



2018년 8월 27일 | Equity Research

철강금속

중국 철강가격, 지난해 전고점 갱신 가능할 전망!

확대되는 겨울 난방철 철강 감소에 대한 기대감

중국의 난방철 철강 감소 규모 확대에 대한 기대감으로 최근 상해선물거래소 철근선물가격이 7년래 최고치를 갱신했다. 언론에 따르면 올해 난방철에는 허베이-베이징-톈진 권역내 당산, 톈진, 한단, 스촨장, 싱타이, 안양의 6개 도시는 50%의 철강 가동률 제한을, 나머지 도시들은 30%로 제한할 예정인 것으로 알려졌다. 지난해 허베이성 권역내 도시들의 일괄 50% 가동률 제한에 비해 강도가 약한 듯 보이거나 올해의 경우 지난해 감소기간(4개월: 11월 15일 ~ 3월 15일)보다 확대된 6개월간(10월초 ~ 3월말) 감소가 시행될 예정으로 허베이성 권역의 철강 감소 규모는 지난해와 비슷할 것으로 예상된다. 지난해는 허베이성의 26개 도시와 베이징, 톈진의 총 28개 도시에 대해 철강 가동률을 제한했다면 올해는 허베이성 권역을 넘어 총 80개 도시에 대해 제재가 가해질 전망이다. 허베이성 권역내 이외의 도시들에 대해서는 대기오염 정도에 따라 감소규모를 차등 적용 예정으로 아직까지 구체적인 수치는 제시되지 않았지만 올해 난방철 감소규모는 지난해대비 확대될 전망이다.

중국의 경제정책의 변화로 하반기 양호한 철강수요 예상

지난 7월말 정치국회의에서 확인된 하반기 경제 운용 정책의 골자는 공격적인 재정정책과 인프라투자 축진이 핵심이다. 적절한 통화정책 완화와 금융규제의 완급조절이 보조역할을 담당하는 사실상의 부양에 가까운 정책이다. 정부의 철도, 도로 공사 인허가 재개와 지방채 발행 확대 및 PPP 회복을 통한 하반기 인프라투자 반등이 기대된다. 따라서 연말로 갈수록 비수기 영향으로 철강수요 둔화 우려가 있지만 올해 연말은 비수기임에도 불구하고, 상대적으로 양호한 철강수요가 예상된다.

철강 비중 확대 추천, POSCO > 고려아연 = 현대제철 순서

하반기 중국 철강가격이 지난해 12월초의 전고점을 갱신할 것으로 예상되는 반면 미.중 무역분쟁 우려로 최근 업체들 주가는 전반적으로 하락했기 때문에 비중 확대 시점이라 판단된다. 특히 중국 철강가격 상승의 레버리지효과가 가장 큰 POSCO를 업종 최선호주로 제시한다.

Update

Overweight

Top pick 및 관심종목			
종목명	투자의견	TP(12M)	CP(8월24일)
POSCO(005490)	BUY	440,000원	319,000원
고려아연(010130)	BUY	530,000원	395,500원
현대제철(004020)	BUY	80,000원	52,800원



Analyst 박성봉
02-3771-7774
sbpark@hanafn.com

RA 유승훈
02-3771-8094
shyou@hanafn.com

CONTENTS

1. 1H18 조정 이후, 8월부터 가파른 상승중인 중국 철강가격	3
2. 여름엔 증산되었지만 겨울엔 큰 폭의 철강 감산 기대!	4
1) 여름철 일부 도시들의 감산 불구, 철강 생산 증가세 지속	4
2) 올해 난방철 중국 철강 감산 규모 지난해대비 확대 예상	5
3. 하반기 중국 철강가격의 방향성은 우상향 기대!	6
1) 중국의 경제정책의 변화로 하반기 양호한 철강수요 예상	6
2) 지난해 겨울과 올해 겨울은 다를 것!	8
4. 철강 원재료가격 안정화로 추가 스프레드 확대 기대	9
Top Pick 및 관심종목	10
POSCO (005490)	11
고려아연 (010130)	15
현대제철 (004020)	19

1. 1H18 조정 이후, 8월부터 가파른 상승중인 중국 철강가격

8월 들어 중국 철강가격
가파른 상승세 기록.
철근 선물가격의 경우 7년래
최고치까지 상승

지난 1분기 급격한 조정을 기록했던 중국 철강 유통가격이 2분기에 소폭 반등에 성공했고 8월 들어 가파른 상승세를 기록하고 있다. 8월 중순 현재 열연, 냉연 및 철근가격이 3월말 저점대비 각각 15.2%, 8.7%, 23.6% 상승한 4,388위안/톤, 4,859위안/톤, 4,763위안/톤을 기록 중이다. 이는 지난해 12월의 고점에 근접한 수준으로 1분기 하락폭을 거의 대부분 만회했다. 특히 상해선물거래소 선물가격(철근)의 경우 겨울철 본격적인 철강 감소 기대감으로 지난해 최저치를 경신하여 최근 7년래 최고치를 기록하기도 했다.

낮은 수준의 중국 철강 재고 유지,
타이트한 중국 철강 수급 지속

중국의 철강 재고 또한 낮은 수준을 기록 중이다. 계절적 비수기 돌입과 공급 증가에도 불구하고, 철강 재고가 낮은 수준을 유지하고 있다는 것은 중국의 철강 수급이 타이트한 것으로 판단된다.

그림 1. 중국 철강 유통가격 추이



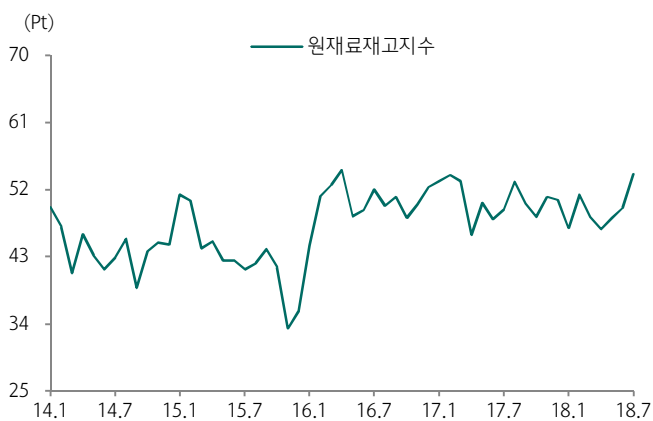
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 2. 상해선물거래소 철근 선물가격 추이



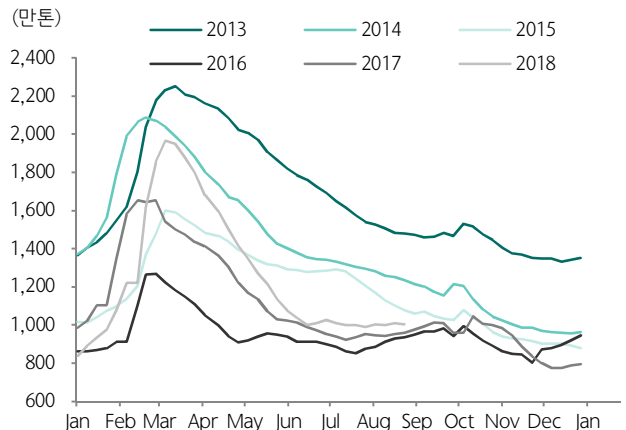
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 2. 중국 철강 PMI 완제품재고 추이



자료: Wind, 하나금융투자

그림 3. 중국 철강 유통재고 추이



주: 26개 주요 도시, 5개 주요품목 합산

자료: Mysteel, 하나금융투자

2. 여름엔 증산되었지만 겨울엔 큰 폭의 철강 감산 기대!

1) 여름철 일부 도시들의 감산 불구, 철강 생산 증가세 지속

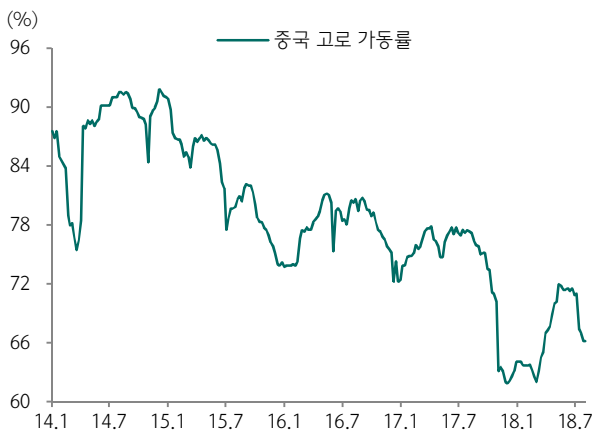
겨울 난방철 철강 가동을 제한
정책으로 철강 생산량 감소
가동을 제한 해제 이후 급격한
철강 생산 증가

지난해 11월 15일부터 실시된 중국 허베이성 중심(허베이성 26개 도시 + 베이징 + 톈진)의 겨울 난방철 대기오염 개선을 위한 철강 가동을 제한 정책(해당도시들은 일괄적으로 50% 미만의 가동을 유지) 영향으로 12월부터 중국 철강 가동률이 큰 폭으로 하락했다. 2017년 8월 241만톤으로 고점을 기록했던 중국의 일일 조강생산량이 2018년 1월에는 220만톤까지 감소했다. 하지만 제재가 끝난 3월 15일 이후에는 철강사들이 높은 수준의 롤마진을 최대한 누리기 위해 가동률을 급격하게 상승시켰고 그 결과 지난 6월에는 일일 조강생산량이 지난해 고점을 갱신한 253만톤을 기록한 바 있다.

여름철 일부 도시들의 감산 정책에도
불구, 중국 철강 생산 증가세 지속
낮은 수준의 철강 재고로 추정컨데
철강 수급 양호한 것으로 판단

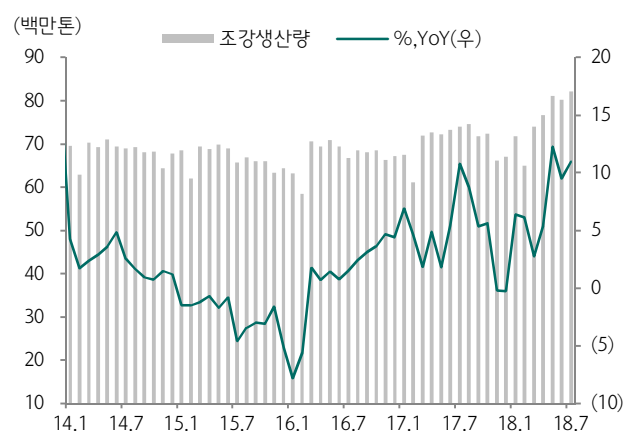
여름철에도 당산을 비롯한 일부 도시들의 대기오염 개선을 위한 철강 감산은 지속되었다. 그 결과 Mysteel에서 발표되는 중국 163개 고로(중국철강협회 소속)의 평균 가동률은 6월부터 하락세로 전환되었지만 중국 일일 및 월간 조강생산량은 7월까지 높은 수준이 유지되었다. 이는 중국 철강사들의 고품위 철광석 사용에 따른 생산성 향상과 163개 고로에 포함되지 않은 고로 및 전기로들의 생산 증가에 기인한 것으로 판단된다. 결국 여름철 일부 도시들의 가동률 제한에도 불구, 철강 생산은 지속적으로 증가하였는데 그럼에도 불구, 낮은 수준의 철강 재고 유지에 주목할 필요가 있다.

그림 4. 중국 고로 가동률 추이



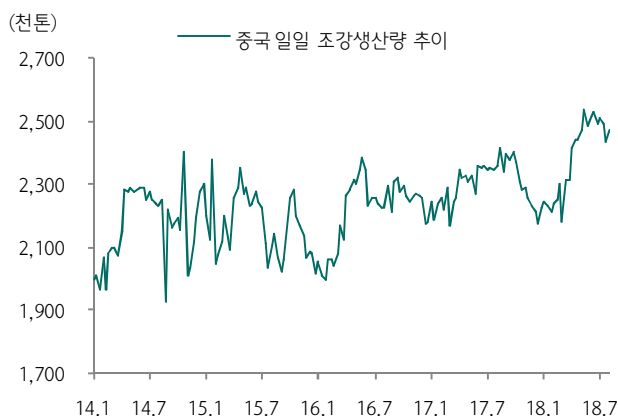
주: 중국 163개 고로 합산
자료: Mysteel, 하나금융투자

그림 5. 중국 조강생산량 추이



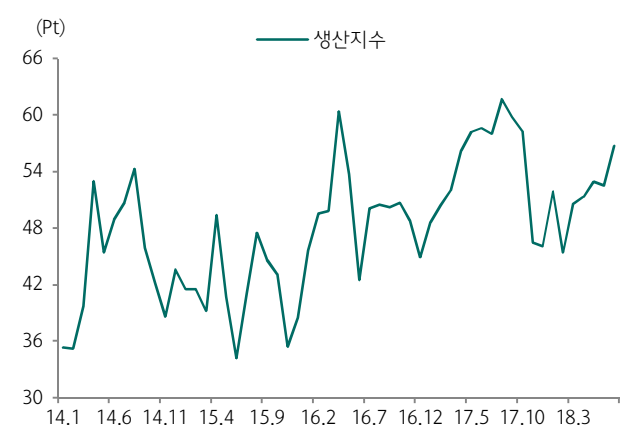
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 6. 중국 일일 조강생산량 추이



자료: Wind, 하나금융투자

그림 7. 중국 철강 PMI 생산 추이



자료: Wind, 하나금융투자

2) 올해 난방철 중국 철강 감산 규모 지난해대비 확대 예상

올해 난방철 허베이성권역의
철강 생산 감산 규모
지난해와 유사할 전망

최근 상해선물거래소 철근 선물가격이 급등한 가장 큰 이유는 겨울 난방철 철강 감산 규모 확대에 대한 기대감이다. 언론에 따르면 올해 난방철에는 허베이-베이징-톈진 권역내 당산, 톈진, 한단, 스촨장, 싱타이, 안양의 6개 도시는 50%의 철강 가동률 제한을 나머지 도시는 30%로 제한할 예정인 것으로 알려졌다. 지난해 허베이성 권역내 도시들의 일괄 50% 가동률 제한에 비해 강도가 약한 듯 보이나 올해의 경우 지난해 감산기간(4개월: 11월 15일 ~ 3월 15일)보다 확대된 6개월간(10월초 ~ 3월말) 감산이 시행될 예정으로 허베이성 권역의 철강 감산 규모는 지난해와 비슷할 것으로 예상된다.

올해 난방철 철강 생산제한
적용도시는 지난해 28개에서
올해 80개로 확대
지난해보다 올해 철강 감산 규모
확대 예상

지난해와 다른 점은 지난해는 허베이성의 26개 도시와 베이징, 톈진의 총 28개 도시에 대해 철강 가동률을 제한했다면 올해는 허베이성 권역을 넘어 총 80개 도시에 대해 제재가 가해질 전망이다. 허베이성 권역내 이외의 도시들에 대해서는 대기오염 정도에 따라 감산규모를 차등 적용 예정으로 아직까지 구체적인 수치는 제시되지 않았다. 다만 언론에 따르면 중국내 두번째 철강생산지역인 장수성이 11월 예정된 국제무역박람회를 대비해 가동률을 50%로 제한한다는 보도된 바 있다. 전반적으로 올해 겨울 중국의 철강 감산규모는 적용대상 도시들의 확대로 지난해대비 증가할 것으로 예상된다.

표 1. 중국 철강 감산 관련 언론보도

도시	기간	내용
허베이성 26개 도시 + 베이징, 톈진	2017.11.15 ~ 2018.3.15	• 대기오염 개선을 위한 철강 가동률 50% 감산
당산	2018.3.15 ~ 2018.11	• 난방철 가동률 제한 조치 마감 이후에도 10~15% 감산
한단	2018.4.1 ~ 2018.11.15	• 난방철 가동률 제한 조치 마감 이후에도 25% 감산
쉬저우	2018.4 ~ 2018.10	• 대기오염 개선을 위해 철강공장 shut-down
당산	2018.7.25 ~ 2018.8.27	• 7월 169개 도시 대상 조사에서 최악의 대기오염 지역으로 선정. 6주간 긴급 감산
장쩌우	2018 .8.3 ~	• 철강, 동제련, 석유화학공장 등의 shut-down 혹은 가동률 50% 제한을 골자로 하는 계획안 제시
당산	2018 8.4	• 철강 소결공정 50% 감산
당산	2018.9	• 난방철 가동률 제한정책 조기 집행
허베이성권역 Tier1 (당산, 톈진, 한단, 스촨장, 싱타이, 안양시)	2018.10.01~2019.3.31	• 대기오염 개선을 위한 난방철 철강 가동률 50% 제한
허베이성권역 Tier2 (기타 도시들)	2018.10.01~2019.3.31	• 대기오염 개선을 위한 난방철 철강 가동률 30% 제한
중국 전역 총 80개 도시	2018.10.01~2019.03.31	• 허베이성권역내 도시들을 제외 시, 대기오염 정도에 따라 감산규모 차등 적용 예정
장수성	2018. 11	• 국제무역박람회 대비 철강 가동률 50%

자료: 언론사, 하나금융투자

3. 하반기 중국 철강가격의 방향성은 우상향 기대!

1) 중국의 경제정책의 변화로 하반기 양호한 철강수요 예상

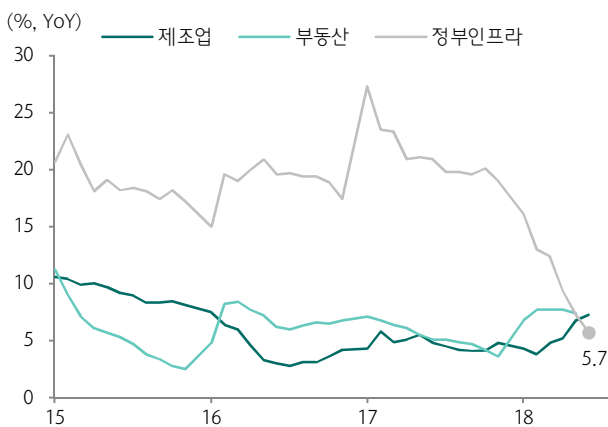
예상되었던 대로 중국 고정투자
둔화로 2분기 가격 약세
7월 고정투자 및 인프라투자
급격히 둔화

하나금융투자는 지난 3월 5일 자료(봄이 오면 철강 스프레드가 확대될까?)를 통해 부진할 것으로 예상되는 중국 고정투자 수요를 감안하면 한동안 급격한 철강 수급 개선은 어려울 것으로 예상한 바 있다. 실질적으로 중국 정부의 디레버리징 정책하에 미국과의 무역분쟁 우려 확대로 투자 심리가 급격하게 위축되며 중국 고정자산투자가 지속적으로 둔화되었으며 7월에는 지표 발표 이후 23년래 최저치인 5.5% 증가에 그쳤다. 특히 지난해 전체 고정투자를 견인했던 인프라투자 또한 7월에 5.7%까지 둔화되었다. 중국 철강가격 또한 2분기 약세 이후 7월 중순에야 3월초 가격을 회복했다.

중국 정부의 재정확대를 통한
부양정책, 하반기 인프라투자
반등 기대
올해 연말 상대적으로 양호한
철강수요 예상

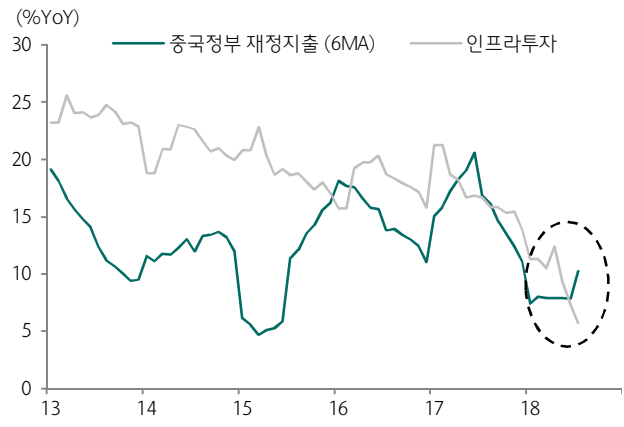
이런 상황에서 지난 7월말 정치국회의에서 확인된 하반기 경제 운용 정책의 골자는 공격적인 재정정책과 인프라투자 촉진이 핵심이다. 적절한 통화정책 완화와 금융규제의 완급조절이 보조역할을 담당하는 사실상의 부양에 가까운 정책이다. 정부의 철도, 도로 공사 인허가 재개와 지방채 발행 확대 및 PPP 회복을 통한 하반기 인프라투자 반등이 기대된다. 따라서 연말로 갈수록 비수기 영향으로 철강수요 둔화 우려가 있지만 올해 연말은 비수기임에도 불구하고, 상대적으로 양호한 철강수요가 예상된다.

그림 8. 중국 3대 고정투자 추이



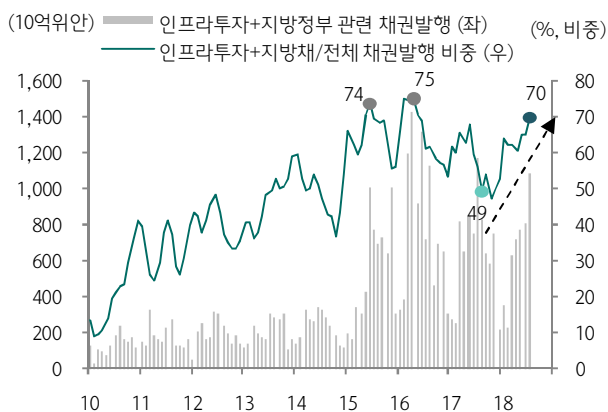
자료: CEIC, 하나금융투자

그림 9. 중국 재정지출과 인프라투자 추이



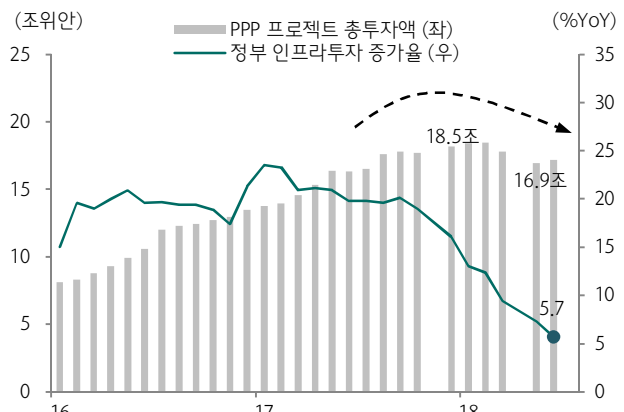
자료: CEIC, 하나금융투자

그림 10. 인프라투자 + 지방채 / 전체 채권발행 비중 추이



자료: CEIC, Wind, 하나금융투자

그림 11. PPP 총투자액 및 정부 인프라투자 증가율 추이



자료: CEIC, 하나금융투자

표 2. 당 중앙정치국 회의 내용 비교 (2018년 7월 vs 4월) : 재정정책과 인프라투자를 메인으로 하는 사실상의 '투자경기 부양' 선언

회의 내용	2018년 7월 31일 당 중앙정치국회의 내용	2018년 4월 23일 당 중앙정치국 회의 내용
거시경제 운용	- 외부환경의 중대한 변화 강조. 안정적인 거시경제 운용에 변수 발생 인정. 내수확대를 최우선 과제로 격상 6대분야 '안정'을 강조(고용/금융/수출/외자/투자 등)	- 경기사이클 호전되었다고 평가. 3대 난제 공략전 강조 - 글로벌 정치/경제 환경 복잡해지고 있다 평가
재정/통화	- 안정적인 통화정책, 적극적인 재정정책 크게 강조 - 특히, 내수확대와 구조개혁을 위한 재정정책 역할론 강조 - 통화정책은 충분한 유동성 공급 강조. 안정을 특히 강조	중립적인 정책기조 유지. 구조개혁과 내수확대를 강조 (4월에는 구조개혁이 우선순위, 7월에는 내수확대가 우선)
공급개혁	정부 인프라투자의 역할론 강조 (유효공급 확대 측면)	- 시장화 방식 공급과잉 퇴출, 신흥산업 지원 - 감세정책 강조
디레버리징	사실상 완화 신호. 디레버리징 관련 금융규제와 장기 전략 유효하나 경기와 금융시장 상황에 따라 속도조절 암시	디레버리징 정책 및 구조적 개혁 강조
부동산	- 과열억제 의지 불변. '빠른 가격상승 억제'에서 '가격상승 억제'로 표현 격상	대출/주식/채권시장의 건강한 발전을 위한 관리감독 강화
개혁개방	시장 개방 강조하며 시장진입 관련 규제 대폭 완화	국영기업 및 금융 산업 관련 개혁개방 강조
외자	안정적인 금융/무역/투자 등 강조하며 중국내 외자기업의 권익(지식 재산권 등) 보장 강조	-

자료: 하나금융투자

지난해 난방철은 철강 감산 불구,
인프라투자 둔화에 따른 철강수요
둔화로 철강가격 12월부터 하락세

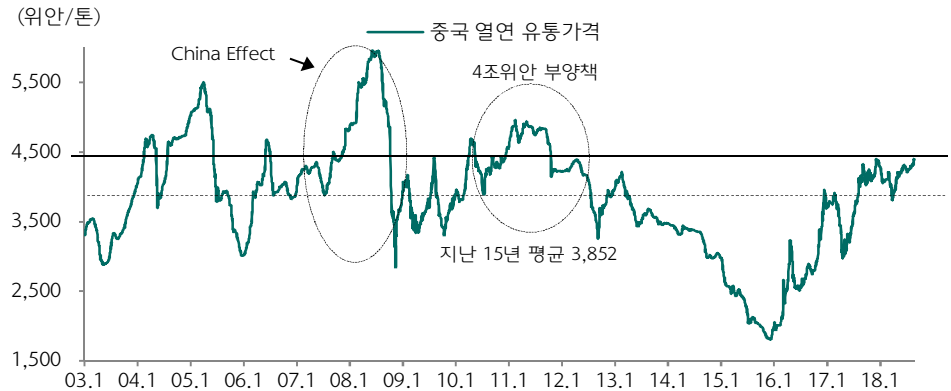
올해 난방철은 지난해보다
감산 규모 확대
인프라투자 반등으로 철강수요 개선
→ 중국 철강가격, 지난해 12월초
고점 갱신 가능할 전망

2) 지난해 겨울과 올해 겨울은 다를 것!

2017년 하반기 중국 철강 유통가격은 8월에 발표된 강도높은 겨울철 감산에 대한 기대감으로 9월부터 큰 폭으로 상승했다. 하지만 12월초 고점을 기록한 이후 오히려 본격적인 감산 기간으로 돌입할수록 약세를 기록했다. 다시 말하면 감산에 대한 기대감으로 가격이 상승했으나 실질적인 감산 기간에는 기대했던 만큼의 철강 공급부족이 발생하지 않았기 때문이다. 이는 생산 감소에도 불구하고, 3분기까지 중국 고정투자를 견인했던 인프라투자가 둔화되면서 철강수요도 그만큼 둔화되었기 때문인 것으로 판단된다.

하지만 올해 연말은 지난해와 다를 것으로 예상된다. 무엇보다도 난방철 철강 생산제한 적용 도시의 확대로 지난해 겨울보다 생산 감소 규모가 확대될 것으로 예상되는 가운데 인프라투자의 반등으로 비수기임에도 불구하고, 2분기보다 철강수요가 개선될 가능성이 높기 때문이다. 물론 현재 중국의 열연 유통가격이 지난 15년 평균인 3,855위안/톤보다 높은 상황이기 때문에 다소 부담스러울 수 있으나 하반기 수급개선을 감안하면 지난해 12월초 고점을 갱신할 것으로 기대된다.

그림 12. 중국 열연 유통가격 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

4. 철강 원재료가격 안정화로 추가 스프레드 확대 기대

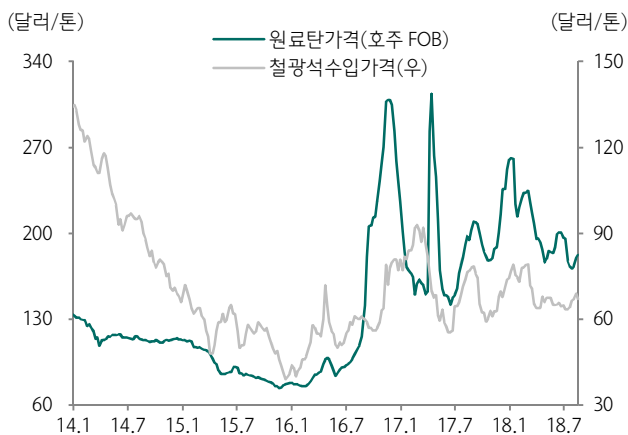
철광석 및 철강 재고 증가,
재고확충 수요를 기대하기는
어려울 전망

철강 원재료가격은 7월 중순까지 박스권 조정 이후 7월말부터 소폭 반등했다. 철광석가격의 경우 1월 중순 고점 이후 7월까지 메이저 광산업체들의 증산과 미중 무역 분쟁에 따른 수요 감소 우려로 약보합세를 기록했으나 8월 들어 중국 철강 내수가격의 급격한 상승 영향으로 소폭 반등한 것으로 판단된다. 열연가격에 비해 상대적으로 상승폭이 미미했던 원재료가격의 영향으로 상반기 축소되었던 스프레드가 3분기부터 재차 확대되었다.

하반기 철강가격 상승폭 대비
상대적으로 낮은 원재료가격
상승폭 예상

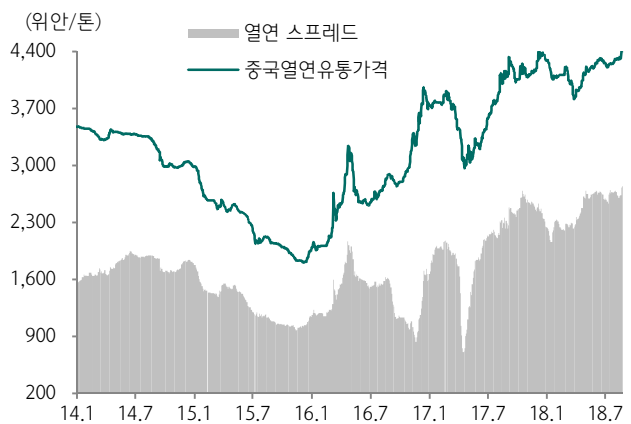
하반기에도 철강 원재료가격은 철강가격에 비해 상대적으로 낮은 상승세가 예상되기 때문에 추가 스프레드 확대가 기대된다. 하반기에도 상반기에 이어 브라질, 호주 등의 메이저 철광석 생산업체들의 공급 확대가 지속될 것으로 예상되는 가운데 연말로 갈수록 중국의 난방철 철강 가동률 제한 정책으로 철강 원재료 수요가 둔화될 것으로 예상되기 때문이다. 연말까지 철광석가격은 65~75불/톤의 박스권을 기록할 전망이다.

그림 13. 원료탄가격 및 중국 철광석 수입가 추이



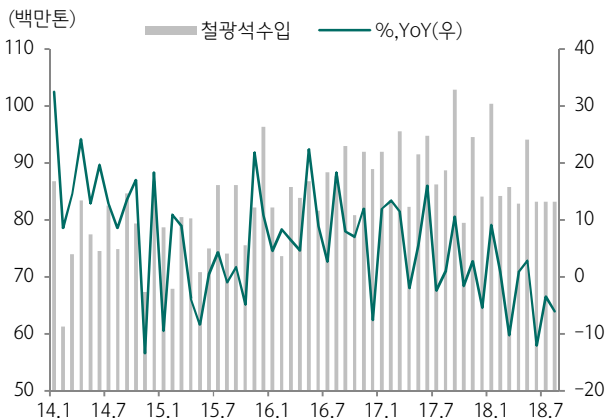
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 14. 중국 열연 유통가격 및 스프레드 추이



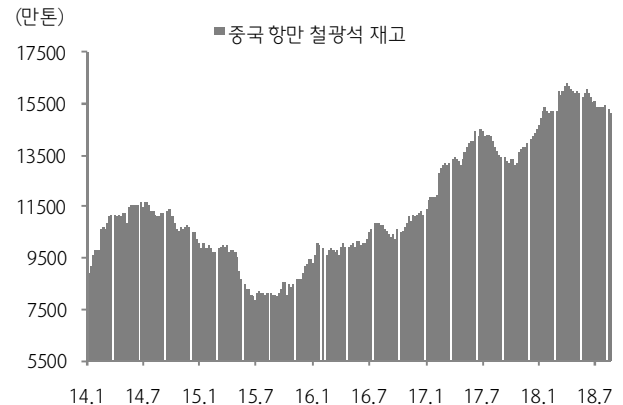
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 15. 중국 철광석 수입 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 16. 중국 항만 철광석 재고 추이



주: 45개 주요 항구 재고 합산

자료: Mysteel, 하나금융투자

Top Pick 및 관심종목

POSCO (005490)

11

고려아연 (010130)

15

현대제철 (004020)

19

2018년 8월 27일

POSCO(005490)

하반기 중국 철강가격 상승 수혜 예상

하반기 중국 철강가격 강세에 대한 기대감

언론에 따르면 올해 난방철에는 허베이-베이징-톈진 권역내 당산, 톈진, 한단, 스촨장, 싱타이, 안양의 6개 도시는 50%의 철강 가동률 제한을 나머지 도시들은 30%로 제한할 예정인 것으로 알려졌다. 지난해 허베이성 권역내 도시들의 일괄 50% 가동률 제한에 비해 강도가 약한 듯 보이나 올해의 경우 지난해 감산기간(4개월: 11월 15일 ~ 3월 15일)보다 확대된 6개월간(10월초 ~ 3월말) 감산이 시행될 예정으로 허베이성 권역의 철강 감산 규모는 지난해와 비슷할 것으로 예상된다. 지난해는 허베이성의 26개 도시와 베이징, 톈진의 총 28개 도시에 대해 철강 가동률을 제한했다면 올해는 허베이성 권역을 넘어 총 80개 도시에 대해 제재가 가해질 전망이다. 동시에 정부의 철도, 도로 공사 인허가 재개와 지방채 발행 확대 및 PPP 회복을 통한 하반기 인프라투자 반등이 기대된다. 따라서 연말로 갈수록 비수기 영향으로 철강수요 둔화 우려가 있지만 올해 연말은 비수기임에도 불구하고, 상대적으로 양호한 철강수요가 예상된다.

3분기, 수익성 악화 요인들 해소로 실적 개선 전망

3분기 탄소강 스프레드는 전분기 대비 소폭 확대될 전망이다. 원재료 투입단가가 0.5만원/톤 하락할 것으로 예상되는 반면 조선용후판의 톤당 5만원 인상이 확정되었다. 2분기 일회성 비용들이 3분기에는 해소될 전망이고 스테인리스의 경우에도 6월에 이어 7월에도 톤당 10만원의 공격적인 가격인상으로 수익성 개선이 기대된다. 이를 감안하면 POSCO의 3분기 연결 영업이익은 1,383억원(YoY +22.8%, QoQ +10.4%)을 기록할 전망이다.

투자 의견 'BUY' 및 목표주가 440,000원 유지

POSCO에 대해 투자 의견 BUY 및 목표주가 440,000원을 유지한다. 하반기 중국 철강가격 상승에 따른 수익개선 레버리지 효과가 가장 클 것으로 예상되기 때문에 업종 최선호주로 제시한다. 현재 주가는 12M FWD BPS대비 0.56배 수준으로 2018년 예상 ROE 7.3% 감안 시, 저평가되었다.

Top Pick

BUY

TP(12M): 440,000원 | CP(8월24일): 319,000원

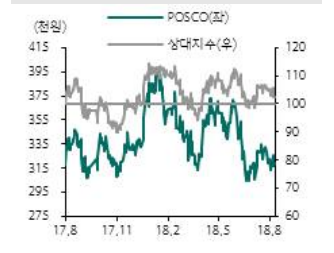
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,293.21
52주 최고/최저(원)	395,000/305,000
시가총액(십억원)	27,812.6
시가총액비중(%)	2.31
발행주식수(천주)	87,186.8
60일 평균 거래량(천주)	208.3
60일 평균 거래대금(십억원)	69.0
17년 배당금(예상, 원)	8,000
17년 배당수익률(예상, %)	2.51
외국인지분율(%)	57.02
주요주주 지분율(%)	
국민연금	10.82
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	6.22
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(1.8) (12.0) (3.3)
상대	(2.4) (5.9) 0.1

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	64,015.0	65,528.0
영업이익(십억원)	5,464.4	5,680.5
순이익(십억원)	3,490.0	3,733.6
EPS(원)	37,926	40,865
BPS(원)	576,433	611,308

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	53,083.5	60,655.1	64,337.6	66,274.8	68,343.9
영업이익	십억원	2,844.3	4,621.8	5,517.8	5,830.1	6,345.7
세전이익	십억원	1,432.9	4,179.7	4,926.2	5,294.2	5,954.0
순이익	십억원	1,363.3	2,790.1	3,288.5	3,534.1	3,974.5
EPS	원	15,637	32,001	37,717	40,535	45,586
증감률	%	654.7	104.6	17.9	7.5	12.5
PER	배	16.47	10.39	8.46	7.87	7.00
PBR	배	0.51	0.64	0.58	0.55	0.51
EV/EBITDA	배	6.74	5.53	4.60	4.14	3.58
ROE	%	3.26	6.48	7.30	7.39	7.80
BPS	원	503,596	519,183	549,560	582,754	620,999
DPS	원	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000



Analyst 박성봉

02-3771-7774

sbpark@hanafn.com

RA 유승훈

02-3771-8094

shyou@hanafn.com

3분기, 수익성 악화 요인들 해소로 실적 개선 전망

3Q18 연결 영업이익 1.38조원
(YoY +22.8%, QoQ +10.4%) 예상

3분기 탄소강 스프레드는 전분기 대비 소폭 확대될 전망이다. 원재료 투입단가가 0.5만원/톤 하락할 것으로 예상되는 반면 조선용후판의 톤당 5만원 인상이 확정되었다. 2분기 일회성 비용들이 3분기에는 해소될 전망이고 스테인리스의 경우에도 6월에 이어 7월에도 톤당 10만원의 공격적인 가격인상으로 수익성 개선이 기대된다. 이를 감안하면 POSCO의 3분기 연결 영업이익은 1.38조원(YoY +22.8%, QoQ +10.4%)을 기록할 전망이다.

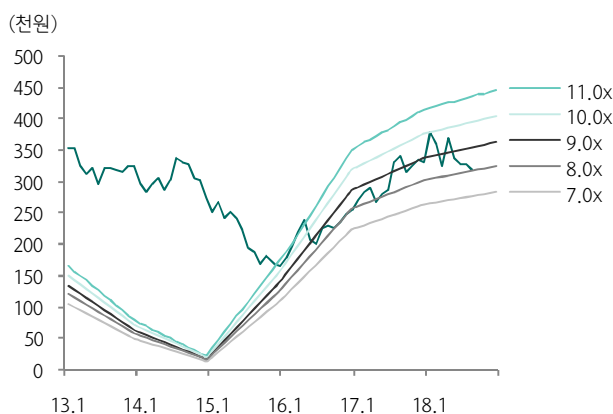
표 1. POSCO 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %, 천톤, 천원/톤)

전체매출(연결)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출	15,077.2	14,944.4	15,036.1	15,597.4	15,862.3	16,083.3	16,035.5	16,356.5	60,655.1	64,337.6	66,274.8
철강	7,647.8	7,122.2	7,619.5	7,840.9	8,030.5	8,247.3	8,255.4	8,187.8	30,230.4	32,721.1	33,872.7
판매량	8,723.0	8,463.0	8,961.0	8,563.0	9,294.0	8,961.0	9,019.4	8,824.0	34,710.0	36,098.4	36,459.4
판매가격	757.0	790.9	764.8	780.3	789.8	814.3	823.9	825.2	773.0	813.3	856.7
비철강	7,429.4	7,821.8	7,417.0	7,756.5	7,831.8	7,836.0	7,780.1	8,168.7	30,424.7	31,616.6	32,402.1
무역	5,051.2	5,535.1	4,997.5	5,218.4	5,560.1	5,395.7	5,353.5	5,657.3	20,802.2	21,966.7	22,669.3
건설	1,663.8	1,683.9	1,718.7	1,820.2	1,482.7	1,692.5	1,718.7	1,992.7	6,886.6	6,886.6	6,886.6
기타	714.4	602.7	700.9	717.9	788.9	747.8	707.9	518.7	2,735.9	2,763.3	2,846.2
영업이익	1,365.0	979.1	1,125.7	1,152.1	1,487.7	1,252.3	1,382.5	1,395.3	4,621.8	5,517.8	5,830.1
세전이익	1,325.4	773.2	1,231.3	849.8	1,483.0	929.4	1,209.5	1,304.3	4,179.7	4,926.2	5,294.2
지배순이익	850.9	512.8	869.4	556.9	993.5	545.0	775.9	974.1	2,790.1	3,288.5	3,534.1
영업이익률	9.1	6.6	7.5	7.4	9.4	7.8	8.6	8.5	7.6	8.6	8.8
세전이익률	8.8	5.2	8.2	5.4	9.3	5.8	7.5	8.0	6.9	7.7	8.0
순이익률	5.6	3.4	5.8	3.6	6.3	3.4	4.8	6.0	4.6	5.1	5.3

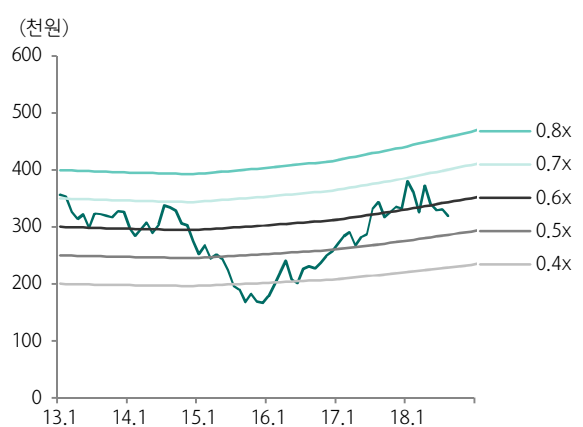
주): IFRS 연결기준
자료: 하나금융투자

그림 1. POSCO PER Band



자료: 하나금융투자

그림 2. POSCO PBR Band



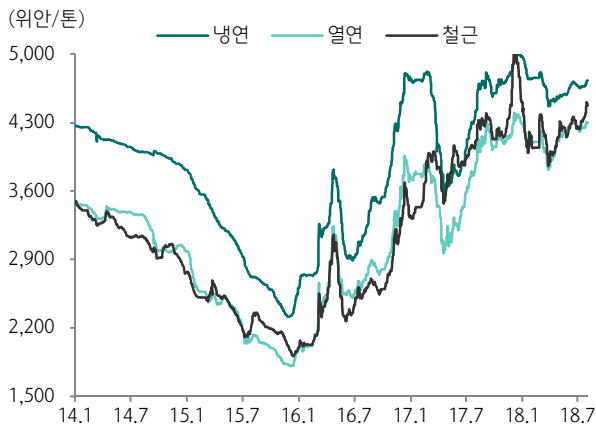
자료: 하나금융투자

하반기 중국 철강가격 강세에 대한 기대감

지난해 감산기간보다 확대된 6개월간
감산이 시행될 예정
(4개월: 11월 15일 ~ 3월 15일)보다
확대된 6개월간(10월초 ~ 3월말)

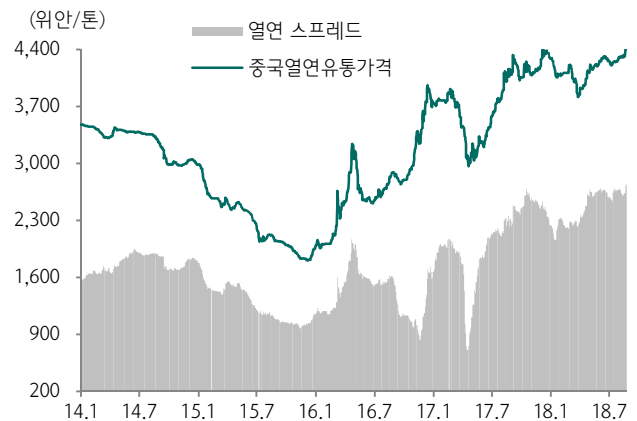
언론에 따르면 올해 난방철에는 허베이-베이징-톈진 권역내 당산, 톈진, 한단, 스촨장, 싱타이, 안양의 6개 도시는 50%의 철강 가동률 제한을 나머지 도시들은 30%로 제한할 예정인 것으로 알려졌다. 지난해 허베이성 권역내 도시들의 일괄 50% 가동률 제한에 비해 강도가 약한 듯 보이나 올해의 경우 지난해 감산기간(4개월: 11월 15일 ~ 3월 15일)보다 확대된 6개월간(10월초 ~ 3월말) 감산이 시행될 예정으로 허베이성 권역의 철강 감산 규모는 지난해와 비슷할 것으로 예상된다. 지난해는 허베이성의 26개 도시와 베이징, 톈진의 총 28개 도시에 대해 철강 가동률을 제한했다면 올해는 허베이성 권역을 넘어 총 80개 도시에 대해 제재가 가해질 전망이다. 동시에 정부의 철도, 도로 공사 인허가 재개와 지방채 발행 확대 및 PPP 회복을 통한 하반기 인프라투자 반등이 기대된다. 따라서 연말로 갈수록 비수기 영향으로 철강수요 둔화 우려가 있지만 올해 연말은 비수기임에도 불구하고, 상대적으로 양호한 철강수요가 예상된다.

그림 3. 중국철강 유통가격



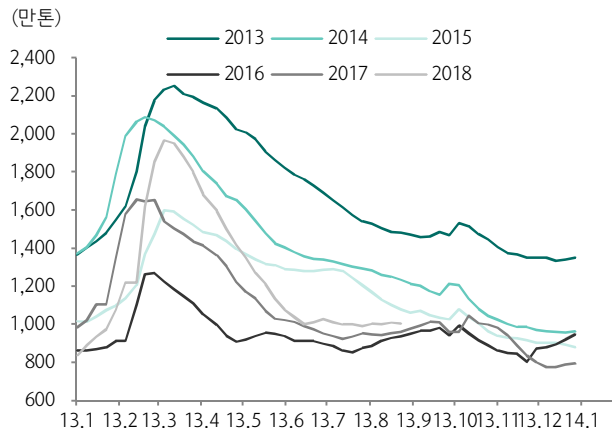
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 4. 중국 열연 유통가격 및 스프레드 추이



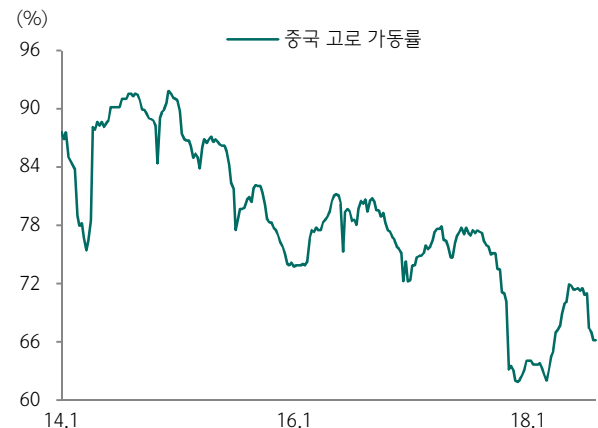
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 5. 철강유통재고 추이



자료: Mysteel, 하나금융투자

그림 6. 중국 고로 가동률



자료: Bloomberg, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	53,083.5	60,655.1	64,337.6	66,274.8	68,343.9
매출원가	46,394.0	52,299.2	54,947.6	56,648.7	58,288.9
매출총이익	6,689.5	8,355.9	9,390.0	9,626.1	10,055.0
판매비	3,845.2	3,734.1	3,872.3	3,796.0	3,709.3
영업이익	2,844.3	4,621.8	5,517.8	5,830.1	6,345.7
금융손익	(782.2)	(111.6)	(450.4)	(412.4)	(375.3)
종속/관계기업손익	(88.7)	10.5	110.5	110.5	110.5
기타영업외손익	(540.6)	(341.1)	(251.7)	(234.0)	(127.0)
세전이익	1,432.9	4,179.7	4,926.2	5,294.2	5,954.0
법인세	384.7	1,206.2	1,421.7	1,527.9	1,718.3
계속사업이익	1,048.2	2,973.5	3,504.6	3,766.4	4,235.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1,048.2	2,973.5	3,504.6	3,766.4	4,235.7
비지배주주지분 손익	(315.1)	183.4	216.1	232.3	261.2
지배주주순이익	1,363.3	2,790.1	3,288.5	3,534.1	3,974.5
지배주주지분포괄이익	1,822.5	2,218.3	3,222.7	3,463.4	3,895.0
NOPAT	2,080.7	3,288.0	3,925.4	4,147.6	4,514.4
EBITDA	6,058.2	7,919.3	8,801.9	9,120.8	9,641.9
성장성(%)					
매출액증가율	(8.8)	14.3	6.1	3.0	3.1
NOPAT 증가율	흑전	58.0	19.4	5.7	8.8
EBITDA증가율	7.6	30.7	11.1	3.6	5.7
영업이익증가율	18.0	62.5	19.4	5.7	8.8
(지배주주)순이익증가율	654.9	104.7	17.9	7.5	12.5
EPS증가율	654.7	104.6	17.9	7.5	12.5
수익성(%)					
매출총이익률	12.6	13.8	14.6	14.5	14.7
EBITDA이익률	11.4	13.1	13.7	13.8	14.1
영업이익률	5.4	7.6	8.6	8.8	9.3
계속사업이익률	2.0	4.9	5.4	5.7	6.2

투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	15,637	32,001	37,717	40,535	45,586
BPS	503,596	519,183	549,560	582,754	620,999
CFPS	76,033	98,699	93,276	96,215	102,199
EBITDAPS	69,485	90,831	100,954	104,612	110,589
DPS	608,848	695,691	737,928	760,147	783,879
DPS	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000
주가지표(배)					
PER	16.5	10.4	8.5	7.9	7.0
PBR	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5
PCFR	3.4	3.4	3.4	3.3	3.1
EV/EBITDA	6.7	5.5	4.6	4.1	3.6
PSR	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
재무비율(%)					
ROE	3.3	6.5	7.3	7.4	7.8
ROA	1.7	3.5	4.1	4.3	4.8
ROIC	3.8	6.2	7.4	7.8	8.4
부채비율	74.0	66.5	60.8	53.6	47.0
순부채비율	32.6	23.4	17.4	10.9	4.3
이자보상배율(배)	4.3	7.1	9.1	10.6	13.1

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	29,303.8	31,127.4	32,784.1	33,673.6	35,145.7
금융자산	8,104.6	10,301.7	11,099.0	11,745.4	12,939.0
현금성자산	2,447.6	2,612.5	2,943.0	3,343.9	4,275.2
매출채권 등	10,894.6	9,958.4	10,164.7	10,064.1	9,975.8
재고자산	9,051.7	9,951.0	10,555.1	10,872.9	11,212.4
기타유동자산	1,252.9	916.3	965.3	991.2	1,018.5
비유동자산	50,459.2	47,897.5	48,085.7	48,290.9	48,503.8
투자자산	7,115.1	6,131.7	6,504.0	6,699.8	6,909.0
금융자산	3,232.7	2,573.8	2,730.0	2,812.2	2,900.0
유형자산	33,770.3	31,883.5	32,075.7	32,430.5	32,751.6
무형자산	6,088.7	5,952.3	5,576.0	5,230.5	4,913.2
기타비유동자산	3,485.1	3,930.0	3,930.0	3,930.1	3,930.0
자산총계	79,763.0	79,025.0	80,869.8	81,964.4	83,649.5
유동부채	18,915.4	18,946.0	18,009.1	16,236.1	14,978.5
금융부채	10,369.1	11,434.3	10,075.6	8,080.7	6,586.2
매입채무 등	7,247.3	6,244.7	6,623.8	6,823.2	7,036.2
기타유동부채	1,299.0	1,267.0	1,309.7	1,332.2	1,356.1
비유동부채	15,009.2	12,614.9	12,575.0	12,359.2	11,749.1
금융부채	12,681.4	9,978.5	9,778.5	9,478.5	8,778.5
기타비유동부채	2,327.8	2,636.4	2,796.5	2,880.7	2,970.6
부채총계	33,924.6	31,561.0	30,584.1	28,595.3	26,727.7
지배주주지분	42,373.4	43,732.9	46,381.4	49,275.4	52,609.9
자본금	482.4	482.4	482.4	482.4	482.4
자본잉여금	1,397.8	1,412.6	1,412.6	1,412.6	1,412.6
자본조정	(555.7)	(560.1)	(560.1)	(560.1)	(560.1)
기타포괄이익누계액	(124.9)	(658.6)	(658.6)	(658.6)	(658.6)
이익잉여금	41,173.8	43,056.6	45,705.1	48,599.1	51,933.6
비지배주주지분	3,465.0	3,731.1	3,904.3	4,093.7	4,312.0
자본총계	45,838.4	47,464.0	50,285.7	53,369.1	56,921.9
순금융부채	14,945.8	11,111.1	8,755.1	5,813.8	2,425.7

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	5,269.4	5,607.3	6,350.8	6,909.8	7,308.1
당기순이익	1,048.2	2,973.5	3,504.6	3,766.4	4,235.7
조정	4,647.0	4,560.1	3,123.7	3,080.4	3,024.1
감가상각비	3,213.8	3,297.4	3,284.1	3,290.7	3,296.2
외환거래손익	0.0	0.0	72.5	52.7	32.1
지분법손익	87.9	(72.3)	(110.5)	(110.5)	(110.5)
기타	1,345.3	1,335.0	(122.4)	(152.5)	(193.7)
영업활동 자산부채 변동	(425.8)	(1,926.3)	(277.5)	63.0	48.3
투자활동 현금흐름	(3,754.6)	(3,817.9)	(3,712.1)	(3,463.7)	(3,429.1)
투자자산감소(증가)	(161.3)	993.9	(304.6)	(128.2)	(141.5)
유형자산감소(증가)	(2,279.8)	(2,248.4)	(3,100.0)	(3,300.0)	(3,300.0)
기타	(1,313.5)	(2,563.4)	(307.5)	(35.5)	12.4
재무활동 현금흐름	(3,951.0)	(1,565.5)	(2,249.8)	(2,981.3)	(2,875.4)
금융부채증가(감소)	(2,467.9)	(1,637.7)	(1,558.7)	(2,294.9)	(2,194.5)
자본증가(감소)	14.2	14.8	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(788.3)	920.8	(51.1)	(46.4)	(40.9)
배당지급	(709.0)	(863.4)	(640.0)	(640.0)	(640.0)
현금의 증감	(2,423.6)	164.9	330.5	400.9	931.3
Unlevered CFO	6,629.1	8,605.2	8,132.5	8,388.7	8,910.4
Free Cash Flow	2,945.3	3,319.7	3,250.8	3,609.8	4,008.1

2018년 8월 27일

고려아연(010130)

아연정광 Spot T/C 반등, 2018년 BM T/C 상승 기대감!

아연정광 Spot T/C 반등

예상했던대로 하반기 들어 아연정광 Spot T/C가 반등했다. 글로벌 신규 아연광산들의 본격적인 가동개시와 중국 아연제련소의 감산 영향으로 6월말 30불/톤에 불과했던 중국의 아연정광 Spot T/C가 7월말에는 70불/톤까지 상승했다. 남아공소재 Gamsberg광산('18년 12.5만톤), 호주 Century광산의 광미('18년 7.5만톤) 및 호주 Lady Loretta광산('18년 10만톤)의 본격적인 가동과 더불어 호주 Dugard River광산의 Ramp-Up('18년 12.5만톤) 영향으로 글로벌 아연정광 공급이 증가하고 있는 것으로 판단된다. 동시에 중국의 환경규제 및 낮은 수익성에 따른 제련소들의 가동을 하라도 아연 Spot T/C 반등을 견인한 것으로 판단된다.

3분기 금속가격 하락, but 환율 상승 효과

6월말부터 LME 아연가격이 톤당 3,000불 아래로 하락하여 최근 2,400불대를 기록 중이다. 1) 미국 FOMC의 금리인상 및 경기호조에 따른 미달러 강세, 2) 미·중 무역분쟁에 이어 최근에는 터키발 리스크에 따른 수요 둔화 우려, 3) 아연 신규광산 가동에 따른 아연정광 공급 확대 등의 요인으로 아연가격 약세가 지속되었고 당분간 큰 폭의 반등을 기대하기는 어려울 전망이다. 동시에 2분기에 분기 최고치를 기록했던 고려아연의 아연판매량(17.2만톤)이 3분기에는 16.4만톤으로 소폭 감소할 것으로 예상된다. 하지만 연의 경우 연간 가이던스 41만톤을 달성하기 위해서 판매량이 1.4만톤 증가할 전망이고 원/달러 환율 상승의 긍정적인 영향을 감안하면 3분기 고려아연의 연결 영업이익은 2,034억원(YoY +8.6%, QoQ -6.7%)을 기록할 것으로 예상된다.

투자자의견 'BUY' 및 목표주가 530,000원 유지

고려아연에 대해 투자자의견 BUY 및 목표주가 530,000원을 유지한다. 최근 아연정광 Spot T/C 반등으로 2019년 벤치마크 T/C 상승에 대한 기대감이 커지고 있다. 그럼에도 불구하고, 현재 주가는 PBR 1.1배로 밴드 최하단에 근접했기 때문에 저평가 되었다고 판단된다.

관심종목

BUY

TP(12M): 530,000원 | CP(8월24일): 395,500원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,293.21
52주 최고/최저(원)	546,000/367,500
시가총액(십억원)	7,463.1
시가총액비중(%)	0.62
발행주식수(천주)	18,870.0
60일 평균 거래량(천주)	34.0
60일 평균 거래대금(십억원)	13.4
17년 배당금(예상, 원)	10,000
17년 배당수익률(예상, %)	2.53
외국인지분율(%)	23.59
주요주주 지분율(%)	
최창결 외 40인	42.47
국민연금	8.05
주가상승률	1M 6M 12M
절대	0.6 (23.6) (20.9)
상대	0.1 (18.4) (18.0)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	6,857.4	6,943.1
영업이익(십억원)	842.2	892.3
순이익(십억원)	627.1	673.5
EPS(원)	32,927	35,374
BPS(원)	359,860	386,558

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	5,847.5	6,596.7	6,641.0	6,697.5	7,090.6
영업이익	십억원	764.7	894.8	837.4	927.0	1,060.7
세전이익	십억원	801.7	925.7	860.8	961.5	1,118.0
순이익	십억원	592.4	629.0	619.9	684.4	786.8
EPS	원	31,395	33,336	32,849	36,271	41,698
증감률	%	16.3	6.2	(1.5)	10.4	15.0
PER	배	15.13	14.79	12.04	10.90	9.48
PBR	배	1.61	1.55	1.16	1.07	0.99
EV/EBITDA	배	7.97	6.73	5.10	4.52	3.89
ROE	%	11.18	10.96	10.03	10.28	10.90
BPS	원	295,176	318,698	342,181	369,086	401,417
DPS	원	8,500	10,000	10,000	10,000	10,000



Analyst 박성봉

02-3771-7774

sbpark@hanafn.com

RA 유승훈

02-3771-8094

shyou@hanafn.com

3분기 금속가격 하락, but 환율 상승 효과

3Q18 영업이익 2,034억원
(YoY +8.6%, QoQ -6.7%) 예상

6월말부터 LME 아연가격이 톤당 3,000불 아래로 하락하여 최근 2,400불대를 기록 중이다. 1) 미국 FOMC의 금리인상 및 경기호조에 따른 미달러 강세, 2) 미·중 무역분쟁에 이어 최근에는 터키발 리스크에 따른 수요 둔화 우려, 3) 아연 신규광산 가동에 따른 아연정광 공급 확대 등의 요인으로 아연가격 약세가 지속되었고 당분간 큰 폭의 반등을 기대하기는 어려울 전망이다. 동시에 2분기에 분기 최고치를 기록했던 고려아연의 아연판매량(17.2만톤)이 3분기에는 16.4만톤으로 소폭 감소할 것으로 예상된다. 하지만 연의 경우 연간 가이던스 41만톤을 달성하기 위해서 판매량이 1.4만톤 증가할 전망이고 원/달러 환율 상승의 긍정적인 영향을 감안하면 3분기 고려아연의 연결 영업이익은 2,034억원(YoY +8.6%, QoQ -6.7%)을 기록할 것으로 예상된다.

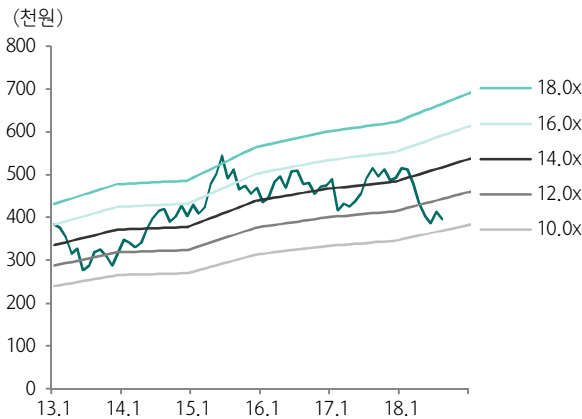
표 1. 고려아연 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, 천톤, kg, 톤, 달러/톤, 달러/온스, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
제품별 매출(본사기준)											
매출(십억원)	1,338.5	1,388.0	1,341.9	1,383.9	1,318.3	1,482.9	1,332.4	1,395.0	5,452.4	5,501.9	5,554.1
아연(십억원)	469.3	528.2	526.7	537.6	586.7	619.8	518.6	535.2	2,061.8	2,260.3	2,295.7
연(십억원)	281.4	301.6	279.3	327.3	258.2	279.4	308.1	319.8	1,189.7	1,165.5	992.6
금(십억원)	130.4	125.3	123.3	117.7	95.6	127.2	133.6	149.8	496.6	506.2	533.2
은(십억원)	352.2	324.6	294.9	285.0	255.6	313.0	256.8	274.7	1,256.7	1,100.1	1,148.2
제품별 판매량(본사기준)											
판매량(천톤)	241.7	281.4	260.5	259.0	242.7	278.1	283.9	281.3	1,042.6	1,086.0	1,087.1
아연(천톤)	137.6	164.6	154.3	141.4	150.7	171.8	164.4	162.0	597.9	648.8	648.8
연(천톤)	98.7	110.3	100.3	111.9	86.9	99.0	113.3	113.5	421.2	412.7	412.7
금(kg)	2,900.0	2,739.0	2,641.0	2,591.0	2,082.0	2,798.0	3,126.6	3,216.7	10,871.0	11,223.3	11,223.3
은(톤)	558.7	508.2	484.5	471.0	443.5	542.1	486.4	474.8	2,022.4	1,946.8	1,946.8
주요 제품 가격											
아연(달러/톤)	2,772.0	2,601.0	2,958.0	3,236.0	3,422.5	3,112.0	2,583.0	2,680.9	2,858.0	2,949.6	2,949.6
연(달러/톤)	2,268.0	2,167.0	2,330.0	2,492.0	2,522.5	2,385.0	2,146.5	2,203.0	2,296.3	2,314.3	2,430.0
금(달러/온스)	1,218.0	1,259.0	1,279.0	1,277.0	1,330.0	1,306.0	1,240.7	1,307.3	1,255.3	1,296.0	1,360.8
은(달러/온스)	17.4	17.3	16.9	16.7	16.8	16.5	15.3	16.2	17.2	16.2	17.0
연결기준											
매출액(십억원)	1,573.8	1,671.7	1,616.9	1,734.2	1,683.4	1,787.6	1,596.1	1,573.8	6,596.7	6,641.0	6,697.5
영업이익(십억원)	236.3	248.3	187.3	222.8	200.1	218.1	203.4	215.8	894.8	837.4	927.0
세전이익(십억원)	229.9	274.2	200.2	221.5	210.4	219.7	207.9	222.8	925.7	860.8	961.5
당기순이익(십억원)	167.0	168.4	149.1	144.5	145.6	151.4	148.4	174.4	629.0	619.9	684.4
영업이익률	15.0	14.9	11.6	12.8	11.9	12.2	12.7	13.7	13.6	12.6	13.8
세전이익률	14.6	16.4	12.4	12.8	12.5	12.3	13.0	14.2	14.0	13.0	14.4
순이익률	10.6	10.1	9.2	8.3	8.6	8.5	9.3	11.1	9.5	9.3	10.2

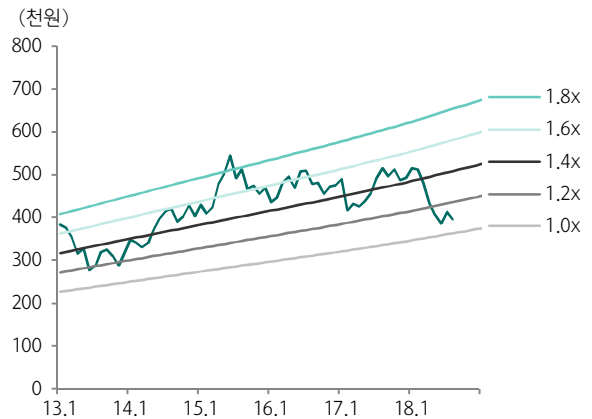
자료: 하나금융투자

그림 1. 고려아연 PER밴드



주: IFRS 연결 기준
자료: 하나금융투자

그림 2. 고려아연 PBR밴드



주: IFRS 연결 기준
자료: 하나금융투자

표 2. 글로벌 아연광산 신증설 전망

(단위: 천mt)

가동 시기	지역	광산	회사	규모	신규 여부
2018	Canada	Myra Falls	Nyrstar	15.0	신규
	Canada	Middle Tennessee	Nyrstar	35.0	
	USA	Empire State Mine	Titan Mining	6.0	신규
	Cuba	Castellanos Project	Emincar & Cuba Government JV	20.0	신규
	Australia	Dugald River	Minmetals Resources Ltd.	125.0	
	Australia	Mungana King Vol Project	Auctus Minerals	20.0	
	Australia	Century Tailings	Venturex Resources Ltd.	75.0	신규
	Australia	Lady Loretta	Glencore	100.0	
	South Africa	Gamsberg (Phase 1)	Vedanta Resources PLC	125.0	신규
	Eritrea	Bisha Expansion	Nevsun Resources Ltd. (60%) State of Eritrea (40%)	15.0	
	Burkina Faso	Perkoa	Trevali (90%)	3.8	
	Sweden	Zinkgruvan Expansion	Sweden	4.3	
2019	Canada	Myra Falls	Nyrstar	15.0	
	USA	Empire State Mine	Titan Mining	6.0	
	Mexico	Rey de plata	Industrias Penoles SAB de CV	12.0	신규
	Cuba	Castellanos Project	Emincar & Cuba Government JV	30.0	
	Australia	Dugald River	Minmetals Resources Ltd.	125.0	
	Australia	Sulphur Springs Copper Zinc Project	Venturex Resources Ltd.	8.0	신규
	Australia	Mungana King Vol Project	Auctus Minerals	10.0	
	Australia	Century Tailings	Venturex Resources Ltd.	198.0	
	Australia	Lady Loretta	Glencore	60.0	
	India	Rampura Agucha	Hindustan Zinc	100.0	신규
	South Africa	Gamsberg (Phase 1)	Vedanta Resources PLC	125.0	
2020	Kazakhstan	Shalkiya	Tau-Ken Samruk	50.0	신규
	USA	Empire State Mine	Titan Mining	12.0	
	Mexico	Rey de plata	Industrias Penoles SAB de CV	12.0	
	Cuba	Castellanos Project	Emincar & Cuba Government JV	50.0	
	Australia	Sulphur Springs Copper Zinc Project	Venturex Resources Ltd.	24.0	
	India	Rampura Agucha	Hindustan Zinc	100.0	
	Algeria	Tala Hamza	Terramin Australia Ltd.(65%) and two Algerian government-owned companies	50.0	신규
	Kazakhstan	Shalkiya	Tau-Ken Samruk	70.0	
	Portugal	Neves Corvo Expansion (ZEP)	Lundin Mining	70.0	신규
2021	Iran	Mehdiabad Expansion	Rostek, Corp. & Iranian Bank	200.0	신규

자료: Bloomberg, 언론, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	5,847.5	6,596.7	6,641.0	6,697.5	7,090.6
매출원가	4,904.8	5,527.9	5,628.4	5,593.8	5,842.9
매출총이익	942.7	1,068.8	1,012.6	1,103.7	1,247.7
판매비	178.0	174.0	175.2	176.6	187.0
영업이익	764.7	894.8	837.4	927.0	1,060.7
금융손익	45.6	27.2	24.1	35.2	55.0
종속/관계기업손익	(1.7)	0.5	0.5	0.8	0.5
기타영업외손익	(7.0)	3.3	(1.2)	(1.4)	1.7
세전이익	801.7	925.7	860.8	961.5	1,118.0
법인세	207.1	291.7	236.0	271.7	324.9
계속사업이익	594.6	634.0	624.8	689.9	793.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	594.6	634.0	624.8	689.9	793.1
비지배주주지분 손익	2.2	5.0	4.9	5.4	6.2
지배주주순이익	592.4	629.0	619.9	684.4	786.8
지배주주지분포괄이익	589.6	595.2	618.2	682.6	784.8
NOPAT	567.1	612.8	607.8	665.1	752.4
EBITDA	983.2	1,122.5	1,100.6	1,241.4	1,421.4
성장성(%)					
매출액증가율	22.6	12.8	0.7	0.9	5.9
NOPAT증가율	12.3	8.1	(0.8)	9.4	13.1
EBITDA증가율	16.2	14.2	(2.0)	12.8	14.5
영업이익증가율	13.8	17.0	(6.4)	10.7	14.4
(지배주주)순이익증가율	16.3	6.2	(1.4)	10.4	15.0
EPS증가율	16.3	6.2	(1.5)	10.4	15.0
수익성(%)					
매출총이익률	16.1	16.2	15.2	16.5	17.6
EBITDA이익률	16.8	17.0	16.6	18.5	20.0
영업이익률	13.1	13.6	12.6	13.8	15.0
계속사업이익률	10.2	9.6	9.4	10.3	11.2

투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	31,395	33,336	32,849	36,271	41,698
BPS	295,176	318,698	342,181	369,086	401,417
CFPS	53,929	60,594	57,829	65,645	75,224
EBITDAPS	52,105	59,487	58,326	65,786	75,324
DPS	309,884	349,585	351,932	354,928	375,760
DPS	8,500	10,000	10,000	10,000	10,000
주가지표(배)					
PER	15.1	14.8	12.0	10.9	9.5
PBR	1.6	1.5	1.2	1.1	1.0
PCFR	8.8	8.1	6.8	6.0	5.3
EV/EBITDA	8.0	6.7	5.1	4.5	3.9
PSR	1.5	1.4	1.1	1.1	1.1
재무비율(%)					
ROE	11.2	11.0	10.0	10.3	10.9
ROA	9.6	9.3	8.5	8.8	9.4
ROIC	15.4	15.6	14.2	14.2	14.5
부채비율	14.5	15.3	14.2	13.3	12.8
순부채비율	(22.5)	(31.1)	(30.5)	(28.5)	(27.3)
이자보상배율(배)	812.6	1,122.6	1,412.0	1,698.0	1,941.7

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	2,894.6	3,669.9	3,776.3	3,804.4	3,995.4
금융자산	1,322.5	1,931.2	2,025.9	2,039.2	2,126.5
현금성자산	309.3	596.9	682.7	684.5	692.3
매출채권 등	358.3	364.0	366.4	369.6	391.3
재고자산	1,204.0	1,355.3	1,364.4	1,376.0	1,456.7
기타유동자산	9.8	19.4	19.6	19.6	20.9
비유동자산	3,588.1	3,368.3	3,708.6	4,198.7	4,669.2
투자자산	991.5	522.9	526.4	530.8	562.0
금융자산	975.7	503.1	506.5	510.8	540.8
유형자산	2,484.3	2,702.5	3,039.3	3,524.9	3,964.3
무형자산	73.7	79.7	79.7	79.7	79.6
기타비유동자산	38.6	63.2	63.2	63.3	63.3
자산총계	6,482.6	7,038.1	7,484.8	8,003.1	8,664.5
유동부채	536.8	606.5	604.6	608.6	636.6
금융부채	33.8	22.5	17.5	17.5	17.5
매입채무 등	368.1	439.1	442.1	445.8	472.0
기타유동부채	134.9	144.9	145.0	145.3	147.1
비유동부채	283.2	326.0	328.1	330.8	349.5
금융부채	17.3	11.8	11.8	11.8	11.8
기타비유동부채	265.9	314.2	316.3	319.0	337.7
부채총계	819.9	932.5	932.7	939.4	986.0
지배주주지분	5,516.4	5,960.4	6,403.4	6,911.1	7,521.2
자본금	94.4	94.4	94.4	94.4	94.4
자본잉여금	57.2	56.1	56.1	56.1	56.1
자본조정	(53.5)	(53.5)	(53.5)	(53.5)	(53.5)
기타포괄이익누계액	118.2	81.7	81.7	81.7	81.7
이익잉여금	5,300.3	5,781.8	6,224.9	6,732.6	7,342.7
비지배주주지분	146.3	145.3	148.7	152.6	157.3
자본총계	5,662.7	6,105.7	6,552.1	7,063.7	7,678.5
순금융부채	(1,271.3)	(1,896.8)	(1,996.6)	(2,009.9)	(2,097.2)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	680.7	796.8	896.7	1,008.0	1,088.0
당기순이익	594.6	634.0	624.8	689.9	793.1
조정	269.9	286.8	278.3	326.3	351.9
감가상각비	218.5	227.8	263.2	314.4	360.7
외환거래손익	(13.1)	25.1	20.5	20.5	0.5
지분법손익	1.7	(0.5)	(0.5)	(0.8)	(0.5)
기타	62.8	34.4	(4.9)	(7.8)	(8.8)
영업활동 자산부채 변동	(183.8)	(124.0)	(6.4)	(8.2)	(57.0)
투자활동 현금흐름	(459.0)	(323.7)	(629.1)	(829.5)	(903.4)
투자자산감소(증가)	(164.8)	469.5	(4.6)	(5.2)	(32.2)
유형자산감소(증가)	(181.8)	(495.8)	(600.0)	(800.0)	(800.0)
기타	(112.4)	(297.4)	(24.5)	(24.3)	(71.2)
재무활동 현금흐름	(156.5)	(172.5)	(181.8)	(176.7)	(176.7)
금융부채증가(감소)	(1.9)	(16.8)	(5.1)	0.0	0.0
자본증가(감소)	(0.1)	(1.1)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(2.7)	(2.8)	(0.0)	0.0	0.0
배당지급	(151.8)	(151.8)	(176.7)	(176.7)	(176.7)
현금의 증감	69.8	287.6	85.8	1.8	7.8
Unlevered CFO	1,017.6	1,143.4	1,091.2	1,238.7	1,419.5
Free Cash Flow	496.2	299.8	296.7	208.0	288.0

2018년 8월 27일

현대제철(004020)

중국 철강가격 상승으로 하반기 국내가격 인상 기대

중국 철강가격 상승으로 4분기 추가 국내가격 인상 기대

지난해 중국은 난방철 철강 감산을 허베이성권역의 총 28개 도시들에게만 적용했지만 올해는 총 80개 도시에 대해 난방철 감산이 적용될 예정이기 때문에 지난해대비 겨울철 철강 감산 규모가 확대될 전망이다. 동시에 정부의 철도, 도로 공사 인허가 재개와 지방채 발행 확대 및 PPP 회복을 통한 하반기 인프라 투자 반응이 기대된다. 따라서 연말로 갈수록 비수기 영향으로 철강수요 둔화 우려가 있지만 올해 연말은 비수기임에도 불구하고, 상대적으로 양호한 철강수요가 예상된다. 따라서 하반기 중국 철강가격은 지난해 12월초의 전고점을 갱신할 것으로 예상되는 가운데 4분기 국내 철강가격 추가 인상이 기대된다.

3분기 봉형강 스프레드 확대에 따른 양호한 실적 기대

3분기에는 비수기 돌입에 따른 판매량 감소가 예상되지만 봉형강 스프레드 확대에 따른 양호한 영업실적이 예상된다. 3분기 철근 기준가격이 1.5만원/톤 인하되었지만 비수기임에도 불구하고, 낮은 제강사 재고와 타이트한 수급으로 유통가격 중심의 강세가 지속되고 있다. 5월 중순 58.5만원/톤까지 하락했던 철근 유통가격이 8월말 현재 69만원/톤을 기록 중이다. H형강의 경우에도 톤당 3~4만원 인상을 발표했기 때문에 3분기 현대제철의 봉형강 ASP는 2.5만원/톤 상승할 전망이다. 동시에 특수강 가동률 상승에 따른 적자폭 감소도 긍정적이다. 이를 감안하면 현대제철의 3분기 연결 영업이익은 3,586억원(YoY +5.6%, QoQ -4.5%)이 예상된다.

투자 의견 'BUY' 및 목표주가 80,000원 유지

현대제철에 대해 투자 의견 BUY 및 목표주가 80,000원을 유지한다. 2분기부터의 영업실적 회복이 확인된 반면 현재 주가는 PBR 0.4배에 불과하기 때문에 밸류에이션상으로 저평가되었다고 판단된다. 다만 공정위의 철근 담합 과징금 부과 금액 및 미국의 자동차 관세 결론에 따라 단기적으로 주가 변동성이 확대될 것으로 예상된다.

관심종목

BUY

| TP(12M): 80,000원 | CP(8월24일): 52,800원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,293.21
52주 최고/최저(원)	68,700/47,400
시가총액(십억원)	7,045.9
시가총액비중(%)	0.59
발행주식수(천주)	133,445.8
60일 평균 거래량(천주)	703.0
60일 평균 거래대금(십억원)	39.7
17년 배당금(예상, 원)	750
17년 배당수익률(예상, %)	1.42
외국인지분율(%)	24.32
주요주주 지분율(%)	
기아자동차 외 10 인	35.99
국민연금	8.99
주가상승률	1M 6M 12M
절대	6.0 (0.2) (9.4)
상대	5.4 6.7 (6.2)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	21,029.7	21,661.4
영업이익(십억원)	1,441.7	1,558.0
순이익(십억원)	830.2	933.8
EPS(원)	6,090	6,861
BPS(원)	132,412	138,662

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	16,691.5	19,166.0	20,771.1	22,197.6	23,182.3
영업이익	십억원	1,445.4	1,367.6	1,403.1	1,578.2	1,724.0
세전이익	십억원	1,174.0	1,081.3	1,016.1	1,484.2	1,532.1
순이익	십억원	850.2	716.1	736.4	1,045.9	1,068.2
EPS	원	6,371	5,366	5,519	7,838	8,005
증감률	%	8.6	(15.8)	2.9	42.0	2.1
PER	배	8.95	10.92	9.57	6.74	6.60
PBR	배	0.47	0.46	0.40	0.38	0.36
EV/EBITDA	배	6.75	6.57	6.06	5.45	4.92
ROE	%	5.41	4.35	4.32	5.87	5.69
BPS	원	122,187	126,228	131,009	138,109	145,376
DPS	원	750	750	750	750	750



Analyst 박성봉
02-3771-7774
sbpark@hanafn.com

RA 유승훈
02-3771-8094
shyou@hanafn.com

3분기 봉형강 스프레드 확대에 따른 양호한 실적 기대

3Q18 영업이익 3,586억원
(YoY +5.6%, QoQ -4.5%) 예상

3분기에는 비수기 돌입에 따른 판매량 감소가 예상되지만 봉형강 스프레드 확대에 따른 양호한 영업실적이 예상된다. 3분기 철근 기준가격이 1.5만원/톤 인하되었지만 비수기임에도 불구하고, 낮은 제강사 재고와 타이트한 수급으로 유통가격 중심의 강세가 지속되고 있다. 5월 중순 58.5만원/톤까지 하락했던 철근 유통가격이 8월말 현재 69만원/톤을 기록 중이다. H형강의 경우에도 톤당 3~4만원 인상을 발표했기 때문에 3분기 현대제철의 봉형강 ASP는 2.5만원/톤 상승할 전망이다. 동시에 특수강 가동률 상승에 따른 적자폭 감소도 긍정적이다. 이를 감안하면 현대제철의 3분기 연결 영업이익은 3,586억원(YoY +5.6%, QoQ -4.5%)이 예상된다.

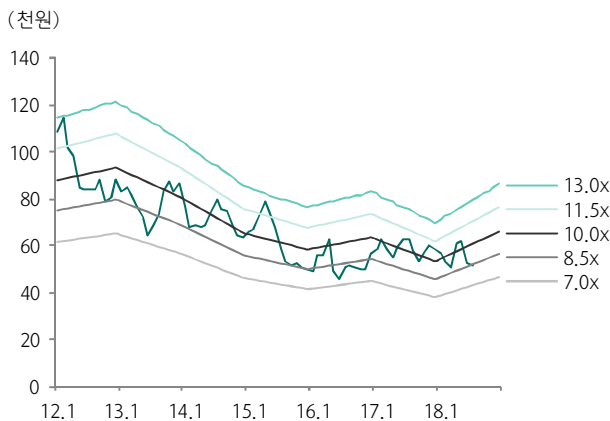
표 1. 현대제철 실적추이 및 전망

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출	4,574.1	4,692.5	4,820.2	5,079.1	4,786.1	5,447.7	5,153.0	5,384.4	19,166.0	20,771.1	22,197.6
제품판매량	5,186.0	5,502.0	5,532.0	5,428.0	5,133.0	5,726.0	5,520.5	5,614.9	21,648.0	21,994.4	22,214.3
제품 판매단가	762.8	776.9	774.4	806.1	826.8	844.5	857.5	845.5	780.0	843.6	855.7
영업이익	349.7	350.9	339.6	327.4	293.52	375.6	358.6	375.3	1,367.6	1,403.1	1,578.2
세전이익	457.4	183.8	244.3	195.7	235.4	258.7	243.0	279.0	1,081.3	1,016.1	1,484.2
지배순이익	334.1	139.4	175.0	67.6	172.8	184.4	164.6	214.6	716.1	736.4	1,045.9
영업이익률(%)	7.6	7.5	7.0	6.4	6.1	6.9	7.0	7.0	7.1	6.8	7.1
세전이익률(%)	10.0	3.9	5.1	3.9	4.9	4.7	4.7	5.2	5.6	4.9	6.7
순이익률(%)	7.3	3.0	3.6	1.3	3.6	3.4	3.2	4.0	3.7	3.5	4.7

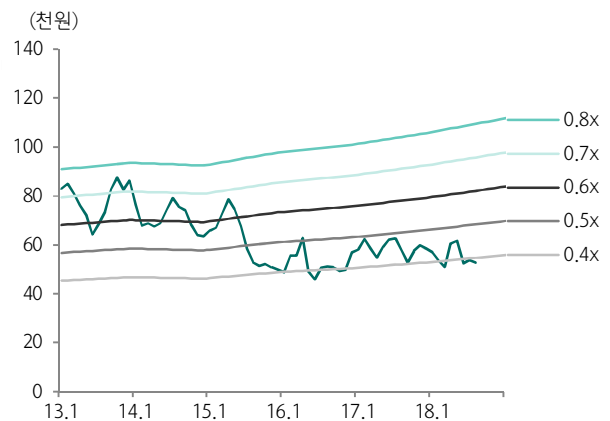
주: IFRS-연결 기준, 제품판매량 및 판매단가는 별도기준
자료: 하나금융투자

그림 1. 현대제철 PER밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. 현대제철 PBR밴드



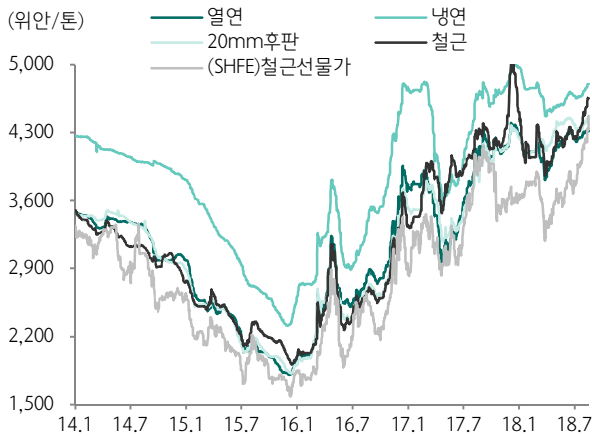
자료: 하나금융투자

중국 철강가격 상승으로 4분기 추가 국내가격 인상 기대

작년 28개 도시에게만 적용했지만,
올해는 총 80개 도시에 대해
난방철 감산 적용 예정

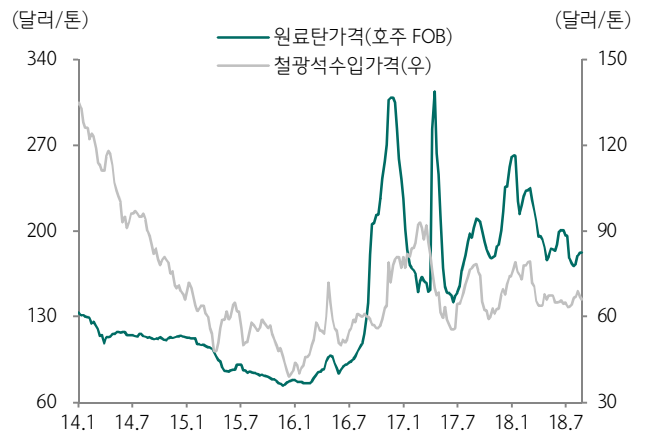
지난해 중국은 난방철 철강 감산을 허베이성권역의 총 28개 도시들에게만 적용했지만 올해는 총 80개 도시에 대해 난방철 감산이 적용될 예정이기 때문에 지난해대비 겨울철 철강 감산 규모가 확대될 전망이다. 동시에 정부의 철도, 도로 공사 인허가 재개와 지방채 발행 확대 및 PPP 회복을 통한 하반기 인프라투자 반등이 기대된다. 따라서 연말로 갈수록 비수기 영향으로 철강수요 둔화 우려가 있지만 올해 연말은 비수기임에도 불구하고, 상대적으로 양호한 철강수요가 예상된다. 따라서 하반기 중국 철강가격은 지난해 12월초의 전고점을 갱신할 것으로 예상되는 가운데 4분기 국내 철강가격 추가 인상이 기대된다.

그림 3. 중국 철강 유통가격 추이



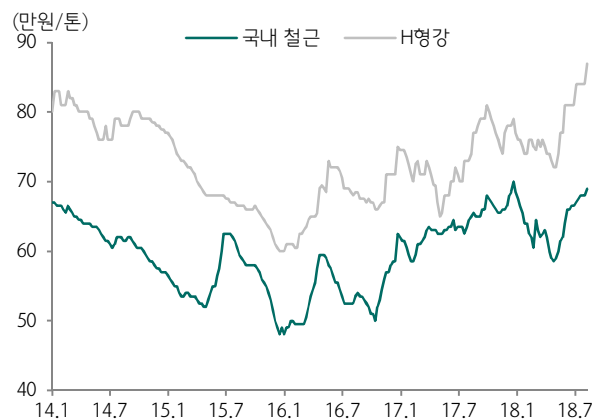
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 4. 호주 원료탄 및 철광석 수입가격



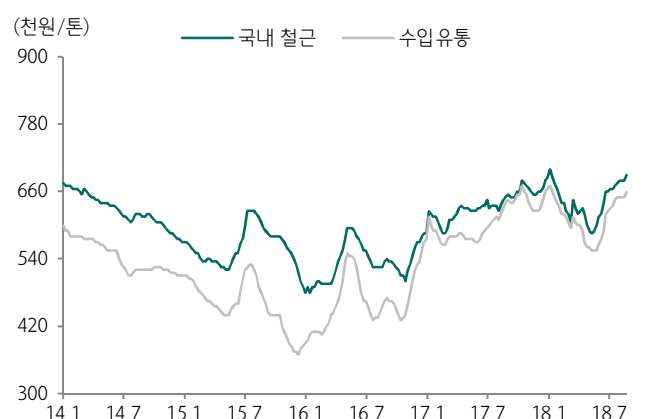
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 5. 국내 철근, H형강 가격 추이



자료: Steeldaily, 하나금융투자

그림 6. 국내 철근 유통가격 vs 수입가격 추이



자료: Steeldaily, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	16,691.5	19,166.0	20,771.1	22,197.6	23,182.3
매출원가	14,230.8	16,733.5	18,179.2	19,405.0	20,224.0
매출총이익	2,460.7	2,432.5	2,591.9	2,792.6	2,958.3
판관비	1,015.4	1,064.9	1,188.8	1,214.4	1,234.4
영업이익	1,445.4	1,367.6	1,403.1	1,578.2	1,724.0
금융손익	(296.7)	(212.7)	(323.4)	(199.8)	(223.8)
종속/관계기업손익	10.0	9.5	15.8	15.2	14.9
기타영업외손익	15.2	(83.1)	(79.4)	90.6	17.0
세전이익	1,174.0	1,081.3	1,016.1	1,484.2	1,532.1
법인세	306.8	353.7	267.9	421.6	446.8
계속사업이익	867.1	727.5	748.2	1,062.6	1,085.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	867.1	727.5	748.2	1,062.6	1,085.3
비지배주주지분 손익	17.0	11.4	11.8	16.7	17.1
지배주주순이익	850.2	716.1	736.4	1,045.9	1,068.2
지배주주지분포괄이익	911.3	637.6	735.4	1,044.5	1,066.8
NOPAT	1,067.6	920.2	1,033.2	1,129.9	1,221.2
EBITDA	2,832.8	2,871.8	2,896.9	3,054.9	3,169.9
성장성(%)					
매출액증가율	3.5	14.8	8.4	6.9	4.4
NOPAT 증가율	(8.6)	(13.8)	12.3	9.4	8.1
EBITDA증가율	3.5	1.4	0.9	5.5	3.8
영업이익증가율	(1.3)	(5.4)	2.6	12.5	9.2
(지배주주)순이익증가율	15.9	(15.8)	2.8	42.0	2.1
EPS증가율	8.6	(15.8)	2.9	42.0	2.1
수익성(%)					
매출총이익률	14.7	12.7	12.5	12.6	12.8
EBITDA이익률	17.0	15.0	13.9	13.8	13.7
영업이익률	8.7	7.1	6.8	7.1	7.4
계속사업이익률	5.2	3.8	3.6	4.8	4.7

투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	6,371	5,366	5,519	7,838	8,005
BPS	122,187	126,228	131,009	138,109	145,376
CFPS	22,217	22,614	20,903	22,695	23,567
EBITDAPS	21,228	21,520	21,708	22,892	23,754
SPS	125,081	143,624	155,652	166,342	173,721
DPS	750	750	750	750	750
주가지표(배)					
PER	8.9	10.9	9.6	6.7	6.6
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
PCFR	2.6	2.6	2.5	2.3	2.2
EV/EBITDA	6.8	6.6	6.1	5.5	4.9
PSR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	5.4	4.4	4.3	5.9	5.7
ROA	2.6	2.2	2.2	3.1	3.1
ROIC	4.1	3.5	3.9	4.2	4.6
부채비율	97.4	95.9	90.1	82.5	74.0
순부채비율	68.0	63.0	57.5	49.7	41.7
이자보상배율(배)	4.6	4.4	4.8	5.7	6.8

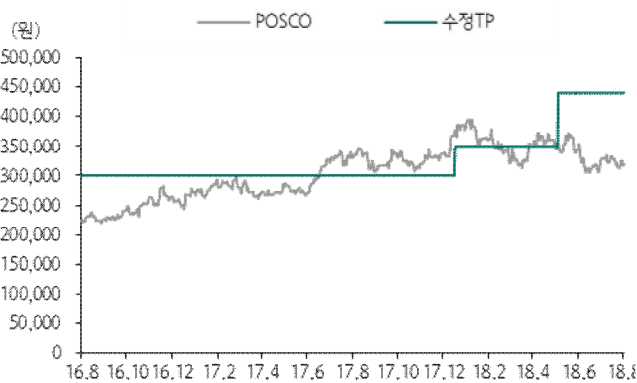
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	6,795.0	7,863.5	8,040.0	8,480.3	8,860.2
금융자산	921.0	938.8	968.7	1,004.1	1,022.9
현금성자산	737.2	770.7	786.4	809.3	819.5
매출채권 등	2,376.4	2,717.1	2,885.5	3,003.0	3,165.5
재고자산	3,407.7	4,098.2	4,067.3	4,346.6	4,539.4
기타유동자산	89.9	109.4	118.5	126.6	132.4
비유동자산	25,745.9	25,510.3	25,583.0	25,554.2	25,310.4
투자자산	1,882.3	1,987.2	2,153.6	2,301.5	2,403.6
금융자산	1,766.1	1,870.3	2,026.9	2,166.2	2,262.2
유형자산	21,645.2	21,339.3	21,336.3	21,241.2	20,968.6
무형자산	1,793.1	1,748.1	1,657.3	1,575.7	1,502.5
기타비유동자산	425.3	435.7	435.8	435.8	435.7
자산총계	32,540.8	33,373.8	33,623.0	34,034.6	34,170.6
유동부채	6,813.1	6,707.2	6,939.8	6,879.8	5,945.4
금융부채	3,715.6	3,076.8	3,263.0	2,963.5	1,863.9
매입채무 등	2,945.0	3,390.9	3,433.2	3,669.0	3,831.8
기타유동부채	152.5	239.5	243.6	247.3	249.7
비유동부채	9,242.9	9,631.1	8,998.9	8,507.2	8,591.6
금융부채	8,414.8	8,597.7	7,879.0	7,310.4	7,341.7
기타비유동부채	828.1	1,033.4	1,119.9	1,196.8	1,249.9
부채총계	16,056.0	16,338.3	15,938.7	15,386.9	14,537.0
지배주주지분	16,176.3	16,715.5	17,353.5	18,300.9	19,270.8
자본금	667.2	667.2	667.2	667.2	667.2
자본잉여금	3,914.4	3,914.5	3,914.5	3,914.5	3,914.5
자본조정	(129.1)	(129.1)	(129.1)	(129.1)	(129.1)
기타포괄이익누계액	1,069.4	985.2	985.2	985.2	985.2
이익잉여금	10,654.3	11,277.7	11,915.7	12,863.2	13,833.0
비지배주주지분	308.5	320.0	330.9	346.7	362.8
자본총계	16,484.8	17,035.5	17,684.4	18,647.6	19,633.6
순금융부채	11,209.4	10,735.7	10,173.4	9,269.8	8,182.7

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	2,916.6	1,719.8	2,259.2	2,288.2	2,350.6
당기순이익	867.1	727.5	748.2	1,062.6	1,085.3
조정	1,559.2	1,769.3	1,524.7	1,314.2	1,408.0
감가상각비	1,387.4	1,504.3	1,493.7	1,476.7	1,445.9
외환거래손익	48.7	(25.0)	35.5	(159.4)	(36.2)
지분법손익	(10.0)	(9.5)	(5.3)	(3.7)	(2.3)
기타	133.1	299.5	0.8	0.6	0.6
영업활동 자산부채 변동	490.3	(777.0)	(13.7)	(88.6)	(142.7)
투자활동 현금흐름	(1,975.8)	(1,234.2)	(1,612.4)	(1,298.8)	(1,173.6)
투자자산감소(증가)	(104.4)	(89.9)	(162.0)	(145.1)	(100.7)
유형자산감소(증가)	(1,956.8)	(1,195.0)	(1,400.0)	(1,300.0)	(1,100.0)
기타	85.4	50.7	(50.4)	146.3	27.1
재무활동 현금흐름	(1,016.9)	(450.3)	(631.0)	(966.6)	(1,166.8)
금융부채증가(감소)	(823.6)	(455.8)	(532.5)	(868.1)	(1,068.3)
자본증가(감소)	(7.6)	0.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(87.9)	104.8	0.0	0.0	0.0
배당지급	(97.8)	(99.4)	(98.5)	(98.5)	(98.5)
현금의 증감	(83.1)	33.4	15.8	22.8	10.2
Unlevered CFO	2,964.8	3,017.7	2,789.4	3,028.5	3,144.9
Free Cash Flow	940.9	518.7	859.2	988.2	1,250.6

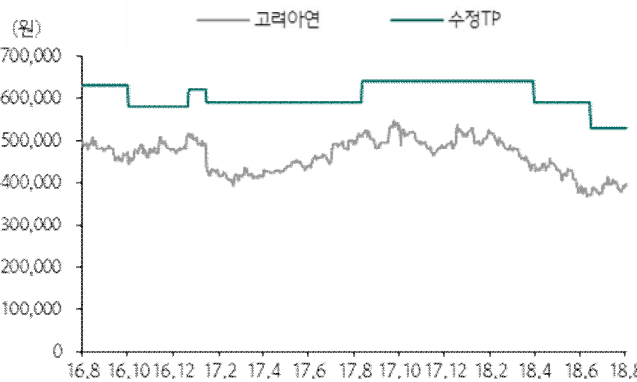
투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

POSCO



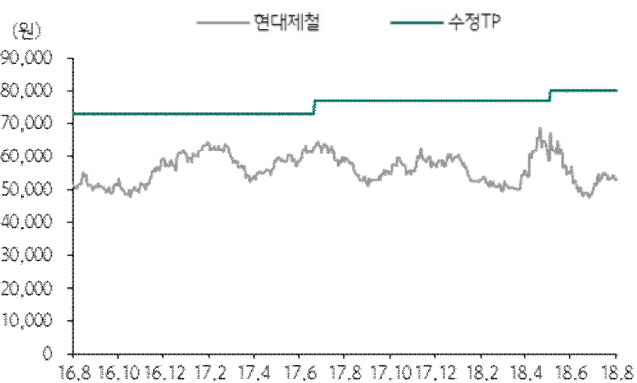
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.5.29	BUY	440,000		
18.1.10	Neutral	350,000	1.79%	12.86%
17.3.22	Neutral	300,000	-4.36%	23.17%
16.8.28	BUY	300,000	-14.61%	-1.17%
16.4.17	BUY	260,000	-16.81%	-4.23%

고려아연



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.7.9	BUY	530,000		
18.4.24	BUY	590,000	-29.64%	-22.88%
17.9.5	BUY	640,000	-22.19%	-14.69%
17.2.8	BUY	590,000	-24.96%	-12.54%
17.1.15	BUY	620,000	-19.17%	-16.94%
16.10.26	BUY	580,000	-17.31%	-11.03%
16.9.25	BUY	630,000	-25.80%	-22.46%
16.7.4	Neutral	490,000	4.36%	14.08%

현대제철



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.5.29	BUY	80,000		
17.7.16	BUY	77,000	-26.41%	-10.78%
16.8.30	BUY	73,000	-22.75%	-11.64%
15.10.5	BUY	80,000	-35.12%	-20.75%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(비중축소)	합계
금융투자상품의 비율	89.6%	9.7%	0.7%	100.0%

* 기준일: 2018 8월 27일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2018년 8월 27일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 2018년 8월 27일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.