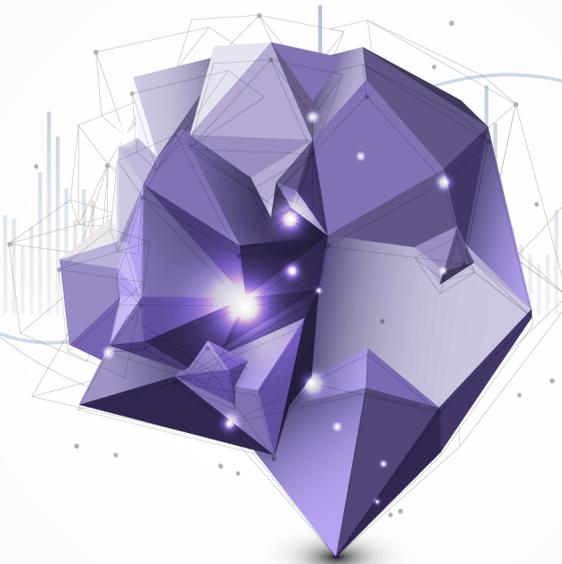


철강금속(비중확대)

다시 보는 철광석 시장



Analyst 김미송
02)6923-7336
misongkim@capefn.com

RA 김충현
02)6923-7314
Chunghyun333@capefn.com

발레의 댐 붕괴 사고와 호주의 사이클론 영향으로 철광석 가격이 높아졌습니다. 기존에 우리는 단기적인 이슈로 해석했고, 안정화를 전망했습니다. 공급차질이 장기화되고 있어 다시 점검해 볼 필요가 있습니다.

이 리포트에서는 상위 4개 공급사의 전략 분석을 통해 철광석 시장을 전망했습니다.

결론적으로 생산량 회복은 단기간에 어려울 전망입니다. 철강기업의 원가 부담이 가중되나, 비수기 이후에는 제품 가격에 전가가 가능할 전망입니다.

업종 투자이견 Overweight을 유지합니다.

Contents

1	철광석 시장 현황	04
	최근 이슈	
2	공급 전망	06
	시장 현황	
	호주 철광석 증산 지속: Rio Tinto, BHP, FMG	
	발레 광산 가동 중단 영향	
	상위 4개사 합산 기준, 생산량 회복 단기간에 어려울 것	
3	수요 전망	14
	철강 생산 꾸준할 전망	
	중국 성장률 둔화 우려로 인프라 투자 확대 정책	
4	가격 전망	18
	수요 증가가 생산보다 높은 기간 동안 가격 강세	
	가격 밴드 70~110달러로 상향 제시	
5	철강금속 투자의견 Overweight 유지	20
	철강사, 원가 부담 가중	
	Top pick 고려아연 유지, Posco 조정시 매수	
6	기업분석	25
	POSCO (005490KS Buy 유지 TP 330,000원 유지)	
	원재료 가격 변동성이 확대되는 구간에서도 이익의 안정성이 높음!.....	26
	현대제철 (004020KS Buy 유지 TP 61,000원 하향)	
	원재료 구매에서 스팟 비중이 높다는 점은 밸류에이션에 충분히 반영!.....	31
	고려아연 (010130KS Buy 유지 TP 570,000원 유지)	
	제련수수료 소급, 아연 판매량 확대, 환율 효과로 이익 대폭 개선 전망.....	35
	풍산 (103140KS Buy 유지 TP 35,000원 유지)	
	매출 회복 속도가 예상보다 더디다는 점을 주가는 충분히 반영!.....	41
	동국제강 (001230KS Buy 유지 TP 10,000원 하향)	
	2분기 성수기에 진입해 실적 전분기 대비 개선될 전망.....	45
	세아베스틸 (001430KS Buy 유지 TP 25,000원 유지)	
	원부자재 가격 안정화로 수익성이 개선되고 있다는 점을 확인!.....	50
	별첨	

철강금속 (비중확대)

Analyst 김미송 · 02)6923-7336 · misongkim@capefn.com

다시 보는 철광석 시장

철광석 가격이 높아졌고, 변동성도 확대되었습니다. 이 리포트에서는 상위 4개 공급사의 전략 분석을 통해 시장을 재점검해 보았습니다. 결론적으로 발레의 공급차질은 단기에 해소가 어려울 전망입니다. 철강사 원가 부담이 가중되나, 비수기 이후 제품 가격에 전가가 가능할 전망입니다. 업종 투자 의견 Overweight을 유지합니다.

철광석 시장 현황

- 기존 철광석 시장은 공급 과잉으로 알려짐. 지난 1월 발생한 발레의 댐 붕괴 사고와 3월 호주의 사이클론 영향으로 가격이 높아짐. 우리는 공급 차질은 단기적인 이슈로 해석했고, 안정화를 전망했음.
- 가격이 높은 수준이고 변동성이 커, 이번 리포트에서는 상위 4개 공급사의 전략 분석을 통해 시장을 재점검해 보고자 함. 상위 4개사(발레, 리오턴토, BHP, FMG)가 생산량 증가를 주도했기 때문.

공급 전망

- 호주 철광석 증산 지속: 20년까지 리오턴토 +2,000만톤, BHP +2,000만톤, FMG +200만톤.
- 발레 광산 가동 중단 영향: 댐 폐쇄 -6,300만톤, S11D 램프업 19년 +1,700만톤, 20년 +1,500만톤.
- 상위 4개사 합산 기준, 생산량 단기간에 회복 어려울 것: 19년 -4,100만톤, 20년 +5,200만톤, 21년 +1,100만톤으로 19년 공급 감소분은 20년 하반기부터 회복할 전망
- 가격 전망: 수요 증가가 생산보다 높은 기간 동안 가격 강세를 보임. 가격 밴드 70~110달러로 상향 제시. 공급차질 영향이 장기화된다는 점 반영했고, 변동성이 높아져 밴드폭 확대. 만약, 호주 기업들이 램프업 속도를 조절한다면, 21년까지도 가격은 강세를 보일 수 있음.

업종 투자 의견 Overweight 유지함. Top pick은 고려아연 유지, Posco 조정시 매수

- 철강사 원가 부담 가중: 스프레드 단기 하락 전망. 비수기 이후 원가 부담 제품 가격에 전가 가능할 전망.
- Top pick 고려아연 유지. 아연 수요는 철강 생산과 연동하는데, 중국의 생산이 꾸준하고, 높아진 제련수수료가 유지될 전망. 포스코 Buy 의견 유지. 자급률이 40%에 달해 원료 확보에 있어 안정성이 높음. 글로벌 프리미엄 제품 비중이 높아 원가 부담을 가격에 전가하기가 상대적으로 용이.

주요 기업 투자 의견

(단위: 원, %, 배, 십억원)

기업명	투자 의견	목표주가	현재주가	상승여력	2019E				
					EPS	PER	PBR	ROE	순차입금
POSCO	Buy	330,000	243,500	36%	36,054	6.8	0.5	7.0	6,091
현대제철	Buy	61,000	41,700	46%	3,721	11.2	0.3	2.9	6,892
고려아연	Buy	570,000	474,000	20%	36,209	13.1	1.3	10.4	-1,722
풍산	Buy	35,000	26,850	30%	2,145	12.5	0.5	4.3	776
동국제강	Buy	10,000	6,850	46%	384	17.8	0.3	1.8	2,184
세아베스틸	Buy	25,000	17,850	40%	2,050	8.7	0.3	3.3	981

자료: 케이프투자증권 리서치본부

CAPE

철광석 시장 현황

최근 이슈

세계 철광석 시장은 공급과잉으로 알려져 있다. 생산 21.63억톤, 수요 21.06억톤으로 생산이 수요보다 5,612만톤 많다. 외부 기관 전망치에 따르면 해상물동량 기준 19-20년 각각 1,100만톤, 3,500만톤 공급이 수요를 초과한다. 이를 반영해 철광석 가격은 18년 60달러~80달러의 밴드 구간에서 움직였다.

철광석 가격 높아진
수준 유지

19년 1월 상황이 달라졌다. 발레의 광미담이 붕괴되면서 연간 6천만톤의 철광석 공급이 줄어들었다. 브라질 정부는 발레의 광산을 지속 관찰하면서 생산 중단 명령을 내렸다. 3월 호주 사이클론 영향으로 수출도 줄었다.

공급차질 영향이 지속되면서, 철광석 가격(호주산분광수입62%)은 강세를 보이고 있다. 6월 평균 100달러를 넘어선 상황이고, 21일 기준 118달러를 기록하고 있다.

그림1. 철광석 가격 추이: 공급차질로 상승



자료: 케이프투자증권 리서치본부

기존 전망:
철광석 가격
하향 안정화

기존에 우리는 공급차질은 단기적인 이슈로 해석했고, 안정화될 것으로 전망했다.

발레사의 댐 붕괴 영향은 일시적이고, 호주의 신규 광산 생산량 증가가 이를 상쇄한다. 호주 쿠리아노빙(Koolyanobbing) 광산이 재가동되어 공급이 완화된다. 또한, 철광석 가격이 높은 수준을 유지하게 된다면, 저품위 증산이 이뤄질 것이기 때문이다. 최근 중국의 철광석 생산이 늘어나고 있으나, 생산량이 글로벌의 5%에 불과하고 품위가 낮아 공급부족을 상쇄하기가 쉽지 않다.

그림2. 세계 철광석 가격 추이



자료: KOMIS, POSCO, 케이프투자증권 리서치본부

표1. 국가별 철광석 생산량 및 수요량 (2017년)

(단위: 천톤, %)

순위	국가	생산량(천톤)	비중(%)	순위	국가	수요량(천톤)	비중(%)
	전세계 생산량	2,162,524	100		전세계 수요	2,106,400	100
1	Australia	883,357	41	1	China	1,184,900	56
2	Brazil	435,532	20	2	India	179,100	9
3	India	201,815	9	3	European Union	134,300	6
4	China	115,000	5	4	Japan	126,500	6
5	Russian Federation	106,508	5	5	South Korea	72,800	3
6	South Africa	62,258	3	6	Brazil	52,000	2
7	Ukraine	60,498	3	7	Asia	45,000	2
8	Iran	55,087	3	8	United States	43,400	2
9	Canada	49,009	2	9	Germany	38,700	2
10	United States	47,642	2	10	Mexico	19,600	1

자료: CEIC, 케이프투자증권 리서치본부

CAPE

공급 전망

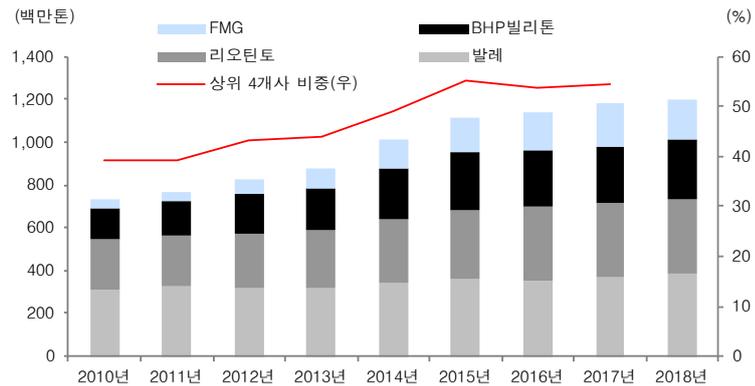
시장 현황

주요 4개사가 공급 증가를 주도

철광석 주요 수입국은 중국으로 물동량의 68%를 차지한다. 따라서 철광석 수요는 중국 철강 시황과 연동한다. 주요 수출국은 호주와 브라질인데, 주로 호주(53%)에서 절반 이상을 수출한다. 대부분 생산지는 서호주인데, 매장량이 520억톤에 이르고, 이는 60년간 생산이 가능한 양이다. 캐시코스트도 18년 US\$31.5로 글로벌 평균인 US\$31.9보다 낮다. 아시아 지역이 수요처인데, 운송비도 낮아 경쟁력이 있다.

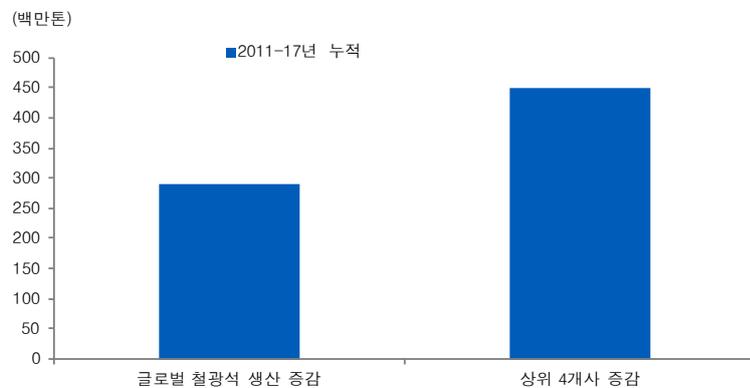
기업별로 살펴보면, 브라질 발레, 호주의 리오틴토, BHP빌리톤, FMG가 세계의 절반 이상을 생산한다. 이 리포트에서는 상위 4개 기업의 성장 전략을 분석해, 시장을 전망했다. 2010년 이후 상위 4개사의 점유율이 상승했고, 글로벌 철광석 생산 증가를 주도한 데 근거한다.

그림3. 상위 4개사 철광석 생산량 점유율 55%까지 확대



자료: 각 사, 케이프투자증권 리서치본부

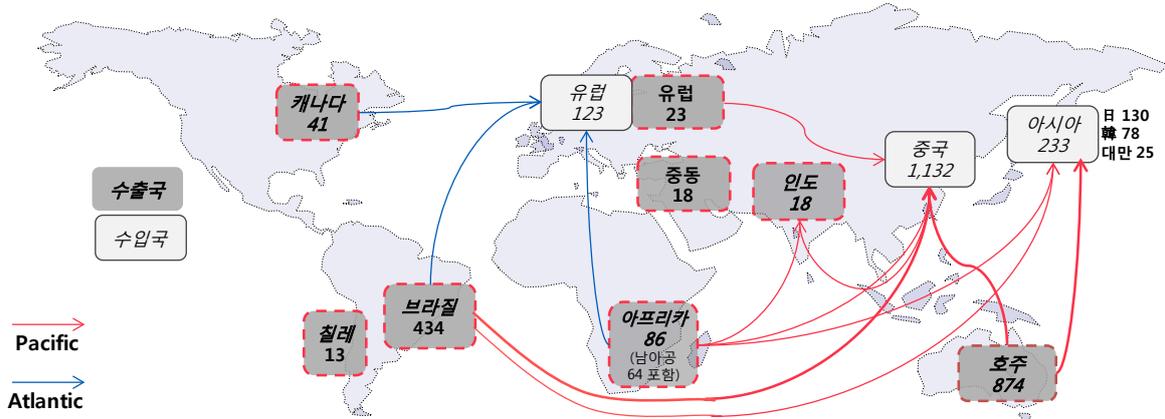
그림4. 상위 4개사가 생산량 증가를 주도



자료: 각 사, 케이프투자증권 리서치본부

그림5. 글로벌 철광석 시장 구조(2018년 기준)

(단위: 백만톤)



자료: 시황자료 종합, 포스코, 케이프투자증권 리서치본부

표2. 국가별 철광석 수출량 및 수입량 (2017년)

(단위: 천톤, %)

순위	국가	수출량(천톤)	비중(%)	순위	국가	수입량(천톤)	비중(%)
	전세계 수출량	1,639,522	100		전세계 수입량	1,577,779	100
1	Australia	872,751	53	1	China	1,075,398	68
2	Brazil	383,537	23	2	Japan	126,526	8
3	South Africa	66,432	4	3	South Korea	72,428	5
4	Canada	41,174	3	4	Germany	38,265	2
5	Ukraine	37,409	2	5	Netherlands	28,080	2
6	India	28,057	2	6	Taiwan	23,673	2
7	Sweden	23,672	1	7	Malaysia	21,909	1
8	Malaysia	23,026	1	8	France	16,238	1
9	Iran	21,783	1	9	Middle East	13,208	1
10	Russian Federation	21,040	1	10	Turkey	10,931	1

자료: CEIC, 케이프투자증권 리서치본부

표3. 국가별 매장량 및 철함유량 (2017년)

(단위: 천톤, %)

순위	국가	매장량	비중(국가별)	철함유량	비중(국가별)	철함유 비중
	전세계 매장량	170,000,000	100	84,000,000	100	49
1	Australia	50,000,000	29	24,000,000	29	48
2	Brazil	32,000,000	19	17,000,000	20	53
3	Russian Federation	25,000,000	15	14,000,000	17	56
4	China	20,000,000	12	6,900,000	8	35
5	Ukraine	6,500,000	4	2,300,000	3	35
6	Canada	6,000,000	4	2,300,000	3	38
7	India	5,400,000	3	3,200,000	4	59
8	United States	2,900,000	2	760,000	1	26
9	Iran	2,700,000	2	1,500,000	2	56
10	Kazakhstan	2,500,000	1	900,000	1	36

자료: CEIC, 케이프투자증권 리서치본부

호주 철광석 증산 지속: Rio Tinto, BHP, FMG

리오틴토: 20년까지
+2,000만톤

리오틴토는 글로벌 2위의 철광석 생산 기업이다. 18년 3.5억톤을 생산 판매했다. 발레의 공급차질 규모가 약 6천 만톤이라고 가정하면 올해 생산량은 발레를 뛰어넘는다. 19년 판매량 목표는 3.33~3.43억톤, 20년 3.6억톤이다. 참고로 리오틴토는 지난 6월 20일 생산량 가이드를 기존 3.33~3.43억톤에서 3.2~3.3억톤으로 낮췄다.

판매량 목표를 달성하기 위해서는 약 2,000만톤이 늘어날 필요가 있는데, 남멀디(Nammuldi)와 실버그라스(Silvergrass) 광산이 풀 가동하면서 가능할 전망이다. 이 광산들은 각각 2014년, 2017년에 가동을 시작했다.

2021년부터 신규 광산이 오픈 된다. 로브밸리메사(Robe Valley Mesa) 프로젝트 B, C & H, West Angelas Deposits C & D가 추진된다. 생산능력은 확정되지 않았고, 투자비 기준으로 추정해본 결과 약 1,500만톤으로 예상된다. 그 이외에도 4,300만톤 규모의 쿠다이데리(Koodaideri) 광산을 개발 중이다.

BHP: 20년까지
+2,000만톤

BHP는 글로벌 3위로 2.74억톤을 생산 판매했다. 20년 판매량 목표가 2.9억톤인데, 약 2,000만톤이 증가한다. 이는 짐블바(Jimblebar)가 풀가동 된 효과이다. 2021년에 사우스플랭크(South Flank)가 신규 가동되는데, 8,000만톤 규모이다.

FMG: 20년까지
+200만톤

FMG는 글로벌 4위로 1.7억톤을 생산 판매했다. 신규 가동될 광산은 20년 엘리와나(Eliwana)로 약 3,000만톤의 생산능력이 증가한다. 22년에는 아이언브릿지스태지 2(Iron Bridge Stage 2)와 퀸즈밸리솔로몬허브(Queens Valley Solomon Hub)에서 각각 2,200만톤, 500만톤(추정)이 증가한다.

Recently completed	Mine/deposit	Capex(\$mn)	Mtpa	Fe(%)	Start-up
FMG	Solomon Hub	9,600	70	58	2013
Gindalbie	Karara	2,600	8 ~ 16	66	2013
CITIC Pacific	Sino Iron	12,000	24	66	2013
BHP	Jimblebar	3,800	35 ~ 55	63	2013
Rio Tinto	Nammuldi(Expansion)	2,200	10 ~ 20	62	2014
Hancock Pros.	Roy Hill	13,700	55 ~ 60	61	2015
Rio Tinto	Silvergrass	338	10 ~ 20	62	2017
Mt Gibson	Koolan Island(Restart)	97	5	65	2019
Under construction or committed	Mine/deposit	Capex(\$mn)	Mtpa	Fe(%)	Start-up
Rio Tinto	Billiard South	118	n.a.	59	2019
BHP	Port Hedland Tug Haven	280	n.a.	n.a.	2019
FMG	Eliwana	1,700	30	60	2020
Rio Tinto	Dampier Port Upgrades	70	n.a.	n.a.	2020
BHP	South Flank	4,700	80	62	2021
Rio Tinto	Robe Valley Mesa B, C & H	1,300	n.a.	62	2021
Rio Tinto	West Angelas Deposits C & D	800	n.a.	62	2021
Rio Tinto	Koodaideri	3,500	43 ~ 70	60	2021
FMG	Iron Bridge Stage 2	3,700	22	67	2022
FMG	Queens Valley (Solomon Hub)	400	n.a.	58	2022

자료: Western Australia Iron Ore Profile May 2019, 케이프투자증권 리서치본부

호주 기업 연간 증산
내용

호주 기업들의 연간 생산 증가는 19년 +500만톤, 20년 +3,700만톤, 21년 +1,100만톤, 22년 +2,800만톤, 23년 +4,100만톤, 24년 +5,600만톤, 25년 +5,000만톤, 26년 +800만톤이다.

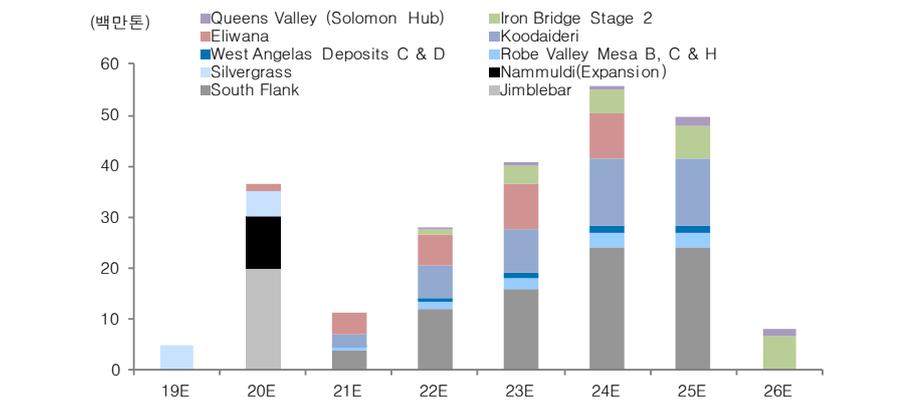
신규 가동되는 광산이 풀가동 되는 기간을 5년으로 가정했고, 각 해마다 가동률은 5%, 20%, 40%, 70%, 100% 순서로 상승하는 가정에 근거했다.

표5. 신규 광산 증산 물량 추정 테이블 (1년차 5%, 2년 20%, 3년 40%, 4년 70%, 5년 100% 가동률 가정) (단위: 백만톤)

기업	광산	Start-up	Mtpa	19E	20E	21E	22E	23E	24E	25E	26E
BHP	Jimblebar	2013	55		20						
BHP	South Flank	2021	80			4	12	16	24	24	
Rio Tinto	Nammuldi(Expansion)	2014	20		10						
Rio Tinto	Silvergrass	2017	20	5	5						
Rio Tinto	Robe Valley Mesa B, C & H	2021	10			1	2	2	3	3	
Rio Tinto	West Angelas Deposits C & D	2021	5			0	1	1	2	2	
Rio Tinto	Koodaideri	2021	43			2	6	9	13	13	
FMG	Eliwana	2020	30		2	5	6	9	9		
FMG	Iron Bridge Stage 2	2022	22				1	3	4	7	7
FMG	Queens Valley (Solomon Hub)	2022	5				0	1	1	2	2
호주 증산 누계				5	37	11	28	41	56	50	8

자료: Western Australia Iron Ore Profile May 2019, 케이프투자증권 리서치본부

그림6. 호주 철광석 기업 신규 프로젝트 증산 추정 차트



자료: 케이프투자증권 리서치본부

발레 광산 가동 중단 영향

발레:
광산 폐쇄 -6,300만톤,
램프업 +1,700만톤,

19년 -4,600만톤

발레는 지난 1월 발생한 브라질 브루마지뉴 댐 붕괴 사고 영향으로 생산능력 9,300만톤을 가동 중단했다. 6월 20일 브루쿠투 광산 재개를 발표한 이후 현재 생산능력 6,300만톤을 가동 중단한 상태다. 19년 생산 감소는 약 4,600만톤으로 예상되는데, S11D 램프업 효과 때문이다.

광산을 생산 중단한 내용은 다음과 같다.

2월 20일 Vargem Grande Complex와 Fabrica Complex의 전체 설비(4천만톤)를 가동 중단 결정했다. 3월 15일에는 Timbopeba, 3월 20일에는 Alegria를 가동중단하기로 결정했다. 생산능력은 각각 1,280만톤, 1,000만톤이다.

긍정적인 점은 S11D 프로젝트에서 올해 1,700만톤, 20년 1,500만톤을 증산이 가능하다는 점이다.

발레는 19년 판매량 목표치를 18년 3.66억톤 보다 3,400~5,900만톤 적은 3.07~3.32억톤으로 제시했다. 발레는 20년 이후 광산 확장을 통해 1.5억만톤의 증산을 검토 중이다. 이는 생산량을 4억톤까지 회복시킬 수 있는 규모이다.

다만, 우리는 증산 속도는 예상보다 더딜 것으로 전망한다. 업스트림 공법의 댐을 해체하기로 결정했기 때문이다. 6월 7일 발레는 자세한 댐 관리 전략을 발표했다. 향후 3년에 걸쳐 19억달러를 투입해 업스트림 공법의 댐을 해체할 것이라고 밝혔다.

참고로 이번 발레 사고로, 국제 광업금속협회는 광미댐(tailing dam)에 대해 새로운 국제 표준을 설정한다고 밝혔다. 전 세계적으로 광미댐은 3,500개 존재하는데, 칠레와 페루만이 업스트림 공법 댐을 금지하고 있다.

표6. 발레 19년 1분기 생산량 및 판매량: 광산별 (단위: 백만톤)

발레	철광석	1Q19	4Q18	1Q18	%QoQ	%YoY
	Northern System	41,015	52,911	40,601	-22%	1%
	Northern and Eastern ranges	23,029	37,023	28,920	-38%	-20%
	S11D	17,986	15,888	11,680	13%	54%
	Southeastern System	19,578	26,322	22,213	-26%	-12%
	Itabira(Caue, Conceicao and others)	9,292	11,254	9,040	-17%	3%
	Minas Centrais (Bruccutu and others)	5,191	9,184	7,755	-43%	-33%
	Mariana (Alegria, Timbopeba and others)	5,095	6,094	5,419	-16%	-6%
	Southern System	11,776	20,985	18,530	-44%	-36%
	Paraopeba (Mutuca and others)	4,447	6,687	6,132	-33%	-27%
	Vargem Grande (Vargem Grande and others)	2,432	5,114	4,686	-52%	-48%
	Minas Itabirito (Fabrica and Pico)	4,897	9,185	7,712	-47%	-37%
	Midwestern System	501	559	609	-10%	-18%
	Corumba	501	559	609	-10%	-18%
	Iron Ore Production	72,870	100,988	81,953	-28%	-11%
	Iron Ore Sales	55,416	80,495	71,221	-31%	-22%
	Iron Ore and Pellet sales	67,730	96,481	84,346	-30%	-20%

자료: Vale, 케이프투자증권 리서치본부

표7. 발레 공급 차질 내용 (단위: 백만톤)

날짜	내용	생산능력
19.01.25	Minas Gerais 주 Feijao 광산 댐 붕괴	
19.01.29	브라질 정부, Upstream dam 모두 폐쇄 계획 발표	
19.02.04	브라질 법원, Brucutu 광산(Minas Centrais complex)의 Laranjeiras 댐 중단 명령	-30
19.02.20	National Mining Agency, Fabrica와 Vargem Grande complex 가동 중단 결정	-40
19.03.15	브라질 정부, Minas Gerais 주 Timbopeba 광산 가동 중단 명령	-12.8
19.03.20	Vale, Mariana complex의 Alegria mine 가동 중단	-10
19.06.20	Vale, Brucutu mine 재가동 발표	+30
	합계	-62.8

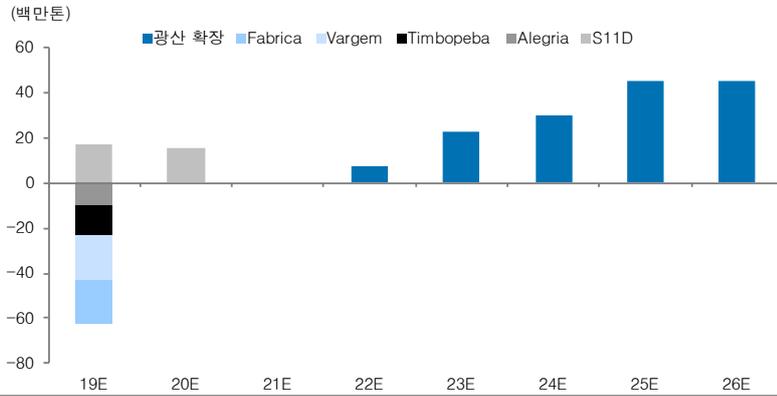
자료: 케이프투자증권 리서치본부

표8. 발레 광산 증감산 물량 추정 테이블 (1년차 5%, 2년 20%, 3년 40%, 4년 70%, 5년 100% 가동률 가정) (단위: 백만톤)

기업	광산	Start-up	Mtpa	19E	20E	21E	22E	23E	24E	25E	26E
Vale	S11D	2015	90	17	15						
Vale	Alegria			-10							
Vale	Timbopeba			-13							
Vale	Vargem			-20							
Vale	Fabrica			-20							
	광산 확장		150				8	23	30	45	45
	발레 누계			-46	15	0	8	23	30	45	45

자료: Vale, 케이프투자증권 리서치본부

그림7. 발레 프로젝트 증산 추정 차트: 19년 공급 감소 4,600만톤



자료: 케이프투자증권 리서치본부

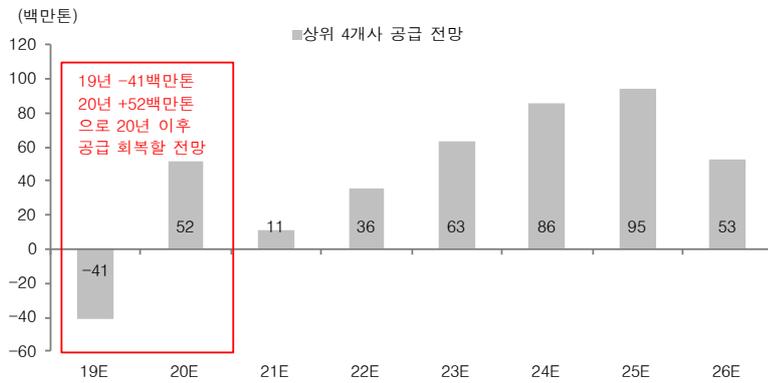
상위 4개사 합산 기준, 생산량 회복 단기간에 어려울 것

20년 하반기부터 공급
차질 해소될 전망

결론적으로 19년 공급 감소분은 20년 하반기부터 회복할 전망이다. 철광석 광산의 램프업 효과이다. 상위 4개사의 20년까지 증산 규모는 리오턴토 2,000만톤, BHP 2,000만톤, FMG 200만톤, 발레 3,200만톤으로 총 7,400만톤이 된다. 발레의 공급 감소분 6,300만톤을 상쇄할 수 있게 된다.

호주 기업들의 램프업이 예상보다 더해진다면, 21년까지도 공급차질이 지속될 수 있다. 과점화된 철광석 시장에서 당분간 수급은 호주 업체들이 주도할 전망이다.

그림8. 상위 4개사 공급 전망: 20년 하반기부터 생산 회복할 전망



자료: 케이프투자증권 리서치본부

발레	광산	2010년	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	
	Northern and Eastern ranges	101	110	11	105	120	130	148	147	136	
	S11D	0	0	0	0	0	0	0	22	58	
	Itabira	39	40	38	34	35	36	33	38	42	
	Minas Centrais	42	41	41	38	33	41	41	38	36	
	Mariana	37	39	37	38	39	36	28	33	27	
	Paraopeba	23	24	26	26	28	28	26	26	27	
	Vargem Grande	22	21	23	22	25	29	29	23	21	
	Minas Itabirito	30	30	32	31	33	41	40	37	35	
	Urucum	1	2	2	2	2	2	0	0	0	
	Corumba	3	4	5	4	4	3	2	2	2	
	TPP(Third Party Purchases)	0	0	0	11	12	12	0	0	0	
	Samarco	11	11	11	11	13	13	0	0	0	
	ToTal Iron Ore Production		308	323	320	321	345	359	349	367	385
	리오틴토	광산	2010년	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년
Hamersley mines (Australia)		122	131	136	143	163	189	206	207	221	
Hamersley - Channar (Australia)		7	7	7	7	7	6	6	6	4	
Hope Downs (Australia)		16	16	15	17	21	22	24	23	23	
Iron Ore Company of Canada (Canada)		9	8	8	9	9	10	11	11	9	
Robe River - Robe Valley (Australia)		32	30	33	18	18	17	17	17	17	
Robe River - West Angelas (Australia)		0	0	0	15	16	17	18	18	17	
Iron Ore Company of Canada		15	13	14	15	15	18	18	19	15	
Rio Tinto total		239	245	253	266	295	328	348	349	353	
BHP	광산	2010년	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	
	Newman, Australia	32	45	40	45	57	64	66	68	67	
	Yarrie, Australia(Mt Goldsworthy)	2	1	1	1	1	0	0	0	0	
	Area C Joint Venture, Australia	39	40	42	45	47	50	47	49	52	
	Yandi Joint Venture, Australia	41	36	54	60	69	69	67	65	64	
	Jimblebar, Australia	0	0	0	0	9	17	19	22	31	
	Wheelarra, Australia	0	0	11	8	11	19	23	27	25	
	Total Western Australia Iron Ore	114	123	148	159	193	218	222	231	238	
	Samarco, Brazil	11	12	11	11	11	15	5	0	0	
Total iron ore	145	156	186	198	236	268	263	268	275		
FMG	광산	2010년	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	
	Ore mined	41	44	65	95	140	164	181	198	185	

자료: 케이프투자증권 리서치본부

CAPE

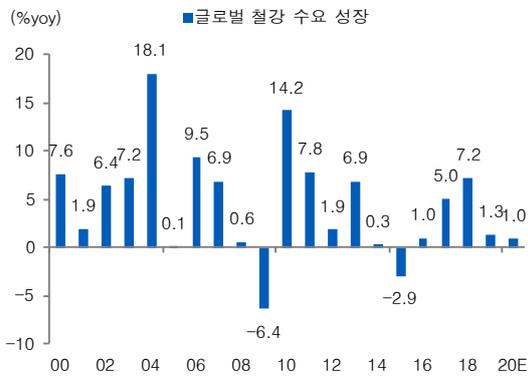
수요 전망

철강 생산 증가할 전망

철강 수요에 힘입어
생산 증가할 전망

19년 4월 세계철강협회에 따르면 19-20년 철강 수요는 각각 +1.3%, +1.0% 성장할 전망이다. 수요에 발맞춰 철강 생산이 늘어났다. 중국이 글로벌 철강 생산의 1위국으로 절반을 차지하는데, 중국의 철강 생산 전략이 철광석 수요에 미치는 영향이 가장 크다.

그림9. 세계 철강 수요 19-20년 +1.3%, +1.0% 성장



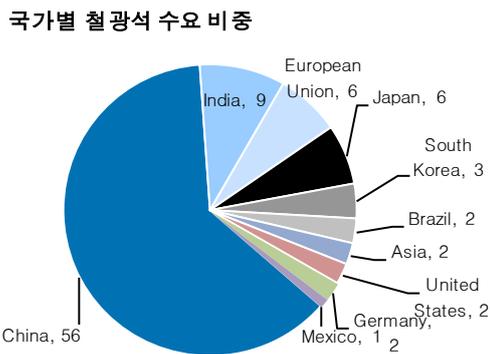
자료: 세계철강협회, 케이프투자증권 리서치본부

그림10. 수요에 힘입어 조강 생산도 증가



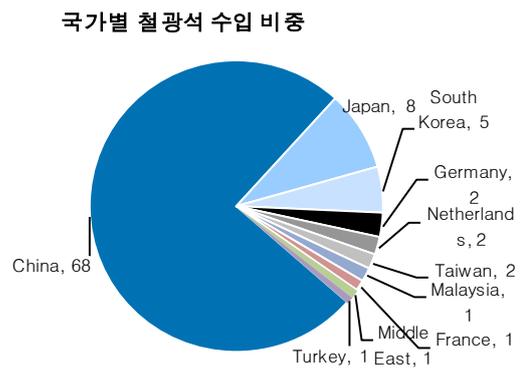
자료: 세계철강협회, 케이프투자증권 리서치본부

그림11. 국가별 철광석 수요 비중: 중국이 56%로 1위



자료: CEIC, 케이프투자증권 리서치본부

그림12. 국가별 철광석 수입 비중: 중국이 68%로 1위



자료: CEIC, 케이프투자증권 리서치본부

중국 성장률 둔화 우려로 인프라 투자 확대 정책

중국 투자 확대로
생산 증가

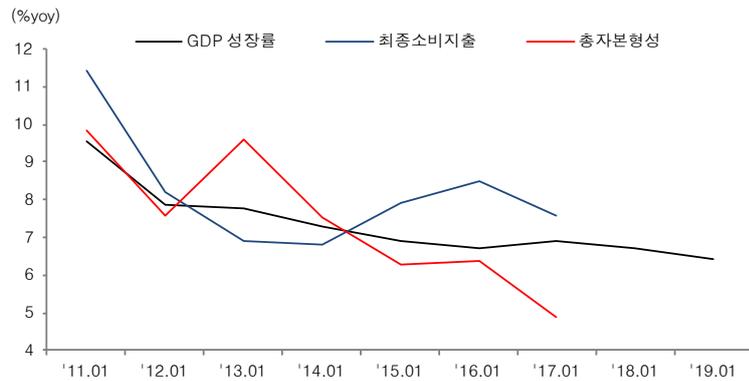
중국 철강 생산량은 증가할 전망이다. 성장률 둔화로 인프라 투자 확대 정책을 펼칠 것이기 때문이다. GDP 성장률은 둔화되어 17년 6.9%, 18년 6.7%, 19년에 6.0~6.5% 까지 하락한다. 투자를 통해 성장률 하락을 방어할 전망이다. 정부는 경기 부양을 위해 2조 위안 규모의 인프라투자를 예고했다.

재정지원 발표

하반기에 인프라 투자 속도가 빨라질 전망이다. 중국 인민은행은 지난 6월 11일 지방 정부 특수목적채권 발행을 지원한다고 밝혔다. 조달된 자금을 철도, 고속도로 등 인프라를 위한 초기 투자비용으로 활용할 수 있게 되었다.

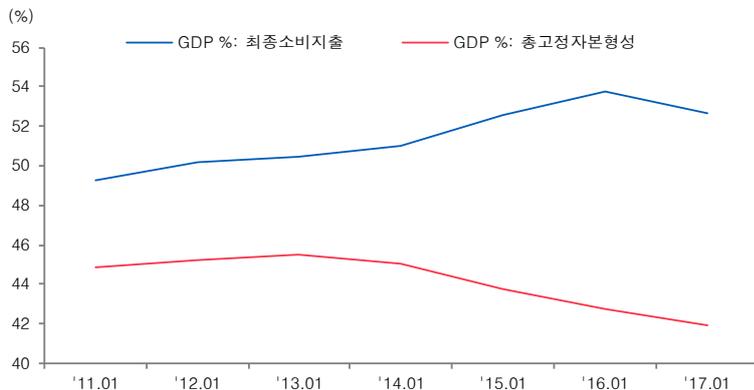
5월 중국 산업생산 증가율은 5%에 그쳤다. 전망치 5.5%를 하회했으며, 2002년 2월 (2.7%)이후 가장 낮은 수준이다. 중국은 인프라 투자 필요성이 더욱 높아진 상황이다.

그림13. 중국 GDP 성장률 추이



자료: CEIC, 케이프투자증권 리서치본부

그림14. 중국 GDP 지출 항목별 비중: 총고정자본형성이 줄어들고 있는 추세



자료: CEIC, 케이프투자증권 리서치본부

인프라투자 확대 효과 기대

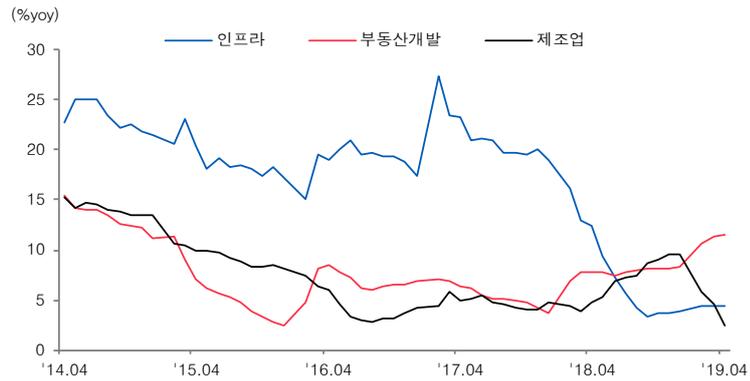
중국의 고정자산투자 추이를 살펴보았다. 부동산개발 투자는 올해 들어 증가폭이 확대되었으나, 제조업 투자는 4월 2.5% 성장에 그쳤다. 인프라투자는 17년 이후 급격하게 줄었는데, 이후 회복하지 못하고 있다. 인프라 투자 확대 효과가 기대되는 부분이다.

언론에 따르면, 중국 정부는 18년 12월부터 두 달 동안 1.1조 위안 규모의 인프라 사업을 승인했다. 이 중 큰 규모의 프로젝트는 상하이 공항 2곳과 철도역 2곳을 잇는 철도시설 확장공사이다. 중국 정부가 올해 계획하는 철도 투자가 사상 최대 규모인 8,500억위안에 달하는 것으로 알려졌다. 철도 신규 건설은 올해 6,800km로 전년 대비 45% 늘어나고, 이 중 고속철도가 3,200km로 거의 절반을 차지한다.

실제로 춘절 이후 중국의 30개 도시에서 1,367개의 인프라 프로젝트를 공식 발표했다. 장쑤성은 전년 대비 18% 증가한 1,370억위안을 투자할 계획이다.

토지 매입 면적 증가율을 살펴보았다. 18년 3월 마이너스를 기록한 뒤 반등해 상승했다가 올해 들어 큰 폭 감소했다. 지방정부 재정수입의 절반 이상이 주택과 토지 거래에서 발생하는데, 재정이 악화되었다는 점을 알 수 있다.

그림15. 중국 고정자산투자 추이: 부동산 개발 성장 확대 vs. 제조업, 인프라 투자 둔화



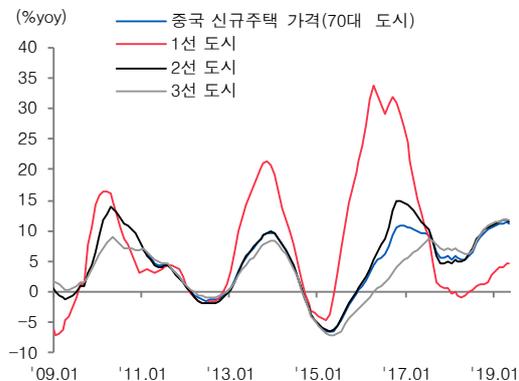
자료: CEIC, 케이프투자증권 리서치본부

그림16. 중국 토지 매입 면적과 신규주택 착공 면적 추이



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림17. 중국 신규주택 가격 추이



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부



이 페이지는 편집상 공백입니다.

CAPE

가격 전망

수요 증가가 생산보다 높은 기간 동안 가격 강세

수요 증가>생산 증가일 때, 철광석 가격 상승

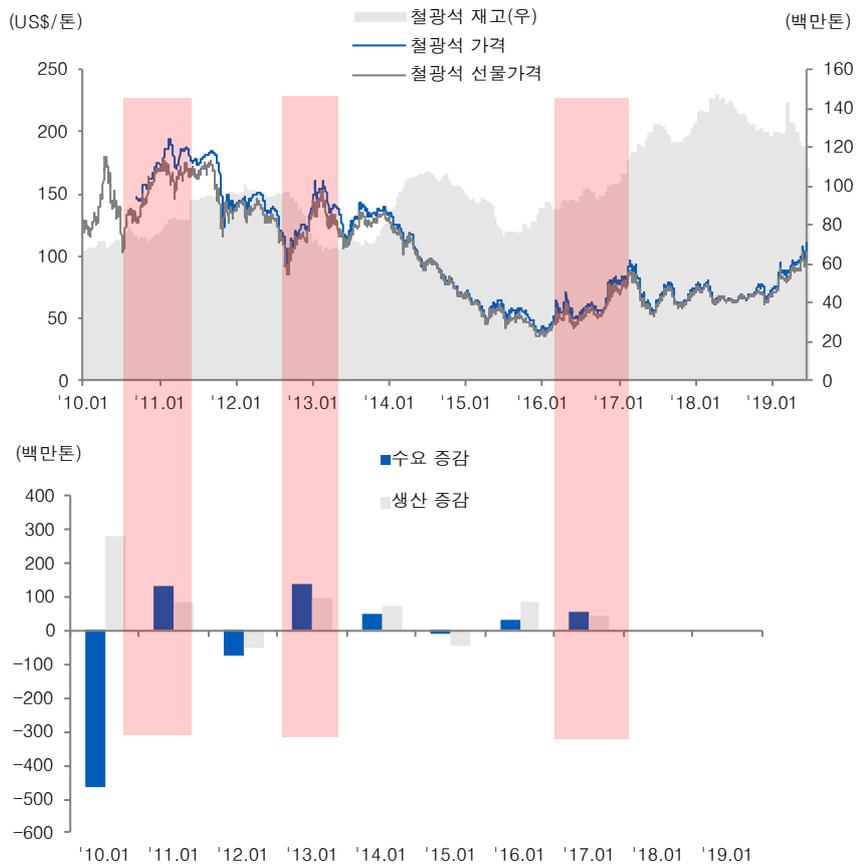
철광석 수급 분석에 기반해 가격을 전망했다. 2010년 이후 수요 증가를 생산이 따라가지 못한 기간 동안 가격이 강세를 보였다.

10년 7월부터 약 일 년간 철광석 가격이 상승했는데, 11년 수요는 8% 성장했고, 생산은 4% 증가하는데 그쳤다는 점을 반영했다. 2012년에는 수요와 생산이 모두 감소해, 가격이 조정을 보였다.

12년 9월부터 가격이 상승했는데, 수요 성장을 반영했다. 13년 수요는 8% 성장했고, 생산은 5% 증가했다. 이 기간에는 재고도 동시에 감소했다. 그 이후 중국 철강 수요가 둔화되었고, 심지어 15년에는 마이너스 성장을 기록했다.

16년 수요는 회복했고, 17년 성장폭이 확대되었다. 이를 반영해 가격은 바닥을 찍고 정상화되었다.

그림18. 철광석 수요 성장을 생산이 따라가지 못할 때, 가격 상승



자료: CEIC, Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

가격 밴드 70~110 달러로 상향 제시

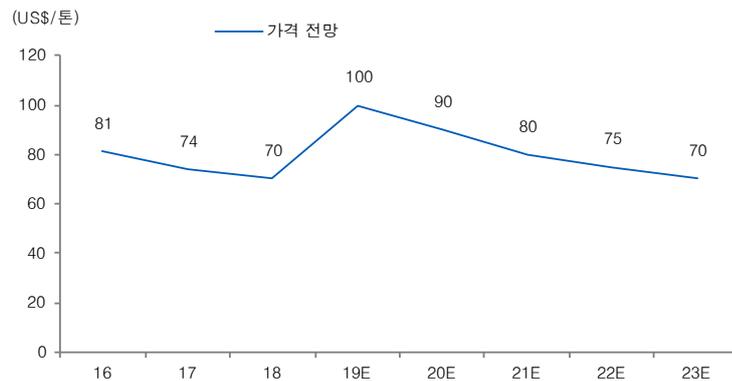
가격 밴드
70~110달러로 상향
제시함

철광석 가격 밴드를 기존 톤당 60~80달러에서 70~110달러로 상향 조정한다. 발레의 공급 차질 영향이 예상보다 장기화된다는 점을 반영했다. 변동성을 감안해 밴드폭도 확대했다. 철광석 수요는 철강 수요에 연동된다는 가정에 근거했고, 공급은 앞에서 분석한 상위 4개사의 공급 계획을 반영했다.

19년 초 이후 철광석 가격 평균은 90달러이다. 하반기 평균 110달러로 전망해, 연평균 100달러로 전망한다. 20년부터는 광산 램프업 효과로 공급이 늘어나면서 완만한 하락을 예상한다. 20년 가격은 평균 90달러, 21년 80달러, 22년부터는 신규 광산 가동 영향으로 하향 안정화될 전망이다.

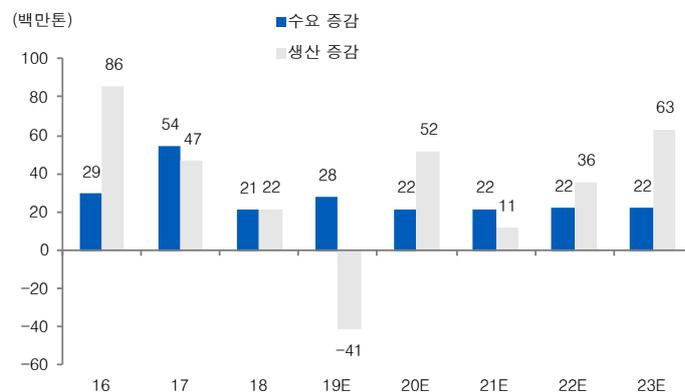
만약, 호주 주요 광산 기업들이 램프업 속도를 더디게 한다면 21년까지도 철광석 가격은 강세를 보일 수 있다.

그림19. 철광석 가격 전망



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림20. 철광석 수급 전망



자료: 케이프투자증권 리서치본부

CAPE

철강금속 투자의견 Overweight 유지

철강사, 원가 부담 가중

단기 제품 스프레드
하락 전망

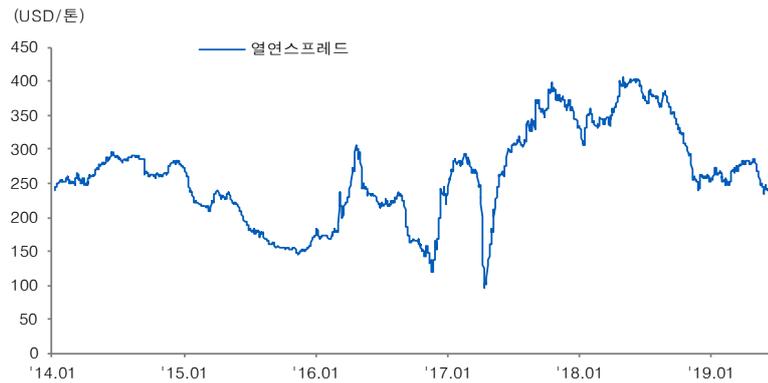
철광석 가격 강세로 철강 제품 스프레드는 단기적으로 하락할 수 있다. 수요 비수기이고, 중국 생산이 지속 증가하고 있기 때문이다. 중국 철강사들은 7월 가격을 인하하기도 했다.

비수기 이후 원가 부담
전가 가능

비수기가 지나면, 원가 상승분을 제품가격에 전가가 가능할 것으로 예상된다. 중국 정부의 인프라 투자가 본격적으로 시행되면서 수요가 회복되기 때문이다.

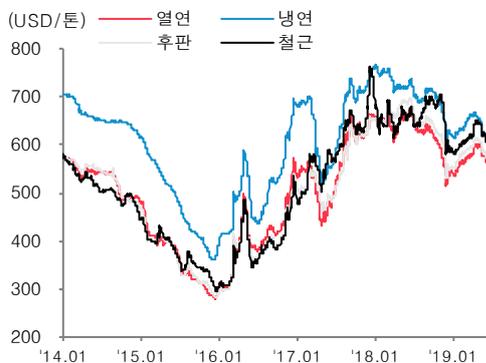
업종 투자의견 Overweight을 유지한다. 원가 부담이 커지긴 했지만, 가격에 전가가 가능할 전망이다. 수요 둔화 우려는 주가에 충분히 반영되었다.

그림21. 중국 열연 스프레드 추이



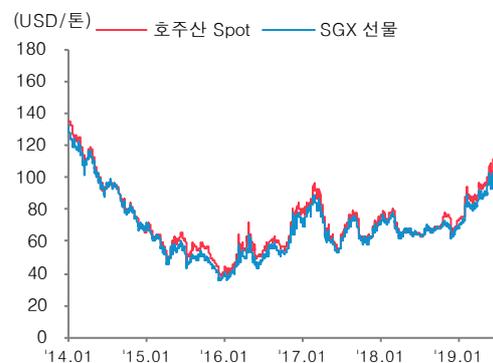
자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림22. 중국 철강제품 내수가격



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림23. 철광석 가격



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

		11월	12월	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월
포스코	열연					3	3	2		
	냉연									
	냉연도금재					3			2	
	냉연(자동차향)									
	후판					3		2		
	STS300계 STS400계				10	10				-10
현대제철	열연					3	3			
	냉연									
	냉연도금재						3			2
	냉연(현대, 기아차향)									
	철근 후판				-4 3	1.5 3	1		-1	
동국제강	냉연도금재					5			4	
	철근				-4					
	후판							2		
	H형강			-5						
사강강철	열연	-100	-400	-100	40					
	후판	-50	-500	-100	80					
	철근	-130	-580	-140	70	100	150		-280	
	선재	-150	-580	-100	70	90	60		-130	
바오강	열연		-200	-300		50	300			-100
	냉연		-150	-200			300			
	냉연(자동차향)									
	석도강판 후판			-200				300	80	
안산강철	열연		-200	-150	50	150	50	100		-100
	냉연		-200	-200	50	150	50	100		-100
	후판			-300						-100
	선재			-450		100				

자료: 케이프투자증권 리서치본부

Top pick 고려아연 유지, Posco 조정시 매수

Top pick 고려아연 유지

Top pick은 고려아연을 유지한다. 고려아연에 대해 투자 의견 Buy와 목표주가 57만원을 유지한다. 투자포인트는 아연 광석 공급과잉 사이클로 진입해 높아진 제련수수료가 유지된다는 점이다. 아연은 철강 생산과 약 70% 연동되는데, 중국 철강 생산이 꾸준하다.

포스코에 대해 투자 의견 Buy와 목표주가 33만원을 유지한다. 투자포인트는 첫째, 원료 확보에 있어 안정성이 높다. 철광석 자급률이 가행광산 기준 40%에 달하고, 추후 폴 생산시에 자급률은 59%까지 상승하게 된다. 둘째, 글로벌 프리미엄 제품 수출 비중이 높아, 원가 부담을 가격에 전가하는 것이 상대적으로 용이하다. 셋째, 글로벌 철강사 중 가장 저평가되었다.

현대제철은 원가 부담이 높아질 전망이다. 다만, 철광석 가격이 장기간 높은 수준을 유지한다면, 현대차량 강판 가격에 전가가 가능할 전망이다. 다만, 물량이 상대적으로 많아 시차가 발생할 수 있다. 이를 반영해 실적을 조정했고 목표주가를 61,000원으로 하향 제시한다. 원재료 구매에 있어 스팟 비중이 높아 변동성이 크다는 점은 밸류에이션에 충분히 반영되었다고 판단해 투자 의견 Buy를 유지한다.

풍산에 대해 투자 의견 Buy와 목표주가 35,000원을 유지한다. 매출 회복이 더딘 상황이나, 안 좋은 영업환경은 충분히 주가에 반영되었다고 판단한다. 주가 촉매제는 방산 수출 회복, 자동차와 전기전자향 신동 판매량 증가, 구리 가격 상승이 될 전망이다.

동국제강에 대해 투자 의견 Buy를 유지하고 목표주가를 10,000원으로 하향한다. 2분기 철근 성수기에 진입해 실적이 양호할 전망이다. 열연 가격 하락으로 냉연 스프레드가 확대되고, 후판 적자폭 축소가 예상된다.

세아베스틸에 대해 투자 의견 Buy와 목표주가 25,000원을 유지한다. 전방 수요 산업 회복 속도에 대한 기대감을 낮출 필요가 있지만, 원부자재 가격 안정화로 수익성이 개선되고 있다.

표11. 철강 주요 기업 투자이견 (단위: 원, %, 배, 십억원)

		매출액	영업이익	EPS	PER	PBR	ROE	주요 투자 포인트
POSCO								
Buy	2018A	64,978	5,543	19,391	12.6	0.5	4.0	원재료 가격 변동성이 확대되는 구간에서도 이익의 안정성이 높음
목표주가	2019E	66,136	4,615	36,054	6.8	0.5	7.0	3분기 원가 부담을 제품 가격에 전가 가능할 전망
330,000원	2020E	69,675	5,108	41,247	5.9	0.4	7.5	투자이견 Buy와 목표주가 33만원 유지. 목표 PBR은 0.6배
현대제철								
Buy	2018A	20,780	1,026	2,988	14.0	0.3	2.4	원재료 구매에서 스팟 비중이 높다는 점은 밸류에이션에 충분히 반영
목표주가	2019E	21,395	1,043	3,721	11.2	0.3	2.9	2분기 판매량 확대로 영업이익 증가할 전망. 스프레드 하락은 아쉬움
61,000원	2020E	21,110	1,293	5,548	7.5	0.3	4.3	투자이견 Buy 유지, 목표주가 61,000원으로 하향. 목표 PBR은 0.5배
고려아연								
Buy	2018A	6,883	765	27,950	17.0	1.4	8.6	제련수수료 소급, 아연 판매량 확대, 환율 효과로 이익 대폭 개선 전망
목표주가	2019E	6,535	898	36,209	13.1	1.3	10.4	아연 광석 공급과잉 사이클로 진입해 높아진 제련수수료는 유지될 전망
570,000원	2020E	6,621	951	38,726	12.2	1.2	10.4	투자이견 Buy와 목표주가 57만원 유지. 목표 PBR은 1.6배
풍산								
Buy	2018A	2,774	108	2,212	12.1	0.5	4.6	매출 회복 속도가 예상보다 더디다는 점을 주가는 충분히 반영
목표주가	2019E	2,776	104	2,145	12.5	0.5	4.3	방산 수출 회복, 전기전자향 신동 판매량 증가, 구리 가격 상승이 필요
35,000원	2020E	2,861	155	3,396	7.9	0.5	6.5	투자이견 Buy와 목표주가 35,000원 유지. 목표 PBR은 0.7배
동국제강								
Buy	2018A	5,965	145	-3,121	-2.2	0.3	-13.8	2분기 성수기에 진입해 실적 전분기 대비 개선될 전망
목표주가	2019E	5,733	202	384	17.8	0.3	1.8	중국의 인프라 투자 확대에 따른 봉형강 가격 강세 전망
10,000원	2020E	5,774	205	810	8.5	0.3	4.1	투자이견 Buy 유지, 목표주가 10,000원으로 하향. 목표 PBR은 0.5배
세아베스틸								
Buy	2018A	3,278	56	585	30.5	0.3	1.2	원부자재 가격 안정화로 수익성이 개선되고 있다는 점을 확인
목표주가	2019E	3,313	104	2,050	8.7	0.3	3.3	현대차향 판매량 감소는 진행 중이고, 이를 수출로 극복하는 중
25,000원	2020E	3,409	125	2,486	7.2	0.3	4.0	투자이견 Buy와 목표주가 25,000원 유지. 목표 PBR은 0.5배

자료: 케이프투자증권 리서치본부



기업분석

POSCO (005490KS Buy 유지 TP 330,000원 유지)	26
현대제철 (004020KS Buy 유지 TP 61,000원 하향)	31
고려아연 (010130KS Buy 유지 TP 570,000원 유지)	35
풍산 (103140KS Buy 유지 TP 35,000원 유지)	41
동국제강 (001230KS Buy 유지 TP 10,000원 하향)	45
세아베스틸 (001430KS Buy 유지 TP 25,000원 유지)	50

별첨

Analyst 김미송 · 02)6923-7336 · misongkim@capefn.com

POSCO (005490KS | Buy 유지 | TP 330,000원 유지)

원재료 가격 변동성이 확대되는 구간에서도 이익의 안정성이 높음!

포스코는 철광석 자급률이 높아 안정적인 원료 확보가 가능하고, 원가 절감 노력으로 투입 대비 효율성이 높습니다. 이번 철광석 가격 변동성이 큰 구간에서 이익의 안정성이 돋보일 전망입니다. 2분기 실적은 판매량 감소로 소폭 부진하지만 3분기 회복할 전망입니다. 투자 의견 Buy와 목표주가 33만원을 유지합니다.

철광석 자급률 높아 안정적인 원료 확보 가능

- 포스코는 철광석 자급률이 가행 광산 기준 40%에 달하고, 폴 생산시에 자급률 59%까지 상승하게 되어, 원료 확보에 있어 안정성이 높음. 기술력 측면에서 원가 절감을 위해 투자를 지속한 효과로, 투입 대비 효율성이 높음.
- 이번 철광석 가격 변동성이 큰 구간에서 이익의 안정성이 상대적으로 높을 전망.

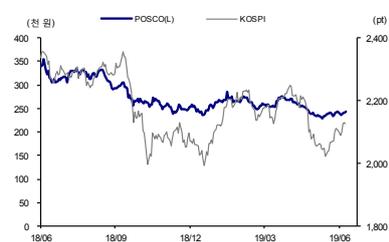
3분기 원가 부담을 제품 가격에 전가 가능할 전망

- 2분기 별도 영업이익 전분기 대비 감소한 7,640억원(-8.3%QoQ, -7.1%YoY) 예상. 스프레드(가격 +1만원, 원가 +1만원)는 전분기와 유사하나 판매량이 감소하기 때문.
- 최근 가격 인상 내용을 파악한 결과, 2분기 국내 일부 자동차사향 판가를 약 2만원 인상한 것으로 파악. 원재료 가격이 강세를 유지하고 있어, 후판 가격 인상도 가능할 전망. 3분기에 원가 부담이 더 커지는데, 코스트푸쉬로 더 많은 고객사를 대상으로 판가 인상 위한 노력할 것.

투자 의견 Buy와 목표주가 33만원 유지

- 최근 중국 철강사들이 제품 가격을 인하해줬는데, 이는 단기에 그칠 것. 비수기가 지나고 성수기에 진입하면 원가 부담을 제품 가격에 전가할 수 있을 전망. 투자 의견 Buy와 목표주가 33만원을 유지함.

Stock Data



주가(6/21)	243,500원		
액면가	5,000원		
시가총액	21,230십억원		
52주 최고/최저가	354,000원/ 229,000원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	4.3	-0.4	-28.2
상대주가(%)	1.1	-3.4	-21.0

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	(십억원)	60,655	64,978	66,136	69,675	73,914
영업이익	(십억원)	4,622	5,543	4,615	5,108	5,376
영업이익률	(%)	7.6	8.5	7.0	7.3	7.3
지배주주순이익	(십억원)	2,790	1,691	3,143	3,596	3,850
EPS	(원)	32,001	19,391	36,054	41,247	44,162
증감률	(%)	104.7	-39.4	85.9	14.4	7.1
PER	(배)	10.4	12.5	6.6	5.8	5.4
PBR	(배)	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
ROE	(%)	6.4	4.0	7.0	7.5	7.6
EV/EBITDA	(배)	5.5	3.9	3.9	3.3	2.8
순차입금	(십억원)	11,126	9,451	6,091	2,375	-1,171
부채비율	(%)	66.5	67.3	63.2	60.5	57.6

POSCO | 원재료 가격 변동성이 확대되는 구간에서도 이익의 안정성이 높음!

표1. 포스코 분기별 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	2017	2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액												
철강, 지원	47,611	50,421	50,984	52,504	12,508	12,724	12,992	12,197	12,556	12,591	12,847	12,989
POSCO	28,554	30,659	31,288	32,362	7,761	7,705	7,906	7,288	7,817	7,705	7,862	7,956
무역	34,878	38,319	39,157	42,969	9,322	9,507	10,021	9,469	9,371	10,156	8,984	10,645
E&C	7,286	7,321	7,542	7,590	1,592	1,824	1,886	2,018	1,638	1,878	1,942	2,083
에너지	1,697	1,983	2,253	2,223	501	450	494	538	568	511	562	611
ICT	956	934	981	1,030	221	222	224	268	223	254	235	268
신성장	2,631	3,281	1,616	1,721	708	748	748	1,076	383	410	411	411
합계	95,060	102,259	103,974	109,538	24,851	25,475	26,366	25,567	25,095	26,161	25,345	27,374
연결매출	60,655	64,978	66,136	69,675	15,862	16,083	16,411	16,622	16,014	16,623	16,105	17,394
연결조정(내부거래)	34,405	37,281	37,838	39,863	8,989	9,391	9,955	8,945	9,081	9,538	9,240	9,980
조정비율(%)	36%	36%	36%	36%	36%	37%	38%	35%	36%	36%	36%	36%
영업이익												
철강, 지원	3,605	4,513	3,507	4,036	1,184	1,024	1,295	1,010	893	855	918	841
POSCO	2,903	3,809	3,109	3,672	1,016	822	1,095	877	832	764	823	741
무역	423	491	611	616	160	140	88	103	180	158	142	131
E&C	289	326	246	237	84	86	99	57	25	75	81	66
에너지	185	72	132	89	67	12	35	-42	66	21	22	23
ICT	57	41	76	77	9	16	12	5	11	20	17	28
신성장	139	210	107	165	34	39	54	83	21	27	31	28
합계	4,697	5,652	4,724	5,266	1,537	1,317	1,583	1,216	1,207	1,166	1,223	1,128
연결영업이익	4,622	5,543	4,615	5,108	1,488	1,252	1,531	1,272	1,203	1,131	1,186	1,094
연결조정(내부거래)	75	110	110	158	49	65	51	-56	4	35	37	34
조정비율(%)	2%	2%	3%	3%	3%	5%	3%	-5%	0%	3%	3%	3%
영업외손익												
세전이익	4,180	3,563	4,412	5,047	1,483	929	1,446	-296	1,147	1,064	1,107	1,093
순이익	2,973	1,892	3,344	3,826	1,084	580	1,058	-829	778	807	839	919
지배주주순이익	2,790	1,691	3,143	3,596	994	545	1,020	-867	741	758	789	855

자료: 케이프투자증권 리서치본부

POSCO | 원재료 가격 변동성이 확대되는 구간에서도 이익의 안정성이 높음!

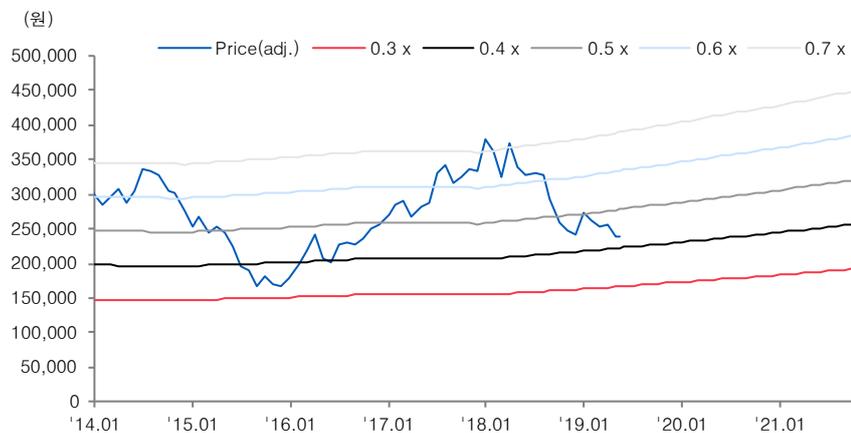
표2. 포스코 실적 주요 가정 (단위: 천톤, 천원/톤)

철강재	판매량 (천톤)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
열연		2,428	2,165	2,157	1,937	8,687	2,311	2,200	2,225	2,225	8,961
후판		1,442	1,469	1,315	1,419	5,645	1,536	1,462	1,479	1,479	5,956
선재		711	716	708	705	2,840	702	668	676	676	2,722
냉연		3,650	3,560	3,749	3,270	14,229	3,688	3,511	3,550	3,552	14,300
Electrical		182	185	199	202	767	200	190	193	193	776
STS		510	528	518	446	2,001	507	483	488	488	1,966
총 판매량		9,294	8,960	8,983	8,353	35,590	9,283	8,837	8,936	8,940	35,995
철강재	판매가격 (천원/톤)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
열연		649	661	673	664	661	636	665	671	679	662
후판		645	705	753	748	712	734	753	761	770	754
선재		792	797	805	823	804	806	829	838	848	830
냉연		751	758	769	763	760	745	774	779	786	770
Electrical		1,275	1,259	1,201	1,272	1,252	1,180	1,223	1,215	1,211	1,207
STS		2,157	2,161	2,191	2,040	2,142	2,018	2,072	2,122	2,173	2,096
원재료	매입량 (천톤)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
철광석		14,870	14,336	14,373	13,365	56,944	14,853	14,139	14,297	14,303	57,592
원료탄		6,506	6,272	6,288	5,847	24,913	6,498	6,186	6,255	6,258	25,196
철스크랩		595	574	575	535	2,280	595	566	572	573	2,306
니켈		28	29	29	25	111	28	27	27	27	109
원재료	투입단가 (천원/톤)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
철광석		78	74	70	73	70	84	94	99	99	94
원료탄		240	255	260	257	253	285	281	274	265	276
철스크랩		340	335	365	353	348	349	360	360	357	356
니켈		14,013	15,361	15,496	14,880	14,951	14,840	15,328	15,334	15,180	15,167
스프레드	(천원/톤)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
열연		334	342	356	346	350	280	295	298	313	296
후판		330	387	436	430	401	379	383	388	404	388
선재		478	479	488	504	493	451	459	465	482	464
냉연		436	439	452	444	449	389	404	406	420	405
Electrical		960	941	884	954	941	825	853	842	845	841
STS		1,387	1,316	1,339	1,222	1,320	1,202	1,229	1,279	1,338	1,261

자료: 케이프투자증권 리서치본부

주: 스프레드는 (철강재 가격-1.6*철광석-0.7*원료탄-0.064*철스크랩)으로 계산, STS 스프레드는 (STSG가격-0.055*니켈)으로 계산

그림1. 포스코 PBR 밴드



자료: 케이프투자증권 리서치본부

POSCO | 원재료 가격 변동성이 확대되는 구간에서도 이익의 안정성이 높음!

표3. 포스코 목표주가 산정 (단위: 원, 배, %)						
①	적정 P/B Multiple	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
	자기자본이익률(ROE)	7.0%	7.5%	7.6%	7.7%	7.7%
	배당성향	26.4%	23.0%	21.5%	20.0%	18.7%
	성장률	5.1%	5.8%	6.0%	6.2%	6.3%
	자기자본비용(Cost of Equity)	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%
	무위험 이자율(Risk free)	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
	리스크 프리미엄(Risk premium)	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
	주식 베타(Equity Beta)	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05
	영구 성장률(Terminal growth)	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
	적정 P/B Multiple	0.59	0.66	0.67	0.68	0.69
	P/B Valuation	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
	주당순자산가치(BPS)	540,978	572,117	606,171	643,546	684,163
	목표 Multiple 가정	0.59	0.66	0.67	0.68	0.69
	자기자본비용(Cost of Equity)	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%
	무위험 이자율(Risk free)	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
	리스크 프리미엄(Risk premium)	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
	주식 베타(Equity Beta)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
	영구 성장률(Terminal growth)	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
	BPS * 목표 Multiple	321,876	380,036	407,785	439,866	469,989
	Case 1) 적정주가	280,000	: 2019-23년 각각 목표 PBR 적용 후 현재가치로 할인			
②	P/B Valuation	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
	주당순자산가치(BPS)	540,978	572,117	606,171	643,546	684,163
	주당순자산가치의 현재가치	540,978	518,457	497,795	478,920	461,392
	Average PV of BPS	499,508	: 2019-23년 BPS를 현재가치로 할인한 평균			
	목표 Multiple	0.7	: 2009-18년 과거 10년간 평균			
	Case 2) 적정주가	370,000				
	평균 ①, ②	330,000	* 목표주가는 2019년 예상 BPS의 0.6배 수준			

자료: 케이프투자증권 리서치본부

POSCO | 원재료 가격 변동성이 확대되는 구간에서도 이익의 안정성이 높음!

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E	(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산	33,651	36,892	40,924	44,542	매출액	64,978	66,136	69,675	73,914
현금및현금성자산	2,644	5,575	9,293	12,595	증가율(%)	7.1	1.8	5.4	6.1
매출채권 및 기타채권	10,374	10,478	10,582	10,688	매출원가	57,005	58,913	61,728	65,430
재고자산	11,500	11,615	11,731	11,848	매출총이익	7,972	7,223	7,947	8,484
비유동자산	44,597	43,425	42,820	42,724	매출총이익률(%)	12.3	10.9	11.4	11.5
투자자산	5,851	5,910	5,969	6,029	판매비와 관리비	2,430	2,609	2,839	3,109
유형자산	30,018	29,030	28,594	28,652	영업이익	5,543	4,615	5,108	5,376
무형자산	5,171	4,928	4,701	4,486	영업이익률(%)	8.5	7.0	7.3	7.3
자산총계	78,248	80,317	83,744	87,266	EBITDA	8,810	7,856	8,282	8,541
유동부채	18,938	18,489	18,916	19,168	EBITDA M%	13.6	11.9	11.9	11.6
매입채무 및 기타채무	6,659	6,567	6,918	7,339	영업외손익	-1,980	-203	-61	28
단기차입금	7,488	7,478	7,468	7,458	지분법관련손익	113	120	122	125
유동성장기부채	2,802	2,435	2,501	2,321	금융손익	-538	-223	-85	1
비유동부채	12,551	12,606	12,661	12,716	기타영업외손익	-1,554	-100	-99	-98
사채 및 장기차입금	9,920	9,950	9,980	10,010	세전이익	3,563	4,412	5,047	5,404
부채총계	31,489	31,094	31,577	31,884	법인세비용	1,671	1,068	1,221	1,308
지배기업소유자본	43,371	45,633	48,348	51,317	당기순이익	1,892	3,344	3,826	4,096
자본금	482	482	482	482	지배주주순이익	1,691	3,143	3,596	3,850
자본잉여금	1,411	1,411	1,411	1,411	지배주주순이익률(%)	2.9	5.1	5.5	5.5
이익잉여금	44,216	46,478	49,193	52,162	비지배주주순이익	201	201	230	246
기타자본	-2,738	-2,738	-2,738	-2,738	기타포괄이익	-429	0	0	0
비지배지분	3,388	3,589	3,818	4,064	총포괄이익	1,464	3,344	3,826	4,096
자본총계	46,760	49,222	52,167	55,382	EPS 증가율(%, 지배)	-39.4	85.9	14.4	7.1
총차입금	20,470	20,125	20,212	20,054	이자손익	-404	-322	-209	-94
순차입금	9,451	6,091	2,375	-1,171	총외화관련손익	-204	10	19	-24

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	5,870	6,221	7,066	7,437	총발행주식수(천주)	87,187	87,187	87,187	87,187
영업에서 창출된 현금흐름	7,183	7,345	8,231	8,574	시가총액(십억원)	21,186	20,838	20,838	20,838
이자 수취	352	397	504	618	주가(원)	243,000	239,000	239,000	239,000
이자 지급	-750	-677	-673	-671	EPS(원)	19,391	36,054	41,247	44,162
배당금 수입	224	224	224	224	BPS(원)	515,032	540,978	572,117	606,171
법인세부담액	-1,140	-1,068	-1,221	-1,308	DPS(원)	10,000	11,000	11,000	11,000
투자활동 현금흐름	-2,648	-2,022	-2,512	-3,055	PER(X)	12.5	6.7	5.9	5.5
유동자산의 감소(증가)	-701	-84	-85	-85	PBR(X)	0.5	0.4	0.4	0.4
투자자산의 감소(증가)	280	61	63	65	EV/EBITDA(X)	3.9	3.9	3.3	2.8
유형자산 감소(증가)	-2,045	-2,010	-2,510	-3,010	ROE(%)	4.0	7.0	7.5	7.6
무형자산 감소(증가)	425	0	0	0	ROA(%)	2.4	4.2	4.7	4.8
재무활동 현금흐름	-3,195	-1,268	-835	-1,081	ROIIC(%)	5.4	7.2	8.1	8.6
사채및차입금증가(감소)	-942	-346	87	-158	배당수익률(%)	4.1	4.6	4.6	4.6
자본금및자본잉여금 증감	-2	0	0	0	부채비율(%)	67.3	63.2	60.5	57.6
배당금 지급	-724	-881	-881	-881	순차입금/자기자본(%)	20.2	12.4	4.6	-2.1
외환환산으로 인한 현금변동	5	0	0	0	유동비율(%)	177.7	199.5	216.3	232.4
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	7.5	6.4	7.2	7.5
현금증감	31	2,931	3,718	3,302	총자산회전율	0.8	0.8	0.8	0.9
기초현금	2,613	2,644	5,575	9,293	매출채권 회전율	6.4	6.3	6.6	6.9
기말현금	2,644	5,575	9,293	12,595	재고자산 회전율	6.1	5.7	6.0	6.3
FCF	3,734	4,171	4,516	4,387	매입채무 회전율	8.8	8.9	9.2	9.2

자료: 케이프투자증권 리서치본부

Analyst 김미송 · 02)6923-7336 · misongkim@capefn.com

현대제철 (00420KS | Buy 유지 | TP 61,000원 하향)

원재료 구매에서 스팟 비중이 높다는 점은 밸류에이션에 충분히 반영!

현대제철에 대해 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가를 61,000원으로 하향 제시합니다. 철광석 가격이 장기간 높게 유지될 경우, 현대차항 가격 인상이 가능할 전망입니다. 다만, 물량이 상대적으로 많아 시차는 발생할 전망입니다. 원재료 가격 변동성에 민감하다는 점은 밸류에이션에 충분히 반영되었다고 판단됩니다.

2분기 판매량 확대로 영업이익 증가할 전망. 스프레드 하락은 아쉬움

- 별도 영업이익 2,080억원(+23%QoQ, -38%YoY)으로 전분기 대비 증가할 전망. 판매량이 580만톤으로 전분기 대비 50만톤 증가한 영향. 스프레드는 판재류 2만원 하락(판가 유지, 원가 +2만원)하고, 봉형강 1만원 확대(판가 유지, 원가 -1만원)될 전망.
- 철광석 가격이 강세를 유지하고 있는 국면에서 실적의 방향성은 8월 협상을 앞두고 있는 현대차항 가격 인상 여부에 달려있음. 현대제철이 협상에 있어 유리한 입장을 취하기 위해서는 중국 가격 상승이 선행될 필요가 있는데, 중국 철강사가 7월 가격을 인하했다는 점은 인상 가능성을 약화시키는 요인일 수 있음.
- 다만, 경쟁사의 경우 2분기 국내 일부 자동차항 가격을 소폭이나마 인상했다는 점을 고려할 때, 철광석 가격이 높은 수준을 유지한다면, 제품가격 인상 가능하다고 판단함. 고객사의 물량이 상대적으로 많다는 측면에서 시차가 발생할 수 있음.

투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가를 61,000원으로 하향 제시함

- 원가 부담을 가격에 전가하는데 시차가 발생한다는 점을 반영해 실적 추정치를 조정했고, 목표주가를 기존 64,000원에서 61,000원으로 하향 제시함. 목표 PBR은 19년 0.5배에 해당됨. 원재료 구매에 있어 스팟 비중이 높아 변동성이 크다는 점은 밸류에이션에 충분히 반영되었다고 판단해 투자의견 Buy를 유지함.



경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	(십억원)	19,166	20,780	21,395	21,110	21,643
영업이익	(십억원)	1,368	1,026	1,043	1,293	1,478
영업이익률	(%)	7.1	4.9	4.9	6.1	6.8
지배주주순이익	(십억원)	716	399	497	740	903
EPS	(원)	5,366	2,988	3,721	5,548	6,764
증감률	(%)	-15.8	-44.3	24.6	49.1	21.9
PER	(배)	10.9	15.1	11.2	7.5	6.2
PBR	(배)	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
ROE	(%)	4.3	2.4	2.9	4.3	5.0
EV/EBITDA	(배)	6.6	6.4	5.1	4.1	3.2
순차입금	(십억원)	10,736	10,321	6,892	4,884	2,877
부채비율	(%)	95.9	95.6	92.7	87.7	83.5

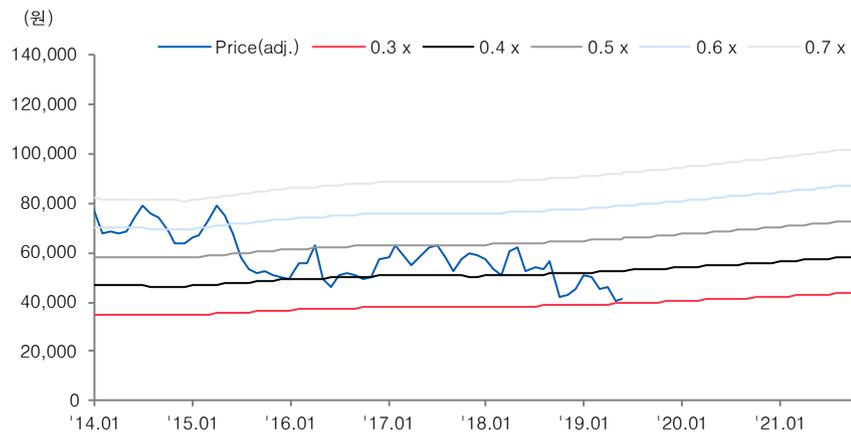
현대제철 | 원재료 구매에서 스팟 비중이 높다는 점은 밸류에이션에 충분히 반영!

표1. 현대제철 분기별 실적 전망 (단위: 십억원)

	2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	20,780	21,395	21,110	4,786	5,448	5,234	5,313	5,072	5,491	5,329	5,504
현대제철 별도	18,611	19,113	18,840	4,244	4,836	4,711	4,820	4,478	4,920	4,776	4,939
현대제철 이외	2,170	2,282	2,270	542	612	523	493	594	571	553	565
매출원가	18,708	19,167	18,590	4,208	4,757	4,816	4,928	4,614	4,928	4,749	4,877
현대제철 별도	16,766	17,149	16,553	3,739	4,219	4,335	4,473	4,096	4,425	4,259	4,369
현대제철 이외	1,943	2,018	2,036	469	538	481	455	518	503	490	508
매출총이익	2,072	2,228	2,520	578	691	419	385	458	563	580	627
현대제철 별도	1,845	1,964	2,287	505	617	376	347	382	495	517	570
현대제철 이외	227	265	233	73	74	42	37	76	68	63	57
판매비	1,046	1,185	1,227	284	315	316	130	246	319	305	316
현대제철 별도	911	1,062	1,105	255	282	285	90	213	287	274	288
현대제철 이외	135	123	122	30	33	32	40	33	32	31	27
영업이익	1,026	1,043	1,293	294	376	102	255	212	244	276	311
현대제철 별도	934	902	1,182	250	334	91	258	169	208	244	281
현대제철 이외	92	141	111	43	41	11	-3	44	36	32	30
영업외손익	-456	-375	-296	-58	-117	-140	-141	-56	-152	-73	-93
세전이익	570	668	997	235	259	-38	114	156	92	202	218
순이익	408	507	755	177	190	-38	79	114	70	153	170
지배주주순이익	399	497	740	173	184	-40	82	114	68	150	164

자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림1. 현대제철 PBR 밴드



자료: 케이프투자증권 리서치본부

현대제철 | 원재료 구매에서 스팟 비중이 높다는 점은 밸류에이션에 충분히 반영!

표2. 현대제철 목표주가 산정 (단위: 원, 배, %)						
①	적정 P/B Multiple	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
	자기자본이익률(ROE)	2.9%	4.3%	5.0%	5.1%	5.1%
	배당성향	20.7%	14.8%	12.8%	12.8%	12.0%
	성장률	2.3%	3.6%	4.3%	4.4%	4.5%
	자기자본비용(Cost of Equity)	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%
	무위험 이자율(Risk free)	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
	리스크 프리미엄(Risk premium)	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
	주식 베타(Equity Beta)	1.0	1.02	1.02	1.02	1.02
	영구 성장률(Terminal growth)	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
	적정 P/B Multiple	0.12	0.28	0.37	0.38	0.39
	P/B Valuation	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
	주당순자산가치(BPS)	129,016	133,728	139,607	145,855	152,535
	목표 Multiple 가정	0.12	0.28	0.37	0.38	0.39
	자기자본비용(Cost of Equity)	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%
	무위험 이자율(Risk free)	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
	리스크 프리미엄(Risk premium)	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
	주식 베타(Equity Beta)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
	영구 성장률(Terminal growth)	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
	BPS * 목표 Multiple	14,929	37,078	51,220	54,975	58,802
	Case 1) 적정주가	28,000	: 2019-23년 각각 목표 PBR 적용 후 현재가치로 할인			
②	P/B Valuation	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
	주당순자산가치(BPS)	129,016	133,728	139,607	145,855	152,535
	주당순자산가치의 현재가치	129,016	121,417	115,084	109,165	103,655
	Average PV of BPS	115,667	: 2019-23년 BPS를 현재가치로 할인한 평균			
	목표 Multiple	0.8	: 2008-17년 10년 평균 PBR 적용			
	Case 2) 적정주가	93,000				
	평균 ①, ②	61,000	* 목표주가는 2019년 예상 BPS의 0.5배 수준			

자료: 케이프투자증권 리서치본부

현대제철 | 원재료 구매에서 스팟 비중이 높다는 점은 밸류에이션에 충분히 반영!

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E	(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산	8,769	11,716	13,416	15,387	매출액	20,780	21,395	21,110	21,643
현금및현금성자산	762	3,956	5,686	7,510	증가율(%)	8.4	3.0	-1.3	2.5
매출채권 및 기타채권	2,677	2,704	2,731	2,758	매출원가	18,708	19,167	18,590	18,906
재고자산	4,919	4,642	4,580	4,696	매출총이익	2,072	2,228	2,520	2,737
비유동자산	24,536	21,855	20,492	19,246	매출총이익률(%)	10.0	10.4	11.9	12.6
투자자산	1,628	442	446	450	판매비와 관리비	1,046	1,185	1,227	1,259
유형자산	20,785	19,335	18,011	16,802	영업이익	1,026	1,043	1,293	1,478
무형자산	1,653	1,608	1,565	1,524	영업이익률(%)	4.9	4.9	6.1	6.8
자산총계	33,305	33,571	33,908	34,633	EBITDA	2,617	2,528	2,649	2,717
유동부채	6,703	6,774	6,655	6,744	EBITDA M%	12.6	11.8	12.6	12.6
매입채무 및 기타채무	3,429	3,511	3,464	3,551	영업외손익	-456	-375	-296	-263
단기차입금	986	936	901	902	지분법관련손익	18	15	14	12
유동성장기부채	2,066	2,103	2,064	2,063	금융손익	-302	-354	-286	-250
비유동부채	9,579	9,372	9,185	9,017	기타영업외손익	-172	-35	-23	-26
사채 및 장기차입금	8,234	8,014	7,814	7,634	세전이익	570	668	997	1,215
부채총계	16,282	16,146	15,839	15,762	법인세비용	162	162	241	294
지배기업소유자본	16,696	17,088	17,716	18,501	당기순이익	408	507	755	921
자본금	667	667	667	667	지배주주순이익	399	497	740	903
자본잉여금	3,914	3,914	3,914	3,914	지배주주순이익률(%)	2.0	2.4	3.6	4.3
이익잉여금	11,561	11,952	12,581	13,365	비지배주주순이익	9	10	15	18
기타자본	554	554	554	554	기타포괄이익	-320	0	0	0
비지배지분	327	337	352	371	총포괄이익	88	507	755	921
자본총계	17,023	17,425	18,069	18,872	EPS 증가율(%, 지배)	-44.3	24.6	49.1	21.9
총차입금	11,374	11,142	10,867	10,687	이자손익	-314	-284	-245	-215
순차입금	10,321	6,892	4,884	2,877	총외화관련손익	-63	-123	-93	-96

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	1,575	2,455	2,200	2,208	총발행주식수(천주)	133,446	133,446	133,446	133,446
영업에서 창출된 현금흐름	2,132	2,864	2,650	2,681	시가총액(십억원)	6,038	5,565	5,565	5,565
이자 수취	30	35	67	90	주가(원)	45,250	41,700	41,700	41,700
이자 지급	-344	-319	-312	-305	EPS(원)	2,988	3,721	5,548	6,764
배당금 수입	36	36	36	36	BPS(원)	126,082	129,016	133,728	139,607
법인세부담액	-279	-162	-241	-294	DPS(원)	750	800	850	900
투자활동 현금흐름	-1,165	1,070	-90	-93	PER(X)	15.1	11.3	7.6	6.2
유동자산의 감소(증가)	-123	-3	-3	-3	PBR(X)	0.4	0.3	0.3	0.3
투자자산의 감소(증가)	359	1,186	-4	-4	EV/EBITDA(X)	6.4	5.1	4.1	3.3
유형자산 감소(증가)	-1,154	10	10	10	ROE(%)	2.4	2.9	4.3	5.0
무형자산 감소(증가)	-5	0	0	0	ROA(%)	1.2	1.5	2.2	2.7
재무활동 현금흐름	-419	-331	-380	-292	ROIC(%)	2.2	3.1	4.1	5.0
사채및차입금증가(감소)	-300	-232	-275	-180	배당수익률(%)	1.7	1.9	2.0	2.2
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0	부채비율(%)	95.6	92.7	87.7	83.5
배당금 지급	-99	-98	-105	-112	순차입금/자기자본(%)	60.6	39.6	27.0	15.2
외환환산으로 인한 현금변동	-1	0	0	0	유동비율(%)	130.8	173.0	201.6	228.1
연결범위변동으로 인한 현금증감	1	0	0	0	이자보상배율(X)	3.1	3.3	4.1	4.8
현금증감	-9	3,193	1,731	1,823	총자산회전율	0.6	0.6	0.6	0.6
기초현금	771	762	3,956	5,686	매출채권 회전율	7.7	8.0	7.8	7.9
기말현금	762	3,956	5,686	7,510	재고자산 회전율	4.6	4.5	4.6	4.7
FCF	377	2,435	2,180	2,188	매입채무 회전율	5.5	5.5	5.3	5.4

자료: 케이프투자증권 리서치본부

Analyst 김미송 · 02)6923-7336 · misongkim@capefn.com

고려아연 (010130KS | Buy 유지 | TP 570,000원 유지)

제련수수료 소급, 아연 판매량 확대, 환율 효과로 이익 대폭 개선 전망

고려아연 2분기 실적은 제련수수료 소급분 적용, 아연 판매량 확대, 원달러환율 상승으로 대폭 개선될 전망입니다. 중국 철강 생산이 꾸준히 수요도 견조하다는 점이 긍정적입니다. 고려아연에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 57만원을 유지합니다. 목표 PBR은 19년 기준 1.6배에 해당됩니다.

2Q19 실적 대폭 개선 전망

- 2분기 연결 영업이익 2,560억원으로 전분기 대비 44% 증가할 전망. 1)제련수수료(Treatment Charge) 소급 적용, 2) 아연 판매량 확대, 3)원달러환율 상승 효과에 기인.
- TC 소급분은 약 250억원으로 추정. 벤치마크 기준 TC가 전년 대비 98달러 상승했고, 1분기 제련물량 22만톤에 환율을 곱한 값. 연간 TC 상승분은 약 1천억원 수준으로 예상되는데, 전년도 스팟 비중이 절반에 달했다는 점을 감안하면 올해 TC 상승 효과는 더 클 전망.
- 아연 판매량은 전분기 13.8만톤에서 3.2만톤 증가한 17만톤을 예상함. 전분기 판매량 감소는 중국 춘절 이후 수요 약한 영향이 있었으나, 2분기 중국 업체들의 철강 가동률 상승에 기인해 아연 수요 회복할 전망.
- 원달러환율이 전분기 대비 30원 상승. 매출과 원가를 고려했을 때, 환율에 대해 매출의 30%가 노출되는데, 분기 기준 약 150억원의 환율 상승 효과가 예상됨.
- 금속가격 변동성이 커졌다는 점은 아쉬움. 전월 평균 금속 가격은 아연 +8%, 연 -3%, 은 -2%, 금 0%, 구리 +3%.

투자의견 Buy와 목표주가 57만원을 유지함

- 아연 광석 공급과잉 사이클로 진입해 높아진 제련수수료는 유지될 전망이고, 아연 수요는 철강과 연동되는데, 중국 생산이 꾸준하다는 점도 긍정적. 투자의견 Buy와 목표주가 57만원을 유지함. 목표 PBR은 1.6배에 해당.

Stock Data



주가(6/21)	474,000원		
액면가	5,000원		
시가총액	8,944십억원		
52주 최고/최저가	489,000원/ 367,500원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	11.7	8.3	25.9
상대주가(%)	8.3	5.1	38.5

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	(십억원)	6,597	6,883	6,535	6,621	7,111
영업이익	(십억원)	895	765	898	951	1,044
영업이익률	(%)	13.6	11.1	13.7	14.4	14.7
지배주주순이익	(십억원)	629	527	683	731	814
EPS	(원)	33,336	27,950	36,209	38,726	43,138
증감률	(%)	6.2	-16.2	29.5	7.0	11.4
PER	(배)	14.8	15.5	12.9	12.1	10.8
PBR	(배)	1.5	1.3	1.3	1.2	1.1
ROE	(%)	10.8	8.6	10.4	10.4	10.8
EV/EBITDA	(배)	6.7	7.3	6.0	5.4	4.6
순차입금	(십억원)	-1,897	-833	-1,722	-2,299	-2,935
부채비율	(%)	15.3	13.4	12.6	11.8	11.1

고려아연 | 제련수수료 소급, 아연 판매량 확대, 환율 효과로 이익 대폭 개선 전망

표1. 고려아연 분기별 실적 전망 (단위: 십억원)

	2017	2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	6,597	6,883	6,535	6,621	1,683	1,788	1,773	1,639	1,497	1,707	1,632	1,700
별도기준	5,403	5,528	5,224	5,293	1,318	1,483	1,429	1,298	1,194	1,366	1,322	1,343
자회사	1,194	1,356	1,311	1,328	365	305	345	341	303	341	310	357
매출원가	5,528	5,979	5,497	5,527	1,450	1,537	1,542	1,450	1,286	1,418	1,376	1,417
별도기준	4,541	4,810	4,368	4,385	1,143	1,283	1,247	1,137	1,024	1,124	1,110	1,110
자회사	987	1,170	1,129	1,142	307	254	295	313	262	294	267	307
판매비	174	139	140	143	33	32	36	37	33	34	34	39
별도기준	101	70	71	72	16	16	18	21	16	17	18	21
자회사	73	73	68	71	18	16	18	16	17	17	17	18
영업이익	895	765	898	951	200	218	195	151	177	256	221	244
별도기준	761	648	785	836	160	185	164	139	154	225	194	212
자회사	134	113	113	115	40	33	31	12	24	31	26	32
영업외손익	31	4	61	75	10	2	7	-15	35	4	11	12
세전이익	926	769	959	1,025	210	220	202	136	212	259	231	256
순이익	634	535	690	738	147	153	141	94	153	187	167	183
지배주주순이익	629	527	683	731	146	151	140	90	151	185	165	182

자료: 케이프투자증권 리서치본부

표2. 고려아연 별도기준 실적 주요 가정

주요 가정	2017	2018	2019E	2020E	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액(십억원)	5,403	5,528	5,224	5,293	1,194	1,366	1,322	1,343
Zinc	2,062	2,342	2,156	2,141	445	600	547	563
Lead	1,190	1,122	995	1,002	261	252	247	235
Silver	1,257	1,119	1,097	1,142	266	266	279	286
Gold	497	403	414	425	92	107	108	108
Copper	150	172	187	188	48	46	47	47
Indium	43	43	42	50	10	11	11	11
판매량(톤)								
Zinc	597,907	676,483	651,816	656,004	138,224	170,561	168,921	174,110
Lead	421,653	412,523	414,064	420,000	104,438	105,000	105,000	99,626
Silver	2,022	1,995	1,968	2,000	480	480	500	509
Gold	10.9	9.0	8.7	8.8	2	2	2	2
Copper	21,464	23,917	25,675	25,176	6,793	6,294	6,294	6,294
Indium	208	196	197	199	49	49	49	49
판매가격								
Zinc(천원/톤)	3,461	3,486	3,298	3,264	3,198	3,518	3,239	3,236
Lead(천원/톤)	2,760	2,674	2,385	2,386	2,427	2,404	2,350	2,358
Silver(백만원/톤)	621	556	558	571	556	554	558	562
Gold(십억원/톤)	45	45	47	48	47	48	48	48
Copper(천원/톤)	6,857	7,218	7,266	7,487	6,865	7,254	7,475	7,475
Indium(백만원/톤)	205	219	217	253	214	219	219	219
주요 가정								
F/X (KRW/USD)	1,131	1,096	1,144	1,150	1,125	1,150	1,150	1,150
LME Zinc (USD/ton)	2,847	2,972	2,670	2,625	2,629	2,846	2,603	2,600
LME Lead (USD/ton)	2,291	2,289	1,935	1,925	2,007	1,940	1,893	1,900
LME Ag (USD/oz)	17.1	15.8	15.2	15.4	15	15	15	15
LME Au (USD/oz)	1,248	1,271	1,292	1,300	1,287	1,291	1,293	1,295
LME Copper (USD/ton)	6,063	6,584	6,352	6,510	6,101	6,308	6,500	6,500
Indium 평균가격 (USD/Kg)	181	200	190	220	190	190	190	190

자료: 고려아연, 케이프투자증권 리서치본부

고려아연 | 제련수수료 소급, 아연 판매량 확대, 환율 효과로 이익 대폭 개선 전망

표3. 고려아연 2019년 사업계획: 사업계획 기준지표

구분			2019 사업계획	2018 실적
기준지표	아연	U\$/ton	2,500.00	2,925.07
	연	U\$/ton	2,100.00	2,243.87
	금	U\$/oz	1,200.00	1,269.46
	은	U\$/oz	14.00	15.71
경제지표	환율	원/US\$	1,120.00	1,100.30
주요 경영지수	CAPEX	백만원	237,732	196,294
	감가상각비	백만원	219,658	212,546
	전력비	백만원	274,318	265,164
	전력량(비용)	Mwh	3,495,285	3,518,668

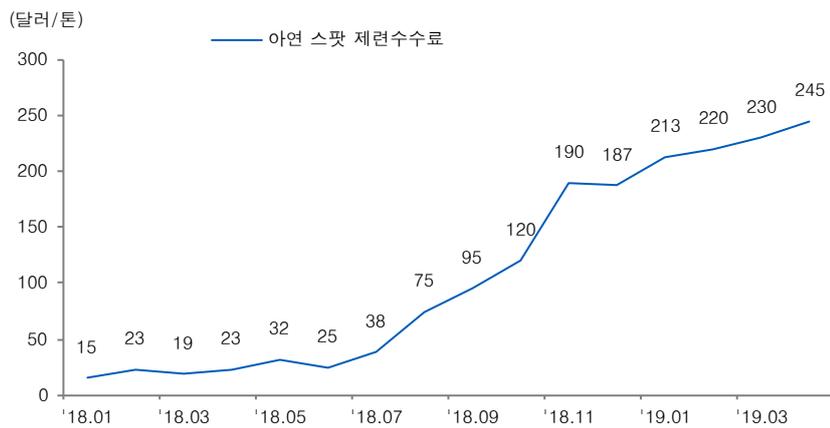
자료: 고려아연, 케이프투자증권 리서치본부

표4. 고려아연 2019년 사업계획: 생산 및 판매 전망

구분	주요제품	단위	Capacity	2019 사업계획		2018 실적		전년실적대비(%)	
				생산량	판매량	생산량	판매량	생산량	판매량
Base Metal	아연	ton	650,000	650,000	650,000	656,004	676,483	-0.9	-3.9
	연	ton	430,000	415,000	405,186	410,294	412,524	1.1	-1.8
	동	ton	50,000	27,388	26,000	24,594	23,918	11.4	8.7
Precious Metal	금	kg	12,000	9,710	9,690	8,840	8,990	9.8	7.8
	은	ton	2,500	2,025	1,992	1,991	1,995	1.7	-0.2
Others	인듐	ton	200	179	179	178	169	0.6	5.9

자료: 고려아연, 케이프투자증권 리서치본부

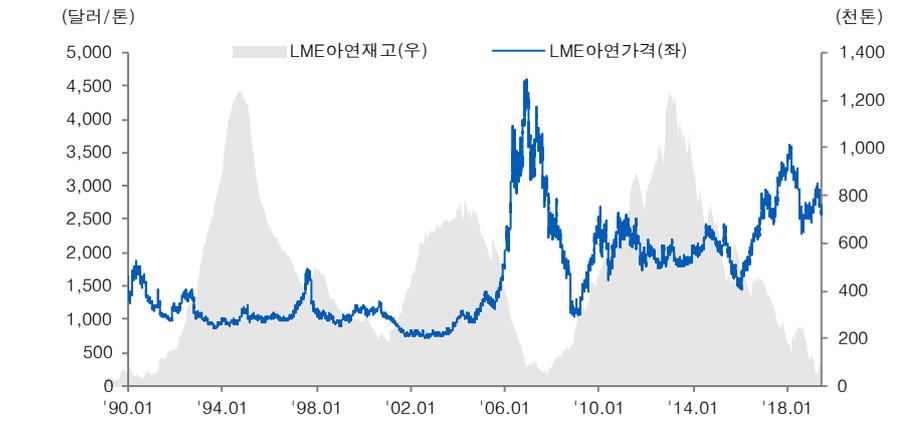
그림1. 아연 스팟 제련수수료 추이



자료: Wood Mackenzie, 케이프투자증권 리서치본부

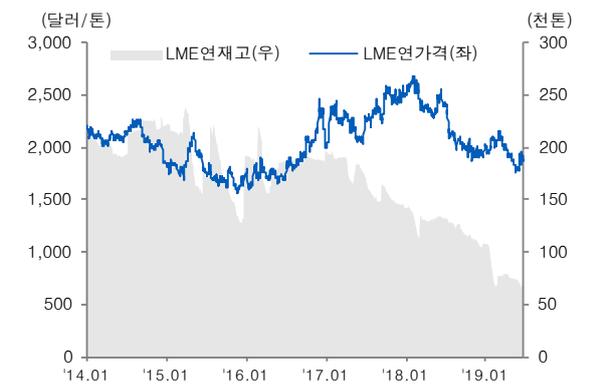
고려아연 | 제련수수료 소급, 아연 판매량 확대, 환율 효과로 이익 대폭 개선 전망

그림2. 아연 가격 및 재고 추이



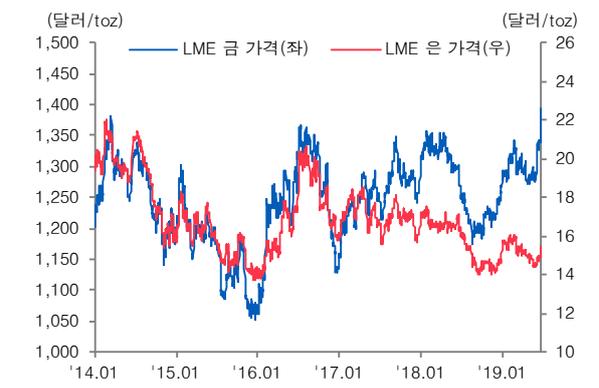
자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림3. 연 가격 및 재고 추이



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림4. 금, 은 가격 추이



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

표5. 연도별 아연 제련수수료 현황

	(단위: USD/톤)						
	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년
기본가격 (base LME)	2,000	2,000	2,000	1,500	2,800	2,800	2,700
기본 제련수수료 (base TC)	211	223	245	188	172	147	245
가격분배							
Scale-up	6%	8%	9%	3%	0%	0%	5%
Scale-down	-2%	-3%	-3.25%	0%	0%	0%	-2%
평균 LME 아연 가격	1,910	2,162	1,928	2,090	2,894	2,921	
실제 제련 수수료 (Actual TC)	209	235	243	211	172	147	

자료: Wood Mackenzie, 고려아연, 케이프투자증권 리서치본부

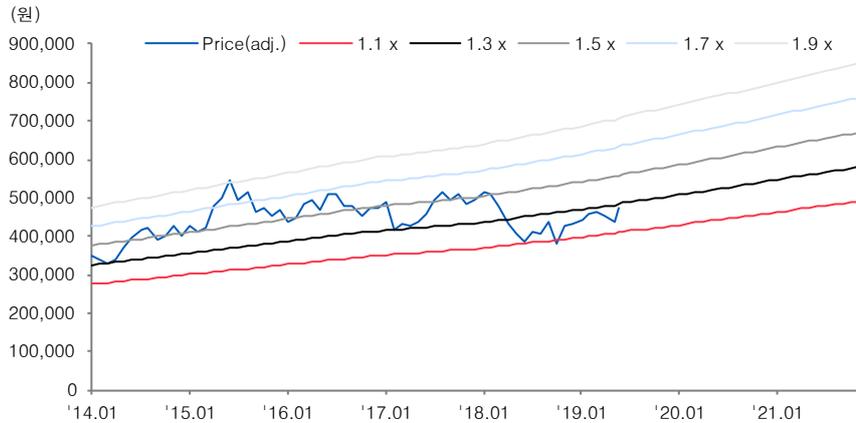
표6. 세계 아연과 생산 및 소비: 광석 공급과잉, 메탈 공급부족

구분	(단위: 톤)			
	2016년	2017년	2018년	2019년(예상)
아연광석 생산량	12,363,000	13,145,000	12,984,000	13,920,000
아연과 생산량	13,585,000	13,564,000	13,197,000	14,042,000
아연과 소비량	14,095,000	14,429,000	14,322,000	14,531,000
광석시장 수급	-774,000	170,000	426,000	598,000
메탈시장 수급	-510,000	-865,000	-1,125,000	-489,000

자료: Wood Mackenzie, 고려아연, 케이프투자증권 리서치본부

고려아연 | 제련수수료 소급, 아연 판매량 확대, 환율 효과로 이익 대폭 개선 전망

그림5. 고려아연 PBR 밴드 차트



자료: 케이프투자증권 리서치본부

표7. 고려아연 목표주가 산정		(단위: 원, 배, %)				
①	적정 P/B Multiple	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
	자기자본이익률(ROE)	10.4%	10.4%	10.8%	10.5%	10.2%
	배당성향	30.7%	31.1%	30.1%	30.7%	33.2%
	성장률	7.2%	7.2%	7.5%	7.3%	6.8%
	자기자본비용(Cost of Equity)	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%
	무위험 이자율(Risk free)	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
	리스크 프리미엄(Risk premium)	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
	주식 베타(Equity Beta)	0.65	0.65	0.65	0.65	0.65
	영구 성장률(Terminal growth)	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
	적정 P/B Multiple	1.52	1.51	1.58	1.53	1.49
	P/B Valuation	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
	주당순자산가치(BPS)	359,019	385,568	415,593	446,782	478,335
	목표 Multiple 가정	1.52	1.51	1.58	1.53	1.49
	자기자본비용(Cost of Equity)	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%
	무위험 이자율(Risk free)	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
	리스크 프리미엄(Risk premium)	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
	주식 베타(Equity Beta)	0.65	0.65	0.65	0.65	0.65
	영구 성장률(Terminal growth)	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
	BPS * 목표 Multiple	545,678	582,613	655,251	681,967	710,372
	Case 1) 적정주가	480,000	: 2019-23년 각각 목표 PBR 적용 후 현재가치로 할인			
②	P/B Valuation	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
	주당순자산가치(BPS)	359,019	385,568	415,593	446,782	478,335
	주당순자산가치의 현재가치	359,019	358,501	359,292	359,140	357,512
	Average PV of BPS	358,693	: 2019-23년 BPS를 현재가치로 할인한 평균			
	목표 Multiple	1.8	: 2009-18년 10년 동안 최고 P/B의 평균 적용			
	Case 2) 적정주가	650,000				
	평균 ①, ②	570,000	* 목표주가는 2019년 예상 BPS의 1.6배 수준			

자료: 케이프투자증권 리서치본부

고려아연 | 제련수수료 소급, 아연 판매량 확대, 환율 효과로 이익 대폭 개선 전망

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E	(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산	3,966	4,878	5,484	6,151	매출액	6,883	6,535	6,621	7,111
현금및현금성자산	656	1,548	2,121	2,754	증가율(%)	4.3	-5.1	1.3	7.4
매출채권 및 기타채권	319	309	313	316	매출원가	5,979	5,497	5,527	5,912
재고자산	1,288	1,301	1,314	1,327	매출총이익	904	1,038	1,094	1,199
비유동자산	3,260	2,839	2,748	2,663	매출총이익률(%)	13.1	15.9	16.5	16.9
투자자산	333	23	23	24	판매비와 관리비	139	140	143	155
유형자산	2,785	2,675	2,583	2,498	영업이익	765	898	951	1,044
무형자산	86	86	86	86	영업이익률(%)	11.1	13.7	14.4	14.7
자산총계	7,226	7,717	8,232	8,814	EBITDA	1,023	1,199	1,237	1,319
유동부채	538	549	553	557	EBITDA M%	14.9	18.3	18.7	18.5
매입채무 및 기타채무	387	391	394	398	영업외손익	4	61	75	98
단기차입금	19	18	18	17	지분법관련손익	-2	-2	-2	-2
유동성장기부채	5	11	10	9	금융손익	0	35	73	95
비유동부채	313	315	318	321	기타영업외손익	7	28	4	6
사채 및 장기차입금	7	7	6	6	세전이익	769	959	1,025	1,142
부채총계	851	864	871	878	법인세비용	234	268	287	320
지배기업소유자본	6,250	6,721	7,222	7,789	당기순이익	535	690	738	822
자본금	94	94	94	94	지배주주순이익	527	683	731	814
자본잉여금	56	56	56	56	지배주주순이익률(%)	7.8	10.6	11.1	11.6
이익잉여금	6,138	6,609	7,110	7,677	비지배주주순이익	7	7	7	8
기타자본	-38	-38	-38	-38	기타포괄이익	-86	0	0	0
비지배지분	125	131	139	147	총포괄이익	449	690	738	822
자본총계	6,375	6,853	7,361	7,936	EPS 증가율(%, 지배)	-16.2	29.5	7.0	11.4
총차입금	31	36	34	33	이자손익	51	48	75	98
순차입금	-833	-1,722	-2,299	-2,935	총외화관련손익	-5	0	0	0

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	888	963	984	1,057	총발행주식수(천주)	18,870	18,870	18,870	18,870
영업에서 창출된 현금흐름	1,053	1,181	1,193	1,275	시가총액(십억원)	8,161	8,831	8,831	8,831
이자 수취	56	49	77	99	주가(원)	432,500	468,000	468,000	468,000
이자 지급	-1	-1	-1	-1	EPS(원)	27,950	36,209	38,726	43,138
배당금 수입	3	3	3	3	BPS(원)	334,050	359,019	385,568	415,593
법인세부담액	-223	-268	-287	-320	DPS(원)	11,000	12,000	13,000	14,000
투자활동 현금흐름	-650	118	-197	-193	PER(X)	15.5	13.0	12.2	10.9
유동자산의 감소(증가)	1,126	-2	-2	-2	PBR(X)	1.3	1.3	1.2	1.1
투자자산의 감소(증가)	190	310	0	0	EV/EBITDA(X)	7.3	6.1	5.5	4.6
유형자산 감소(증가)	-315	-190	-195	-190	ROE(%)	8.6	10.4	10.4	10.8
무형자산 감소(증가)	-6	0	0	0	ROA(%)	7.5	9.2	9.3	9.6
재무활동 현금흐름	-183	-190	-214	-231	ROIC(%)	10.7	12.0	12.9	14.3
사채및차입금증가(감소)	-3	5	-1	-1	배당수익률(%)	2.5	2.6	2.8	3.0
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0	부채비율(%)	13.4	12.6	11.8	11.1
배당금 지급	-178	-194	-212	-230	순차입금/자기자본(%)	-13.1	-25.1	-31.2	-37.0
외환환산으로 인한 현금변동	4	0	0	0	유동비율(%)	736.6	888.8	991.8	1,103.8
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	726.2	833.4	842.1	964.7
현금증감	59	891	573	633	총자산회전율	1.0	0.9	0.8	0.8
기초현금	597	656	1,548	2,121	매출채권 회전율	20.2	20.8	21.3	22.6
기말현금	656	1,548	2,121	2,754	재고자산 회전율	5.2	5.0	5.1	5.4
FCF	572	773	789	866	매입채무 회전율	14.5	14.1	14.1	14.9

자료: 케이프투자증권 리서치본부

Analyst 김미송 · 02)6923-7336 · misongkim@capefn.com

풍산 (103140KS | Buy 유지 | TP 35,000원 유지)

매출 회복 속도가 예상보다 더디다는 점을 주가는 충분히 반영!

풍산의 매출 회복이 더딘 상황입니다. 고수익성 제품인 자동차, 전기전자향 수요 부진이 지속된 영향으로 낮아진 판매량이 유지되고 있습니다. 방산 수출은 미국과 중동에서 부진한 흐름이 이어지고 있습니다. 최근 주가는 안 좋은 영업 환경을 충분히 반영했다고 판단되어 투자의견 Buy를 유지합니다.

매출 회복 더딘 상황

- 신동: 판매량은 1분기 4.7만톤을 기록했는데, 자동차, 전기전자향 수요 부진이 지속되고 있는 것으로 파악. 2분기 판매량은 전분기 대비 소폭 회복한 4.8만톤을 예상. 4-5월 구리 가격 강세로 메탈관련 이익이 인식되고, 6월 하락한 가격은 3분기에 영향을 줄 전망.
- 방산: 수출은 미국과 중동에서 부진한 흐름 이어지고 있음. 내수도 부진한데, 한화 방산 사업장 폭발 사고 영향이 지속되기 때문. 5월말 조건부 작업 재개를 승인 받았고, 6월초부터 정상 가동 중으로 하반기에는 회복할 전망.
- 별도 영업이익 227억원(+77%QoQ, -13%YoY)으로 예상. 영업이익률 신동 4.1%, 방산 5.5%으로 추정. 연결 영업이익 268억원(+70%QoQ, -15%YoY)으로 시장 예상을 하회할 전망.

투자의견 Buy와 목표주가 35,000원을 유지함

- 최근 주가는 안 좋은 영업 환경을 충분히 반영했다고 판단해 투자의견 Buy를 유지함.
- 주가 상승 위한 촉매제는 1)방산 수출 회복, 2)자동차, 전기전자향 신동 판매량 증가, 3)구리 가격 상승이라고 판단.
- 향후 중국의 인프라 투자 활성화로 구리 가격 상승이 예상된다는 점은 긍정적이라고 판단함.
- 목표주가는 19년 PBR 0.7배에 해당되는 35,000원을 유지함.

Stock Data		
주가(6/21)	26,850원	
액면가	5,000원	
시가총액	752십억원	
52주 최고/최저가	35,500원/ 23,550원	
주가상승률	1개월	6개월
절대주가(%)	8.0	-2.4
상대주가(%)	4.8	-5.3
	12개월	-19.0

경영실적 전망						
결산기(12월)	단위	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	(십억원)	2,945	2,774	2,776	2,861	2,935
영업이익	(십억원)	241	108	104	155	168
영업이익률	(%)	8.2	3.9	3.7	5.4	5.7
지배주주순이익	(십억원)	151	62	60	95	114
EPS	(원)	5,372	2,212	2,145	3,396	4,073
증감률	(%)	9.4	-58.8	-3.0	58.3	19.9
PER	(배)	8.8	12.4	12.3	7.7	6.5
PBR	(배)	1.0	0.6	0.5	0.5	0.5
ROE	(%)	11.8	4.6	4.3	6.5	7.4
EV/EBITDA	(배)	6.7	8.2	7.3	5.6	5.0
순차입금	(십억원)	861	861	776	711	630
부채비율	(%)	108.5	93.4	84.0	77.9	71.4

풍산 | 매출 회복 속도가 예상보다 더디다는 점을 주가는 충분히 반영!

표1. 풍산 분기별 실적 전망(연결기준) (단위: 십억원)

	2017	2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	2,945	2,774	2,776	2,861	670	709	658	738	580	664	705	828
풍산 별도	2,257	2,163	2,170	2,205	517	556	491	598	433	514	552	672
풍산 이외	688	612	606	656	152	153	167	139	147	150	153	156
영업이익	241	108	104	155	45	32	11	19	16	27	30	31
풍산 별도	188	107	86	132	36	26	22	23	13	23	25	26
풍산 이외	53	1	17	23	10	6	-10	-4	3	4	5	5
영업외손익	-36	-20	-25	-29	2	-5	-6	-12	-4	-7	-7	-6
세전이익	205	87	79	126	47	27	6	8	11	20	23	25
순이익	151	62	60	95	37	21	1	3	9	15	18	19
지배주주순이익	151	62	60	95	37	21	1	3	9	15	18	18

자료: 케이프투자증권 리서치본부

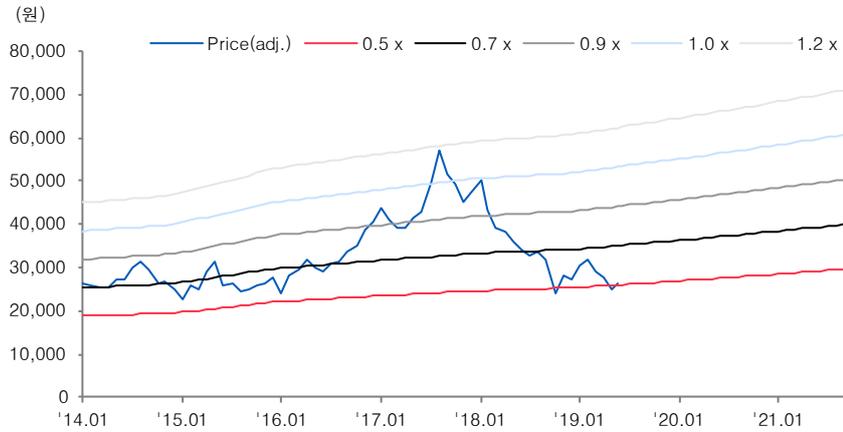
표2. 풍산 분기별 실적 전망(별도기준) (단위: 십억원, %)

	2017	2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	2,257	2,163	2,170	2,205	517	556	491	598	433	514	552	672
신동	1,390	1,454	1,472	1,515	374	390	344	355	333	393	378	370
내수	483	468	578	610	116	120	113	118	122	157	151	149
수출	907	986	894	906	255	267	229	235	209	237	227	221
방산	837	700	696	689	144	166	147	243	101	120	174	301
내수	517	519	484	451	88	137	127	166	68	82	134	200
수출	319	182	213	238	56	29	20	77	32	38	41	102
영업이익	188	107	86	132	36	26	22	23	13	23	25	26
신동	88	43	55	55	19	17	7	0	11	16	16	12
방산	100	64	32	77	17	9	15	23	2	7	10	14
영업이익률(%)	8.3%	4.9%	4.0%	6.0%	6.9%	4.7%	4.5%	3.9%	3.0%	4.4%	4.6%	3.8%
신동	6.3%	3.0%	3.7%	3.6%	5.0%	4.4%	2.0%	0.1%	3.3%	4.1%	4.2%	3.2%
방산	12.0%	9.1%	4.6%	11.2%	11.7%	5.3%	10.2%	9.4%	1.8%	5.5%	5.6%	4.5%
원달러환율	1,130	1,100	1,151	1,150	1,073	1,080	1,121	1,127	1,126	1,169	1,157	1,150

자료: 케이프투자증권 리서치본부

풍산 | 매출 회복 속도가 예상보다 더디다는 점을 주가는 충분히 반영!

그림1. 풍산 PBR 밴드 차트



자료: 케이프투자증권 리서치본부

표3. 풍산 목표주가 산정		(단위: 원, 배, %)				
①	적정 P/B Multiple	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
	자기자본이익률(ROE)	4.3%	6.5%	7.4%	7.4%	7.5%
	배당성향	32.6%	23.5%	22.1%	23.2%	23.9%
	성장률	2.9%	5.0%	5.8%	5.7%	5.7%
	자기자본비용(Cost of Equity)	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%
	무위험 이자율(Risk free)	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
	리스크 프리미엄(Risk premium)	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
	주식 베타(Equity Beta)	1.0	1.03	1.03	1.03	1.03
	영구 성장률(Terminal growth)	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
	적정 P/B Multiple	0.28	0.55	0.66	0.66	0.67
	P/B Valuation	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
	주당순자산가치(BPS)	50,594	53,190	56,364	59,673	63,170
	목표 Multiple 가정	0.28	0.55	0.66	0.66	0.67
	자기자본비용(Cost of Equity)	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%
	무위험 이자율(Risk free)	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
	리스크 프리미엄(Risk premium)	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
	주식 베타(Equity Beta)	1.03	1.03	1.03	1.03	1.03
	영구 성장률(Terminal growth)	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
	BPS * 목표 Multiple	14,165	29,419	37,296	39,424	42,170
	Case 1) 적정주가	22,000	: 2019-23년 각각 목표 PBR 적용 후 현재가치로 할인			
②	P/B Valuation	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
	주당순자산가치(BPS)	50,594	53,190	56,364	59,673	63,170
	주당순자산가치의 현재가치	50,594	48,263	46,404	44,578	42,818
	Average PV of BPS	46,531	: 2019-23년 BPS를 현재가치로 할인한 평균			
	목표 Multiple	1.0	: 과거 10년간 최고 P/B의 평균			
	Case 2) 적정주가	47,000				
	평균 ①, ②	35,000	* 목표주가는 19년 PBR 0.7배에 해당됨			

자료: 케이프투자증권 리서치본부

풍산 | 매출 회복 속도가 예상보다 더디다는 점을 주가는 충분히 반영!

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E	(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,362	1,320	1,363	1,421	매출액	2,774	2,776	2,861	2,935
현금및현금성자산	56	52	84	128	증가율(%)	-5.8	0.1	3.0	2.6
매출채권 및 기타채권	406	394	398	402	매출원가	2,507	2,526	2,562	2,618
재고자산	871	845	854	862	매출총이익	267	250	299	316
비유동자산	1,307	1,294	1,292	1,291	매출총이익률(%)	9.6	9.0	10.4	10.8
투자자산	15	4	4	4	판매비와 관리비	160	146	144	148
유형자산	1,145	1,144	1,144	1,144	영업이익	108	104	155	168
무형자산	22	21	20	19	영업이익률(%)	3.9	3.7	5.4	5.7
자산총계	2,668	2,613	2,656	2,712	EBITDA	200	208	258	272
유동부채	840	753	732	708	EBITDA M%	7.2	7.5	9.0	9.3
매입채무 및 기타채무	221	214	216	218	영업외손익	-20	-25	-29	-18
단기차입금	395	375	352	327	지분법관련손익	0	0	0	0
유동성장기부채	168	110	109	108	금융손익	-29	-29	-31	-32
비유동부채	449	440	431	422	기타영업외손익	9	4	2	14
사채 및 장기차입금	362	352	342	332	세전이익	87	79	126	150
부채총계	1,289	1,193	1,163	1,130	법인세비용	25	19	30	36
지배기업소유자본	1,377	1,418	1,490	1,579	당기순이익	62	60	95	114
자본금	140	140	140	140	지배주주순이익	62	60	95	114
자본잉여금	495	495	495	495	지배주주순이익률(%)	2.2	2.2	3.3	3.9
이익잉여금	743	783	856	945	비지배주주순이익	0	0	0	0
기타자본	0	0	0	0	기타포괄이익	34	0	0	0
비지배지분	2	2	2	2	총포괄이익	96	60	95	114
자본총계	1,379	1,420	1,493	1,582	EPS 증가율(%, 지배)	-58.8	-3.0	58.3	19.9
총차입금	927	839	805	768	이자손익	-28	-27	-25	-23
순차입금	861	776	711	630	총외화관련손익	2	2	2	2

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	81	173	165	181	총발행주식수(천주)	28,024	28,024	28,024	28,024
영업에서 창출된 현금흐름	143	236	240	263	시가총액(십억원)	766	737	737	737
이자 수취	1	1	1	1	주가(원)	27,350	26,300	26,300	26,300
이자 지급	-28	-27	-25	-24	EPS(원)	2,212	2,145	3,396	4,073
배당금 수입	0	0	0	0	BPS(원)	49,149	50,594	53,190	56,364
법인세부담액	-37	-19	-30	-36	DPS(원)	600	700	800	900
투자활동 현금흐름	-75	-89	-100	-100	PER(X)	12.4	12.3	7.7	6.5
유동자산의 감소(증가)	1	0	0	0	PBR(X)	0.6	0.5	0.5	0.5
투자자산의 감소(증가)	-5	11	0	0	EV/EBITDA(X)	8.2	7.3	5.6	5.0
유형자산 감소(증가)	-72	-100	-100	-100	ROE(%)	4.6	4.3	6.5	7.4
무형자산 감소(증가)	-1	-2	-2	-2	ROA(%)	2.3	2.3	3.6	4.3
재무활동 현금흐름	-8	-88	-34	-37	ROIC(%)	4.0	3.7	5.4	5.9
사채및차입금증가(감소)	-2	-88	-34	-37	배당수익률(%)	2.2	2.7	3.0	3.4
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0	부채비율(%)	93.4	84.0	77.9	71.4
배당금 지급	0	0	0	0	순차입금/자기자본(%)	62.5	54.7	47.6	39.8
외환환산으로 인한 현금변동	1	0	0	0	유동비율(%)	162.1	175.1	186.3	200.7
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	3.8	3.8	6.1	6.9
현금증감	-1	-3	31	44	총자산회전율	1.0	1.1	1.1	1.1
기초현금	57	56	52	84	매출채권 회전율	6.1	6.9	7.2	7.3
기말현금	56	52	84	128	재고자산 회전율	3.2	3.2	3.4	3.4
FCF	7	73	65	81	매입채무 회전율	9.8	11.6	11.9	12.0

자료: 케이프투자증권 리서치본부

Analyst 김미송 · 02)6923-7336 · misongkim@capefn.com

동국제강 (001230KS | Buy 유지 | TP 10,000원 하향)

2분기 성수기에 진입해 실적 전분기 대비 개선될 전망

동국제강에 대해 투자 의견 Buy를 유지합니다. 중국 인프라 투자 확대에 따라 봉형강 이익 증가가 기대된다는 점을 주가는 반영할 필요가 있습니다. 후판 가동률 상승에 따른 수익성 개선도 기대됩니다. 목표주가는 10,000원으로 하향 제시합니다. 원달러환율 상승에 따른 외화환산손실을 반영해 ROE가 낮아졌다는 점을 반영했습니다.

제품별 업데이트

- 봉형강(생산량 390만톤): 2분기 성수기에 진입해 판매량 증가하고, 스프레드 확대(가격 전분기와 유사, 원가 -1만원 예상)로 전분기 대비 영업이익 개선될 전망. 1분기 생산량 90.6만톤, 판매량 90만톤으로 전년 동기 대비 1.4만톤 감소했는데, 국내 철근 수요 감소폭 대비 양호하다고 판단함. 동사의 국내 철근 시장 점유율은 25%임.
- 냉연(160만톤): 가격 인상으로 전분기 대비 실적 개선 전망. 5월 LG향 가격 +2만원, 삼성향 +1만원 인상해 열연 가격 상승분을 제품 가격에 성공적으로 전가하고 있다는 점이 긍정적이라고 판단됨.
- 후판(93만톤): 적자 지속 중. 건설향 판매 단가 하락 영향이 컸음. 19년 말 손익분기점 도달이 목표인데, 슬래브를 단거리에서 구매해 비용이 절감되고, 전년도 하반기 조선향 수주 확대에 따른 판매량 증가에 기인. 동국제강의 후판 적자의 구조적인 문제는 가동률이 낮다는 점인데, 올해부터는 가동률 상승에 따른 수익성 개선이 기대됨.
- 영업외: 외화환산손실(달러부채 4억불) 반영해 순이익은 기대보다 낮을 전망.

ROE 하락을 반영해 목표주가를 10,000원으로 하향하고, 투자 의견 Buy를 유지함

- 원달러환율이 기대보다 높아져 순이익 감소에 따른 ROE 하락을 반영해 목표주가를 10,000원으로 하향 조정하고 투자 의견 Buy를 유지함. 주가는 중국의 인프라 투자 확대에 따른 봉형강 가격 강세가 전망되어 영업 실적이 개선된다는 점을 반영할 필요가 있음. 목표주가는 19년 PBR 0.5배에 해당됨.



경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	(십억원)	6,049	5,965	5,733	5,774	5,840
영업이익	(십억원)	241	145	202	205	213
영업이익률	(%)	4.0	2.4	3.5	3.5	3.6
지배주주순이익	(십억원)	5	-298	37	77	93
EPS	(원)	47	-3,121	384	810	970
증감률	(%)	-92.6	-6,674.9	-112.3	110.8	19.8
PER	(배)	231.7	-2.3	17.4	8.2	6.9
PBR	(배)	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
ROE	(%)	0.2	-13.8	1.8	4.1	4.8
EV/EBITDA	(배)	7.6	8.6	7.3	7.1	6.7
순차입금	(십억원)	2,472	2,319	2,184	2,025	1,858
부채비율	(%)	156.9	182.0	173.7	164.3	154.5

동국제강 | 2분기 성수기에 진입해 실적 전분기 대비 개선될 전망

표1. 동국제강 분기별 실적 전망(연결 기준) (단위: 십억원, %)

	2018	2019E	2020E	2021E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	5,965	5,733	5,774	5,840	1,401	1,512	1,501	1,550	1,375	1,443	1,437	1,478
매출원가	5,483	5,188	5,219	5,270	1,302	1,393	1,373	1,416	1,247	1,296	1,305	1,341
매출원가율(%)	91.9%	90.5%	90.4%	90.2%	92.9%	92.1%	91.4%	91.3%	90.7%	89.8%	90.8%	90.7%
판매비	337	343	350	357	79	87	76	95	80	89	77	97
판매비율(%)	6%	6%	6%	6%	6%	6%	5%	6%	6%	6%	5%	7%
영업이익	145	202	205	213	21	32	53	39	48	59	55	40
영업이익률(%)	2.4%	3.5%	3.5%	3.6%	1.5%	2.1%	3.5%	2.5%	3.5%	4.1%	3.8%	2.7%
영업외손익	-472	-150	-90	-76	-57	-225	-64	-126	-45	-63	-17	-25
금융수익	36	34	35	37	18	3	7	9	9	8	8	9
금융비용	178	141	83	68	43	63	30	42	42	61	15	24
기타영업외손익	-166	-41	-40	-41	-3	-23	-44	-96	-12	-9	-10	-10
종속및관계기업손익	-164	-3	-3	-3	-30	-142	3	4	-1	-1	-1	-1
세전이익	-327	52	115	137	-37	-193	-11	-86	3	-4	38	15
법인세비용	-23	14	28	33	2	-3	-3	-19	2	-1	9	4
법인세율(%)	6.9%	27.4%	24.2%	24.2%	-5.3%	1.3%	26.8%	22.0%	77.1%	24.2%	24.2%	24.2%
당기순이익	-304	38	87	104	-39	-190	-8	-67	1	-3	29	11
지배주주순이익	-298	37	77	93	-38	-193	-7	-59	4	-3	26	10

자료: 케이프투자증권 리서치본부

표2. 동국제강 사업부문별 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	2018	2019E	2020E	2021E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E
부문별 매출												
철강	5,804	5,561	5,590	5,602	1,369	1,469	1,470	1,496	1,333	1,403	1,393	1,431
운송	478	483	495	500	111	123	120	123	112	121	122	129
무역	394	415	422	424	93	93	104	104	104	102	105	105
소계	6,676	6,460	6,506	6,526	1,573	1,686	1,694	1,724	1,549	1,626	1,619	1,665
내부거래	-711	-727	-732	-734	-171	-174	-193	-174	-174	-183	-182	-187
(%)	-12%	-13%	-13%	-13%	-12%	-11%	-13%	-11%	-13%	-13%	-13%	-13%
총 매출	5,965	5,733	5,774	5,792	1,401	1,512	1,501	1,550	1,375	1,443	1,437	1,478
부문별 영업이익률												
철강	2.0%	3.0%	3.1%	3.2%	0.9%	1.7%	3.2%	2.2%	2.2%	3.8%	3.5%	2.5%
운송	1.3%	1.9%	1.9%	1.9%	0.8%	0.0%	1.6%	2.6%	2.3%	1.0%	1.6%	2.6%
무역	3.6%	4.3%	4.2%	4.3%	4.6%	5.3%	4.9%	0.1%	10.7%	3.3%	2.9%	0.1%
소계	2.1%	3.0%	3.1%	3.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
내부거래	-1.1%	-1.1%	-0.5%	-0.1%	-1.7%	-1.8%	0.6%	-1.5%	-3.0%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
총 영업이익률	2.4%	3.5%	3.5%	3.7%	1.5%	2.1%	3.5%	2.5%	3.5%	4.1%	3.8%	2.7%
부문별 영업이익												
철강	117	167	174	182	13	24	47	33	29	53	49	36
운송	6	9	9	9	1	0	2	3	3	1	2	3
무역	14	18	18	18	4	5	5	0	11	3	3	0
소계	137	194	201	209	18	29	54	37	43	58	54	39
내부거래	8	8	4	1	3	3	-1	3	5	1	1	1
총 영업이익	145	202	205	213	21	32	53	39	48	59	55	40

자료: 케이프투자증권 리서치본부

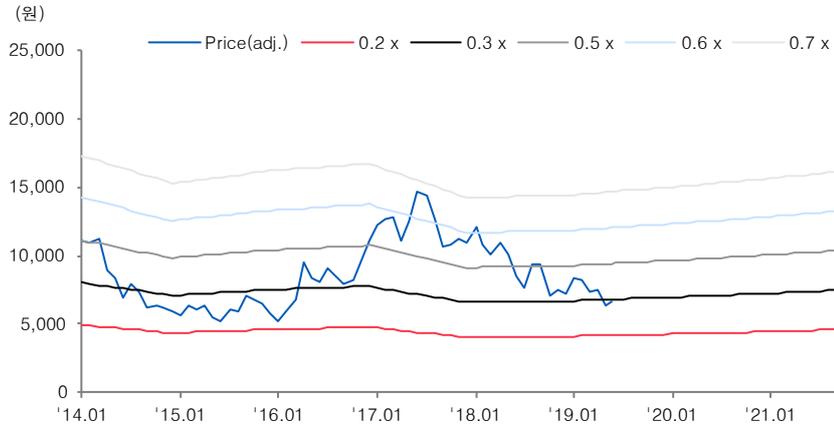
동국제강 | 2분기 성수기에 진입해 실적 전분기 대비 개선될 전망

표3. 동국제강(연결기준) 철강 사업 실적 가정 (단위: 천톤, 십억원)

	2018	2019E	2020E	2021E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E
생산능력(천톤)	7,768	7,768	7,768	7,768	1,942							
동국 봉형강	3,848	3,848	3,848	3,848	962	962	962	962	962	962	962	962
동국 후판	1,500	1,500	1,500	1,500	375	375	375	375	375	375	375	375
동국 냉연	1,900	1,900	1,900	1,900	475	475	475	475	475	475	475	475
중국 법인	520	520	520	520	130	130	130	130	130	130	130	130
생산실적(천톤)	6,625	6,545	6,578	6,605	1,611	1,687	1,660	1,668	1,511	1,681	1,663	1,690
동국 봉형강	3,943	3,875	3,837	3,837	945	1,022	977	999	906	1,012	968	989
동국 후판	883	925	975	990	229	205	222	227	202	218	244	263
동국 냉연	1,616	1,579	1,597	1,606	397	411	404	404	374	406	399	399
중국 법인	182	165	169	172	40	49	56	38	29	46	52	39
제품별 매출액(십억원)	5,543	5,377	5,439	5,494	1,301	1,404	1,399	1,439	1,263	1,366	1,356	1,393
봉형강	2,752	2,772	2,753	2,765	625	708	673	745	647	724	693	709
후판	699	734	801	817	161	164	188	187	155	169	195	215
냉연	1,711	1,603	1,607	1,622	424	427	437	422	395	406	401	401
기타	203	140	146	152	54	54	48	47	35	35	35	36
중국 법인	178	128	133	139	37	50	53	38	32	32	32	32

자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림1. 동국제강 PBR 밴드 차트



자료: 케이프투자증권 리서치본부

동국제강 | 2분기 성수기에 진입해 실적 전분기 대비 개선될 전망

표4. 동국제강 목표주가 산정 (단위: 원, 배, %)						
①	적정 P/B Multiple	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
	자기자본이익률(ROE)	1.8%	4.1%	4.8%	5.2%	5.1%
	배당성향	25.0%	10.9%	9.1%	7.9%	7.7%
	성장률	1.4%	3.7%	4.3%	4.8%	4.7%
	자기자본비용(Cost of Equity)	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%
	무위험 이자율(Risk free)	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
	리스크 프리미엄(Risk premium)	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
	주식 베타(Equity Beta)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
	영구 성장률(Terminal growth)	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
	적정 P/B Multiple	-0.02	0.25	0.32	0.37	0.36
	P/B Valuation	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
	주당순자산가치(BPS)	20,587	21,298	22,169	23,182	24,228
	목표 Multiple 가정	-0.02	0.25	0.32	0.37	0.36
	자기자본비용(Cost of Equity)	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%
	무위험 이자율(Risk free)	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
	리스크 프리미엄(Risk premium)	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
	주식 베타(Equity Beta)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
	영구 성장률(Terminal growth)	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
	BPS * 목표 Multiple	-369	5,229	7,033	8,563	8,680
	Case 1) 적정주가	7,000	: 2020-23년 각각 목표 PBR 적용 후 현재가치로 할인			
②	P/B Valuation	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
	주당순자산가치(BPS)	20,587	21,298	22,169	23,182	24,228
	주당순자산가치의 현재가치	20,587	19,239	18,090	17,089	16,133
	Average PV of BPS	17,638	: 2020-23년 BPS를 현재가치로 할인한 평균			
	목표 Multiple	0.7	: 2009-12년 연간 최고 P/B의 평균 적용			
	Case 2) 적정주가	13,000				
	평균 ①, ②	10,000	* 목표주가는 2019년 예상 BPS의 0.5배 수준			

자료: 케이프투자증권 리서치본부

동국제강 | 2분기 성수기에 진입해 실적 전분기 대비 개선될 전망

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E	(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,174	2,198	2,299	2,411	매출액	5,965	5,733	5,774	5,840
현금및현금성자산	343	349	432	525	증가율(%)	-1.4	-3.9	0.7	1.1
매출채권 및 기타채권	840	848	857	865	매출원가	5,483	5,188	5,219	5,270
재고자산	879	888	897	906	매출총이익	482	545	555	570
비유동자산	3,556	3,441	3,352	3,271	매출총이익률(%)	8.1	9.5	9.6	9.8
투자자산	50	33	33	33	판매비와 관리비	337	343	350	357
유형자산	3,396	3,301	3,215	3,136	영업이익	145	202	205	213
무형자산	76	73	70	68	영업이익률(%)	2.4	3.5	3.5	3.6
자산총계	5,730	5,639	5,651	5,682	EBITDA	361	400	394	394
유동부채	3,229	3,108	3,043	2,978	EBITDA M%	6.0	7.0	6.8	6.8
매입채무 및 기타채무	897	906	915	924	영업외손익	-472	-150	-90	-76
단기차입금	1,736	1,686	1,636	1,586	지분법관련손익	-164	-3	-3	-3
유동성장기부채	580	500	475	451	금융손익	-142	-106	-48	-31
비유동부채	469	470	471	471	기타영업외손익	-166	-41	-40	-41
사채 및 장기차입금	371	371	371	371	세전이익	-327	52	115	137
부채총계	3,698	3,578	3,513	3,450	법인세비용	-23	14	28	33
지배기업소유자본	1,926	1,953	2,021	2,104	당기순이익	-304	38	87	104
자본금	589	589	589	589	지배주주순이익	-298	37	77	93
자본잉여금	102	102	102	102	지배주주순이익률(%)	-5.1	0.7	1.5	1.8
이익잉여금	484	511	579	662	비지배주주순이익	-7	1	10	11
기타자본	751	751	751	751	기타포괄이익	-33	0	0	0
비지배지분	107	108	117	129	총포괄이익	-338	38	87	104
자본총계	2,032	2,061	2,138	2,232	EPS 증가율(% , 지배)	-6,674.9	-112.3	110.8	19.8
총차입금	2,704	2,574	2,499	2,425	이자손익	-101	-96	-77	-62
순차입금	2,319	2,184	2,025	1,858	총외화관련손익	-49	-9	30	32

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	229	227	238	246	총발행주식수(천주)	95,433	95,433	95,433	95,433
영업에서 창출된 현금흐름	375	337	356	366	시가총액(십억원)	690	637	637	637
이자 수취	3	4	5	6	주가(원)	7,230	6,680	6,680	6,680
이자 지급	-121	-100	-96	-93	EPS(원)	-3,121	384	810	970
배당금 수입	0	0	0	0	BPS(원)	20,302	20,587	21,298	22,169
법인세부담액	-5	-14	-28	-33	DPS(원)	0	100	100	100
투자활동 현금흐름	-73	-92	-70	-69	PER(X)	-2.3	17.6	8.3	7.0
유동자산의 감소(증가)	-9	0	0	0	PBR(X)	0.4	0.3	0.3	0.3
투자자산의 감소(증가)	170	17	0	0	EV/EBITDA(X)	8.6	7.3	7.1	6.7
유형자산 감소(증가)	-56	-100	-100	-100	ROE(%)	-13.8	1.8	4.1	4.8
무형자산 감소(증가)	16	0	0	0	ROA(%)	-5.2	0.7	1.5	1.8
재무활동 현금흐름	-194	-130	-84	-83	ROIC(%)	2.1	3.4	3.7	3.9
사채및차입금증가(감소)	-179	-130	-75	-74	배당수익률(%)	0.0	1.5	1.5	1.5
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0	부채비율(%)	182.0	173.7	164.3	154.5
배당금 지급	-11	0	-9	-9	순차입금/자기자본(%)	114.1	106.0	94.7	83.2
외환환산으로 인한 현금변동	2	0	0	0	유동비율(%)	67.3	70.7	75.6	81.0
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	1.4	2.0	2.5	3.2
현금증감	-36	6	83	93	총자산회전율	1.0	1.0	1.0	1.0
기초현금	379	343	349	432	매출채권 회전율	7.1	6.8	6.8	6.8
기말현금	343	349	432	525	재고자산 회전율	7.2	6.5	6.5	6.5
FCF	168	127	138	146	매입채무 회전율	7.0	5.8	5.7	5.7

자료: 케이프투자증권 리서치본부

Analyst 김미송 · 02)6923-7336 · misongkim@capefn.com

세아베스틸 (001430KS | Buy 유지 | TP 25,000원 유지)

원부자재 가격 안정화로 수익성이 개선되고 있다는 점을 확인!

세아베스틸 탐방을 다녀왔습니다. 전방 수요 산업 회복 속도에 대한 기대감은 낮출 필요가 있지만, 원부자재 가격 안정화로 수익성이 개선되고 있다는 점을 확인했습니다. 2분기 연결 영업이익은 컨센서스에 부합하는 수준이 예상됩니다. 투자 의견 Buy와 목표주가 25,000원을 유지합니다.

최근 업데이트

- 세아베스틸 판매량 기존 예상보다 5만톤 감소한 50만톤으로 파악. 지난 4월 군산공장 안전사고로 10일간 영업 중단한 영향. 매출 감소와 고정비 부담 증가로 영업손실 약 70억원이 발생한 것으로 추정. 수요가 좋지 않아서 올해 판매량 목표인 213만톤을 달성하기 어려울 전망. 판매량 예상치를 205만톤으로 조정.
- 긍정적인 점은 특수강 가격을 2~5만원 인상해 영업이익률 3%로 회복할 전망. 세아베스틸 별도 영업이익 전분기 대비 개선된 153억원(+12%QoQ, -31%YoY)으로 추정.
- 세아창원특수강 영업이익은 2월부터 가격 인상한 효과로 전분기 대비 증가한 128억원(+118%QoQ, -2%YoY)으로 전망. 판매량은 스테인리스 시장 경쟁 심화에도 불구하고 14만톤 수준을 유지한 것으로 파악.
- 2분기 연결 영업이익 컨센서스에 부합하는 280억원(+69%QoQ, -21%YoY)으로 예상됨.

투자 의견 Buy와 목표주가 25,000원 유지

- 수요 산업 회복 속도에 대한 기대감은 낮출 필요가 있지만, 철스크랩 가격 하락과 니켈 가격이 낮은 수준을 유지하고 있어 원부자재 가격 안정화에 따른 수익성 개선이 이뤄지고 있다는 점이 긍정적이라고 판단함.
- 현대차량 판매량 감소는 진행 중이고, 이를 수출로 극복하고 있는 동사에 대해 투자 의견 Buy를 유지함. 목표주가는 19년 PBR 0.5배 수준인 25,000원을 유지함.

Stock Data



주가(6/21)	17,850원		
액면가	5,000원		
시가총액	640십억원		
52주 최고/최저가	22,550원/ 15,250원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	-1.9	-2.5	-19.6
상대주가(%)	-4.9	-5.4	-11.6

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	(십억원)	3,055	3,278	3,313	3,409	3,486
영업이익	(십억원)	189	56	104	125	139
영업이익률	(%)	6.2	1.7	3.1	3.7	4.0
지배주주순이익	(십억원)	127	21	74	89	101
EPS	(원)	3,533	585	2,050	2,486	2,814
증감률	(%)	42.8	-83.4	250.3	21.3	13.2
PER	(배)	8.2	30.2	8.7	7.1	6.3
PBR	(배)	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3
ROE	(%)	6.7	1.2	3.3	4.0	4.4
EV/EBITDA	(배)	6.4	8.6	6.3	5.6	5.0
순차입금	(십억원)	917	1,127	981	865	745
부채비율	(%)	70.7	86.4	83.1	79.4	75.5

세아베스틸 | 원부자재 가격 안정화로 수익성이 개선되고 있다는 점을 확인!

표1. 세아베스틸(연결기준) 분기별 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	2018	2019E	2020E	2021E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	3,278	3,313	3,409	3,486	830	840	827	781	781	828	840	864
매출원가	3,088	3,073	3,145	3,204	762	771	776	778	733	767	776	796
매출원가율(%)	94.2%	92.7%	92.2%	91.9%	91.9%	91.8%	93.8%	99.6%	94.0%	92.6%	92.4%	92.1%
매출총이익	190	240	265	282	67	69	51	3	47	61	63	69
매출총이익률(%)	5.8%	7.3%	7.8%	8.1%	8.1%	8.2%	6.1%	0.4%	6.0%	7.4%	7.6%	7.9%
판매비	134	136	140	143	32	34	34	35	31	33	34	38
판매비율(%)	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	3.9%	4.0%	4.1%	4.4%	3.9%	4.0%	4.1%	4.4%
영업이익	56	104	125	139	35	35	17	-32	17	28	29	30
영업이익률(%)	1.7%	3.1%	3.7%	4.0%	4.2%	4.2%	2.0%	-4.1%	2.1%	3.4%	3.5%	3.5%
영업외손익	-26	-14	-17	-17	4	-18	-6	-6	-2	-5	-3	-4
세전이익	30	90	107	122	39	18	11	-38	15	23	26	26
법인세비용	5	22	26	29	7	6	3	-12	4	5	6	6
당기순이익	25	67	82	92	31	12	8	-26	11	17	20	20
지배주주순이익	21	74	89	101	28	11	7	-25	12	19	21	22

자료: 케이프투자증권 리서치본부

표2. 세아베스틸(별도기준) 분기별 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	2018	2019E	2020E	2021E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	2,042	2,064	2,197	2,247	524	524	514	481	493	510	519	542
영업이익	13	62	72	82	21	22	5	-35	14	15	16	17
영업이익률(%)	0.6%	3.0%	3.3%	3.7%	4.0%	4.2%	1.0%	-7.3%	2.8%	3.0%	3.1%	3.1%

자료: 케이프투자증권 리서치본부

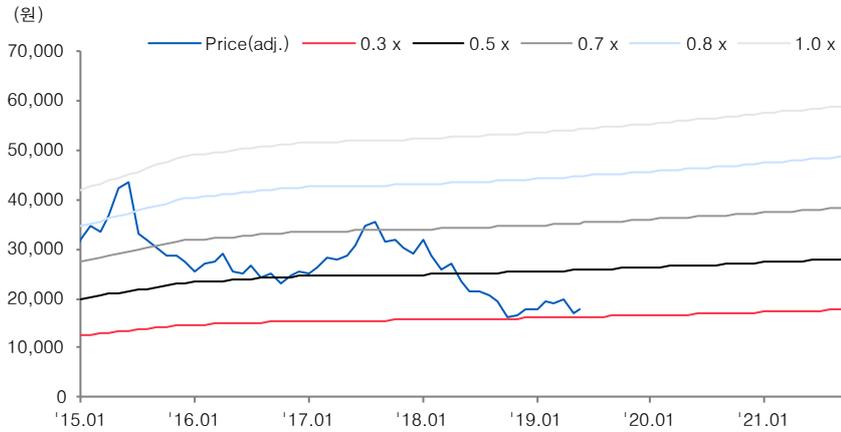
표3. 세아창원특수강(별도기준) 분기별 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	2018	2019E	2020E	2021E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	1,229	1,252	1,212	1,239	310	312	309	299	291	319	320	322
영업이익	38	45	53	57	14	13	10	1	6	13	13	14
영업이익률(%)	3.1%	3.6%	4.4%	4.6%	4.7%	4.2%	3.2%	0.2%	2.0%	4.0%	4.1%	4.2%

자료: 케이프투자증권 리서치본부

세아베스틸 | 원부자재 가격 안정화로 수익성이 개선되고 있다는 점을 확인!

그림1. 세아베스틸 PBR 밴드 차트



자료: 케이프투자증권 리서치본부

①	적정 P/B Multiple	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
	자기자본이익률(ROE)	3.3%	4.0%	4.4%	4.8%	5.1%
	배당성향	44.9%	37.0%	32.7%	29.1%	26.1%
	성장률	1.8%	2.5%	2.9%	3.4%	3.8%
	자기자본비용(Cost of Equity)	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%
	무위험 이자율(Risk free)	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
	리스크 프리미엄(Risk premium)	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
	주식 베타(Equity Beta)	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60
	영구 성장률(Terminal growth)	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
	적정 P/B Multiple	0.26	0.38	0.46	0.53	0.60
	P/B Valuation	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
	주당순자산가치(BPS)	53,338	54,981	56,952	59,268	61,951
	목표 Multiple 가정	0.26	0.38	0.46	0.53	0.60
	자기자본비용(Cost of Equity)	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%
	무위험 이자율(Risk free)	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
	리스크 프리미엄(Risk premium)	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
	주식 베타(Equity Beta)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
	영구 성장률(Terminal growth)	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
	BPS * 목표 Multiple	13,803	20,827	25,985	31,428	37,192
	Case 1) 적정주가	19,000	: 2019-23년 각각 목표 PBR 적용 후 현재가치로 할인			
②	P/B Valuation	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
	주당순자산가치(BPS)	53,338	54,981	56,952	59,268	61,951
	주당순자산가치의 현재가치	53,338	51,288	49,558	48,110	46,910
	Average PV of BPS	49,841	: 2019-23년 BPS를 현재가치로 할인한 평균			
	목표 Multiple	0.6	: 과거 5년간 P/B의 평균 적용			
	Case 2) 적정주가	32,000				
	평균 ①, ②	25,000	* 목표주가는 2019년 예상 BPS의 0.5배 수준			

자료: 케이프투자증권 리서치본부

세아베스틸 | 원부자재 가격 안정화로 수익성이 개선되고 있다는 점을 확인!

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E	(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,381	1,493	1,574	1,660	매출액	3,278	3,313	3,409	3,486
현금및현금성자산	72	178	253	333	증가율(%)	7.3	1.1	2.9	2.3
매출채권 및 기타채권	399	403	407	411	매출원가	3,088	3,073	3,145	3,204
재고자산	897	899	901	903	매출총이익	190	240	265	282
비유동자산	2,338	2,229	2,164	2,106	매출총이익률(%)	5.8	7.3	7.8	8.1
투자자산	74	39	39	39	판매비와 관리비	134	136	140	143
유형자산	2,224	2,152	2,087	2,030	영업이익	56	104	125	139
무형자산	13	12	11	10	영업이익률(%)	1.7	3.1	3.7	4.0
자산총계	3,719	3,722	3,737	3,765	EBITDA	221	278	290	297
유동부채	982	955	938	922	EBITDA M%	6.8	8.4	8.5	8.5
매입채무 및 기타채무	301	304	307	310	영업외손익	-26	-14	-17	-17
단기차입금	491	476	461	446	지분법관련손익	1	1	0	0
유동성장기부채	125	110	105	99	금융손익	-21	-16	-18	-18
비유동부채	742	734	715	698	기타영업외손익	-7	1	1	1
사채 및 장기차입금	468	458	437	417	세전이익	30	90	107	122
부채총계	1,724	1,689	1,654	1,620	법인세비용	5	22	26	29
지배기업소유자본	1,860	1,903	1,962	2,033	당기순이익	25	67	82	92
자본금	219	219	219	219	지배주주순이익	21	74	89	101
자본잉여금	309	309	309	309	지배주주순이익률(%)	0.8	2.0	2.4	2.7
이익잉여금	1,245	1,288	1,347	1,418	비지배주주순이익	4	-6	-7	-8
기타자본	86	86	86	86	기타포괄이익	-5	0	0	0
비지배지분	135	129	122	113	총포괄이익	19	67	82	92
자본총계	1,995	2,032	2,084	2,146	EPS 증가율(% , 지배)	-83.4	250.3	21.3	13.2
총차입금	1,201	1,161	1,120	1,081	이자손익	-27	-29	-26	-23
순차입금	1,127	981	865	745	총외화관련손익	2	0	0	0

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	88	241	247	250	총발행주식수(천주)	35,862	35,862	35,862	35,862
영업에서 창출된 현금흐름	141	286	293	297	시가총액(십억원)	635	637	637	637
이자의 수취	1	2	4	6	주가(원)	17,700	17,750	17,750	17,750
이자의 지급	-27	-31	-30	-29	EPS(원)	585	2,050	2,486	2,814
배당금 수입	6	6	6	6	BPS(원)	52,132	53,338	54,981	56,952
법인세부담액	-32	-22	-26	-29	DPS(원)	850	850	850	850
투자활동 현금흐름	-92	-65	-100	-100	PER(X)	30.2	8.7	7.1	6.3
유동자산의 감소(증가)	14	0	0	0	PBR(X)	0.3	0.3	0.3	0.3
투자자산의 감소(증가)	-4	35	0	0	EV/EBITDA(X)	8.6	6.3	5.6	5.0
유형자산 감소(증가)	-82	-100	-100	-100	ROE(%)	1.2	3.3	4.0	4.4
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	ROA(%)	0.7	1.8	2.2	2.5
재무활동 현금흐름	63	-70	-71	-70	ROIC(%)	1.0	2.5	3.1	3.5
사채및차입금증가(감소)	255	-40	-41	-40	배당수익률(%)	4.8	4.8	4.8	4.8
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0	부채비율(%)	86.4	83.1	79.4	75.5
배당금 지급	-32	-30	-30	-30	순차입금/자기자본(%)	56.5	48.3	41.5	34.7
외환환산으로 인한 현금변동	0	0	0	0	유동비율(%)	140.7	156.3	167.7	180.1
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	2.0	3.4	4.2	4.8
현금증감	59	106	75	80	총자산회전율	0.9	0.9	0.9	0.9
기초현금	12	72	178	253	매출채권 회전율	8.2	8.3	8.4	8.5
기말현금	72	178	253	333	재고자산 회전율	3.9	3.7	3.8	3.9
FCF	6	141	147	150	매입채무 회전율	9.7	10.2	10.3	10.4

자료: 케이프투자증권 리서치본부

별첨 |

별첨1. 철광석 동종업체 비교						
	BHP	리오 틴토	발레	FMG	평균	
현재주가(현지통화)	1,965.0	4,689.5	52.4	8.9		
시가총액(억원, M\$)	136,242	101,144	72,428	18,912		
추가수익률(%)	1D	0.1	0.1	0.3	1.7	0.6
	1M	10.0	0.3	10.5	7.3	7.0
	3M	11.6	10.8	4.8	44.2	17.9
	6M	24.9	28.9	3.1	140.1	49.2
	12M	23.7	17.1	9.2	110.8	40.2
P/E(배)	2018A	18.0	6.0	10.2	11.5	11.4
	2019E	13.1	9.4	7.4	7.6	9.4
	2020E	11.5	10.4	7.6	6.6	9.0
	2021E	13.3	11.8	8.1	10.8	11.0
P/B(배)	2018A	2.2	1.8	1.5	1.0	1.6
	2019E	2.6	2.2	1.4	1.7	2.0
	2020E	2.4	2.1	1.2	1.6	1.8
	2021E	2.3	2.0	1.2	1.5	1.7
EV/EBITDA(배)	2018A	6.2	5.9	5.2	6.8	6.0
	2019E	6.4	5.1	4.7	4.5	5.2
	2020E	5.9	5.5	5.0	4.0	5.1
	2021E	6.5	5.9	5.3	5.4	5.8
매출액성장률(%)	2018A	19.4	1.2	23.9	-18.5	6.5
	2019E	1.6	6.7	3.8	28.8	10.2
	2020E	4.1	-4.5	0.2	8.1	2.0
	2021E	-5.2	-3.1	-0.2	-15.5	-6.0
영업이익성장률(%)	2018A	22.6	26.1	26.0	-46.3	7.1
	2019E	8.9	-13.0	20.2	105.9	30.5
	2020E	12.7	-12.2	-5.0	4.9	0.1
	2021E	-11.9	0.7	-13.0	-33.0	-14.3
영업이익률(%)	2018A	36.7	43.8	32.6	26.8	35.0
	2019E	38.9	35.7	38.5	42.8	39.0
	2020E	42.1	32.8	36.5	41.5	38.2
	2021E	39.1	34.1	31.8	33.0	34.5
순이익률(%)	2018A	8.6	33.7	19.1	12.8	18.5
	2019E	22.9	25.6	22.8	27.7	24.7
	2020E	25.2	22.8	23.2	27.8	24.7
	2021E	21.8	20.5	22.1	20.0	21.1
ROE(%)	2018A	16.1	19.9	16.8	11.1	16.0
	2019E	19.2	23.5	18.0	22.6	20.8
	2020E	21.6	19.5	16.1	21.6	19.7
	2021E	18.1	17.6	14.3	13.1	15.8
순부채비율(%)	2018A	18.0	-1.3	21.6	32.0	17.6
	2019E	12.9	4.8	12.4	26.1	14.1
	2020E	10.6	2.9	4.4	21.7	9.9
	2021E	6.3	0.1	2.2	18.9	6.9

자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

별첨 |

별첨2. 철강 동종업체 비교										
	ARCELOR MITTAL	USS	NSSMC	Baoshan	NUCOR	JFE	ANGANG	BARRICK GOLD		평균
현재주가(현지통화)	15.3	14.7	1,839.5	6.5	53.9	1,540.0	5.2	20.6		
시가총액(억원, M\$)	17,669	2,529	16,263	21,206	16,440	8,803	5,242	27,243		
주가수익률(%)	1D	-0.3	0.8	0.0	0.5	0.2	0.4	0.6	1.7	0.5
	1M	4.0	2.9	-0.4	-1.8	2.0	-3.4	2.6	28.4	4.3
	3M	-17.0	-23.2	-8.1	-11.7	-5.4	-21.2	-12.2	12.0	-10.8
	6M	-17.4	-19.4	-2.4	-1.2	3.9	-13.0	1.0	15.2	-4.2
	12M	-44.3	-60.3	-15.2	-24.7	-18.5	-27.9	-19.6	18.5	-24.0
P/E(배)	2018A	4.1	4.1	10.6	6.7	6.7	8.5	4.3	201.7	30.8
	2019E	6.3	12.9	7.0	9.3	10.3	5.6	8.2	40.8	12.6
	2020E	5.3	12.4	8.9	8.7	11.2	7.5	8.2	33.2	11.9
	2021E	5.2	11.2	8.5	8.7	11.5	7.0	8.5	31.4	11.5
P/B(배)	2018A	0.5	0.8	0.7	0.8	1.6	0.6	0.7	2.1	1.0
	2019E	0.4	0.6	0.5	0.8	1.5	0.4	0.7	1.7	0.8
	2020E	0.4	0.6	0.5	0.8	1.4	0.4	0.7	1.7	0.8
	2021E	0.4	0.6	0.5	0.7	1.3	0.4	0.6	1.7	0.8
EV/EBITDA(배)	2018A	3.0	2.5	7.3	4.0	4.8	6.2	3.7	11.7	5.4
	2019E	4.2	4.6	6.7	4.7	6.4	6.5	4.8	9.6	6.0
	2020E	3.8	4.4	6.6	4.5	6.9	6.5	4.8	9.2	5.8
	2021E	3.8	3.9	6.3	4.7	6.9	6.2	4.7	9.3	5.7
매출액성장률(%)	2018A	10.7	15.7	22.4	5.6	23.8	11.2	14.6	-13.5	11.3
	2019E	-1.8	-4.3	8.9	-8.6	-5.1	5.2	-7.2	14.1	0.2
	2020E	-0.3	0.5	7.2	0.0	-1.9	5.5	-2.1	2.0	1.4
	2021E	-0.2	2.9	-0.6	2.6	1.3	-0.9	1.5	-0.8	0.7
영업이익성장률(%)	2018A	20.3	68.0	59.7	12.6	76.7	155.0	54.9	-88.4	44.8
	2019E	-29.5	-65.4	-2.0	-31.6	-30.6	-23.3	-41.2	378.2	19.3
	2020E	12.2	2.1	60.6	6.1	-13.5	-11.1	3.1	6.7	8.3
	2021E	-0.7	-4.4	3.3	5.4	-5.0	2.5	3.4	17.0	2.7
영업이익률(%)	2018A	8.6	7.9	3.2	9.4	13.3	6.7	10.8	5.5	8.2
	2019E	6.2	2.9	3.6	7.0	9.7	5.1	6.8	23.0	8.0
	2020E	7.0	2.9	4.3	7.4	8.5	4.1	7.1	24.1	8.2
	2021E	6.9	2.7	4.5	7.6	8.0	4.3	7.3	28.4	8.7
순이익률(%)	2018A	6.8	7.9	3.4	7.1	9.4	3.9	7.6	-21.3	3.1
	2019E	3.5	1.4	3.8	5.2	6.7	4.0	4.8	8.2	4.7
	2020E	4.3	1.4	2.9	5.6	6.2	3.0	4.9	10.0	4.8
	2021E	4.6	1.6	3.0	5.7	5.9	3.2	5.2	10.5	5.0
ROE(%)	2018A	14.6	21.0	6.7	12.5	26.3	8.2	15.3	0.9	13.2
	2019E	6.4	5.0	7.3	8.5	15.9	7.9	9.0	5.6	8.2
	2020E	7.2	8.5	6.0	8.7	13.1	6.3	8.4	5.8	8.0
	2021E	6.9	3.6	5.9	8.6	11.3	6.3	8.2	5.8	7.1
순부채비율(%)	2018A	23.4	32.9	55.6	32.0	28.4	63.9	36.1	44.4	39.6
	2019E	20.9	44.6	50.0	15.9	22.0	67.2	31.8	33.5	35.8
	2020E	17.7	65.6	52.1	9.8	20.0	75.7	27.1	23.9	36.5
	2021E	17.3	79.4	51.0	8.6	14.2	76.5	24.1	18.0	36.2

자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

별첨 |

별첨3. 비철금속 동종업체 비교

		NYRSTAR	GLENCORE	HINDUSTAN ZINC	BOLIDEN	SHAANXI COAL	ZHUZHOU SMELTER	평균
현재주가(현지통화)		0.2	273.3	255.3	234.0	9.1	8.2	
시가총액(억원, M\$)		24	48,734	14,015	6,882	13,115	746	
주가수익률(%)	1D	1.5	0.5	-1.3	2.2	0.0	0.0	0.5
	1M	-8.5	5.2	-7.9	3.9	-1.4	16.8	1.4
	3M	-45.6	-7.9	-15.9	-4.4	0.1	-1.2	-12.5
	6M	-66.8	-0.1	-15.9	26.4	18.2	27.1	-1.8
	12M	-95.8	-24.0	-14.2	-18.3	2.4	53.9	-16.0
P/E(배)	2018A	N/A	15.5	13.7	7.3	6.8	N/A	10.8
	2019E	0.8	10.5	11.6	9.9	8.2	N/A	8.2
	2020E	0.9	8.6	10.4	10.2	7.9	N/A	7.6
	2021E	N/A	8.0	9.9	10.2	7.8	N/A	9.0
P/B(배)	2018A	N/A	1.1	3.5	1.3	1.4	78.3	17.2
	2019E	0.0	1.1	N/A	1.5	1.5	N/A	1.0
	2020E	0.0	1.0	2.5	1.4	1.4	N/A	1.3
	2021E	N/A	1.0	2.1	1.4	1.2	N/A	1.4
EV/EBITDA(배)	2018A	12.6	5.0	N/A	4.8	4.5	N/A	6.7
	2019E	4.9	5.5	N/A	4.8	4.7	N/A	5.0
	2020E	5.5	5.0	6.2	4.9	4.5	N/A	5.2
	2021E	N/A	4.9	5.9	4.9	4.5	N/A	5.0
매출액성장률(%)	2018A	8.0	6.9	28.1	5.9	12.6	-5.7	9.3
	2019E	-6.2	-1.7	-11.8	-5.7	-1.8	N/A	-5.4
	2020E	4.6	1.5	15.4	1.1	2.9	N/A	5.1
	2021E	N/A	3.5	6.1	0.3	4.3	N/A	3.5
영업이익성장률(%)	2018A	N/A	18.6	36.1	0.0	2.3	N/A	14.2
	2019E	213.2	14.6	-24.9	-9.8	11.0	N/A	40.8
	2020E	-27.1	9.6	-100.0	-4.3	3.0	N/A	-23.8
	2021E	N/A	-2.0	N/A	-1.0	4.3	N/A	0.4
영업이익률(%)	2018A	-5.6	3.5	49.9	17.2	32.5	-12.3	14.2
	2019E	6.7	4.1	N/A	16.4	34.9	N/A	15.5
	2020E	4.7	4.4	0.0	15.6	34.9	N/A	11.9
	2021E	N/A	4.2	0.0	15.4	34.9	N/A	13.6
순이익률(%)	2018A	-16.2	1.6	42.9	13.7	20.2	-12.6	8.3
	2019E	0.3	2.2	N/A	12.4	18.6	N/A	8.4
	2020E	-0.5	2.6	42.1	11.7	18.6	N/A	14.9
	2021E	N/A	2.6	42.3	11.6	18.3	N/A	18.7
ROE(%)	2018A	N/A	12.4	25.5	19.4	23.4	-369.4	-57.7
	2019E	-12.0	10.5	25.6	16.4	19.7	N/A	12.0
	2020E	-4.3	11.9	27.2	15.2	17.9	N/A	13.6
	2021E	N/A	12.1	26.2	14.1	15.8	N/A	17.0
순부채비율(%)	2018A	-1089.1	72.6	-56.8	2.8	15.4	496.5	-93.1
	2019E	-998.5	53.1	N/A	5.4	1.3	N/A	-234.7
	2020E	-981.5	47.2	N/A	2.6	-8.3	N/A	-235.0
	2021E	N/A	37.1	N/A	-2.8	N/A	N/A	17.1

자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

Compliance Notice _ 최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경내역

POSCO(005490) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2017-05-21	2017-07-20	2017-09-18	2017-10-27	2017-11-21	2018-01-02
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	390,000원	390,000원	390,000원	390,000원	390,000원	400,000원
제시일자	2018-01-24	2018-03-05	2018-03-14	2018-04-03	2018-04-24	2018-07-02
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	480,000원	480,000원	480,000원	480,000원	480,000원	480,000원
제시일자	2018-07-23	2018-09-09	2018-10-01	2018-10-23	2018-11-05	2019-01-02
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	480,000원	480,000원	480,000원	350,000원	350,000원	330,000원
제시일자	2019-01-30	2019-03-12	2019-04-02	2019-04-24	2019-06-21	
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	330,000원	330,000원	330,000원	330,000원	330,000원	

목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2017-05-21	Buy	390,000원	-26.69	-18.59
2018-01-02	Buy	400,000원	-6.04	-3.38
2018-01-24	Buy	480,000원	-22.67	-17.71
2018-10-23	Buy	350,000원	-24.98	-21.71
2019-01-02	Buy	330,000원		

현대제철(004020) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2017-05-21	2017-07-30	2017-09-18	2017-10-30	2017-11-21	2018-01-02
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	74,000원	74,000원	74,000원	80,000원	80,000원	80,000원
제시일자	2018-01-28	2018-03-28	2018-04-03	2018-04-29	2018-07-02	2018-07-28
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	80,000원	80,000원	80,000원	80,000원	80,000원	80,000원
제시일자	2018-10-01	2018-10-28	2019-01-02	2019-01-27	2019-03-12	2019-04-02
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	80,000원	64,000원	64,000원	64,000원	64,000원	64,000원
제시일자	2019-05-01	2019-06-21				
투자이견	Buy	Buy				
목표주가	64,000원	61,000원				

목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2017-05-21	Buy	74,000원	-18.25	-12.70
2017-10-30	Buy	80,000원	-28.57	-25.63
2018-10-28	Buy	64,000원	-30.77	-24.77
2019-06-21	Buy	61,000원		

고려아연(010130) 추가 및 목표주가 추이

제시일자	2017-04-09	2017-07-02	2017-07-25	2017-09-18	2017-10-27	2018-01-02	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	510,000원	580,000원	580,000원	580,000원	580,000원	580,000원	
제시일자	2018-02-06	2018-03-05	2018-04-03	2018-04-24	2018-05-03	2018-07-02	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	580,000원	580,000원	580,000원	530,000원	530,000원	450,000원	
제시일자	2018-07-24	2018-09-18	2018-10-01	2018-10-30	2018-11-12	2019-01-02	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	450,000원	480,000원	510,000원	510,000원	510,000원	510,000원	
제시일자	2019-02-07	2019-02-14	2019-03-12	2019-04-02	2019-04-17	2019-04-25	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	570,000원	570,000원	570,000원	570,000원	570,000원	570,000원	
제시일자	2019-06-21						
투자의견	Buy						
목표주가	570,000원						

목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2017-04-09	Buy	510,000원	-15.42	-10.59
2017-07-02	Buy	580,000원	-21.18	-19.66
2018-04-24	Buy	530,000원	-18.85	-18.21
2018-07-02	Buy	450,000원	-16.30	-13.56
2018-09-18	Buy	480,000원	-10.52	-8.44
2018-10-01	Buy	510,000원	-21.77	-16.67
2019-02-07	Buy	570,000원		

풍산(103140) 추가 및 목표주가 추이

제시일자	2017-02-10	2017-07-13	2017-07-30	2017-09-18	2017-10-29	2018-01-02	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	58,000원	58,000원	58,000원	65,000원	65,000원	65,000원	
제시일자	2018-02-01	2018-03-05	2018-04-03	2018-05-01	2018-07-02	2018-07-28	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	59,000원	59,000원	59,000원	52,000원	52,000원	41,000원	
제시일자	2018-10-01	2018-10-28	2019-01-02	2019-01-31	2019-03-12	2019-04-02	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	41,000원	31,000원	33,000원	39,000원	39,000원	39,000원	
제시일자	2019-05-01	2019-06-21					
투자의견	Buy	Buy					
목표주가	35,000원	35,000원					

목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2017-02-10	Buy	58,000원	-30.22	-19.66
2017-09-18	Buy	65,000원	-17.95	-9.85
2018-02-01	Buy	59,000원	-26.12	-22.46
2018-05-01	Buy	52,000원	-27.73	-19.33
2018-07-28	Buy	41,000원	-20.55	-15.49
2018-10-28	Buy	31,000원	-12.85	-5.00
2019-01-02	Buy	33,000원	-12.07	-7.73
2019-01-31	Buy	39,000원	-21.58	-15.51
2019-05-01	Buy	35,000원		

동국제강(001230) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2017-05-21	2017-08-13	2017-09-18	2017-11-13	2018-01-02	2018-02-01	
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	17,000원	17,000원	17,000원	17,000원	14,000원	15,000원	
제시일자	2018-04-03	2018-05-12	2018-07-02	2018-08-20	2018-10-01	2018-12-03	
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	15,000원	14,000원	12,000원	11,000원	11,000원	11,000원	
제시일자	2019-01-02	2019-03-28	2019-04-02	2019-06-21			
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy			
목표주가	11,000원	11,000원	11,000원	10,000원			

목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자 의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2017-05-21	Buy	17,000원	-18.96	-7.35
2018-01-02	Buy	14,000원	-14.41	-9.29
2018-02-01	Buy	15,000원	-29.02	-17.00
2018-05-12	Buy	14,000원	-29.17	-21.43
2018-07-02	Buy	12,000원	-36.22	-30.75
2018-08-20	Buy	11,000원	-18.07	-12.00
2019-06-21	Buy	10,000원		

세아베스틸(001430) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2018-05-30	2018-10-01	2018-11-01	2019-01-02	2019-04-02	2019-05-04	
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Hold	Buy	Buy	
목표주가	33,000원	25,000원	19,000원	19,000원	25,000원	25,000원	
제시일자	2019-06-21						
투자 의견	Buy						
목표주가	25,000원						
제시일자							
투자 의견							
목표주가							

목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자 의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2018-05-30	Buy	33,000원	-36.06	-25.91
2018-10-01	Buy	25,000원	-29.97	-22.80
2018-11-01	Buy	19,000원	-12.56	0.26
2019-01-02	Hold	19,000원	-7.17	10.00
2019-04-02	Buy	25,000원		

*괴리율 산정 : 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

Ratings System

구분	대상기간	투자의견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) · HOLD(-15%~15%) · REDUCE(-15% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음.
[산업분석]	12개월	Overweight · Neutral · Underweight	
[투자비용]	12개월	매수(93.83%) · 매도(0.00%) · 중립(6.17%)	* 기준일 2019.03.31까지

Compliance

- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 공표일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 아닙니다.
- 조사분석 담당자 및 그배우자는 공표일 기준 동 자료에 언급된 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

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.



이 페이지는 편집상 공백입니다.



이 페이지는 편집상 공백입니다.

리서치본부장
 김유겸/이코노미스트
 02)6923-7332
 yukyum@capefn.com

투자전략팀	Analyst	직위	내선번호	E-Mail
투자전략	윤영교	팀장	6923-7352	skyhum00@capefn.com
퀀트	방인성	연구위원	6923-7334	antonio81@capefn.com
시황	한지영	책임연구원	6923-7349	hedge0301@capefn.com
퀀트 RA	김윤보	전임연구원	6923-7331	younbokim@capefn.com
기업분석1팀	Analyst	직위	내선번호	E-Mail
철강/금속/건설(총괄)	김미송	팀장	6923-7336	misongkim@capefn.com
은행/증권	전배승	연구위원	6923-7353	junbs@capefn.com
화장품/음식료	김혜미	책임연구원	6923-7337	consumer@capefn.com
운송	홍준기	전임연구원	6923-7315	joonkih00@capefn.com
기업분석2팀	Analyst	직위	내선번호	E-Mail
철강/금속/건설(총괄)	김미송	팀장	6923-7336	misongkim@capefn.com
정유/화학	전유진	전임연구원	6923-7354	yujinjn@capefn.com
RA	김충현	전임연구원	6923-7314	chunghyun333@capefn.com
기업분석3팀	Analyst	직위	내선번호	E-Mail
스몰캡(총괄)	김인필	팀장	6923-7351	ipkim01@capefn.com
Tech	박성순	연구위원	6923-7333	sspark@capefn.com
인터넷/게임	이경일	책임연구원	6923-7321	ki.lee@capefn.com
스몰캡	김광진	전임연구원	6923-7339	kwangjin.kim@capefn.com

Compliance

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.