

# 철강 · 비철금속

## 올 봄에 알아야 할 세가지

### 철강산업의 업사이클은 지속된다

2018년 중국 철강 설비 폐쇄 규모는 지난 2년보다 감소한다. 이에 철강 업황 개선세가 둔화될 것이라는 우려가 있다. 그러나 비동절기에도 감산을 유지해 1,500만톤의 설비 폐쇄 효과가 있다. 여기에 중대형 철강사 위주의 질적 구조조정이 더해질 것이다. 중대형사의 시장점유율이 확대되어 철강사의 가격 협상력이 제고될 전망이다. 이를 감안할 때 철강산업의 개선이 이어질 것으로 판단한다.

### 아연 제련수수료는 더 떨어진다

글로벌 제련사들이 상승한 비철 가격을 기반으로 증산에 나서면서 정광 공급 부족이 심화될 것으로 판단된다. 이에 2018년 아연 제련수수료는 160달러로 2017년 172달러 대비 7% 하락이 예상된다. 2018년 아연 제련수수료는 3월 말에 체결될 전망이다.

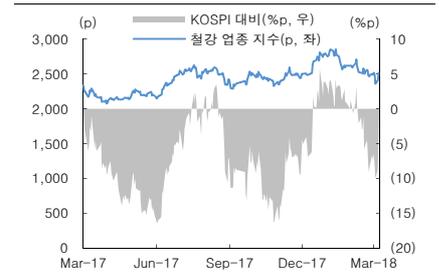
### 동 가격의 강세가 지속될 것이다

동 가격이 장기 하락하다 보니 동 광산들의 capex도 2013년부터 2017년까지 5년간 지속적으로 감소했다. 정광 생산이 늘기 어려운 상황이다. 반면 동 수요는 글로벌 경기 회복과 전기차 인프라 확대로 증가할 전망이다. 동의 공급 부족이 심화될 것으로 판단된다.

## 비중확대(유지)

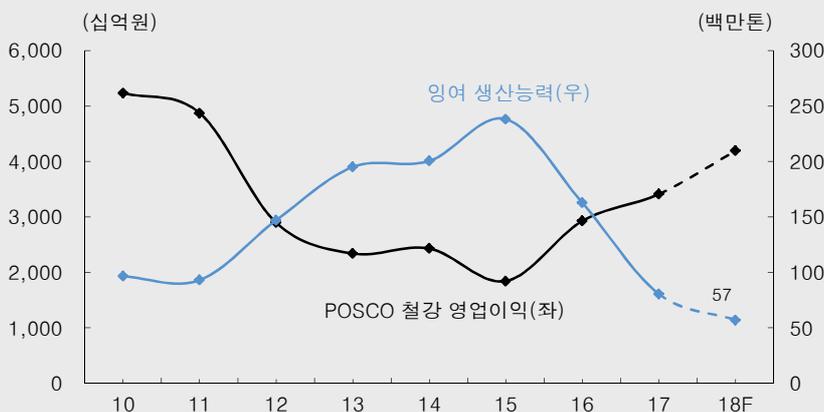
종목	투자 의견	목표주가
POSCO(005490)	매수	460,000원
현대제철(004020)	매수	82,000원
고려아연(010130)	중립(하향)	-
풍산(103140)	매수	70,000원

12개월 업종 수익률



자료: WISEfn - WICS

### 생산 제한 감안한 중국 잉여 생산능력 vs. POSCO 철강 영업이익



자료: 한국투자증권

# Contents

I. Investment Highlight	2
-------------------------	---

---

II. 시진핑 주식 집권 이후의 변화에 주목	4
--------------------------	---

---

1. Phase 2로 진입한 중국 환경 정책
2. Phase 2에서의 철강/비철 산업의 영향
3. 이에 따른 투자전략

III. 올 봄에 알아야 할 세가지	8
---------------------	---

---

1. 2018년에도 철강 업사이클은 지속된다
2. 아연 제련수수료는 하락한다
3. 동 가격이 강하게 상승한다

기업분석	17
------	----

---

- POSCO(005490)
- 현대제철(004020)
- 고려아연(010130)
- 풍산(103140)

## 리포트 작성 목적

- 시장에서 생각하고 있지 않은 차원의 섹터 아이디어를 담고 있다
- 철강산업 구조조정의 질적 측면과 제련업의 불황 원인과 전망을 제시
- 제조업인 철강과 비철산업 분석에 광업을 연계한 분석을 제시

# I. Investment Highlight

## 중국 환경정책에 따른 철강/비철 산업 투자전략 제시

우리는 시진핑이 중국 주석으로 취임한 2013년 이후 중국 정부가 지속적인 환경 정책을 추진하고 있다고 판단한다. 2013년 이후 광업에 대한 투자 축소가 이어졌고 현재는 제조업에 대한 환경 규제가 진행되는 'Phase 2'로 진입했다. 이러한 정책이 철강/비철 산업에 미친 영향과 이에 따른 투자전략을 제시한다.

### 1) 철강산업의 사이클 개선 지속 예상

첫째, 철강산업의 사이클 개선이 지속될 것이다. 지난 2년 간 중국은 철강 생산능력 폐쇄를 진행해왔다. 2018년에도 폐쇄 규모 목표를 3,000만톤으로 정했다. 그런데 2016년과 2017년 연간 평균 7,000만톤을 폐쇄한 것에 비해 규모가 감소하는 것이다. 이를 두고 철강 업황 개선세가 둔화될 것이라는 전망이 많다. 그런데 비동절기 감산 실시로 1,500만톤 폐쇄와 동일한 효과가 추가된다. 게다가 1~2개의 1억톤급 철강사와 3~5개의 5천만톤급 철강사, 6~9개의 3천만톤급 철강사를 세울 계획을 밝힌 바 있다. 13차 5개년(2016~2020년) 계획이 반환점을 돌고 있다. 전반기는 양적인 구조조정에 치중했다면 하반기는 질적인 변화를 추구할 가능성이 높다. 질적인 변화까지 감안해서 철강산업의 향후 사이클의 향배를 점쳐야 한다. 우리는 이를 감안할 때 철강산업의 개선이 이어질 것으로 판단한다. 중대형사의 시장점유율이 확대되어 철강사의 가격 협상력이 제고될 전망이다.

### 2) 비철 제련사들에게 불리한 상황이 이어질 것

둘째, 제련사에 불리한 상황이 이어질 것이다. 광업에 대한 투자 축소로 아연과 연 정광 생산은 감소한 반면 제련 및 가공에 대한 투자는 늘었다. 원재료 수요는 늘지만 공급은 줄어 정광 공급 부족 상황이 쉽게 해결될 가능성이 낮다. 여기에 제련사들이 상승한 비철 가격을 기반으로 증산에 나서면서 정광 공급 부족이 심화될 것으로 판단된다. 2018년 아연 제련 수수료가 3월 말에 체결될 것으로 예상된다. 결론적으로 2018년 아연 제련수수료는 2017년 172달러 대비 7% 하락한 160달러로 예상된다.

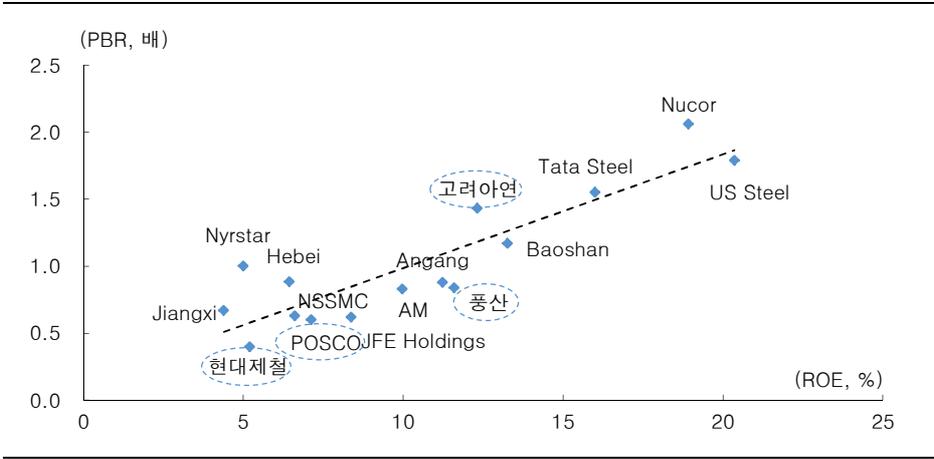
### 3) 동의 공급부족 심화와 수요 증가로 인해 동 가격 강세 이어질 전망

셋째, 동 가격의 강세가 지속될 전망이다. 아연 가격이 2015년 4분기 이후 두 배 이상 상승한 것에서 교훈을 얻을 수 있다. 정광의 공급 부족이 급속 공급 감소로 이어졌고 아연 가격의 강세의 원인으로 작용했다. 동 가격이 장기 하락하다 보니 동 광산들의 capex도 2013년부터 2017년까지 5년간 지속적으로 감소했다. 정광 생산이 늘기 어려운 상황이다. 반면에 동 수요는 글로벌 경기 회복과 전기차 인프라 확대에 증가할 전망이다. 동의 공급 부족이 심화될 것으로 판단된다.

**철강은 ‘사고’, 비철은 ‘팔자’  
고려아연 투자 의견  
‘중립’으로 하향**

위와 같은 환경에서 철강/비철 업종에 대한 우리의 투자 전략은 철강은 ‘사고’, 제련은 ‘팔자’이다. 밸류 체인이 모두 투자를 축소하는 철강은 수급이 완화되면서 업황의 우상향 사이클이 지속될 것으로 판단한다. 반면 밸류 체인의 투자 방향이 서로 엇갈리는 제련업은 정광의 공급부족 현상이 해소될 가능성이 낮아 제련업의 수익성이 개선되기 어렵다고 판단한다. 철강/비철 업종의 Top pick으로 POSCO, second pick으로는 풍산과 현대제철을 제시한다. POSCO와 현대제철은 지속되는 철강 업황 개선, 풍산은 동 가격 강세가 투자 포인트다. 반면 불리한 업황이 지속될 것으로 예상되는 제련업을 영위하는 고려아연은 투자 의견을 ‘중립’으로 하향한다.

**[그림 1] 글로벌 철강/비철금속 기업 ROE-PBR**



주: 2018년 예상 ROE 기준, PBR 3월 27일 기준  
자료: Bloomberg, 한국투자증권

## II. 시진핑 주석 집권 이후의 변화에 주목

우리가 제기한 위의 세가지는 사실 하나의 문제에서 분화되는 결과물이다. 바로 ‘중국의 환경 정책’이다. 시진핑이 중국 주석으로 취임한 2013년 이후 중국 정부는 환경 정책을 지속적으로 펼치고 있다. 갑자기 2017년부터 환경 문제를 전면에 내세운 것이 아니다. 이를 감안할 때 중국 정부는 향후 환경 정책에 있어서 물러섬이 없는 강력한 자세를 견지할 가능성이 높다. 그리고 철강/비철 업종을 전망하는 시각에서도 중국의 환경 정책을 배제해선 안 된다.

### 1. Phase 2로 진입한 중국 환경 정책

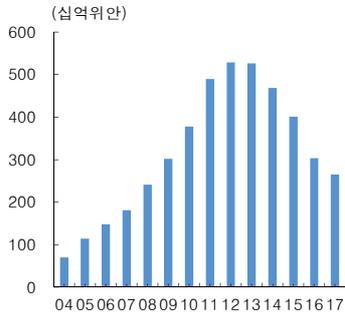
**중국의 환경 정책이  
제조업의 균형 발전을  
유도하고 있음**

우리는 현재 중국의 환경 정책이 제조업의 균형 발전을 유도하고 있다고 판단한다. 2013년 이후 광업에 대한 투자 축소가 이어진 가운데 이제는 제조업을 다루고 있는 ‘Phase 2’로 진입했다고 본다. 이미 지난 과거부터 광업에 대한 투자 감소가 지속되었지만 한국 산업과의 연관성이 낮다 보니 이를 알아차리지 못했을 뿐이다. 그러다 지난 2017년부터 대기질 개선, 오염 물질 배출 업종 및 업체에 대한 가동 중단 및 제한 등 눈에 보이는 정책이 나오기 시작했다. 관련된 가격이 오르면서 이제야 주목을 받기 시작한 것이다. 일부에선 ‘이러다 말겠지’라고 생각할 수도 있겠지만 우리는 거대한 기류라고 판단한다.

**중국의 광업에 대한  
투자가 지속적으로 감소하고  
있으며, 추세가 계속 이어질  
전망**

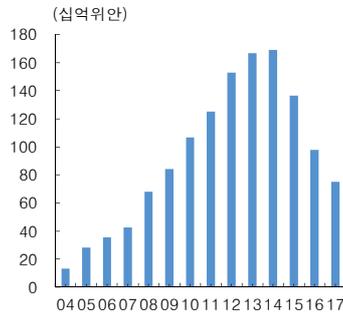
중국의 석탄, 철광석, 비철 광산에 대한 고정자산 투자는 2013년과 2014년을 기점으로 모두 감소하고 있다. 중국의 철강/비철 소재들의 원재료인 광물은 수입산에 비해 품질이 낮아 경쟁력이 낮다. 그러다보니 부가가치도 낮다. 반면에 제조업이 성장해 광업에 투자할 매력이 낮아졌다. 게다가 광업은 환경 오염도 유발한다. 이런 연유로 광업에 대한 투자가 지속적으로 감소하고 있다고 판단한다. 그리고 그 추세가 향후에도 이어질 것이다.

[그림 2] 석탄 광산 고정자산 투자



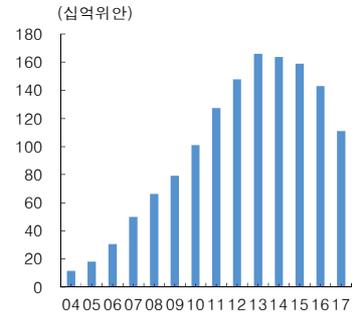
자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 3] 철광석 광산 고정자산 투자



자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 4] 비철 광산 고정자산 투자

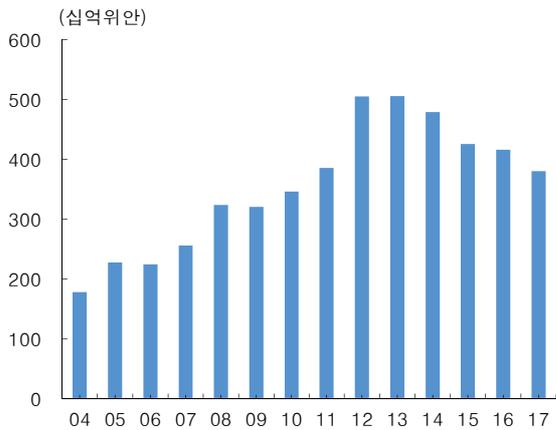


자료: CEIC, 한국투자증권

남는 철강은 투자 줄이고  
부족한 비철은 늘리고

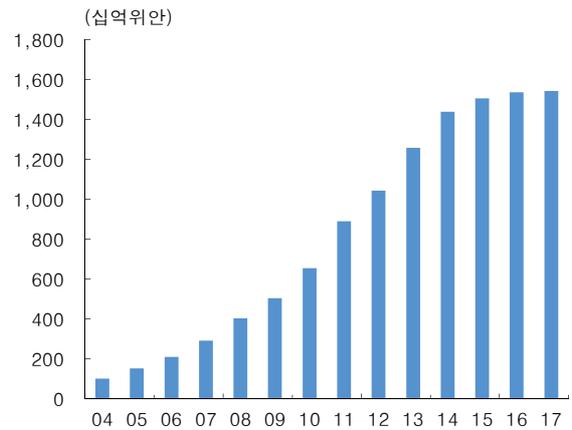
제조업인 철강과 비철 생산에 대한 고정자산 투자는 방향이 다르다. 남아도는 철강산업은 고정자산 투자를 줄이고 있는 반면, 부족한 비철 제련 및 가공에 대해선 투자를 줄이지 않고 있다. 우리는 중국 정부가 제조업에 대해 균형발전 전략을 구사하고 있다고 이를 두고 판단한다.

[그림 5] 철강 고정자산 투자



자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 6] 비철 제련/가공 고정자산 투자



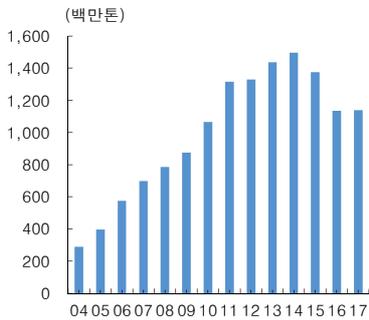
자료: CEIC, 한국투자증권

## 2. Phase 2에서의 철강/비철 산업의 영향

철광석 생산량 감소해  
철광석 수입량 증가

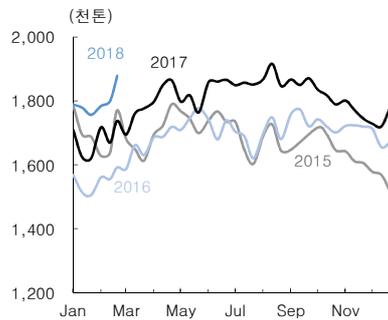
그런데 광업 투자 감소에 따른 부작용이 발생하고 있다. 철광석 고정자산투자 감소는 중국 철광석 생산량 감소로 이어졌다. 그러나 철강은 생산능력이 감축되었지만 잉여설비가 대사이어서 실제 생산량은 줄지 않았다. 철광석이 부족해 진 것이다. 철광석 수입이 늘 수밖에 없다. 게다가 철강 설비 가동까지 제한해 철강사들은 생산 효율이 높은 수입산 사용량 비중을 늘렸다. 결과적으로 철광석의 수입산 의존도가 높아졌고 이는 증가한 중국 철광석 항구 재고량에서 확인할 수 있다.

[그림 7] 중국 철광석 생산량



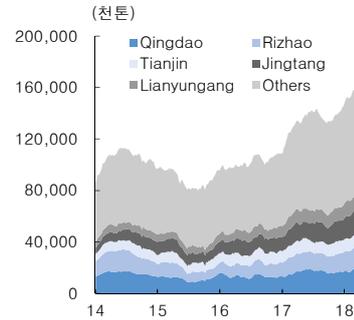
자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 8] 중국 조강 생산량



자료: Mysteel, 한국투자증권

[그림 9] 중국 철광석 항구재고

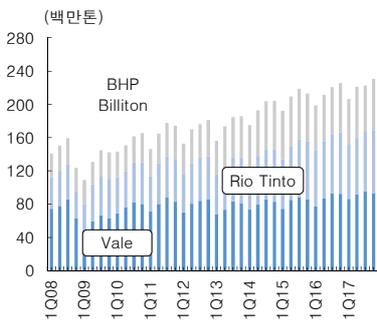


자료: CEIC, 한국투자증권

**철강 설비 감축으로 원재료  
가격 강세가 제품 가격으로  
이어지는 환경 조성**

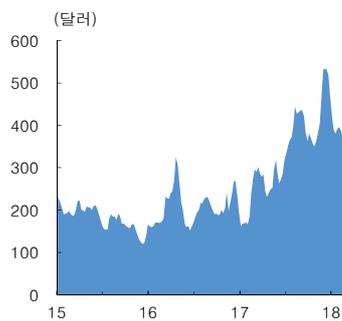
광산업체들의 무리한 생산능력 확대로 철광석 광산의 capa 과잉에도 불구하고 철광석 가격의 강세가 이어지는 이유다. 다행스러운 것은 철강은 설비 감축으로 철강 수급의 공급 과잉이 완화되면서 원재료 가격 강세를 제품 가격에 전가시킬 수 있는 환경이 조성되었다는 것이다. 여기에 글로벌 경기 회복으로 수요도 호전되어 원재료 가격 강세가 제품 가격 강세로 이어졌고 스프레드가 상승했다.

[그림 10] 광산 Big 3 생산량



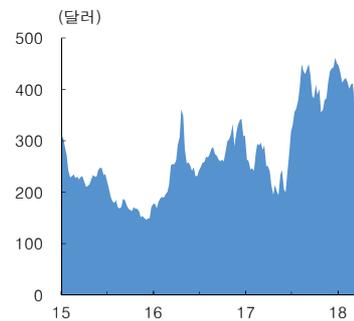
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 11] 중국 철근 스프레드



자료: Mysteel, 한국투자증권

[그림 12] 중국 열연 스프레드

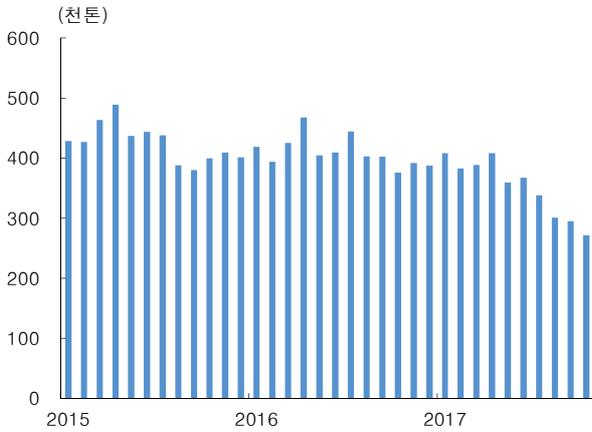


자료: Mysteel, 한국투자증권

**비철 제련업체들의  
제련수수료 경쟁적 인하로  
제련수수료 급락**

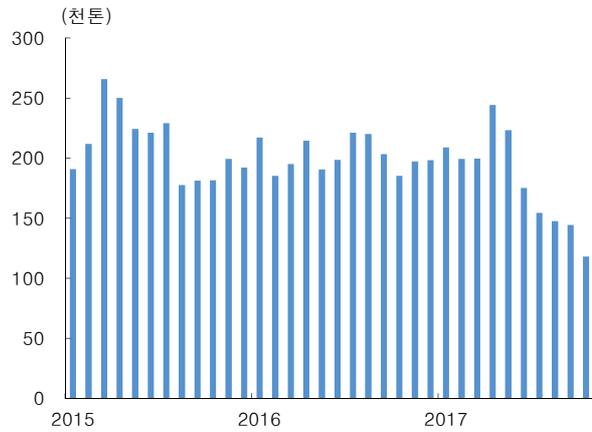
반면 비철 제련업은 유례없이 불리한 상황이 지속되고 있다. 중국이 비철 광산에 투자를 줄이면서 원재료인 정광 생산량은 감소한 반면 비철 제련 및 가공 투자를 늘리면서 정광 수요는 오히려 증가했다. 이에 정광 수입량이 늘었고 이는 과도한 수입 경쟁을 촉발시켰다. 제련업체들이 정광 확보를 위해 제련수수료를 경쟁적으로 낮췄고, 이는 제련수수료의 급락이라는 결과를 초래했다.

[그림 13] 중국 아연 정광 생산량



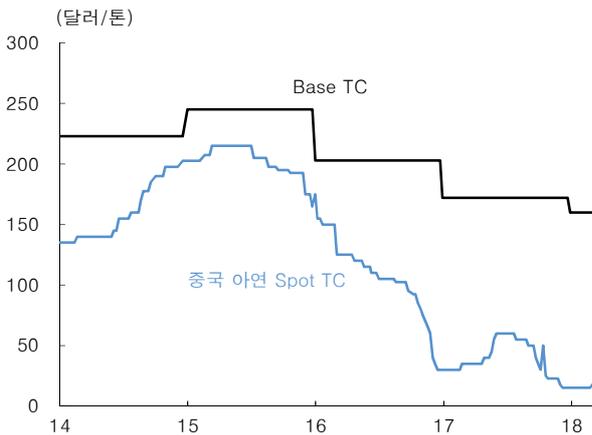
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 14] 중국 연 정광 생산량



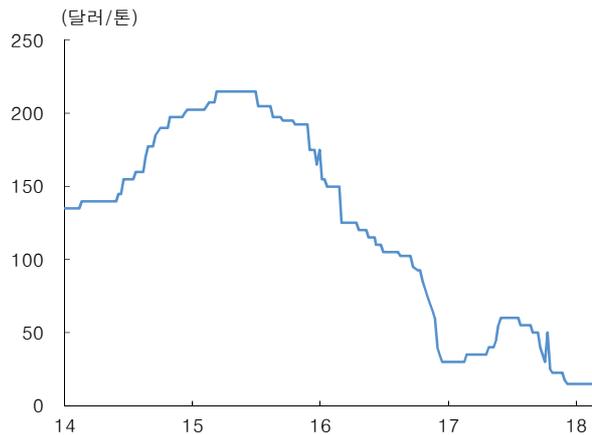
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 15] 중국 아연 제련수수료



자료: Wind, 한국투자증권

[그림 16] 중국 연 제련수수료



자료: Wind, 한국투자증권

### 3. 이에 따른 투자전략

철강은 ‘사고’, 제련은 ‘팔자’

위와 같은 환경에서 철강/비철 업종에 대한 우리의 투자 전략은 철강은 ‘사고’, 제련은 ‘팔자’이다. 밸류 체인이 모두 투자를 축소하는 철강은 수급이 완화되면서 업황의 우상향 사이클이 지속될 것으로 판단한다. 반면 밸류 체인의 투자 방향이 서로 엇갈리는 제련업은 정광의 공급부족 현상이 해소될 가능성이 낮아 제련업의 수익성이 개선되기 어려울 것으로 판단한다.

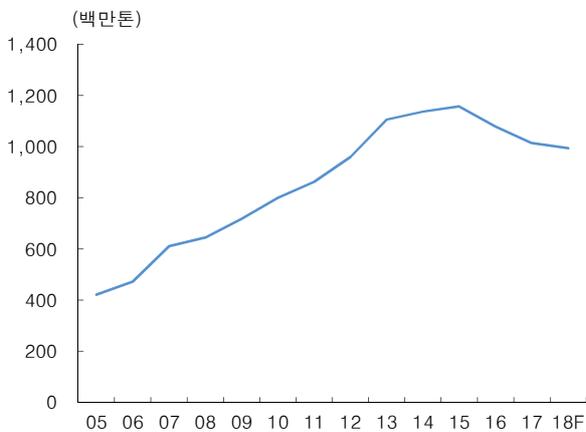
### III. 올 봄에 알아야 할 세가지

#### 1. 2018년에도 철강 업사이클은 지속된다

**철강 공급 과잉 완화로  
철강산업의 사이클 개선  
이어질 것**

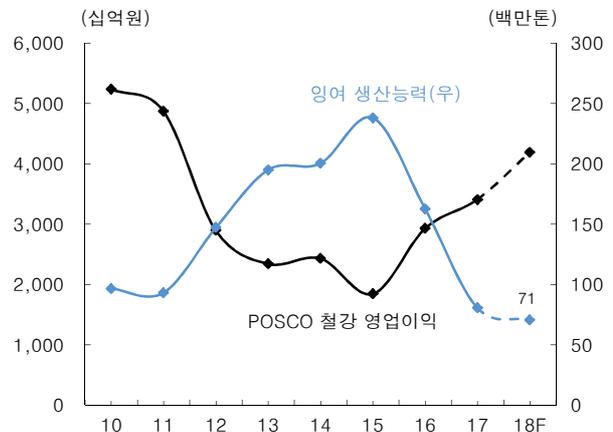
우리는 2018년에도 철강 산업의 업사이클이 지속될 것으로 판단한다. 3월 양회에서 2018년 철강 생산 설비 3천만톤의 감축안을 내 놓았다. 우리의 전망인 2천만톤보다 많으며 2016년부터 지속되어 온 설비 감축 정책을 지속하는 것이다. 전체 생산 능력 감축으로 2018년에도 중국의 잉여 생산 설비는 축소될 것으로 예상된다. 공급 과잉이 완화되면서 철강산업의 사이클 개선이 이어질 것이다.

[그림 17] 중국 전체 생산능력



자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 18] 중국 잉여 생산능력 vs. POSCO 철강 영업이익

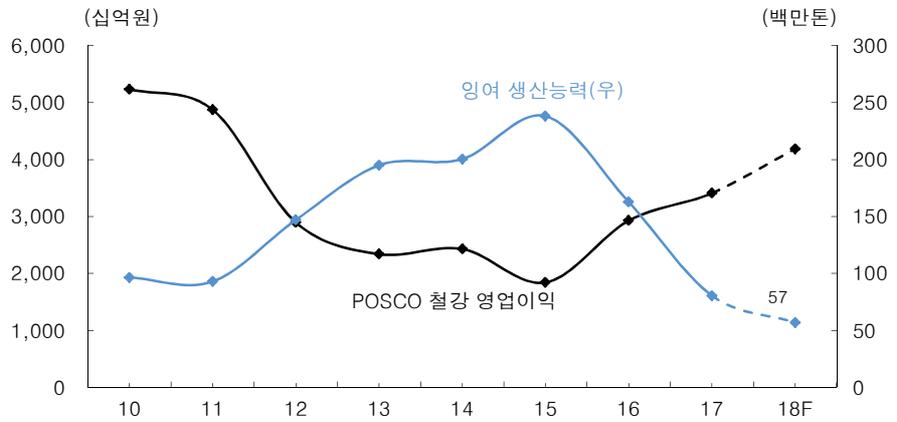


자료: CEIC, 한국투자증권

**비동절기에도 일부 지역의  
생산 제한 지속**

그리고 2018년에는 비동절기에도 일부 지역의 생산 제한이 지속될 예정이다. 지난 2년보다 설비폐쇄 규모는 작지만 실제 생산 가능 능력은 못지않게 축소될 수 있다. 현재 단계에서 정확한 수치를 추정하기는 쉽지 않다. 다만 비동절기에 감산을 지속한다고 발표한 당산시와 한단시의 생산규모를 감안하면 연간 1,500만톤 규모의 설비를 폐쇄한 것과 동일한 효과로 추정한다. 그렇다면 2018년은 실제 설비 폐쇄 규모가 3,000만톤이 아니라 4,500만톤으로 늘어나게 된다. 이를 반영하면 위에서 제시한 중국의 잉여 생산 능력은 더욱 축소된다.

[그림 19] 생산 제한 감안한 중국 잉여 생산능력 vs. POSCO 철강 영업이익



자료: 한국투자증권

**중국 13차 5개년 계획에서  
철강 구조조정은 양적인  
측면 뿐 아니라 질적인  
변화도 동반할 것**

지금까지 중국 철강 구조조정은 폐쇄 규모라는 양적인 측면에 집중되어 있다. 2016년부터 시작된 중국의 13차 5개년 계획에서 철강산업의 설비 폐쇄 규모는 총 1.5억톤으로 예정되어 있다. 그렇다면 2019년부터는 중국 철강 설비는 더 이상 폐쇄되지 않고 신규 설비가 추가되면서 총 생산능력은 다시 증가하기 시작할 것이다. 그런데 이 부분에서 간과하는 것은 질적인 변화다. 중국 정부는 13차 5개년 계획에서 양적인 부분뿐만 아니라 질적인 변화에 대해서도 언급한 바 있다. 바로 대형 철강사 위주의 업계 재편이 그것이다. 구체적으로는 1~2개의 1억톤급 철강사와 3~5개의 5천만톤급 철강사, 6~9개의 3천만톤급 철강사를 세울 계획이다. 중국 철강 업계에서 2016년 이후 하북강철(허베이)과 수도강철, 안산강철과 본계강철의 합병설이 끊이지 않는 이유다.

[그림 20] 중국 중앙정부 13.5규획



자료: 한국투자증권

[그림 21] 13.5 규획이 가져올 구조조정의 양상

- 공급과잉 해소
  - 생산능력 감축 목표치 1.5억톤
  - 바오강 잔장프로젝트 화입, 광동지역 1,164만톤 노후설비 대체
- 대형철강사 위주의 구조조정
  - 중국 철강업계 2, 6위 바오산과 우한의 합병
  - 철강기업 300개 좌우로 재편
- 기업의 해외진출 장려
  - 생산설비 이전
  - 우한강철은 서아프리카로, 하북강철은 남아프리카로
  - 대만 CSC는 동남아로, 중국 중강그룹은 파키스탄으로

자료: CEIC, 한국투자증권

〈표 1〉 글로벌 철강사 조강 생산량 순위

(단위: 백만톤)

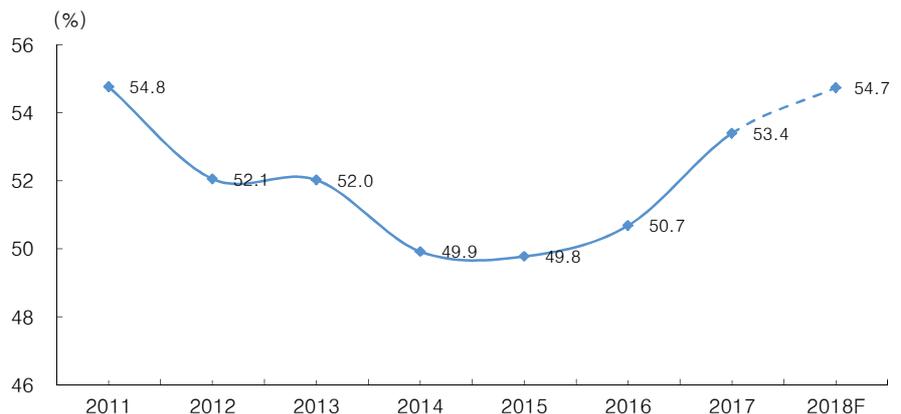
순위	기업	생산량	국가
1	ArcelorMittal	95.45	유럽
2	China Baowu Group	63.81	중국
3	HBIS Group	46.18	중국
4	NSSMC Group	46.16	일본
5	POSCO	41.56	한국
6	Shagang Group	33.25	중국
7	Ansteel Group	33.19	중국
8	JFE Steel Corporation	30.29	일본
9	Shougang Group	26.8	중국
10	Tata Steel Group	24.49	인도
11	Shandong Steel Group	23.02	중국
12	Nucor Corporation	21.95	미국
13	Hyundai Steel Company	20.09	한국
14	Maanshan Steel	18.63	중국
15	Thyssenkrupp	17.24	중국

주: 2016년 생산량 기준  
 자료: WSA, 한국투자증권

**18년 중국 철강산업의  
 질적 변화로 철강산업  
 개선 이어질 것**

13차 5개년(2016~2020년) 계획이 반환점을 돌고 있다. 전반기는 양적인 구조 조정에 치중했다면 하반기는 질적인 변화를 추구할 가능성이 높다. 2018년은 양적인 구조조정과 질적인 구조조정이 교차하는 해가 될 것이다. 따라서 2018년에 중국 철강산업의 설비폐쇄 규모가 지난 2년에 비해 축소된다는 점에만 몰두하면 안 된다. 질적인 변화까지 감안해서 철강산업의 향후 사이클의 향배를 점쳐야 한다. 우리는 이를 감안할 때 철강산업의 개선이 이어질 것으로 판단한다. 중대형사의 시장점유율이 확대되어 철강사의 가격 협상력이 제고될 것이다.

[그림 22] 중국 중대형 철강사 시장점유율



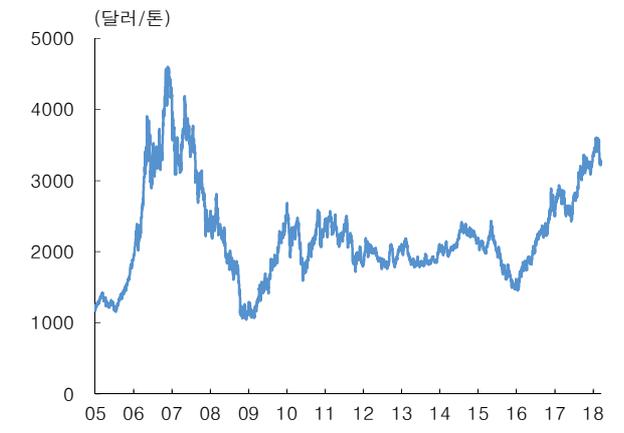
자료: CEIC, 한국투자증권

## 2. 아연 제련수수료는 하락한다

**18년 아연 제련수수료  
전년 대비 7% 하락한  
160달러 예상**

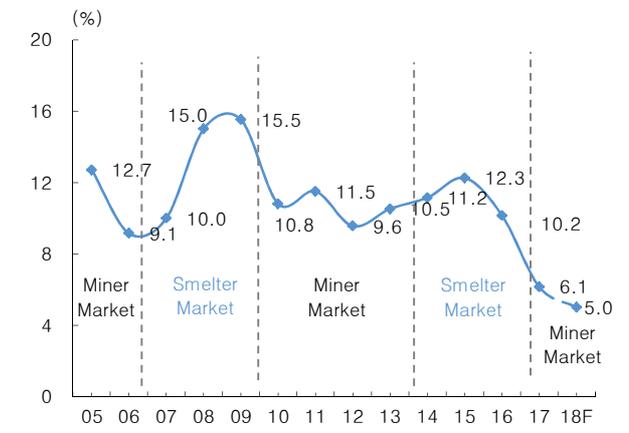
2018년 아연 제련수수료가 3월 말에 체결될 것으로 예상된다. 결론적으로 2018년 아연 제련수수료는 2017년 172달러 대비 7% 하락한 160달러로 예상된다. 아연 제련사들이 높은 아연 가격을 기반으로 증산에 나서면서 아연 정광 공급 부족이 심화될 것으로 판단된다. 이에 지난 해에는 아연 가격 대비 제련수수료가 6.1%였는데, 2018년에는 5%로 하락한다고 가정했다.

[그림 23] 아연 가격 추이



자료: Datastream, 한국투자증권

[그림 24] 아연 기본 제련수수료를



주: 기본 제련 수수료율 = 아연 제련 수수료 / 기준 아연 가격  
자료: 한국투자증권

**아연 가격 강세 지속이 어렵고, 제련수수료 하락하여 아연 제련사의 이익이 증가하기 힘들 것**

중국의 엇갈린 정책에 의해 아연 정광의 공급 부족 상황이 빠른 시간 안에 해결되기 어려울 것으로 판단한다. 그런데 지난 해에 제련수수료의 급격한 하락을 방어하기 위해 감산에 나섰던 아연 제련사들이 강한 아연 가격을 기반으로 올해에는 증산에 나설 것으로 예상된다. 고려아연만 보더라도 아연 생산량을 지난 해 59.8만톤에서 올해에는 65만톤으로 늘릴 계획이다. 글로벌 아연 공급이 늘어날 가능성이 높다. 지난 해에는 제련수수료 하락에도 불구하고 아연 가격 상승으로 free metal에 의한 이익은 늘었다. 그러나 올해에는 아연 공급 증가로 아연 가격의 강세가 지속되기 어려워 free metal에 의한 이익이 증가하기 어려울 것이다. 제련수수료 하락과 겹치면서 아연 제련사의 이익이 증가하기 어려울 전망이다.

<표 2> 기업별 아연 생산량 및 계획

(단위: 천톤)

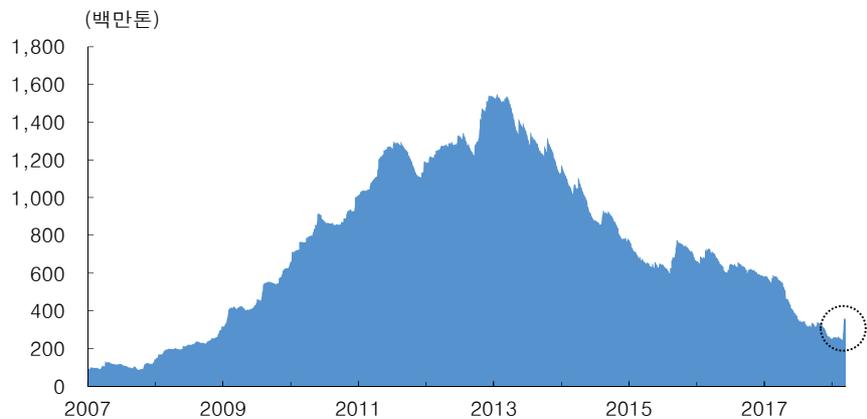
기업	2017 생산량	2018 생산 계획
고려아연	598	650
Nyrstar	1,019	1,100
Glencore	1,090	1,120
Teck	310	307
Vedanta	964	1,200
계	3,981	4,377

자료: 각 사, 한국투자증권

**18년 아연 전체 재고량  
17년 말 대비 45.1% 급증**

이와 같은 공급 증가의 흐름은 LME 아연 재고를 통해 확인할 수 있다. 2018년에 LME(London Metal Exchange)와 SHFE(Shanghai Future Exchange) 아연 재고(3월 16일 기준)가 각각 13.2%와 129.6% 증가해 전체 재고량이 45.1%나 증가했다. 2013년 이후 지속적으로 감소한 재고가 급증한 것이다. 두달 반의 흐름을 연간 전체로 확대하기는 아직 이른 시기이나 이례적인 흐름인 것만은 부인할 수 없다. 게다가 생산 성수기로 진입하면서 제련사들의 가동률이 상승해 생산량이 늘면서 재고가 더 증가할 개연성도 있다. 2018년 아연 가격은 지난 2년 반 동안의 강세가 꺾이는 한 해가 될 것으로 판단한다.

[그림 25] LME+SHFE 아연 재고



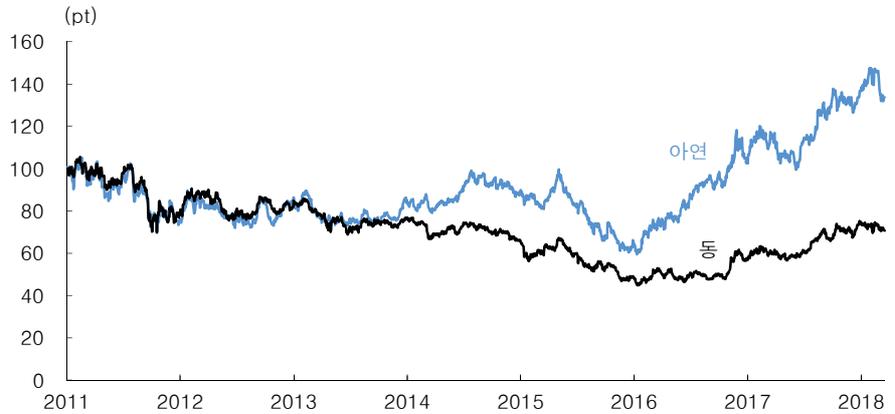
자료: Bloomberg, 한국투자증권

### 3. 동 가격이 강하게 상승한다

**2018년 동 가격은 강하게  
상승할 것**

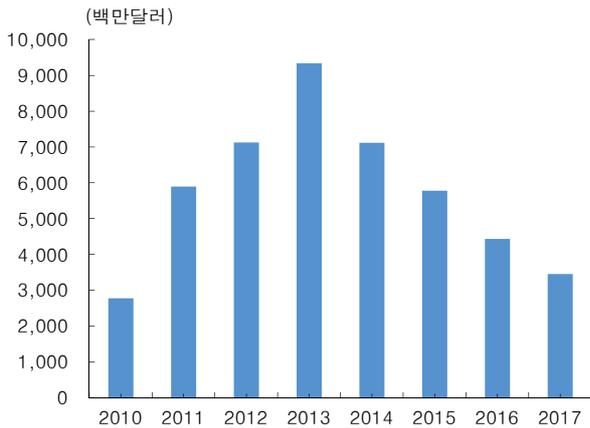
우리는 2018년에 소재 중 동 가격이 가장 강하게 상승할 것이라고 전망한다. 핵심 이유는 2014년 이후 지속적으로 감소한 capex에 있다. 동 가격은 2011년 1분기에 고점을 형성한 이후 2016년 말까지 하락 또는 약세가 지속되었다. 그러다 보니 동 광산들의 이익이 감소했고 이는 capex의 축소로 이어졌다. 재미있는 것은 가격 사이클보다 capex 사이클이 1년 후행 한다는 것이다. 평균 동 가격이 하락한 것은 2012년 이지만 capex는 2013년부터 감소하기 시작했다. 2017년에 평균 동 가격이 상승했지만 capex는 여전히 감소했다. 동 광산들의 capex는 2018년에나 늘기 시작할 것이다. 평균 동 가격이 하락하거나 상승한 다음 해에 capex의 추이가 변동되는 것이다. 어찌면 당연하다. 평균 동 가격이 상승(하락)해야 이익이 증가(감소)하고 이를 확인하고 투자를 늘리(줄이)기 때문이다.

[그림 26] 동, 아연 가격 비교



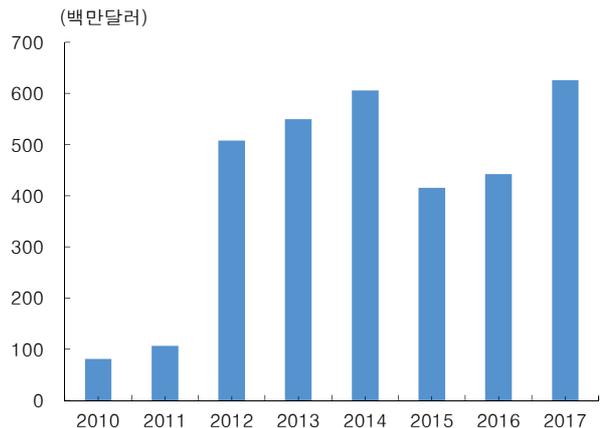
주: 2011년 1월 3일 가격=100  
 자료: Datastream, 한국투자증권

[그림 27] 주요 동 광산 capex



주: Anglo American, Freeport-McMoran, Teck, Vedanta, BHP Billiton, Rio Tinto 등 동 광산 capex 합계  
 자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 28] 주요 아연 광산 capex

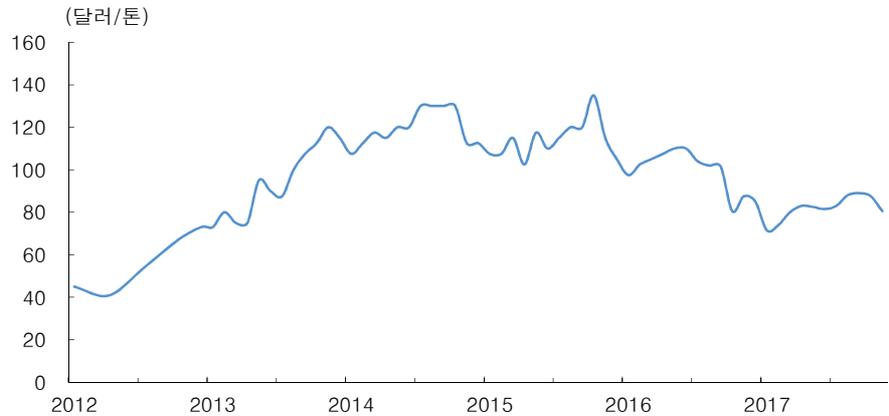


주: Teck, Vedanta 등 아연 광산 capex 합계  
 자료: Bloomberg, 한국투자증권

**동 정광 공급 부족이 금속  
공급 부족으로 이어져  
동 가격을 끌어올릴 것**

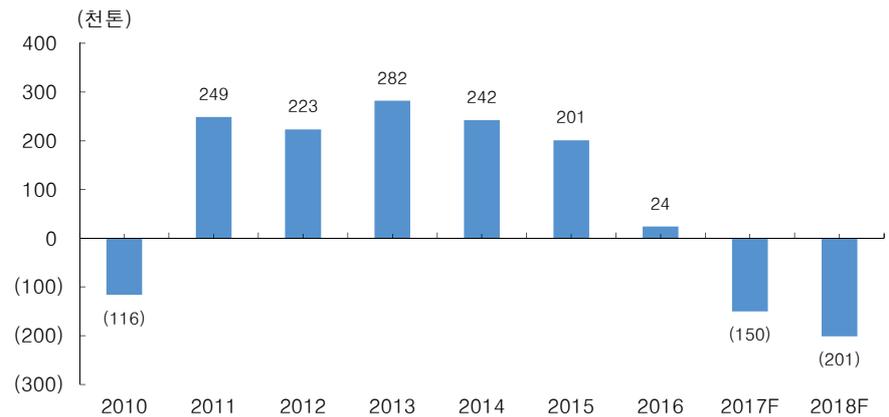
여기서 우리가 주목하는 것은 동 광산의 capex 감소 기간이 길다는 것이다. 2013년부터 5년 간 지속되었다. 그리고 규모는 3분의 1 가까이 축소되었다. 이와 같은 동 광산 capex의 지속적인 감소로 향후 동 정광 생산량이 늘기 어려운 국면이 이어질 것이라 판단한다. 반면에 동 수요는 글로벌 경기 호조세를 토대로 증가할 전망이다. 결국 동은 공급 부족이 심화될 것으로 판단된다. 2015년 하반기부터 지금까지 아연 가격이 두 배 이상 오른 이유와 같다. 정광이 공급 부족이어서 금속 생산이 감소해 아연 가격이 상승했다. 동도 정광 공급 부족이 금속 공급 부족으로 이어져 가격을 끌어 올릴 것으로 판단된다. 최근 동 제련수수가 하락한 것도 이와 같은 맥락에서 이해할 수 있다. 정광이 부족할 경우 광산은 제련사에게 제련수수료 인하를 요구하기 때문이다.

[그림 29] 동 spot 제련수수료



자료: Wind, 한국투자증권

[그림 30] 세계 동 수급 전망



자료: ICSG, 한국투자증권

**노사계약 협상 과정에서의 파업으로 동 공급 심화되어 동 가격 상승 가능성**

여기에 동 가격을 상승시킬 요인도 또 있다. 올해 약 20건의 노사계약이 만료 예정이다. 협상 과정에서 파업이 발생할 가능성이 높다. 파업할 경우 동 공급 부족을 심화시키는 요인으로 작용할 것이다. 우리는 2018년에 동 광산의 파업 가능성이 높다고 판단한다. 간단하다. 동 가격은 올라 회사의 이익은 크게 증가했는데 임금은 오르지 않았다. 이 상황에서는 1) 파업이 발생하거나, 2) 파업 전에 임금을 올려주거나 등의 두 가지 시나리오가 유력하다. 파업을 할 경우 공급 차질이 발생하며 임금을 올려줄 경우 생산 비용이 상승한다. 결국 두 가지 시나리오 모두 동 가격 상승 원인으로 작용할 것이다.

〈표 3〉 2018년 노사 계약이 만료되는 광산

(단위: 천톤)

광산명	회사명	국가	만료 기한	2018년 예상 생산량
Radomiro Tomic	Codelco	Chile	2018년 3월	205
Chuquicamata	Codelco	Chile	2018년 3월	427
Caserones	Lumina Copper	Chile	2018년 3월	155
Centinela	Antofagasta Minerals	Chile	2018년 5월	270
MM Hales	Codelco	Chile	2018년 5월	186
Centinela	Antofagasta Minerals	Chile	2018년 6월	270
Los Pelambres	Antofagasta Minerals	Chile	2018년 6월	350
Spence	BHP	Chile	2018년 6월	200
Escondida	BHP	Chile	2018년 6월	1,285
Caserones	Lumina Copper	Chile	2018년 7월	155
Andina	Codelco	Chile	2018년 8월	215
Cerro Colorado	BHP	Chile	2018년 8월	71
Cerro Verde	Freeport	Peru	2018년 9월	479
Centinela	Antofagasta Minerals	Chile	2018년 10월	270
Centinela	Antofagasta Minerals	Chile	2018년 10월	270
El Teniente	Codelco	Chile	2018년 10월	415
MM Hales	Codelco	Chile	2018년 11월	186

주: 중복된 광산의 경우 각각 다른 노조들과의 노사협상을 의미  
 자료: Wood Mackenzie, 각 사, Reuters, 한국투자증권



# 기업분석

---

POSCO(005490)

현대제철(004020)

고려아연(010130)

풍산(103140)

---

*This page is left blank intentionally*

# POSCO(005490)

매수(유지) / TP: 460,000원(유지)

주가(3/28, 원)	335,000
시가총액(십억원)	29,208
발행주식수(백만)	87
52주 최고/최저가(원)	395,000/261,500
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	82,843
유동주식비율(%)	79.0
외국인지분율(%)	57.6
주요주주(%) 국민연금	11.1
BlackRock Fund Advisors 외 13인	6.2

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EVEBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2016A	53,084	2,844	1,363	16,627	801.2	6,058	15.5	6.5	0.5	3.3	3.1
2017A	60,655	4,622	2,790	34,464	107.3	7,919	9.6	5.3	0.6	6.5	2.4
2018F	62,332	5,137	3,589	44,867	30.2	8,258	7.5	4.6	0.6	7.9	3.1
2019F	66,345	5,618	3,862	48,272	7.6	8,635	6.9	4.0	0.6	8.0	3.1
2020F	75,808	6,503	4,335	54,189	12.3	9,448	6.2	3.2	0.5	8.4	3.1

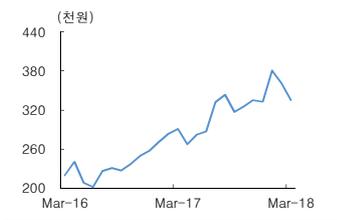
주: 순이익은 지분법적용 순이익

## 지나친 우려만 반영된 주가

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(7.3)	6.2	21.6
상대주가(%p)	(7.0)	4.2	9.8

### 주가추이



**재매수하기 좋은 자리, 목표주가 460,000원 유지:** POSCO에 대한 투자 의견 ‘매수’와 목표주가 460,000원(2018년 BPS에 목표 PBR 0.8배 적용)을 유지한다. 지난해 말부터 중국 철강 감산의 영향으로 철강 업황이 양호해 주가도 40만원에 달했다. 그러나 1) 미국의 강력한 보호 무역 정책, 2) 감산 해체에 따른 업황 훼손 우려, 3) 중국 구조조정 효과 완화 등이 악재로 작용하며 주가가 조정을 받았다. 그런데 우리는 1) 미국 보호 무역의 영향은 미미하고, 2) 감산이 해제되더라도 성수기에 진입하며 수요도 증가해 업황이 훼손되지 않으며, 3) 중국의 구조조정 효과가 지속된다고 판단한다. 최근 미래에 대한 지나친 우려로 PBR이 0.6배까지 낮아졌다. 재매수하기 좋은 시점이라 판단한다.

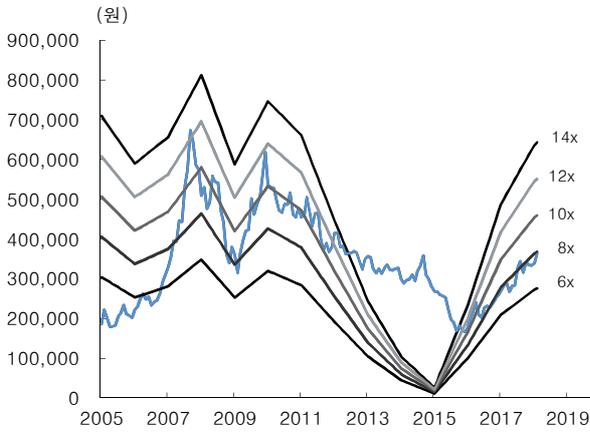
**중국 구조조정, 질적인 변화에도 주목:** 2018년 중국 철강 설비 폐쇄 규모가 감소해 향후 구조조정 효과가 크지 않을 것이라는 시각이 많다. 겉으로 보면 틀린 시각은 아니다. 그런데 13차 5개년 계획을 다시 보면, 양적인 ‘공급 과잉 해소’뿐만 아니라 ‘대형사 위주의 구조조정’이라는 질적인 공급 개혁 정책이 있다. 2018년은 5개년 계획의 반환점을 도는 시기다. 전반기는 양적인 개혁을 강조했다면 후반기에는 질적인 변화를 추구할 것으로 예상된다. 단순히 설비 폐쇄 규모가 축소된다고 중국의 구조조정 효과가 약화된다고 보면 안 된다.

**실적도 양호할 전망:** 1분기 연결 영업이익은 1조 3,340억원(+15.8% QoQ, -2.3% YoY)으로 컨센서스 1조 2,540억원을 6.4% 상회할 것으로 예상된다. 중국 가격 상승으로 중국 수입량이 감소해 내수 판매가 양호한 가운데 스프레드도 우호적이어서 전분기보다 이익이 늘 것으로 추정된다. 실적의 변수는 성과급이 될 것으로 보인다. 창립 50주년을 맞아 해 특별 성과급이 1분기에 실행될 것으로 파악된다. 현재 상황에선 얼마나 지급되는지 알 수 없다. 다만 특별한 의미가 있는 만큼 작지 않을 전망이다.

최문선

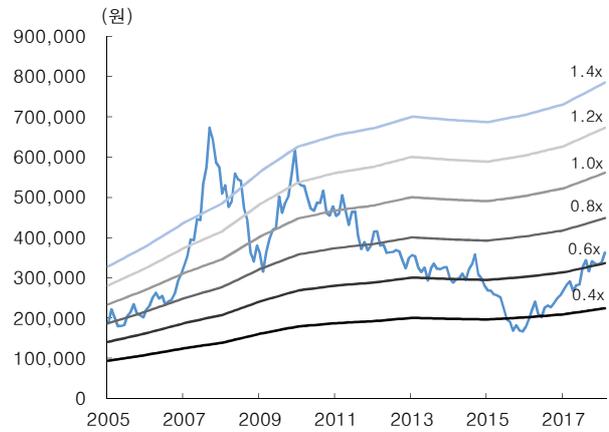
moonsun@truefriend.com

[그림 31] PER band



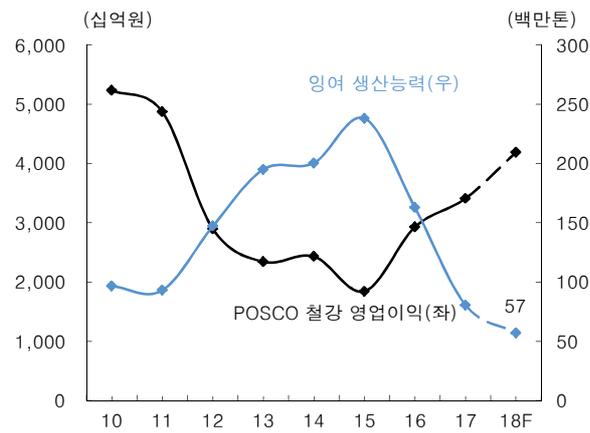
자료: 한국투자증권

[그림 32] PBR band



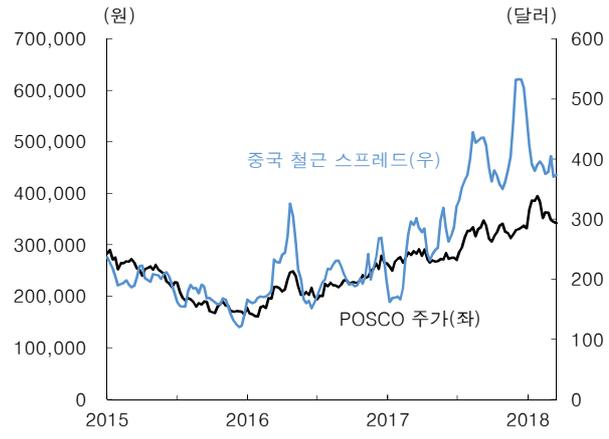
자료: 한국투자증권

[그림 33] 중국 잉여 생산능력 vs. POSCO 철강 영업이익



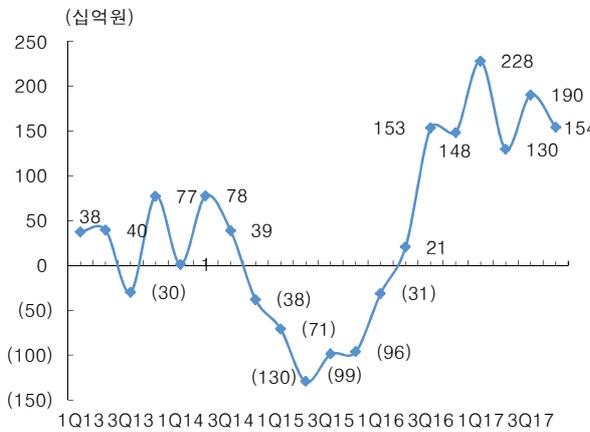
주: 중국 잉여 생산능력은 생산제한 감안한 수치  
 자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 34] 중국 철근 스프레드 vs. POSCO 주가



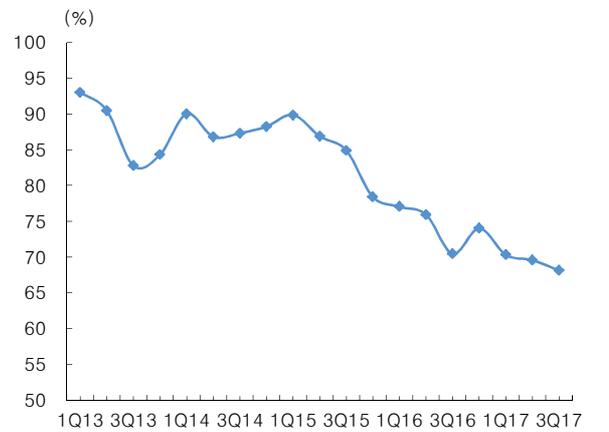
자료: Mysteel, 한국투자증권

[그림 35] 해외 철강 자회사 영업이익 추이



자료: POSCO, 한국투자증권

[그림 36] POSCO 부채비율 추이



자료: POSCO, 한국투자증권

〈표 4〉 별도기준 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017F	2018F	2019F
매출액	7,067	7,134	7,255	7,097	7,614	7,883	7,847	7,912	28,554	31,266	33,394
영업이익	795	585	722	800	903	936	860	886	2,903	3,585	4,131
영업이익률	11.3%	8.2%	9.9%	11.3%	11.9%	11.9%	11.0%	11.2%	10.2%	11.5%	12.4%
법인세차감전이익	1,071	651	919	700	853	886	810	836	3,341	3,385	4,011
당기순이익	840	509	730	467	666	691	730	652	2,546	2,640	3,129
기본가정											
출하량(천톤)	8,722	8,463	8,962	8,564	9,004	9,094	9,254	9,129	34,709	36,480	36,980
톤당 제품 가격(천원/톤)	810	843	810	829	823	846	932	848	823	857	903
톤당 탄소강 가격(천원/톤)	671	705	687	704	724	741	724	744	689	733	781
톤당 원가(천원/톤)	719	774	729	735	739	745	764	755	687	695	739
톤당 영업이익(천원/톤)	91	69	81	93	84	100	111	93	84	98	112
톤당 EBITDA(천원/톤)	153	133	141	157	146	161	171	152	146	159	169

자료: 한국투자증권

〈표 5〉 연결기준 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017F	2018F	2019F
매출액	15,077	14,944	15,036	15,597	15,362	15,660	15,619	15,691	60,655	62,332	66,345
-POSCO	7,067	7,134	7,255	7,097	7,614	7,883	7,847	7,912	28,554	31,256	33,394
-자회사	8,010	7,810	7,781	8,500	7,748	7,776	7,772	7,779	32,101	31,076	32,951
영업이익	1,365	979	1,126	1,152	1,334	1,309	1,241	1,253	4,622	5,137	5,618
-POSCO	795	585	722	800	903	936	860	886	2,903	3,585	4,131
-자회사	570	394	404	352	431	373	381	367	1,719	1,552	1,487
영업이익률	9.1%	6.6%	7.5%	7.4%	8.7%	8.4%	7.9%	8.0%	7.6%	8.2%	8.5%
-POSCO	11.3%	8.2%	9.9%	11.3%	11.9%	11.9%	11.0%	11.2%	10.2%	11.5%	12.4%
-자회사	7.1%	5.0%	5.2%	4.1%	5.6%	4.8%	4.9%	4.7%	5.4%	5.0%	4.5%
법인세차감전이익	1,325	773	1,231	850	1,264	1,259	1,201	1,193	4,180	4,917	5,638
지배지분순이익	851	513	869	557	907	904	862	883	2,790	3,589	3,862

주: 자회사 영업이익은 연결 영업이익에서 별도 영업이익을 단순 차감한 수치  
 자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

POSCO는 포항과 광양 2곳에 일관제철소를 보유하고 있는 조강생산량 기준 세계 4위 규모의 철강사이다. 주요 생산 품목은 열연, 냉연, 후판, 스테인리스, 아연도금강판 등이 있다. 국내에서 고로를 보유하고 있는 회사는 POSCO와 현대제철이 유일하다.

- 열연(HRC, Hot-rolled coil): 슬라브를 높은 온도에서 압연하여 생산. 건축재나 다른 제품의 중간재로 쓰임
- 냉연(CRC, Cold-rolled coil): 열연을 상온에서 압연. 표면이 미려하고 가공성이 우수하여 자동차나 가전 등에 사용
- 후판(Heavy plate): 두께 6mm이상의 두꺼운 열연강판. 주로 선박제조나 건설분야에 사용
- 스테인리스(STS, Stainless): 부식을 방지하기 위해 크롬과 니켈을 첨가한 특수강
- 아연도금강판(GI, Galvanized Iron): 냉연에 아연도금을 입혀서 내식성, 도장성을 개선한 제품. 자동차, 전자재 등으로 사용

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	29,304	31,127	30,986	31,853	34,501
현금성자산	2,448	2,613	4,987	5,308	6,065
매출채권및기타채권	10,895	9,958	10,285	10,947	11,371
재고자산	9,052	9,951	9,038	8,957	9,855
비유동자산	50,459	47,898	46,680	46,933	47,720
투자자산	7,115	6,132	6,301	6,796	7,007
유형자산	33,770	31,884	31,042	30,199	29,357
무형자산	6,089	5,952	5,298	5,639	6,444
자산총계	79,763	79,025	77,665	78,786	82,221
유동부채	18,915	18,946	18,336	17,730	17,960
매입채무및기타채무	7,247	6,245	6,857	7,298	8,339
단기차입금및단기사채	7,980	8,175	7,975	7,775	7,575
유동성장기부채	2,215	3,100	2,525	1,950	1,375
비유동부채	15,009	12,615	9,985	7,456	5,165
사채	6,145	4,986	3,827	2,668	1,509
장기차입금및금융부채	6,536	4,992	3,449	1,905	361
부채총계	33,925	31,561	28,321	25,186	23,125
지배주주지분	42,373	43,733	46,609	49,757	53,379
자본금	482	482	482	482	482
자본잉여금	1,398	1,413	1,413	1,413	1,413
기타자본	(556)	(560)	(560)	(560)	(560)
이익잉여금	41,174	43,057	45,806	48,828	52,323
비지배주주지분	3,465	3,731	3,769	4,032	4,325
자본총계	45,838	47,464	50,378	53,789	57,704

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	5,269	5,607	7,356	6,732	7,449
당기순이익	1,048	2,973	3,619	4,116	4,620
유형자산감가상각비	2,836	2,888	2,760	2,633	2,506
무형자산상각비	378	410	361	384	439
자산부채변동	(426)	(1,926)	730	(483)	(505)
기타	1,433	1,262	(114)	82	389
투자활동현금흐름	(3,755)	(3,818)	414	(2,670)	(3,656)
유형자산투자	(2,324)	(2,288)	(1,980)	(1,862)	(1,735)
유형자산매각	44	39	62	71	71
투자자산순증	(1,662)	(1,131)	127	(148)	(85)
무형자산순증	(130)	(315)	293	(725)	(1,243)
기타	317	(123)	1,912	(6)	(664)
재무활동현금흐름	(3,951)	(1,566)	(4,362)	(4,586)	(4,617)
자본의증가	25	266	0	0	0
차입금의순증	(3,172)	(852)	(3,492)	(3,492)	(3,492)
배당금지급	(709)	(863)	(640)	(840)	(840)
기타	(95)	(117)	(230)	(254)	(285)
기타현금흐름	13	(59)	0	0	0
현금의증가	(2,424)	165	3,408	(524)	(824)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	53,084	60,655	62,332	66,345	75,808
매출원가	46,394	52,299	53,270	56,569	64,638
매출총이익	6,690	8,356	9,062	9,776	11,170
판매관리비	3,845	3,734	3,925	4,158	4,667
영업이익	2,844	4,622	5,137	5,618	6,503
금융수익	2,232	2,373	2,360	2,200	2,427
이자수익	182	212	243	250	266
금융비용	3,014	2,484	2,640	2,400	2,009
이자비용	659	653	578	421	330
기타영업외손익	(541)	(341)	(80)	0	(426)
관계기업관련손익	(89)	11	170	220	0
세전계속사업이익	1,433	4,180	4,947	5,638	6,494
법인세비용	385	1,206	1,328	1,522	1,874
연결당기순이익	1,048	2,973	3,619	4,116	4,620
지배주주지분순이익	1,363	2,790	3,589	3,862	4,335
기타포괄이익	454	(561)	135	135	135
총포괄이익	1,502	2,412	3,754	4,251	4,755
지배주주지분포괄이익	1,823	2,218	3,589	4,116	4,462
EBITDA	6,058	7,919	8,258	8,635	9,448

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	16,627	34,464	44,867	48,272	54,189
BPS	503,596	519,183	552,170	588,281	629,822
DPS	8,000	8,000	10,500	10,500	10,500
성장성(% YoY)					
매출증가율	(8.8)	14.3	2.8	6.4	14.3
영업이익증가율	18.0	62.5	11.1	9.4	15.8
순이익증가율	654.7	104.7	28.6	7.6	12.3
EPS증가율	801.2	107.3	30.2	7.6	12.3
EBITDA증가율	7.6	30.7	4.3	4.6	9.4
수익성(%)					
영업이익률	5.4	7.6	8.2	8.5	8.6
순이익률	2.6	4.6	5.8	5.8	5.7
EBITDA Margin	11.4	13.1	13.2	13.0	12.5
ROA	1.3	3.7	4.6	5.3	5.7
ROE	3.3	6.5	7.9	8.0	8.4
배당수익률	3.1	2.4	3.1	3.1	3.1
배당성향	46.9	22.9	23.4	21.8	19.4
안정성					
순차입금(십억원)	14,946	11,111	6,847	3,125	(1,554)
차입금/자본총계비율(%)	50.3	45.1	34.9	26.2	18.3
Valuation(X)					
PER	15.5	9.6	7.5	6.9	6.2
PBR	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	6.5	5.3	4.6	4.0	3.2

# 현대제철(004020)

매수(유지) / TP: 82,000원(유지)

주가(3/28, 원)	51,200
시가총액(십억원)	6,832
발행주식수(백만)	133
52주 최고/최저가(원)	64,600/50,700
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	21,728
유동주식비율(%)	62.4
외국인지분율(%)	25.4
주요주주(%)	기아자동차 외 9인 36.0
	국민연금 8.0

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2016A	16,692	1,445	850	6,492	9.0	2,833	8.8	6.7	0.5	5.4	1.3
2017A	19,166	1,368	716	5,455	(16.0)	2,872	10.7	6.5	0.5	4.4	1.3
2018F	20,870	1,445	869	6,620	21.4	3,393	7.7	4.9	0.4	5.1	1.5
2019F	22,220	1,797	1,031	7,851	18.6	3,787	6.5	4.1	0.4	5.8	1.5
2020F	23,331	2,421	1,519	11,570	47.4	4,061	4.4	3.6	0.3	8.0	1.5

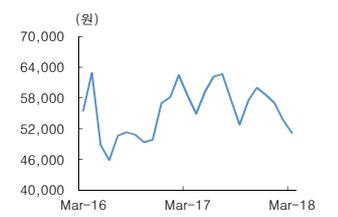
주: 순이익은 지분법적용 순이익

## 잃을 게 없는 주가

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(4.5)	(2.1)	(12.6)
상대주가(%p)	(4.1)	(4.0)	(24.5)

### 주가추이



**장기 하단인 PBR 0.4배에 불과, 목표주가 82,000원 유지:** 이제 시장에서 자동차용강관 가격이 인상될 것이라 기대하는 투자자는 거의 없다. 지난해 수요가 강했던 철근이 올해에도 강세가 지속될 것으로 예상하는 투자자도 없다. 자동차용강관 가격이 인상되지 않아도, 철근 업황이 더 악화되어도 주가가 추가로 하락할 여지가 없다는 의미다. 현재 주가는 PBR 0.4배로 장기 band 하단에 있다. 잃을 게 없는 주가 수준이라 판단한다. 투자이견 ‘매수’와 목표주가 82,000원(2018년 BPS에 목표 PBR 0.6배 적용)을 유지한다. 한편 2018년에 보유 자산이 부각될 가능성이 높다. 현대차그룹의 지배구조 개선 작업이 수반될 가능성이 높기 때문이다. 이에 보유 중인 현대모비스 지분 5.7%(2017년 3분기 기준 장부가 1조 3,363억원)가 부각될 것이다. 또한 하반기에 상장을 추진하고 있는 현대오일뱅크 지분 2.2%도 간과해선 안 될 보유 자산이다.

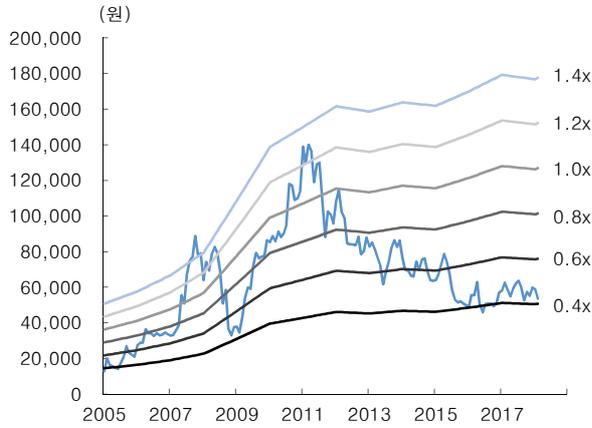
**자체 성장 동력을 확보한 2018년:** 현대제철의 가장 큰 약점은 현대/기아차 의존도가 높고, 자동차용강관 가격 협상력이 약하다는 점이다. 2016년 이후 철강 업황 개선에도 불구하고 동일 기간 현대/기아차가 부진해 실적은 개선되지 않고 주가가 상승하지 못했다. 게다가 지난 2년 동안은 이를 만회할 요인이 없었다. 향후에도 자동차용강관 업황이 개선될 가능성은 낮다. 그러나 특수강 생산 확대와 순천 #3 CGL 신규 가동(냉연, 50만톤, 3월), 단조 생산 확대, 핫스탬핑 설비 증설 등(그림39)으로 2018년에는 자동차용강관 부진을 만회할 요소를 갖추고 있다.

**1분기 실적은 부진, 2분기 회복 예상:** 1분기 연결 영업이익은 3,170억원(-4.4% QoQ, -9.4% YoY)으로 컨센서스 3,910억원을 19% 하회할 것으로 추정된다. 1분기에 봉형강 부분의 부진이 예상된다. 원재료인 스크랩 가격이 지난해 말부터 상승했고, 부원재료인 전극봉과 합금철도 가격이 오른 반면 봉형강 가격은 1분기 중에 올랐다. 원가율 상승이 불가피한 상황이다. 다만 2분기에는 인상된 가격과 순천 #3 CGL 가동이 온기로 반영되고 원재료 및 부원료 가격은 안정되어 이익 개선이 예상된다. 이번 1분기가 2018년 분기 실적의 바닥이 될 전망이다.

### 최문선

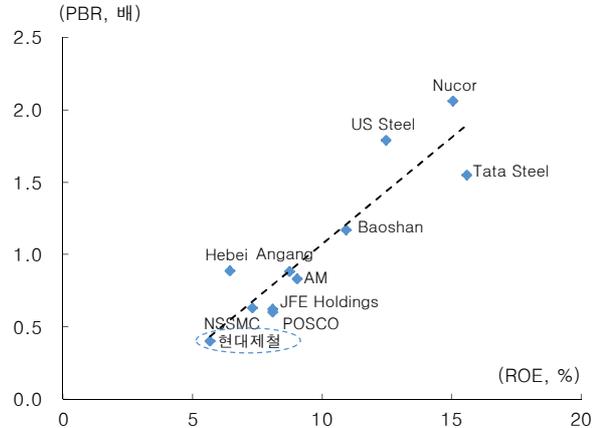
moonsun@truefriend.com

[그림 37] PBR band



자료: 한국투자증권

[그림 38] 글로벌 주요 철강사 ROE-PBR



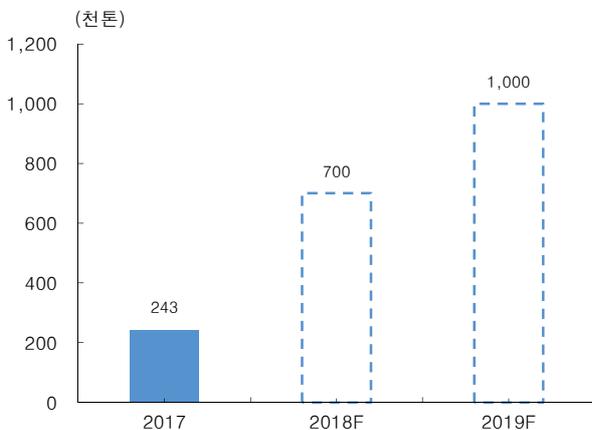
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 39] 신규사업 진행 내역

투자내용	2016				2017F				2018F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q
특수강			ISIR 승인				자동차용 양산		
순천 #3 CGL			도목공사			설비설치	시운전	상업생산	
단조			투자원료 설비이관	정상화투자 해체/이관		설치/시운전	정상가동		
해외 SSC		멕시코 신설		중국천진 증설		중국중경 신설			
핫스탬핑							양산시작 (예산 2공장, 천진)		

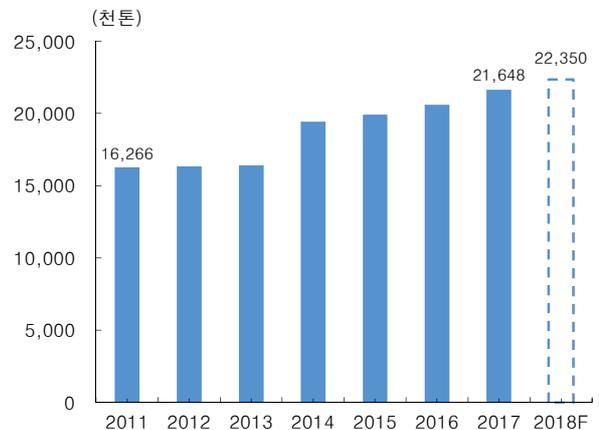
자료: 현대제철, 한국투자증권

[그림 40] 특수강 생산계획



자료: 한국투자증권

[그림 41] 출하량 전망 - 출하량 증가 지속



자료: 한국투자증권

〈표 6〉 별도기준 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	3,956	4,274	4,284	4,375	4,282	4,638	4,647	4,663	16,889	18,230	19,460
영업이익	283	345	306	299	279	337	329	348	1,233	1,293	1,654
영업이익률	7.2%	8.1%	7.1%	6.8%	6.5%	7.3%	7.1%	7.5%	7.3%	7.1%	8.5%
법인세차감전이익	394	177	212	251	241	299	291	310	1,034	1,141	1,520
당기순이익	299	135	157	134	183	227	221	236	726	867	1,155
기본가정											
출하량(천톤)	5,186	5,502	5,532	5,428	5,300	5,600	5,750	5,700	21,648	22,350	23,100
평균가격(천원/톤)	763	777	774	806	808	828	808	818	780	816	842
톤당 원가(천원/톤)	708	714	719	751	755	768	751	757	723	758	771
톤당 영업이익(천원/톤)	54.6	62.7	55.4	55.1	52.6	60.2	57.2	61.1	57.0	57.9	71.6
톤당 EBITDA(천원/톤)	118	123	121	117	124	128	123	128	122	126	142

자료: 한국투자증권

〈표 7〉 연결기준 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	4,574	4,692	4,820	5,079	4,942	5,308	5,307	5,313	19,166	20,870	22,220
영업이익	350	351	340	331	317	375	367	386	1,371	1,445	1,797
영업이익률	7.6%	7.5%	7.0%	6.5%	6.4%	7.1%	6.9%	7.3%	7.2%	6.9%	8.1%
법인세차감전이익	457	184	244	201	247	305	297	316	1,087	1,165	1,547
지배지분순이익	334	139	175	78	181	224	218	232	716	856	1,031

자료: 한국투자증권

**기업개요 및 용어해설**

현대제철은 전기로 제강사업에서 2010년 고로사업으로 진출한 국내 2위의 철강사이다. 2013년 3기 고로가 완공되면서 전기로 1천2백만톤과 고로 1천2백만톤의 생산설비를 갖추었다. 2015년 주요 생산 품목은 냉연(38%), 열연(12%), 형강(16%), 철근(12%), 후판(10%) 등이며 냉연은 2014년부터 현대하이스코로부터 흡수 합병되어 추가되었다. 2015년 7월 1일부로 현대하이스코의 강관과 해외법인도 합병되었다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	6,795	7,863	7,435	7,543	7,687
현금성자산	737	771	835	889	933
매출채권및기타채권	2,376	2,717	2,959	3,000	3,150
재고자산	3,408	4,098	3,339	3,333	3,266
비유동자산	25,746	25,510	25,932	26,508	27,328
투자자산	1,882	1,987	2,254	2,289	2,403
유형자산	21,645	21,339	21,371	21,774	22,177
무형자산	1,793	1,748	1,983	2,111	2,216
자산총계	32,541	33,374	33,366	34,051	35,015
유동부채	6,813	6,707	6,685	6,700	6,698
매입채무및기타채무	2,945	3,391	3,692	3,931	4,128
단기차입금및단기사채	1,106	886	786	686	586
유동성장기부채	2,610	2,183	1,997	1,811	1,625
비유동부채	9,243	9,631	8,942	8,210	7,466
사채	4,071	4,030	3,730	3,330	2,930
장기차입금및금융부채	4,345	4,568	4,161	3,761	3,361
부채총계	16,056	16,338	15,627	14,910	14,164
지배주주지분	16,176	16,716	17,408	18,263	19,606
자본금	667	667	667	667	667
자본잉여금	3,914	3,914	3,914	3,914	3,914
기타자본	(129)	(129)	(129)	(129)	(129)
이익잉여금	10,654	11,278	12,048	12,980	14,401
비지배주주지분	309	320	333	348	371
자본총계	16,485	17,036	17,741	18,611	19,977

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	2,917	1,720	3,556	3,357	3,524
당기순이익	867	728	883	1,047	1,543
유형자산감가상각비	1,282	1,403	1,835	1,870	1,514
무형자산상각비	105	101	113	120	127
자산부채변동	490	(777)	705	301	316
기타	173	265	20	19	24
투자활동현금흐름	(1,976)	(1,234)	(2,381)	(2,633)	(2,615)
유형자산투자	(1,976)	(1,201)	(1,907)	(2,333)	(1,977)
유형자산매각	19	6	40	60	60
투자자산순증	21	13	(335)	(103)	(183)
무형자산순증	(40)	(62)	(348)	(249)	(232)
기타	0	10	169	(8)	(283)
재무활동현금흐름	(1,017)	(450)	(1,109)	(1,201)	(1,209)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(919)	(351)	(997)	(1,086)	(1,086)
배당금지급	(98)	(99)	(98)	(98)	(98)
기타	0	0	(14)	(17)	(25)
기타현금흐름	(7)	(2)	0	0	0
현금의증가	(83)	33	66	(477)	(300)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	16,692	19,166	20,870	22,220	23,331
매출원가	14,231	16,733	18,328	19,219	19,785
매출총이익	2,461	2,432	2,542	3,002	3,546
판매관리비	1,015	1,065	1,097	1,205	1,125
영업이익	1,445	1,368	1,445	1,797	2,421
금융수익	174	282	176	206	284
이자수익	11	10	10	11	11
금융비용	470	495	456	456	421
이자비용	315	308	289	262	234
기타영업외손익	15	(83)	0	0	0
관계기업관련손익	10	10	10	10	10
세전계속사업이익	1,174	1,081	1,174	1,556	2,293
법인세비용	307	354	291	509	750
연결당기순이익	867	728	883	1,047	1,543
지배주주지분순이익	850	716	869	1,031	1,519
기타포괄이익	61	(79)	(79)	(79)	(79)
총포괄이익	928	649	804	968	1,464
지배주주지분포괄이익	911	638	791	953	1,441
EBITDA	2,833	2,872	3,393	3,787	4,061

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	6,492	5,455	6,620	7,851	11,570
BPS	122,187	126,228	131,421	137,824	147,887
DPS	750	750	750	750	750
성장성(% YoY)					
매출증가율	3.5	14.8	8.9	6.5	5.0
영업이익증가율	(1.3)	(5.4)	5.6	24.4	34.8
순이익증가율	15.9	(15.8)	21.4	18.6	47.4
EPS증가율	9.0	(16.0)	21.4	18.6	47.4
EBITDA증가율	3.5	1.4	18.1	11.6	7.2
수익성(%)					
영업이익률	8.7	7.1	6.9	8.1	10.4
순이익률	5.1	3.7	4.2	4.6	6.5
EBITDA Margin	17.0	15.0	16.3	17.0	17.4
ROA	2.7	2.2	2.6	3.1	4.5
ROE	5.4	4.4	5.1	5.8	8.0
배당수익률	1.3	1.3	1.5	1.5	1.5
배당성향	11.6	13.7	11.3	9.6	6.5
안정성					
순차입금(십억원)	11,209	10,736	9,645	8,494	7,354
차입금/자본총계비율(%)	73.6	68.5	60.1	51.5	42.5
Valuation(X)					
PER	8.8	10.7	7.7	6.5	4.4
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	6.7	6.5	4.9	4.1	3.6

# 고려아연(010130)

중립(하향)

주가(3/28, 원)	481,000
시가총액(십억원)	9,076
발행주식수(백만)	19
52주 최고/최저가(원)	546,000/403,500
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	19,331
유동주식비율(%)	46.7
외국인지분율(%)	24.8
주요주주(%)	최창걸 외 37 인 40.7
	국민연금 8.1

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2016A	5,848	765	592	33,519	16.3	983	14.2	7.9	1.6	11.2	1.8
2017A	6,597	895	629	35,591	6.2	1,123	13.9	6.7	1.5	11.0	2.0
2018F	7,011	873	676	38,271	7.5	1,104	12.6	6.6	1.4	11.0	2.5
2019F	7,909	1,136	801	45,333	18.5	1,369	10.6	5.0	1.3	12.0	2.7
2020F	8,923	1,282	906	51,267	13.1	1,517	9.4	4.3	1.2	12.5	2.7

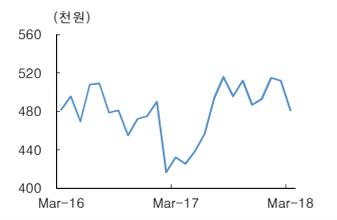
주: 순이익은 지분법적용 순이익

## 다가오는 peak

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(6.1)	(1.9)	15.1
상대주가(%p)	(5.7)	(3.9)	3.2

### 주가추이



**투자의견 ‘중립’으로 하향:** 제련사에 불리한 상황이 지속되고 있다. 중국이 광산 투자는 줄이고 제련 및 가공 투자는 줄이지 않으면서 정광의 공급 부족을 부추기고 있기 때문이다. 현재 중국의 spot 아연 제련 수수료는 15달러까지 하락한 상황이다. 2018년 연간 아연 제련수수료도 전년의 172달러보다 하락할 개연성이 높다. 우리는 아연 가격의 5%인 160달러로 가정했다. 2017년에는 제련수수료 하락을 아연 가격 상승이 상쇄시켰다. 그러나 2018년에는 아연 가격 강세로 글로벌 제련사들이 증산에 나서며 공급이 늘며 아연 가격이 2분기를 정점으로 하락할 것으로 예상된다. 이익이 늘기 어려운 한 해가 될 것으로 판단된다. 현재 주가는 2018년 예상 실적을 기준으로 PER은 12.6배, PBR은 1.4배다. 7.5%의 EPS 증가율과 11%의 ROE를 감안할 때 주가의 상승 여력은 제한적이다. 투자의견을 ‘중립’으로 하향한다.

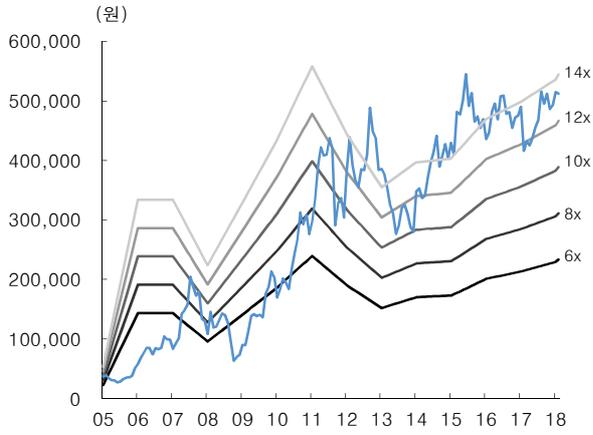
**2018년, 아연 제련수수료 160달러로 하락 예상:** 조만간 2018년 아연 제련수수료 협상이 체결될 예정이다. 지난해에 아연 제련수수료는 172달러로 15.3% 하락한데다 아연 가격이 상승하면 제련수수료가 상승하는 escalator 조항도 제거되었다. 아연 제련수수료는 2015년 245달러를 정점으로 지속적으로 하락하고 있다. 글로벌 정광 공급이 부족하기 때문이다. 그런데 제련사들은 2018년에 생산 증가 카드를 꺼내 들고 있다. 그도 그럴 것이 아연 가격이 강하다 보니 생산량을 늘리는 것이 유리하기 때문이다. 그런데 제련사 생산 증가는 아연의 공급 증가로 귀결된다. 지금까지는 정광 공급 부족이 제련수수료 하락으로 그리고 결국 제련량 감소로 이어지며 아연 공급이 부족해 가격이 강세였다. 제련사들이 생산량을 늘리면 공급 부족이 완화되고 아연 가격이 강세 국면에서 벗어날 것이라 판단한다. 아연 가격은 2분기에 정점을 형성한 후 생산 증가로 하반기에 하락할 것으로 예상된다.

**1분기 실적이 peak:** 1분기 연결 영업이익은 2,310억원(+3.8% QoQ, -2.1% YoY)으로 컨센서스 2,400억원과 유사할 전망이다. 그런데 제련수수료가 하락하면서 2분기에 이익이 감소할 전망이다. 그리고 하반기에는 공급 증가에 따른 가격 하락으로 이익이 한 단계 더 내려올 것으로 예상된다.

### 최문선

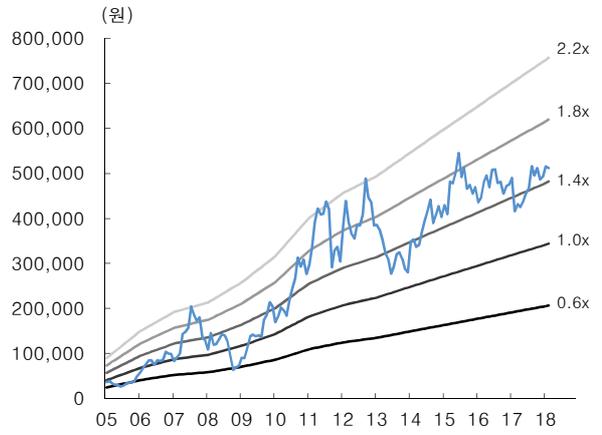
moonsun@truefriend.com

[그림 42] PER band



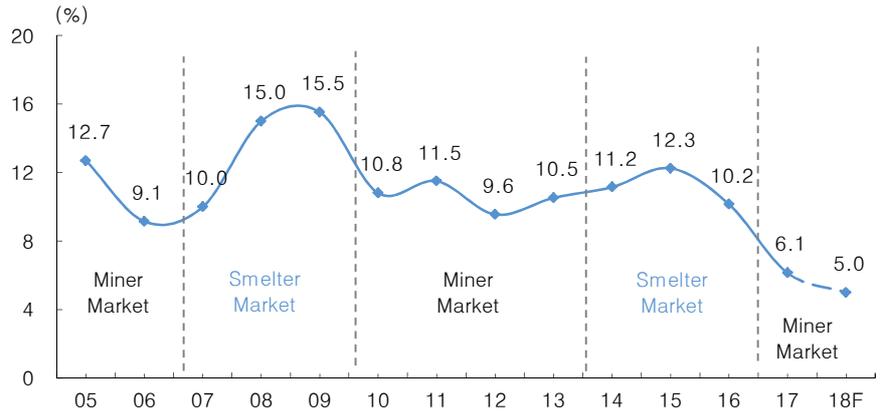
자료: 한국투자증권

[그림 43] PBR band



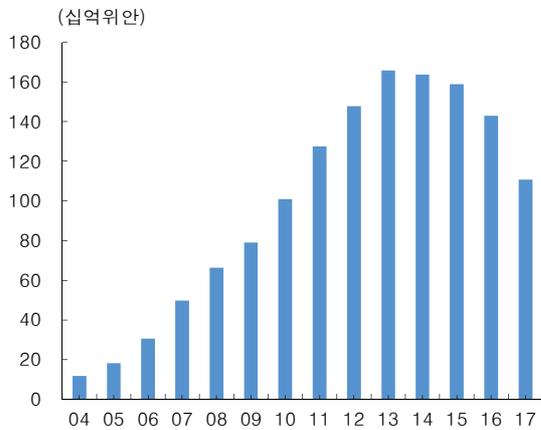
자료: 한국투자증권

[그림 44] 아연 제련 수수료율



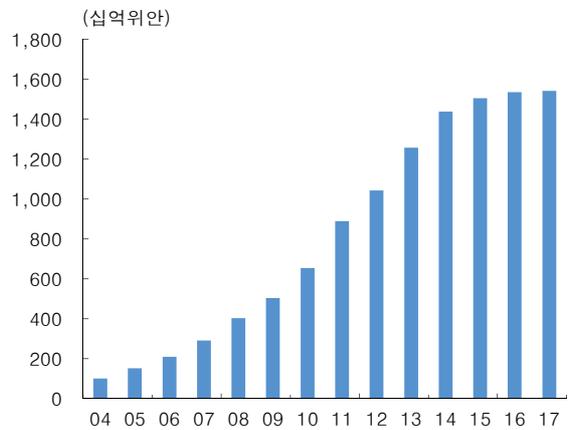
주: 아연 제련 수수료율 = 아연 제련 수수료 / 아연 기준 가격  
자료: 한국투자증권

[그림 45] 중국 비철 광산 고정자산투자



자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 46] 중국 비철 제련/가공 고정자산투자



자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 47] 중국 아연 spot 제련수수료



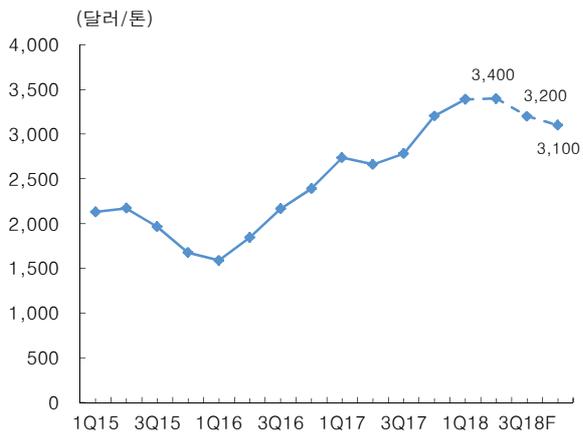
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 48] 중국 연 spot 제련수수료



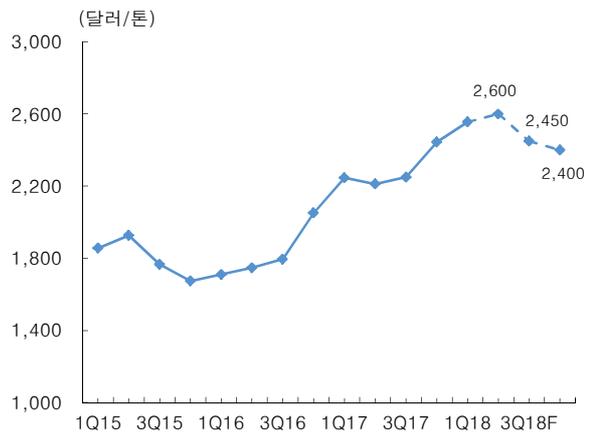
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 49] 분기별 아연 가격 전망



자료: Datastream, 한국투자증권

[그림 50] 분기별 연 가격 전망



자료: Datastream, 한국투자증권

〈표 8〉 별도기준 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017F	2018F	2019F
매출액	1,339	1,388	1,342	1,384	1,458	1,535	1,416	1,434	5,452	5,843	6,234
- 아연	469	528	527	538	616	651	605	602	2,062	2,474	2,617
- 연	281	302	279	327	272	319	287	321	1,190	1,185	1,235
- 금	130	125	123	118	167	162	134	129	496	653	670
- 은	352	325	295	285	284	284	267	265	1,257	1,212	1,235
- 동	34	38	39	39	49	50	53	46	150	183	187
- 기타	71	71	79	77	70	70	70	70	298	280	290
영업이익	208	218	164	171	199	185	183	171	761	737	795
영업이익률	15.5%	15.7%	12.3%	12.4%	13.6%	12.0%	12.9%	11.9%	14.0%	12.6%	12.8%
세전이익	196	243	179	149	206	192	189	178	767	758	817
순이익	148	151	136	97	154	144	142	133	531	573	613
기본 가정											
원/달러 환율	1,170	1,130	1,132	1,104	1,070	1,070	1,070	1,070	1,145	1,070	1,070
아연 기본 제련수수료(USD/tonne)	172	172	172	172	174	175	176	177	172	160	161
아연 프리미엄(USD/tonne)	180	177	234	240	240	220	200	200	208	215	210
연 프리미엄(USD/tonne)	192	208	200	204	210	200	190	200	201	200	200
가격 전망											
아연 가격(달러/톤)	2,736	2,662	2,782	3,204	3,391	3,400	3,200	3,100	2,846	3,273	3,300
연 가격(달러/톤)	2,246	2,212	2,250	2,445	2,556	2,600	2,450	2,400	2,288	2,501	2,600
금 가격(달러/oz)	1,193	1,249	1,261	1,293	1,310	1,300	1,270	1,250	1,249	1,282	1,300
은 가격(달러/oz)	17.1	17.5	16.7	17.1	16.6	17.0	16.6	16.5	17.1	16.7	17.0
동 가격(달러/톤)	5,776	5,704	6,066	6,737	7,100	7,200	7,400	7,600	6,071	7,325	7,500
출하량 전망											
아연(천톤)	138	165	154	141	156	164	163	167	598	650	650
연(천톤)	99	110	101	112	91	104	100	114	422	410	410
금(톤)	2.9	2.7	2.6	2.6	3.8	3.7	3.1	3.0	10.9	13.5	13.5
은(톤)	559	508	485	471	498	488	469	470	2,022	1,925	1,925
동(천톤)	4.9	5.9	5.4	5.2	6.1	6.1	6.4	5.4	21.5	24.0	24.0

자료: 한국투자증권

〈표 9〉 연결기준 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017F	2018F	2019F
매출액	1,574	1,672	1,617	1,734	1,749	1,842	1,699	1,720	6,597	7,011	7,481
- 고려아연	1,339	1,388	1,342	1,384	1,458	1,535	1,416	1,434	5,452	5,843	6,234
- 자회사	235	284	275	350	292	307	283	287	1,144	1,169	1,247
영업이익	236	248	187	223	231	222	217	206	895	873	959
- 고려아연	208	218	164	171	199	185	183	171	761	737	795
- 자회사	28	31	23	52	33	37	35	35	134	136	164
영업이익률	15.0%	14.9%	11.6%	12.8%	13.2%	12.0%	12.8%	12.0%	13.6%	12.5%	12.8%
- 고려아연	15.5%	15.7%	12.3%	12.4%	13.6%	12.0%	12.9%	11.9%	14.0%	12.6%	12.8%
- 자회사	12.0%	10.8%	8.3%	14.8%	11.2%	12.1%	12.2%	12.2%	11.7%	11.7%	13.2%
세전이익	230	274	200	221	238	228	224	212	802	899	982
지배주주순이익	167	168	149	145	179	172	168	160	629	676	801

자료: 한국투자증권

### 기업개요 및 용어해설

고려아연은 1978년 아연제련공장을 시작으로 아연, 연, 금, 은, 동, 인듐, 갈륨 및 황산 등을 생산하는 종합비철금속 제련회사로 성장하였다. 아연 생산량 기준으로 Nyrstar(벨기에), Glencore Xstrata(글로벌기업), Hindustan Zinc(인도)에 이어 세계 4위 규모(영풍과 합산할 경우 세계 1위)이다. 아연과 연 정광을 광산으로부터 매입하여 제련함으로써 아연, 연을 생산한다. 뿐만 아니라 부산물 재처리를 통해 금, 은, 동 등 기타 유가금속까지 회수한다. 특히 QSL 공법과 독자적인 fumer 기술을 통해 세계 제련사 중 가장 높은 금속회수율을 자랑하고 있다. 2016년 기준 매출비중은 은 29%, 아연 33%, 연 20%, 동 3%, 금 12%, 기타 5%이다.

- 기본 제련 수수료: 제련사가 광산으로부터 정광을 구매할 때 정광 가격에서 차감. 높을수록 제련사가 유리
- 아연 프리미엄: 기준 가격과 판매 가격의 차이. 금속의 수급 상황, 지리적 위치 등에 의해 변동
- Free metal: 제련사가 광산으로부터 정광을 구매할 때 일정 비율만큼 할인하는 것

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	2,895	3,670	3,877	4,532	5,112
현금성자산	309	597	841	1,107	1,249
매출채권및기타채권	358	364	561	633	714
재고자산	1,204	1,355	1,402	1,582	1,785
비유동자산	3,588	3,368	3,884	4,225	4,583
투자자산	992	523	811	915	1,032
유형자산	2,484	2,703	2,921	3,139	3,357
무형자산	74	80	85	96	108
자산총계	6,483	7,038	7,760	8,757	9,695
유동부채	537	607	967	1,393	1,646
매입채무및기타채무	368	439	467	527	594
단기차입금및단기사채	24	17	9	2	0
유동성장기부채	6	5	4	2	1
비유동부채	283	326	249	275	308
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	17	12	7	2	0
부채총계	820	932	1,216	1,667	1,954
지배주주지분	5,516	5,960	6,394	6,933	7,577
자본금	94	94	94	94	94
자본잉여금	57	56	56	56	56
기타자본	(54)	(54)	(54)	(54)	(54)
이익잉여금	5,300	5,782	6,248	6,819	7,495
비지배주주지분	146	145	150	157	163
자본총계	5,663	6,106	6,544	7,090	7,741

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	681	797	974	1,253	1,156
당기순이익	595	634	683	808	913
유형자산감가상각비	219	228	230	233	236
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(184)	(124)	50	205	(1)
기타	51	59	11	7	8
투자활동현금흐름	(459)	(324)	(497)	(737)	(772)
유형자산투자	(184)	(497)	(451)	(453)	(456)
유형자산매각	3	1	2	2	2
투자자산순증	(279)	175	(324)	(136)	(149)
무형자산순증	(0)	(3)	(5)	(11)	(12)
기타	1	0	281	(139)	(157)
재무활동현금흐름	(157)	(173)	(232)	(250)	(242)
자본의증가	0	1	0	0	0
차입금의순증	(5)	(14)	(14)	(14)	(5)
배당금지급	(152)	(152)	(177)	(212)	(230)
기타	0	(8)	(41)	(24)	(7)
기타현금흐름	5	(13)	0	0	0
현금의증가	70	288	244	266	142

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	5,848	6,597	7,011	7,909	8,923
매출원가	4,905	5,528	5,922	6,565	7,406
매출총이익	943	1,069	1,090	1,345	1,517
판매관리비	178	174	216	209	235
영업이익	765	895	873	1,136	1,282
금융수익	92	81	72	92	100
이자수익	25	38	44	48	57
금융비용	46	54	42	54	53
이자비용	1	1	1	0	0
기타영업외손익	(7)	3	0	4	4
관계기업관련손익	(2)	1	(4)	1	1
세전계속사업이익	802	926	899	1,179	1,333
법인세비용	207	292	216	372	420
연결당기순이익	595	634	683	808	913
지배주주지분순이익	592	629	676	801	906
기타포괄이익	(6)	(33)	(33)	(33)	(33)
총포괄이익	588	602	651	775	881
지배주주지분포괄이익	590	595	646	769	874
EBITDA	983	1,123	1,104	1,369	1,517

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	33,519	35,591	38,271	45,333	51,267
BPS	295,176	318,698	341,671	370,245	404,377
DPS	8,500	10,000	12,000	13,000	13,000
성장성(% YoY)					
매출증가율	22.6	12.8	6.3	12.8	12.8
영업이익증가율	13.8	17.0	(2.4)	30.1	12.8
순이익증가율	16.3	6.2	7.5	18.5	13.1
EPS증가율	16.3	6.2	7.5	18.5	13.1
EBITDA증가율	16.2	14.2	(1.7)	24.0	10.8
수익성(%)					
영업이익률	13.1	13.6	12.5	14.4	14.4
순이익률	10.1	9.5	9.6	10.1	10.2
EBITDA Margin	16.8	17.0	15.7	17.3	17.0
ROA	9.6	9.4	9.2	9.8	9.9
ROE	11.2	11.0	11.0	12.0	12.5
배당수익률	1.8	2.0	2.5	2.7	2.7
배당성향	25.4	28.1	31.4	28.7	25.4
안정성					
순차입금(십억원)	(1,271)	(1,897)	(1,873)	(2,288)	(2,587)
차입금/자본총계비율(%)	0.9	0.6	0.3	0.1	0.0
Valuation(X)					
PER	14.2	13.9	12.6	10.6	9.4
PBR	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	7.9	6.7	6.6	5.0	4.3

# 풍산(103140)

매수(유지) / TP: 70,000원(유지)

주가(3/20, 원)	39,050
시가총액(십억원)	1,094
발행주식수(백만)	28
52주 최고/최저가(원)	58,600/37,150
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	8,985
유동주식비율(%)	63.1
외국인지분율(%)	15.9
주요주주(%)	풍산홀딩스 외 2인 36.8
	국민연금 13.5

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EVEBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2016A	2,832	218	138	4,912	166.8	302	8.2	6.9	0.9	11.8	1.7
2017A	2,945	241	151	5,375	9.4	330	8.8	6.6	1.0	11.9	1.7
2018F	3,206	294	210	7,491	39.4	383	5.2	4.7	0.8	15.3	2.6
2019F	3,410	307	209	7,478	(0.2)	396	5.2	4.3	0.7	14.0	3.1
2020F	3,581	325	224	8,008	7.1	415	4.9	4.0	0.6	13.9	3.1

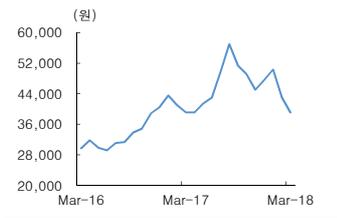
주: 순이익은 지분법적용 순이익

## 실적 정상화가 주가 회복 견인할 것

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(9.3)	(23.6)	1.2
상대주가(%p)	(9.0)	(25.5)	(10.7)

### 주가추이



**저평가 국면, 목표주가 70,000원 유지:** 지난 하반기에 동 가격 상승에도 불구하고 실적이 부진했다. 3분기와 4분기에 연속으로 부진하면서 주가 하락을 야기했다. 특히 실적이 안정적인 방산사업이 부진의 원인이었고 방산의 특성상 시장에서 이를 파악하기 어려웠다는 점에서 실적 부진의 충격이 더 컸다. 그러나 최근 국내 방산은 입찰제한이 한시적으로 해제되면서 2018년 연간 탄약과 포탄 계약이 체결된 것으로 파악된다. 여기에 중동으로의 수출 호조세가 확인되고 있다. 하반기 부진의 원인이 해결되고 있다. 한편 동 가격 강세는 지속될 것이다. 동 광산들의 capex 감소가 2017년까지 이어지며 향후 동 정광 생산량 증가는 제한적일 것이다. 반면 경기 회복과 전기차 인프라 투자로 동 수요는 지속적으로 증가할 전망이다. 동의 공급 부족이 지속될 것이라 판단한다. 2018년 BPS에 목표 PBR 1.3배(ROE 14.5%)를 적용한 목표주가 70,000원을 유지한다. 2018년 예상 실적기준 PER은 5.2배, PBR은 0.8배로 저평가 국면이다.

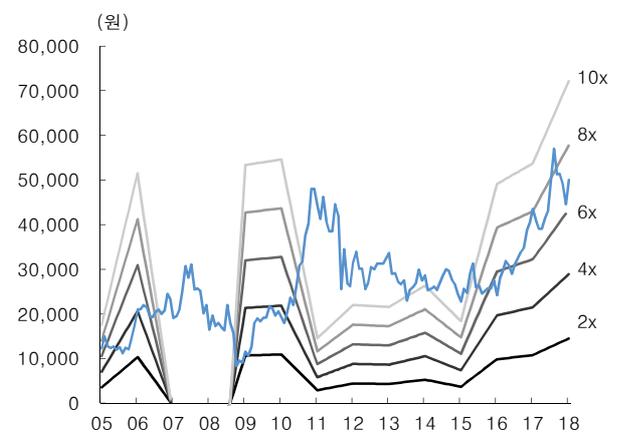
**동 가격, 장기 상승 사이클 진입:** 주요 동 광산들의 capex가 2013년부터 작년까지 5년 간 지속적으로 감소했다. 동 가격이 장기 하락하다 보니 이익 감소가 지속된 결과다. 2017년에 동 가격이 기초적으로 상승해서 2018년부터는 capex 증가가 예상된다. 그러나 감소 기간이 길어 capex 증가가 생산 증가로 이어지는 데는 시간이 필요하다. 반면 동 수요는 경기 회복에 중국의 전기차 인프라 확대로 즉각적인 증가가 예상된다. 동의 공급 부족이 지속될 것으로 판단된다. 2015년 9월 이후 아연 가격과 닮은 꼴이다. 아연 정광 부족이 결국 아연 공급 부족으로 이어졌다. 그리고 아연 가격은 두 배 이상 상승했다. 향후 동이 아연에 이어 이와 유사한 결과가 나타날 것이라 판단한다.

**1분기부터 실적 정상화될 전망:** 1분기 연결 영업이익은 637억원(+28.9% QoQ, -22% YoY)으로 컨센서스 700억원 대비 9% 하회가 예상된다. 고무적인 것은 방산 비수기임에도 불구하고 지난 4분기보다 영업이익이 증가하는 것이다. 실적이 부진에서 벗어난다는 의미이다. 컨센서스를 하회하는 것은 원/달러 환율 하락의 영향이 컨센서스에 반영되지 않았기 때문이다. 우리가 예상하는 실적을 실현하면 시장의 실적에 대한 우려가 해소된다는 점에서 주가에 긍정적으로 작용할 전망이다.

### 최문선

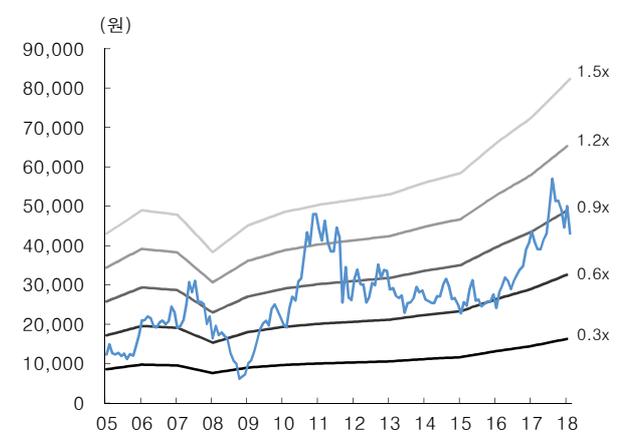
moonsun@truefriend.com

[그림 51] PER band



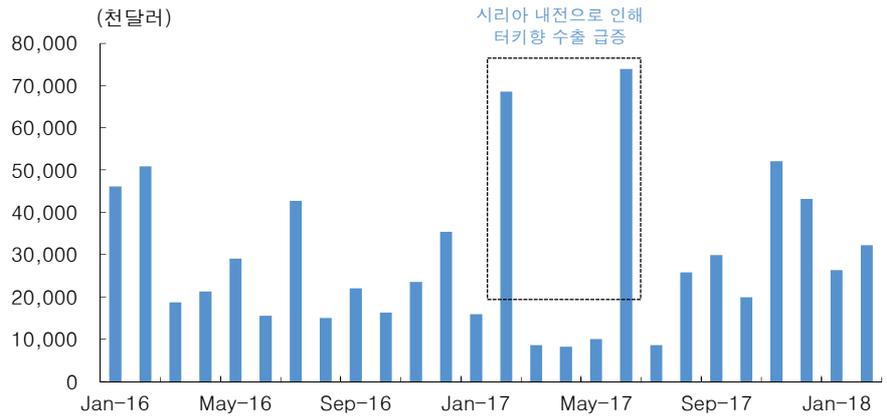
자료: 한국투자증권

[그림 52] PBR band



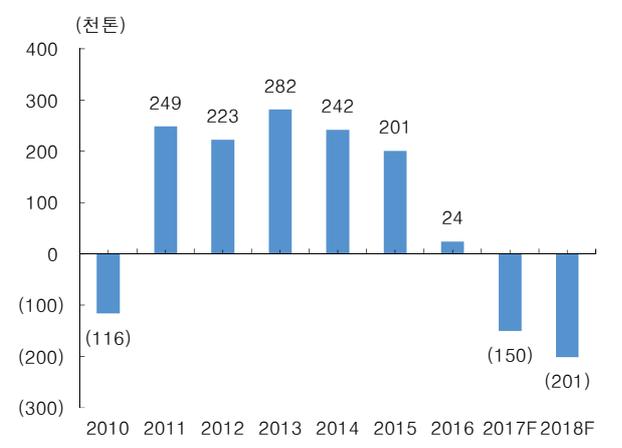
자료: 한국투자증권

[그림 53] 탄약류 수출 금액 추이



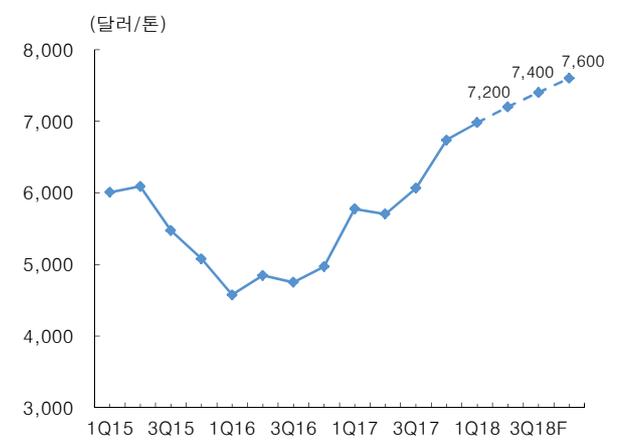
자료: 한국무역협회, 한국투자증권

[그림 54] 동 수급 전망



자료: 한국투자증권

[그림 55] 분기별 동 가격 전망



자료: 한국투자증권

〈표 10〉 별도기준 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017F	2018F	2019F
매출액	528	538	520	672	513	585	572	700	2,257	2,370	2,526
-신동	349	350	361	362	369	386	396	398	1,421	1,550	1,666
-방산	179	188	160	310	144	198	176	302	837	820	860
영업이익	64	50	36	37	45	59	52	56	188	211	213
-신동	37	20	22	17	28	29	25	29	96	111	115
가공이익	23	22	14	7	25	26	23	26	66	100	105
재고평가이익(손실)	1	0	0	0	0	0	0	0	1	14	5
Metal gain(loss)	14	(2)	7	10	3	3	2	2	29	21	5
-방산	27	30	15	20	17	30	26	27	92	100	98
영업이익률	12.2%	9.3%	7.0%	5.5%	8.8%	10.0%	9.0%	7.9%	8.3%	8.9%	8.4%
법인세차감전이익	70	56	39	35	43	57	50	54	165	203	207
당기순이익	55	52	12	29	34	44	39	42	114	158	162
기본가정											
원/달러 환율	1,153	1,130	1,132	1,104	1,070	1,070	1,070	1,070	1,130	1,070	1,070
기말 원/달러 환율	1,118	1,144	1,130	1,067	1,080	1,080	1,080	1,080	1,067	1,080	1,080
동 가격(USD/톤, M-1 평균 기준)	5,776	5,704	6,066	6,737	6,979	7,200	7,400	7,600	6,071	7,295	7,500
기말 동 가격(USD/톤)	5,750	5,720	6,590	6,618	7,000	7,300	7,500	7,650	6,618	7,450	7,800
신동 ASP(천원/톤)	6,810	6,398	7,143	7,130	7,425	7,337	7,864	8,010	6,953	7,656	8,261
신동 출하량(천톤)	48.8	49.9	48.9	46.8	47.0	50.0	47.9	47.3	194	192	192

주: 신동 출하량은 주조와 기타 제외  
 자료: 한국투자증권

〈표 11〉 연결기준 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017F	2018F	2019F
매출액	707	699	696	843	699	789	772	945	2,945	3,206	3,410
-신동	349	350	361	362	373	387	396	398	1,421	1,555	1,666
-방산	179	188	160	310	144	198	176	302	837	820	860
-자회사	180	162	176	171	181	205	200	245	688	831	884
영업이익	82	60	50	49	64	75	70	78	241	286	307
-신동	37	20	22	15	28	27	25	29	94	110	115
-방산	27	30	15	22	17	30	26	27	94	100	98
-자회사	17	10	14	12	18	18	18	22	53	77	94
영업이익률	11.5%	8.5%	7.2%	5.9%	9.1%	9.5%	9.0%	8.2%	8.2%	8.9%	9.0%
법인세차감전이익	71	57	40	37	59	70	65	73	205	266	295
지배지분순이익	56	52	13	29	45	53	49	55	151	202	224

주: 자회사 매출액과 영업이익은 연결 수치에서 신동과 방산 수치를 단순 차감하여 산출  
 자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

풍산은 1968년에 설립된 동 가공 업체이다. 동 및 동 합금소재와 가공품을 생산하며 각종 탄약류 또한 생산하고 있다. 사업부문은 크게 신동사업부문과 방산사업부문으로 나눌 수 있으며 2016년 연결기준 매출 비중은 신동 71%, 방산 29%이다.

- 신동: 동이나 동 합금을 가공하여 판, 관, 봉, 선 등으로 생산
- 방산: 동을 소재로 탄약과 포탄을 제조하여 판매. 매출액의 65%가 내수이며, 수출이 35%를 차지
- 재고평가손익: 기말 마지막 월의 원화로 환산한 평균 동 가격의 차이에 의해 발생하는 손익. 상승(하락)하면 이익(손실)
- Metal gain(loss): 원화로 환산한 분기 평균 동 가격 차이에 의해 발생하는 손익. 상승(하락)이면 이익(손실)

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,381	1,422	1,569	1,686	1,824
현금성자산	73	57	128	153	143
매출채권및기타채권	545	499	577	614	645
재고자산	741	839	833	887	1,003
비유동자산	1,334	1,307	1,326	1,341	1,355
투자자산	10	10	11	12	12
유형자산	1,186	1,156	1,161	1,166	1,171
무형자산	19	25	27	29	30
자산총계	2,715	2,729	2,895	3,027	3,179
유동부채	964	986	957	920	880
매입채무및기타채무	275	289	314	334	351
단기차입금및단기사채	393	355	285	215	145
유동성장기부채	198	252	262	272	282
비유동부채	517	434	434	432	429
사채	199	199	194	189	184
장기차입금및금융부채	219	118	113	108	103
부채총계	1,480	1,420	1,392	1,353	1,309
지배주주지분	1,233	1,307	1,432	1,551	1,685
자본금	140	140	140	140	140
자본잉여금	495	495	495	495	495
기타자본	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	585	683	865	1,041	1,231
비지배주주지분	2	2	2	2	3
자본총계	1,235	1,309	1,434	1,554	1,688

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	246	137	260	234	188
당기순이익	138	151	210	210	225
유형자산감가상각비	83	86	86	87	87
무형자산상각비	1	2	3	3	3
자산부채변동	11	(123)	(44)	(70)	(130)
기타	13	21	5	4	3
투자활동현금흐름	(101)	(88)	(164)	(162)	(161)
유형자산투자	(99)	(82)	(94)	(93)	(93)
유형자산매각	2	2	3	1	1
투자자산순증	(7)	(10)	(58)	(57)	(57)
무형자산순증	0	1	(5)	(4)	(4)
기타	3	1	(10)	(9)	(8)
재무활동현금흐름	(129)	(57)	(93)	(99)	(99)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(129)	(57)	(65)	(65)	(65)
배당금지급	(14)	(20)	(22)	(28)	(34)
기타	14	20	(6)	(6)	0
기타현금흐름	3	(10)	0	0	0
현금의증가	20	(16)	3	(27)	(72)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	2,832	2,945	3,206	3,410	3,581
매출원가	2,461	2,537	2,758	2,950	3,062
매출총이익	371	408	447	460	519
판매관리비	153	167	153	153	195
영업이익	218	241	294	307	325
금융수익	7	4	4	4	4
이자수익	0	0	0	0	0
금융비용	39	33	24	29	27
이자비용	32	28	25	24	22
기타영업외손익	(4)	(7)	0	(9)	(9)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	182	205	274	274	293
법인세비용	44	54	64	64	68
연결당기순이익	138	151	210	210	225
지배주주지분순이익	138	151	210	209	224
기타포괄이익	18	(57)	(57)	(57)	(57)
총포괄이익	156	94	153	153	168
지배주주지분포괄이익	156	94	153	153	168
EBITDA	302	330	383	396	415

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	4,912	5,375	7,491	7,478	8,008
BPS	43,995	46,646	51,112	55,366	60,149
DPS	700	800	1,000	1,200	1,200
성장성(%, YoY)					
매출증가율	0.4	4.0	8.9	6.4	5.0
영업이익증가율	96.1	10.7	22.0	4.3	5.8
순이익증가율	166.8	9.4	39.4	(0.2)	7.1
EPS증가율	166.8	9.4	39.4	(0.2)	7.1
EBITDA증가율	57.3	9.1	16.1	3.5	4.7
수익성(%)					
영업이익률	7.7	8.2	9.2	9.0	9.1
순이익률	4.9	5.1	6.5	6.1	6.3
EBITDA Margin	10.7	11.2	11.9	11.6	11.6
ROA	5.2	5.5	7.5	7.1	7.2
ROE	11.8	11.9	15.3	14.0	13.9
배당수익률	1.7	1.7	2.6	3.1	3.1
배당성향	14.3	14.9	13.3	16.0	15.0
안정성					
순차입금(십억원)	937	861	714	618	558
차입금/자본총계비율(%)	82.5	71.0	59.6	50.5	42.3
Valuation(X)					
PER	8.2	8.8	5.2	5.2	4.9
PBR	0.9	1.0	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	6.9	6.6	4.7	4.3	4.0





#### ■ Compliance notice

- 는 2018년 3월 28일 현재 현대제철,POSCO,고려아연,풍산 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사
- 는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. 당사
- 료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다. 동 자
- 는 현대제철,POSCO,고려아연 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다. 당사

#### ■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

#### ■ 투자등급 비율 (2017.12.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.6%	19.9%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

#### ■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.