전지 소재사업 경력자 채용공고

## 채용공고

공고명	고려아연 및 계열사 2차전지소재 관련 부문 경력직 사원 채용
접수기간	2021.10.14(목) 14:00 ~ 2021.10.28(목) 17:00   D-13

### 고려아연 및 계열사 2차전지소재 관련부문 경력직 사원 채용

#### 1. 모집분야

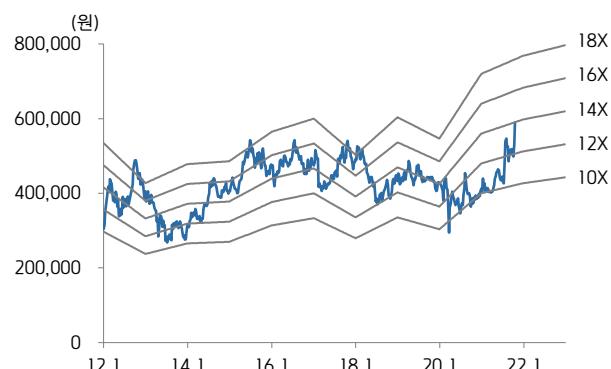
모집부문	인원(명)	근무형태	업무상세	근무지
신소재 사업개발	0	정규직	- 배터리소재분야 신사업개발 - 폐배터리 리사이클사업 추진 - 배터리 소재사업 전반의 전략개발 (전해동박, 전구체, 황산니켈 등)	서울
신소재영업	0	정규직	- 국내영업 (전해동박, 전구체 등 배터리 소재)	서울
개발연구	0	정규직	- 금정개발, 개선 및 연구	울산
품질관리 (KZAM)	0	정규직	- 통박, 양극재, 전구체 등 배터리 관련 소재의 사전 품질승인 프로세스 관리 및 양산 후 품질관리	울산

#### 2. 지원자격

모집부문	학력	전공	경력	필요 역량
신소재 사업개발	대졸 이상	전공 무관	10년 이상	- 신사업 기획추진을 위한 전략기획역량 - 글로벌 역량(상급 수준의 영어 능력) - 양극재, 전구체, 전해동박 등 배터리소재 관련 사업개발추진 또는 전략기획 경력 - 경영 컨설팅 업무 경력자 우대
신소재영업	대졸 이상	전공 무관	10년 이상	- 배터리 및 배터리소재에 대한 전문적 이해 - 양극재, 전구체, 전해동박 등 배터리 소재 관련 영업 경력 - 외국어 역량
개발연구	대졸 이상 (관련분야 석,박사 우대)	화학, 화공, 금속, 신소재 등	3~5년	- 통박, 전해도금 조업관리 경력 - 전지박, 회로박 관련 연구 경력
품질관리 (KZAM)	대졸 이상	전공 무관	10년 이상	- 배터리 소재 관련 사전 품질승인 프로세스 및 양산 후 품질관리 경력 - 통박, 전구체, 양극재 등 배터리 소재 관련 경력

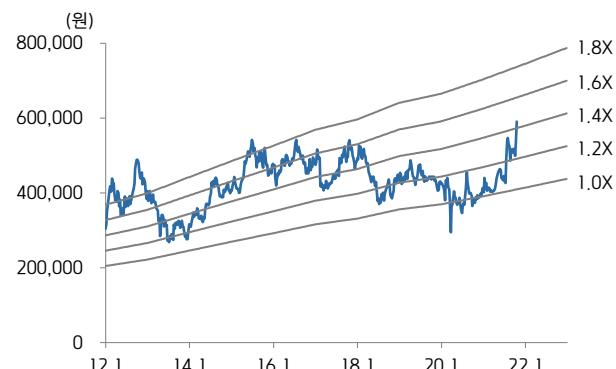
자료: 고려아연, 키움증권

고려아연 12mf PER 밴드



자료: Fn가이드, 키움증권

고려아연 12mf PBR 밴드



자료: Fn가이드, 키움증권

## 고려아연 추정 재무제표

## 포괄손익계산서

12 월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>매출액</b>	6,695	7,582	9,390	9,970	10,035
매출원가	5,744	6,547	8,191	8,714	8,738
매출총이익	951	1,035	1,199	1,257	1,297
판관비	146	138	165	170	170
영업이익	805	897	1,034	1,087	1,127
<b>EBITDA</b>	1,085	1,176	1,312	1,368	1,430
영업외손익	67	-85	16	27	28
이자수익	54	26	25	25	26
이자비용	1	2	2	2	2
외환관련이익	52	105	46	0	0
외환관련손실	58	74	57	0	0
증속 및 관계기업손익	2	-1	6	6	6
기타	18	-139	-2	-2	-2
<b>법인세차감전이익</b>	872	812	1,051	1,114	1,155
법인세비용	234	238	289	301	312
계속사업순손익	639	575	762	813	843
<b>당기순이익</b>	639	575	762	813	843
<b>지배주주순이익</b>	633	573	755	806	835
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	-2.7	13.2	23.8	6.2	0.7
영업이익 증감율	5.3	11.4	15.3	5.1	3.7
EBITDA 증감율	6.0	8.4	11.6	4.3	4.5
지배주주순이익 증감율	20.0	-9.5	31.8	6.8	3.6
EPS 증감율	20.0	-9.5	31.8	6.7	3.7
매출총이익율(%)	14.2	13.7	12.8	12.6	12.9
영업이익률(%)	12.0	11.8	11.0	10.9	11.2
EBITDA Margin(%)	16.2	15.5	14.0	13.7	14.3
지배주주순이익률(%)	9.5	7.6	8.0	8.1	8.3

## 현금흐름표

12 월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>영업활동 현금흐름</b>	693	457	914	1,032	1,207
당기순이익	639	575	762	813	843
비현금항목의 가감	470	623	636	651	684
유형자산감가상각비	279	279	278	281	303
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
지분법평가손익	-2	-1	-7	-7	-7
기타	193	345	365	377	388
영업활동자산부채증감	-258	-501	-218	-155	-33
매출채권및기타채권의감소	-67	-72	-107	-34	-4
재고자산의감소	-261	-706	-255	-155	-17
매입채무및기타채무의증가	96	329	161	52	6
기타	-26	-52	-17	-18	-18
<b>기타현금흐름</b>	-158	-240	-266	-277	-287
<b>투자활동 현금흐름</b>	-474	-548	-547	-647	-647
유형자산의 취득	-358	-662	-500	-600	-600
유형자산의 처분	1	1	0	0	0
무형자산의 순취득	-4	-6	0	0	0
투자자산의감소(증가)	146	-24	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	-274	191	0	0	0
기타	15	-48	-47	-47	-47
<b>재무활동 현금흐름</b>	-191	-171	-260	-278	-296
차입금의 증가(감소)	7	84	0	0	0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-196	-260	-265	-283	-300
기타	-2	5	5	5	4
<b>기타현금흐름</b>	6	-1	-144	-150	-158
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	33	-264	-37	-43	106
기초현금 및 현금성자산	656	690	426	388	345
기말현금 및 현금성자산	690	426	388	345	451

자료: 키움증권

## 재무상태표

12 월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>유동자산</b>	4,598	4,913	5,254	5,422	5,580
현금 및 현금성자산	690	426	388	345	451
단기금융자산	1,932	1,741	1,741	1,741	1,741
매출채권 및 기타채권	384	447	554	588	592
재고자산	1,556	2,250	2,505	2,660	2,677
기타유동자산	36.0	49.0	66.0	88.0	119.0
<b>비유동자산</b>	3,243	3,587	3,815	4,140	4,442
투자자산	188	212	217	223	229
유형자산	2,901	3,194	3,417	3,736	4,032
무형자산	94	91	91	91	91
기타비유동자산	60	90	90	90	90
<b>자산총계</b>	7,841	8,500	9,069	9,562	10,022
<b>유동부채</b>	704	1,118	1,279	1,331	1,337
매입채무 및 기타채무	488	805	966	1,018	1,024
단기금융부채	31.8	118.8	118.8	118.8	118.8
기타유동부채	184	194	194	194	194
<b>비유동부채</b>	298	294	294	294	294
장기금융부채	8.9	20.2	20.2	20.2	20.2
기타비유동부채	289	274	274	274	274
<b>부채총계</b>	1,002	1,413	1,574	1,625	1,631
<b>자본지분</b>	6,715	6,970	7,371	7,805	8,252
자본금	94	94	94	94	94
자본잉여금	57	57	57	57	57
기타자본	-54	-54	-54	-54	-54
기타포괄손익누계액	26	-67	-138	-209	-280
이익잉여금	6,592	6,940	7,412	7,917	8,434
비자본지분	123	117	124	131	139
<b>자본총계</b>	6,838	7,087	7,495	7,937	8,391

## 투자지표

12 월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	33,541	30,363	40,004	42,698	44,264
BPS	355,878	369,358	390,618	413,635	437,282
CFPS	58,760	63,499	74,067	77,607	80,909
DPS	14,000	15,000	16,000	17,000	18,000
<b>주가배수(배)</b>					
PER	12.7	13.2	14.7	13.8	13.3
PER(최고)	14.7	15.4	13.9		
PER(최저)	11.9	9.1	9.9		
PBR	1.19	1.09	1.51	1.43	1.35
PBR(최고)	1.38	1.26	1.42		
PBR(최저)	1.13	0.75	1.01		
PSR	1.20	1.00	1.19	1.12	1.11
PCFR	7.2	6.3	8.0	7.6	7.3
EV/EBITDA	5.1	4.8	5.9	5.7	5.4
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%), 보통주, 현금	38.7	46.1	37.1	37.0	37.7
배당수익률(%), 보통주, 현금	3.3	3.7	3.1	3.3	3.5
ROA	8.5	7.0	8.7	8.7	8.6
ROE	9.8	8.4	10.5	10.6	10.4
ROIC	13.4	13.2	14.1	13.8	13.3
매출채권회전율	19.0	18.2	18.7	17.5	17.0
재고자산회전율	4.7	4.0	3.9	3.9	3.8
부채비율	14.7	19.9	21.0	20.5	19.4
순차입금비율	-37.7	-28.6	-26.6	-24.5	-24.5
이자보상배율	573.5	538.8	621.0	652.7	676.4
총차입금	41	139	139	139	139
순차입금	-2,581	-2,027	-1,990	-1,947	-2,053
NOPLAT	1,085	1,176	1,312	1,368	1,430
FCF	222	-269	309	319	493

동국제강(001230)

투자의견 Buy

목표주가 24,000원

동국제강의 3분기 영업이익은 2,376억원으로 기존 추정치를 약 20% 상회할 전망이다. 계절적 비수기에도 철근/형강 등 봉형강류 수익성이 견조한 가운데 3분기에도 가파른 제품가격 인상으로 냉연/후판 등 판재류 수익성 개선세가 지속되었을 것으로 판단한다.

동국제강은 봉형강/냉연 중심의 본사 이익체력이 과거와 비교할 수 없을 정도로 개선되었고, 브라질 CSP 제철소도 2분기이후 영업이익률 30% 내외의 높은 수익성이 지속되고 있다. 다만 하반기 브라질 해알화 변동에 따른 CSP 외화관련 평가손익과 순이익 불확실성은 다시 경계할 필요가 있다.

상반기 업종내 가장 뜨거웠던 주가는 5월 중순이후 충분한 조정으로 Valuation 부담이 완화된 상황이다. 목표주가 24,000원(12mf PBR 0.9X)과 투자의견 Buy를 유지한다.

### 동국제강 3Q21 실적 프리뷰

(단위: 십억원)	3Q21E	기준 추정	%차이	컨센서스	%차이	2Q21	%QoQ	3Q20	%YoY
매출액	1,829.5	1,810.7	1.0	1,926.0	-5.0	1,818.0	0.6	1,297.5	41.0
별도	1,716.2	1,697.3	1.1	1,789.8	-4.1	1,704.6	0.7	1,119.4	53.3
별도 외	113.4	113.4	0.0	136.2	-16.7	113.4	0.0	178.1	
영업이익	<b>237.6</b>	<b>197.4</b>	<b>20.4</b>	<b>233.7</b>	<b>1.7</b>	<b>207.0</b>	<b>14.8</b>	<b>85.7</b>	<b>177.3</b>
별도	<b>235.2</b>	<b>194.9</b>	<b>20.6</b>	<b>232.7</b>	<b>1.1</b>	<b>209.3</b>	<b>12.4</b>	<b>69.3</b>	<b>239.4</b>
별도 외	<b>2.4</b>	<b>2.4</b>	<b>0.0</b>	<b>0.9</b>	<b>158.3</b>	<b>-2.3</b>	<b>흑전</b>	<b>16.4</b>	<b>-85.3</b>
영업이익률	13.0	10.9		12.1		11.4		6.6	
별도	13.7	11.5		13.0		12.3		6.2	
별도 외	2.1	2.1		0.7		-2.0		9.2	
세전이익	222.0	181.7	22.2	210.7	5.4	195.3	13.7	61.4	261.7
지분법손익	0.0	0.0				10.5		-16.7	
순이익	161.2	132.3	21.8	143.2	12.6	148.6	8.4	37.0	335.1
지배순이익	158.4	129.8	22.0	155.1	2.1	146.2	8.3	36.5	333.4

자료: 동국제강, 키움증권

### 동국제강 분기실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E
매출액	1,395.8	1,818.0	1,829.5	1,974.2	1,395.8	1,818.0	1,829.5	1,974.2
별도	1,301.6	1,704.6	1,716.2	1,860.8	1,301.6	1,704.6	1,716.2	1,860.8
별도 외	94.2	113.4	113.4	113.4	94.2	113.4	113.4	113.4
영업이익	<b>109.4</b>	<b>207.0</b>	<b>237.6</b>	<b>184.9</b>	<b>109.4</b>	<b>207.0</b>	<b>237.6</b>	<b>184.9</b>
별도	<b>102.3</b>	<b>209.3</b>	<b>235.2</b>	<b>182.5</b>	<b>102.3</b>	<b>209.3</b>	<b>235.2</b>	<b>182.5</b>
별도 외	<b>7.1</b>	<b>-2.3</b>	<b>2.4</b>	<b>2.4</b>	<b>7.1</b>	<b>-2.3</b>	<b>2.4</b>	<b>2.4</b>
영업이익률	7.8	11.4	13.0	9.4	7.8	11.4	13.0	9.4
별도	7.9	12.3	13.7	9.8	7.9	12.3	13.7	9.8
별도 외	7.6	-2.0	2.1	2.1	7.6	-2.0	2.1	2.1
세전이익	48.2	195.3	222.0	147.0	48.2	195.3	222.0	147.0
지분법손익	-39.3	10.5	0.0	0.0	-39.3	10.5	0.0	0.0
순이익	27.6	148.6	161.2	97.5	27.6	148.6	161.2	97.5
지배순이익	25.1	146.2	158.4	95.3	25.1	146.2	158.4	95.3

자료: 동국제강, 키움증권

## 동국제강 연간실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	6,049.3	5,964.9	5,658.4	5,206.2	7,017.5	7,404.7	7,499.2
별도	5,423.7	5,364.8	5,055.4	4,613.7	6,583.2	6,951.2	7,045.7
별도 외	625.7	600.1	603.0	592.5	434.3	453.5	453.5
영업이익	241.3	145.0	164.6	294.7	738.9	571.3	543.1
별도	166.7	113.5	133.7	248.7	729.2	561.7	533.4
별도 외	74.6	31.4	30.8	46.0	9.7	9.7	9.7
영업이익률	4.0	2.4	2.9	5.7	10.5	7.7	7.2
별도	3.1	2.1	2.6	5.4	11.1	8.1	7.6
별도 외	11.9	5.2	5.1	7.8	2.2	2.1	2.1
세전이익	37.7	-327.0	-82.5	127.7	612.5	477.7	451.4
지분법손익	-162.6	-164.2	-53.4	-127.6	-28.8	0.0	0.0
순이익	4.8	-304.5	-81.7	69.5	434.8	348.8	329.5
지배순이익	4.5	-297.9	-68.5	65.1	424.9	338.8	319.6
지배주주 EPS(원)	47	-3,121	-718	682	4,453	3,550	3,349
지배주주 BPS(원)	23,619	20,178	19,382	21,305	25,027	28,093	30,956
지배주주 ROE(%)	0.2	-14.3	-3.6	3.4	19.2	13.4	11.3

자료: 동국제강, 키움증권

## 동국제강 실적전망 변경

(단위: 십억원)	변경전		변경후		%차이	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	6,942.8	7,153.1	7,017.5	7,404.7	1.1	3.5
별도	6,508.5	6,699.6	6,583.2	6,951.2	1.1	3.8
별도 외	434.3	453.5	434.3	453.5	0.0	0.0
영업이익	694.3	525.9	738.9	571.3	6.4	8.6
별도	684.7	516.2	729.2	561.7	6.5	8.8
별도 외	9.7	9.7	9.7	9.7	0.0	0.0
영업이익률	10.0	7.4	10.5	7.7		
별도	10.5	7.7	11.1	8.1		
별도 외	2.2	2.1	2.2	2.1		
세전이익	567.7	432.0	612.5	477.7	7.9	10.6
지분법손익	-28.8	0.0	-28.8	0.0		
순이익	403.1	315.4	434.8	348.8	7.9	10.6
지배순이익	393.1	305.4	424.9	338.8	8.1	10.9
지배주주 EPS(원)	4,119	3,201	4,453	3,550	8.1	10.9
지배주주 BPS(원)	24,694	27,410	25,027	28,093	1.3	2.5
지배주주 ROE(%)	17.9	12.3	19.2	13.4		

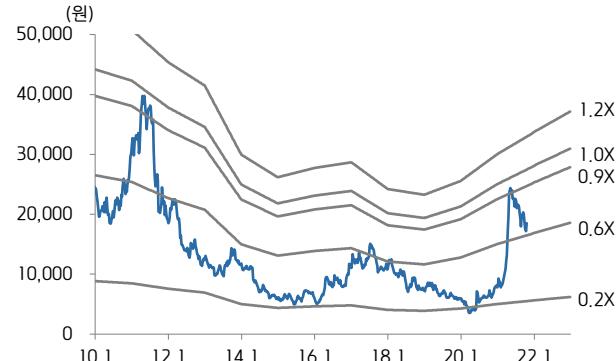
자료: 동국제강, 키움증권

## 동국제강과 POSCO 주가의 동행성



자료: Fn가이드, 키움증권

## 동국제강 12mf PBR 밴드



자료: 동국제강, 키움증권

## 동국제강 추정 재무제표

## 포괄손익계산서

12 월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>매출액</b>	5,658	5,206	7,017	7,405	7,499
매출원가	5,150	4,610	5,947	6,492	6,604
매출총이익	508	596	1,071	913	895
판관비	344	302	332	342	352
<b>영업이익</b>	165	295	739	571	543
<b>EBITDA</b>	379	510	947	775	748
<b>영업외손익</b>	-247	-167	-126	-94	-92
이자수익	6	4	5	6	6
이자비용	110	83	64	69	67
외환관련이익	61	102	38	0	0
외환관련손실	86	101	45	0	0
증속 및 관계기업손익	-53	-128	-29	0	0
기타	-65	39	-31	-31	-31
<b>법인세차감전이익</b>	-82	128	612	478	451
법인세비용	-1	58	178	129	122
<b>계속사업순손익</b>	-82	69	435	349	330
<b>당기순이익</b>	-82	69	435	349	330
<b>지배주주순이익</b>	-69	65	425	339	320
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	-5.1	-8.0	34.8	5.5	1.3
영업이익 증감율	13.8	78.8	150.5	-22.7	-4.9
EBITDA 증감율	5.1	34.6	85.7	-18.2	-3.5
지배주주순이익 증감율	흑전	-194.2	553.8	-20.2	-5.6
EPS 증감율	전지	흑전	552.8	-20.3	-5.7
매출총이익율(%)	9.0	11.4	15.3	12.3	11.9
영업이익률(%)	2.9	5.7	10.5	7.7	7.2
EBITDA Margin(%)	6.7	9.8	13.5	10.5	10.0
지배주주순이익률(%)	-1.2	1.2	6.1	4.6	4.3

## 현금흐름표

12 월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>영업활동 현금흐름</b>	213	632	300	496	499
당기순이익	0	0	435	349	330
비현금항목의 가감	479	381	422	373	366
유형자산감가상각비	211	212	205	201	203
무형자산감가상각비	3	3	3	3	3
지분법평가손익	-53	-128	0	0	0
기타	318	294	214	169	160
영업활동자산부채증감	-69	226	-320	-34	-14
매출채권및기타채권의감소	119	46	-221	-47	-12
재고자산의감소	54	115	-227	-49	-12
매입채무및기타채무의증가	-141	31	180	38	9
기타	-101	34	-52	24	1
기타현금흐름	-197	25	-237	-192	-183
<b>투자활동 현금흐름</b>	-65	-314	-247	-258	-258
유형자산의 취득	-49	-85	-100	-150	-150
유형자산의 처분	2	1	0	0	0
무형자산의 순취득	0	0	0	0	0
투자자산의감소(증가)	-5	27	-38	2	2
단기금융자산의감소(증가)	28	-147	0	0	0
기타	-41	-110	-109	-110	-110
<b>재무활동 현금흐름</b>	-101	-435	-136	-287	-364
차입금의 증가(감소)	-84	-410	-100	-200	-300
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	-7	0	0	0
배당금지급	0	0	-19	-70	-47
기타	-17	-18	-17	-17	-17
기타현금흐름	1	-6	149	149	149
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	49	-123	66	100	26
기초현금 및 현금성자산	343	392	269	335	436
기말현금 및 현금성자산	392	269	335	436	462

자료: 키움증권

## 재무상태표

12 월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>유동자산</b>	1,941	1,846	2,361	2,557	2,607
현금 및 현금성자산	392	269	335	436	462
단기금융자산	34	181	181	181	181
매출채권 및 기타채권	704	637	858	905	917
재고자산	775	653	880	929	941
기타유동자산	36.0	106.0	107.0	106.0	106.0
<b>비유동자산</b>	3,498	3,572	3,502	3,447	3,390
투자자산	55	28	66	65	63
유형자산	3,255	3,351	3,247	3,196	3,143
무형자산	52	53	49	46	44
기타비유동자산	136	140	140	140	140
<b>자산총계</b>	5,439	5,419	5,863	6,004	5,997
<b>유동부채</b>	2,849	2,806	2,885	2,724	2,433
매입채무 및 기타채무	713	767	946	985	994
단기금융부채	2,113.6	1,998.9	1,898.9	1,698.9	1,398.9
기타유동부채	22	40	40	40	40
<b>비유동부채</b>	645	477	477	477	477
장기금융부채	591.4	313.5	313.5	313.5	313.5
기타비유동부채	54	164	164	164	164
<b>부채총계</b>	3,494	3,282	3,362	3,200	2,910
<b>자본지분</b>	1,850	2,033	2,388	2,681	2,954
자본금	589	589	589	589	589
자본잉여금	588	589	589	589	589
기타자본	358	357	357	357	357
기타포괄손익누계액	-85	50	50	51	51
이익잉여금	400	448	803	1,095	1,368
비자본지분	95	103	113	123	133
<b>자본총계</b>	1,945	2,136	2,501	2,804	3,087

## 투자지표

12 월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	-718	682	4,453	3,550	3,349
BPS	19,382	21,305	25,027	28,093	30,956
CFPS	4,164	4,725	8,982	7,562	7,283
DPS	0	200	750	500	500
<b>주가배수(배)</b>					
PER	-8.3	11.9	4.2	5.2	5.5
PER(최고)	-12.2	12.9	6.3		
PER(최저)	-7.7	4.1	1.7		
PBR	0.31	0.38	0.74	0.66	0.60
PBR(최고)	0.45	0.41	1.11		
PBR(최저)	0.28	0.13	0.30		
PSR	0.10	0.15	0.25	0.24	0.24
PCFR	1.4	1.7	2.1	2.4	2.5
EV/EBITDA	7.8	5.4	3.8	4.3	4.0
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%), 보통주, 현금)	0.0	26.9	16.1	13.4	14.2
배당수익률(%), 보통주, 현금)	0.0	2.5	4.0	2.7	2.7
ROA	-1.5	1.3	7.7	5.9	5.5
ROE	-3.6	3.4	19.2	13.4	11.3
ROIC	3.5	5.6	12.6	9.8	9.4
매출채권회전율	7.3	7.8	9.4	8.4	8.2
재고자산회전율	6.8	7.3	9.2	8.2	8.0
부채비율	179.6	153.6	134.4	114.1	94.3
순차입금비율	117.2	87.2	67.8	49.8	34.7
이자보상배율	1.5	3.5	11.5	8.3	8.1
총차입금	2,705	2,312	2,212	2,012	1,712
순차입금	2,279	1,862	1,696	1,396	1,070
NOPLAT	379	510	947	775	748
FCF	248	589	312	437	438

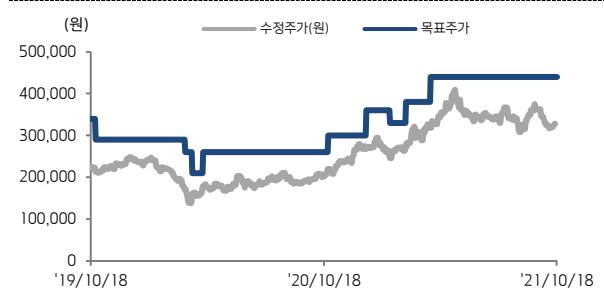
## 투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점	괴리율(%)		종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점	괴리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비						평균 주가 대비	최고 주가 대비
<b>POSCO</b>	2019-10-25	Buy(Maintain)	290,000원	6개월	-24.45	-21.38		2021-06-14	Outperform (Maintain)	26,000 원	6 개월	-18.86	-10.77
(005490)	2019-11-26	Buy(Maintain)	290,000원	6개월	-20.94	-14.31		2021-08-18	Buy(Upgrade)	24,000 원	6 개월	-20.44	-7.29
	2020-01-09	Buy(Maintain)	290,000원	6개월	-20.33	-14.31		2021-10-18	Buy(Maintain)	24,000 원	6 개월		
	2020-02-03	Buy(Maintain)	290,000원	6개월	-23.10	-14.31	<b>고려아연</b> (010130)	2019-10-11	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-19.64	-18.09
	2020-03-16	Buy(Maintain)	260,000원	6개월	-43.53	-37.69		2019-10-29	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-21.16	-18.09
	2020-03-25	Buy(Maintain)	210,000원	6개월	-22.51	-15.24		2019-11-26	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-23.23	-18.09
	2020-04-13	Buy(Maintain)	260,000원	6개월	-32.47	-29.62		2020-02-07	Buy(Maintain)	610,000원	6개월	-30.71	-24.43
	2020-04-27	Buy(Maintain)	260,000원	6개월	-31.48	-29.04		2020-03-13	Buy(Maintain)	610,000원	6개월	-35.86	-24.43
	2020-05-11	Buy(Maintain)	260,000원	6개월	-30.28	-21.92		2020-04-07	Buy(Maintain)	610,000원	6개월	-35.88	-24.43
	2020-07-03	Buy(Maintain)	260,000원	6개월	-29.99	-21.92		2020-04-09	Buy(Maintain)	580,000원	6개월	-32.11	-28.97
	2020-07-22	Buy(Maintain)	260,000원	6개월	-27.81	-19.04		2020-04-28	Buy(Maintain)	580,000원	6개월	-33.17	-28.97
	2020-10-08	Buy(Maintain)	260,000원	6개월	-27.60	-19.04		2020-05-11	Buy(Maintain)	580,000원	6개월	-35.31	-28.97
	2020-10-26	Buy(Maintain)	300,000원	6개월	-28.65	-26.50		2020-07-03	Buy(Maintain)	500,000원	6개월	-24.94	-19.30
	2020-11-04	Buy(Maintain)	300,000원	6개월	-18.39	-6.83		2020-07-27	Buy(Maintain)	540,000원	6개월	-24.98	-15.93
	2020-12-23	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-24.08	-18.19		2020-10-08	Buy(Maintain)	540,000원	6개월	-25.99	-15.93
	2021-01-29	Buy(Maintain)	330,000원	6개월	-20.05	-17.73		2020-10-28	Buy(Maintain)	540,000원	6개월	-26.21	-15.93
	2021-02-23	Buy(Maintain)	380,000원	6개월	-20.18	-13.95		2020-11-04	Buy(Maintain)	540,000원	6개월	-26.21	-15.93
	2021-04-05	Buy(Maintain)	440,000원	6개월	-22.30	-17.61		2021-01-08	Buy(Maintain)	560,000원	6개월	-25.10	-21.52
	2021-04-27	Buy(Maintain)	440,000원	6개월	-18.49	-6.93		2021-02-09	Buy(Maintain)	510,000원	6개월	-19.86	-15.10
	2021-06-14	Buy(Maintain)	440,000원	6개월	-19.80	-6.93		2021-04-05	Buy(Maintain)	510,000원	6개월	-19.16	-13.92
	2021-07-23	Buy(Maintain)	440,000원	6개월	-20.66	-6.93		2021-04-28	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-17.62	-12.45
	2021-10-18	Buy(Maintain)	440,000원	6개월				2021-06-14	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-18.50	-10.00
<b>현대제철</b>	2019-10-30	Outperform (Downgrade)	38,000 원	6 개월	-15.60	-13.29		2021-07-19	Buy(Maintain)	640,000원	6개월	-18.97	-15.47
(004020)	2019-11-26	Outperform (Maintain)	38,000원	6개월	-17.94	-13.29		2021-07-28	Buy(Maintain)	680,000원	6개월	-24.12	-19.56
	2020-01-30	Outperform (Maintain)	33,000원	6개월	-26.29	-10.00		2021-10-05	Buy(Maintain)	680,000원	6개월	-23.66	-13.24
	2020-03-25	Buy(Upgrade)	25,000원	6개월	-25.61	-19.40		2021-10-18	Outperform (Downgrade)	680,000원	6개월		
	2020-04-27	Buy(Maintain)	25,000원	6개월	-22.69	-13.60	<b>종산</b> (103140)	2019-11-26	Outperform (Downgrade)	26,000원	6개월	-12.45	-5.96
	2020-05-11	Buy(Maintain)	25,000원	6개월	-17.99	1.00		2020-02-06	Buy(Upgrade)	26,000원	6개월	-18.87	-5.96
	2020-07-03	Buy(Maintain)	25,000원	6개월	-15.76	8.60		2020-04-17	Buy(Maintain)	26,000원	6개월	-18.96	-5.96
	2020-07-29	Buy(Maintain)	32,000원	6개월	-20.23	-10.63		2020-04-29	Buy(Maintain)	31,000원	6개월	-34.13	-31.77
	2020-10-08	Buy(Maintain)	32,000원	6개월	-17.38	-0.16		2020-05-11	Buy(Maintain)	31,000원	6개월	-33.32	-25.97
	2020-10-28	Buy(Maintain)	38,000원	6개월	-22.20	-19.87		2020-06-16	Buy(Maintain)	31,000원	6개월	-32.53	-24.52
	2020-11-04	Buy(Maintain)	38,000원	6개월	-6.95	14.61		2020-07-03	Buy(Maintain)	31,000원	6개월	-30.07	-20.48
	2021-01-07	Buy(Maintain)	55,000원	6개월	-19.08	-15.00		2020-08-03	Buy(Maintain)	36,000원	6개월	-32.65	-26.94
	2021-01-29	Buy(Maintain)	55,000원	6개월	-23.09	-15.00		2020-10-08	Buy(Maintain)	36,000원	6개월	-31.42	-23.06
	2021-02-23	Buy(Maintain)	55,000원	6개월	-21.90	-12.00		2020-11-02	Buy(Maintain)	36,000원	6개월	-31.40	-23.06
	2021-04-05	Buy(Maintain)	63,000원	6개월	-20.06	-10.00		2020-11-04	Buy(Maintain)	36,000원	6개월	-27.76	-13.19
	2021-04-28	Buy(Maintain)	70,000원	6개월	-21.39	-11.57		2021-01-14	Buy(Maintain)	38,000원	6개월	-21.80	-17.76
	2021-06-14	Buy(Maintain)	70,000원	6개월	-22.90	-11.57		2021-02-09	Buy(Maintain)	38,000원	6개월	-15.67	-3.68
	2021-07-28	Buy(Maintain)	70,000원	6개월	-25.79	-11.57		2021-04-05	Buy(Maintain)	44,000원	6개월	-20.89	-11.59
	2021-10-18	Buy(Maintain)	70,000원	6개월				2021-04-30	Buy(Maintain)	48,000원	6개월	-15.06	-1.46
<b>동국제강</b>	2020-02-18	Marketperform (Downgrade)	5,400원	6개월	-9.20	40.00		2021-06-14	Buy(Maintain)	48,000원	6개월	-17.76	-1.46
(001230)	2020-08-18	Outperform (Upgrade)	7,500원	6개월	-16.71	-7.47		2021-07-30	Buy(Maintain)	50,000원	6개월	-29.71	-22.10
	2020-10-08	Outperform (Maintain)	7,600원	6개월	-12.46	-3.95		2021-10-18	Buy(Maintain)	50,000원	6개월		
	2020-11-17	Buy(Upgrade)	10,000원	6개월	-14.86	9.50							
	2021-03-22	Buy(Maintain)	14,000원	6개월	-10.43	-2.50							
	2021-04-05	Buy(Maintain)	19,000원	6개월	14.85	41.84							
	2021-05-20	Outperform (Downgrade)	28,000원	6개월	-18.74	-14.29							

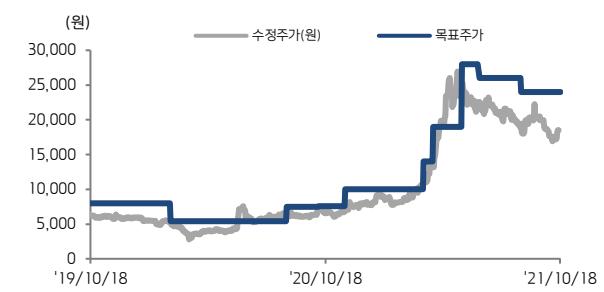
\*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)

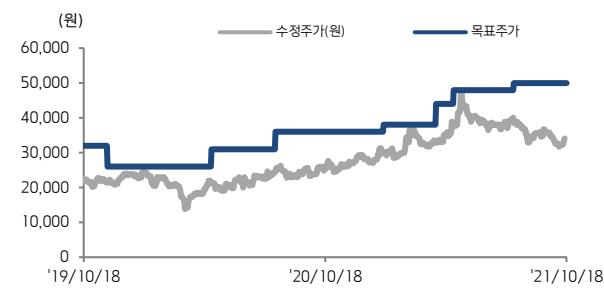
POSCO(005490)



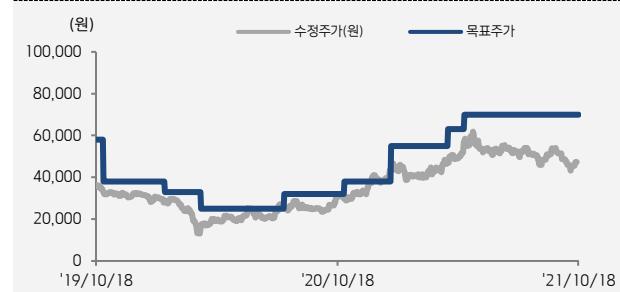
동국제강(001230)



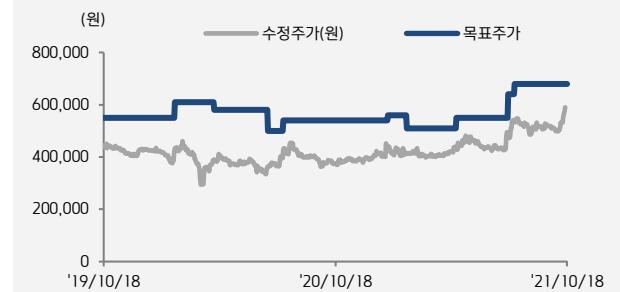
풍산(103140)



현대제철(004020)



고려아연(010130)



## 고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

## 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2020/10/01~2021/09/30)

매수	중립	매도
97.63%	2.37%	0.00%