철강금속 (비중확대)

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

4Q19 Preview: 실적 부진은 매수 기회!

철강사 19년 4분기 실적이 부진할 전망입니다. 이번 실적 시즌이 철강사 매수 기회가 될 전망입니다. 중국 철강 제품 가격이 상승하고 있고, 비수기임에도 불구하고 수요 개선 기대감이 살아있습니다. 업종 투자의견 Overweight을 유지합니다. 종목은 글로벌 시황을 가장 잘 반영하는 포스코와 역사적으로 저평가된 현대제철을 추천합니다.

투자의견 비중확대 유지. 포스코와 현대제철에 대해 투자의견 Buy를 유지함

- 19년 4분기 영업이익은 철강사의 경우 컨센서스 하회, 비철금속은 컨센서스에 부합할 전망. 최근 수요 기대감에 중국 철강제품 가격이 상승하고 있다는 점을 고려하면, 20년 1분기 철강 업체 실적 대폭 개선될 전망. 이번 실적시즌이 철강사 매수 기회가 될 전망. 포스코와 현대제철에 대해 투자의견 Buy를 유지함.

기업별 실적: 19년 4분기 프리뷰 및 20년 1분기 전망

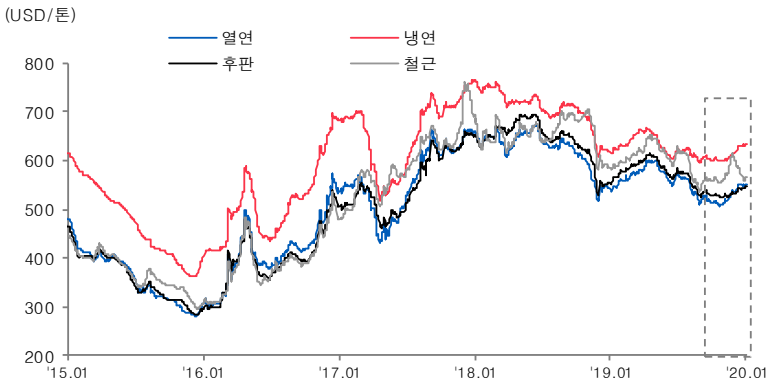
- 포스코: 판가 전분기 대비 1.5만원 하락, 원가는 전분기와 유사하면서 스프레드 하락해 별도 영업이익 5,220억원으로 전분기 대비 21% 감소 전망. 원재료 투입 기준 시차가 한 분기 이상이라는 점을 감안하면 20년 1분기 실적은 판가 상승 및 원가 하락으로 개선될 전망. 연결 자회사 베트남 SS VINA 구조조정으로 일회성 손익 반영될 수 있음.
- 현대제철: 판재류 스프레드 유지, 봉형강 1만원 하락해 별도 영업이익 30억원으로 부진할 전망. 현대차향 강판 가격은 동결로 파악되고, 판매량 줄고 있음. 원재료 투입 시차가 크지 않다는 점을 감안하면, 1분기 스프레드 확대될 전망.
- 동국제강: 봉형강 스프레드 -1만원, 철근의 경우 판매량도 감소. 연말 재고조정에 따른 평가 손실을 감안하면 실적은 전분기 대비 감소할 전망. 후판은 건설향 판매량 감소를 조선향이 상쇄하지 못하고 있는 상황이나, 롤마진은 개선 중. CSP 지분법 손실 인식으로 불확실성 존재. 다만, 철근 수요 감소에 대비한 감산으로 1분기 스프레드 유지 전망.
- 세아베스틸: 적자폭이 축소될 전망인데, 3분기가 비수기였고, 4분기에는 판매량 회복되고 원가 절감 노력 반영. 다만, 자동차와 건설중장비 판매량 감소하고 유럽 자동차향 수출도 줄어들고 있어, 드라마틱한 실적 개선은 어려울 전망.
- 고려아연: 별도 영업이익 2,090억원으로 전분기 대비 15% 증가할 전망. 아연 판매량이 전분기 대비 1.7만톤 증가한 18만톤이라고 가정. 금속 가격은 아연 제외하고 상승. 3분기 있었던 연 보수 영향이 사라지면서 고정비 부담 줄어들 전망. 광석 공급 증가가 지속되고 있다는 점을 감안하면, 올해 인덱스TC 상승할 가능성이 높다고 판단함.
- 풍산: 4분기 신동 판매량 전분기 대비 소폭 증가하고 구리 가격이 8% 상승하면서 재고평가이익 기대. 별도와 연결 영업이익 전분기 대비 증가할 전망. 구리 가격 상승 및 방산 내수 회복으로 1분기에도 이익 증가 기대.

주요 기업 투자의견 (단위: 원, %, 배, 십억원)

기업명	투자의견	목표주가	현재주가	상승여력	2020E				
					EPS	PER	PBR	ROE	순차입금
POSCO(★)	Buy	330,000	237,000	39%	29,890	7.9	0.4	5.6	4,454
현대제철(★)	Buy	52,000	30,800	69%	1,927	16.0	0.2	1.5	6,904
동국제강	Buy	8,000	5,900	36%	575	10.3	0.3	2.7	2,124
세아베스틸	Buy	21,000	14,900	41%	1,121	13.3	0.3	2.1	961
고려아연	Buy	570,000	425,500	34%	36,035	11.8	1.1	9.7	-3,226
풍산	Buy	29,000	23,750	22%	1,831	13.0	0.5	3.7	775

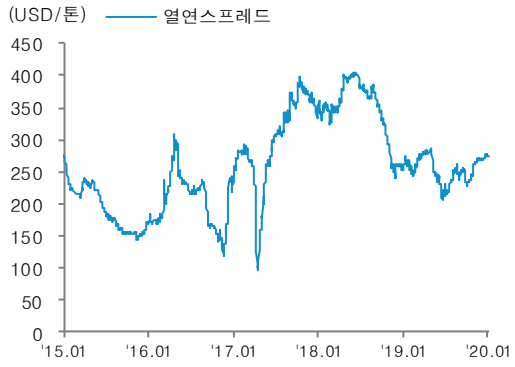
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림1. 중국 철강제품 내수 가격 추이



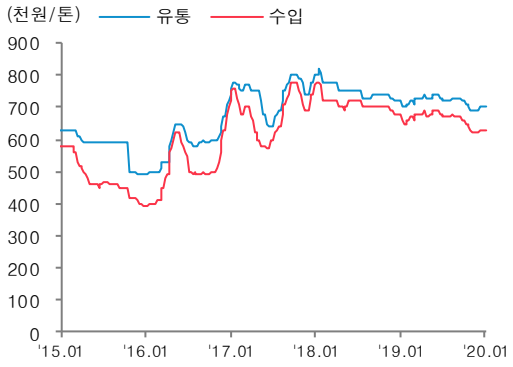
자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 중국 열연 스프레드



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림3. 국내 열연 유통, 수입 가격

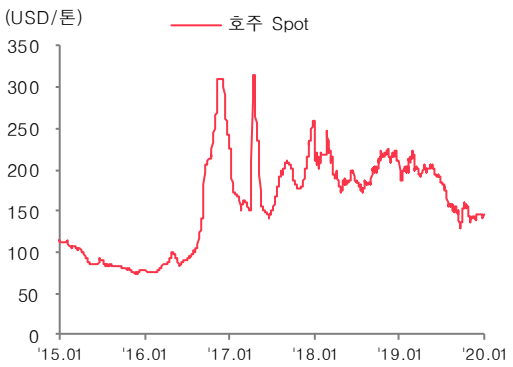


자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림4. 철광석 가격 추이

자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림5. 강점탄 가격 추이

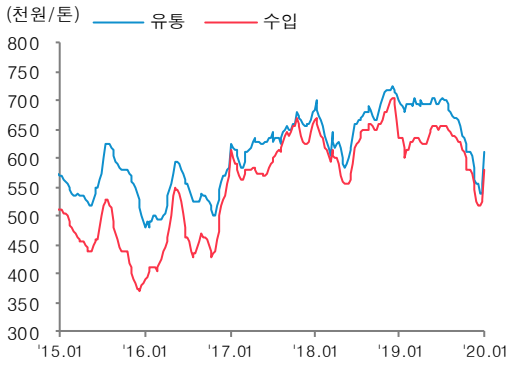


자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림6. 국내 철근 스프레드 추이

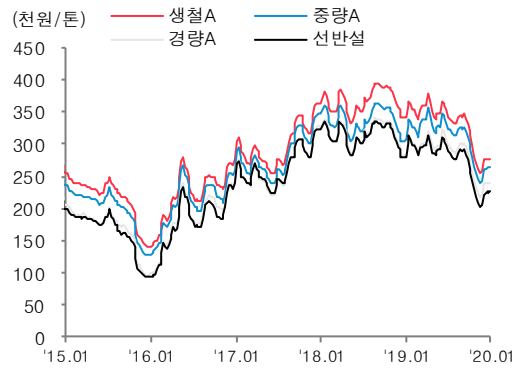
자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림7. 국내 철근 유통 수입 가격



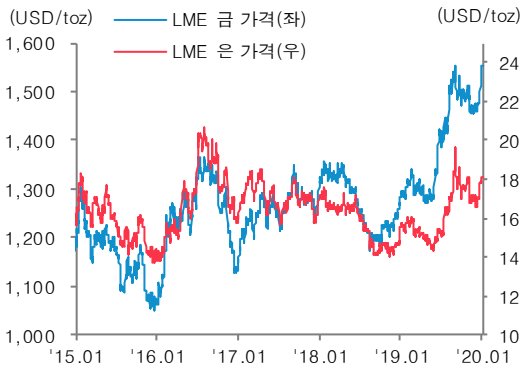
자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림8. 국내 철스크랩 유통 가격



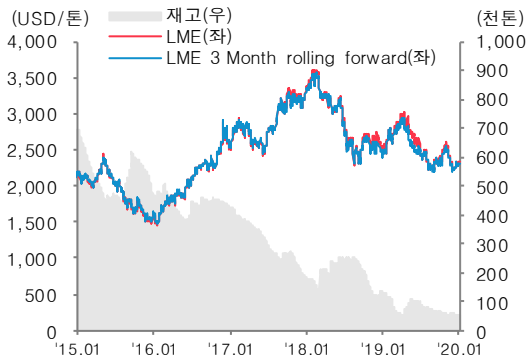
자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림9. 금, 은 가격



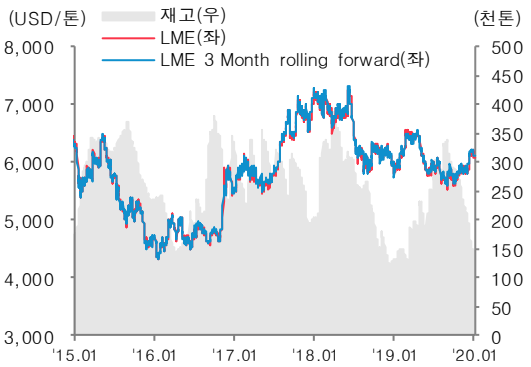
자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림10. 아연 가격 및 재고



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림11. 구리 가격 및 재고



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

주요기업 실적 전망 및 컨센서스

표1. 4Q19 분기별 실적 전망 및 컨센서스 (단위: 십억원, %)

	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E			2019E		2020E	
					CAPE	컨센서스	%YOY	CAPE	컨센서스	CAPE	컨센서스
POSCO(★)											
매출액	16,621	16,014	16,321	15,988	16,401	16,368	-1.3%	64,725	64,730	65,437	65,386
영업이익	1,272	1,203	1,069	1,040	820	916	-35.5%	4,131	4,232	4,166	4,190
%	7.6%	7.5%	6.5%	6.5%	5.0%	5.6%		6.4%	6.5%	6.4%	6.4%
지배순이익	-867	741	612	431	816	491	-194.1%	2,600	2,288	2,606	2,421
%	-5.2%	4.6%	3.8%	2.7%	5.0%	3.0%		4.0%	3.5%	4.0%	3.7%
현대제철(★)											
	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E			2019E		2020E	
					CAPE	컨센서스	%YOY	CAPE	컨센서스	CAPE	컨센서스
매출액	5,313	5,072	5,572	5,047	4,899	5,159	-7.8%	20,590	20,855	19,430	20,689
영업이익	255	212	233	34	-5	90	-101.8%	475	571	645	691
%	4.8%	4.2%	4.2%	0.7%	-0.1%	1.7%		2.3%	2.7%	3.3%	3.3%
지배순이익	82	114	46	-68	-30	11	-136.3%	62	111	257	286
%	1.5%	2.2%	0.8%	-1.3%	-0.6%	0.2%		0.3%	0.5%	1.3%	1.4%
동국제강											
	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E			2019E		2020E	
					CAPE	컨센서스	%YOY	CAPE	컨센서스	CAPE	컨센서스
매출액	1,550	1,375	1,495	1,430	1,320	1,434	-14.8%	5,621	5,714	5,296	5,573
영업이익	39	48	79	57	30	46	-23.1%	215	231	194	203
%	2.5%	3.5%	5.3%	4.0%	2.3%	3.2%		3.8%	4.0%	3.7%	3.6%
지배순이익	-59	4	21	-60	-3	13	-94.3%	-39	-9	55	60
%	-3.8%	0.3%	1.4%	-4.2%	-0.3%	0.9%		-0.7%	-0.2%	1.0%	1.1%
세아베스틸											
	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E			2019E		2020E	
					CAPE	컨센서스	%YOY	CAPE	컨센서스	CAPE	컨센서스
매출액	781	781	790	715	728	722	-6.8%	3,014	3,009	2,960	3,031
영업이익	-32	17	25	-0	6	9	-118.4%	47	50	61	79
%	-4.1%	2.1%	3.2%	-0.1%	0.8%	1.2%		1.6%	1.7%	2.1%	2.6%
지배순이익	-25	12	10	0	3	2	-112.7%	25	25	40	41
%	-3.2%	1.5%	1.3%	0.0%	0.4%	0.3%		0.8%	0.8%	1.4%	1.4%
고려아연											
	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E			2019E		2020E	
					CAPE	컨센서스	%YOY	CAPE	컨센서스	CAPE	컨센서스
매출액	1,639	1,497	1,743	1,731	1,749	1,798	6.8%	6,720	6,824	6,935	6,980
영업이익	151	177	242	209	227	217	50.1%	856	848	862	893
%	9.2%	11.9%	13.9%	12.1%	13.0%	12.1%		12.7%	12.4%	12.4%	12.8%
지배순이익	90	151	185	158	171	157	89.4%	664	647	680	678
%	5.5%	10.1%	10.6%	9.1%	9.8%	8.7%		9.9%	9.5%	9.8%	9.7%
풍산											
	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E			2019E		2020E	
					CAPE	컨센서스	%YOY	CAPE	컨센서스	CAPE	컨센서스
매출액	738	580	601	564	657	662	-10.9%	2,402	2,407	2,539	2,499
영업이익	19	16	8	0	13	18	-32.9%	37	43	86	89
%	2.6%	2.7%	1.4%	0.0%	2.0%	2.7%		1.6%	1.8%	3.4%	3.6%
지배순이익	3	9	4	-3	5	9	61.4%	15	20	51	51
%	0.4%	1.6%	0.6%	-0.5%	0.8%	1.4%		0.6%	0.8%	2.0%	2.0%

자료: 케이프투자증권 리서치본부

주요 기업 투자의견

표2. 철강 주요 기업 투자의견 (단위: 원, %, 배, 십억원)

		매출액	영업이익	EPS	PER	PBR	ROE	주요 투자 포인트
POSCO(★)								
Buy	2018A	64,978	5,543	19,391	12.5	0.5	4.0	중국 열연 가격 반등에 성공, 글로벌 시황을 가장 잘 반영
목표주가	2019E	64,725	4,131	29,825	7.9	0.4	5.8	수요 심리 개선으로 가격 협상에서 유리해지고 있다고 판단
330,000원	2020E	65,437	4,166	29,890	7.9	0.4	5.6	투자의견 Buy와 목표주가 33만원 유지. 목표 PBR 0.6배
현대제철(★)								
Buy	2018A	20,780	1,026	2,988	15.1	0.4	2.4	20년 원재료 가격 하향 안정화에 기반해 실적 개선될 전망
목표주가	2019E	20,590	475	465	66.3	0.2	0.4	주가는 최악을 지났다고 판단. 역사적 저평가
52,000원	2020E	19,430	645	1,927	16.0	0.2	1.5	투자의견 Buy와 목표주가 52,000원 유지. 목표 PBR 0.4배
동국제강								
Buy	2018A	5,965	145	-3,121	-2.3	0.4	-13.8	봉형강 감산 효과로 롤마진 유지되나, 고정비 부담 증가할 전망
목표주가	2019E	5,621	215	-408	-14.4	0.3	-2.1	실적 기대감이 낮아졌으나, 주가는 이미 충분히 반영한 상황
8,000원	2020E	5,296	194	575	10.3	0.3	2.7	투자의견 Buy 유지, 목표주가 8,000원 유지. 목표 PBR 0.4배
세아베스틸								
Buy	2018A	3,278	56	585	30.2	0.3	1.2	20년에는 질적 성장을 위한 과도기가 될 전망
목표주가	2019E	3,014	47	704	21.2	0.3	1.3	에너지, 베어링 등 고부가가치 강종 판매량을 증가시킬 계획
21,000원	2020E	2,960	61	1,121	13.3	0.3	2.1	투자의견 Buy와 목표주가 21,000원 제시. 목표 PBR 0.4배
고려아연								
Buy	2018A	6,883	765	27,950	15.5	1.3	8.6	광석 공급 증가 추세 유지되면서 제련수수료 높은 수준 유지 전망
목표주가	2019E	6,720	856	35,207	12.1	1.2	10.2	20년 인덱스TC 상승 기대감을 주가는 반영할 필요
570,000원	2020E	6,935	862	36,035	11.8	1.1	9.7	투자의견 Buy와 목표주가 57만원 유지. 목표 PBR 1.5배
풍산								
Buy	2018A	2,774	108	2,212	12.4	0.6	4.6	낮아진 신동 판매량 유지되고 구리 가격 상승으로 이익률 회복할 전망
목표주가	2019E	2,402	37	530	44.8	0.5	1.1	방산 수출 더 이상 나빠질 것이 없고, 내수 회복으로 매출 성장할 전망
29,000원	2020E	2,539	86	1,831	13.0	0.5	3.7	투자의견 Buy와 목표주가 29,000원 유지. 목표 PBR 0.6배

자료: 케이프투자증권 리서치본부

표3. 기업별 제품 가격 인상 내역 (단위: 만원, 위안)

		19년 5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월	20년 1월
포스코	열연	+2 만원				+3 만원				
	냉연					+2 만원				
	냉연도금재		+2 만원				+2 만원			-2 만원
	냉연(자동차향)						+3 만원			
	후판	+2 만원		+3 만원			+3 만원			
	STS300계		-10 만원		+10 만원		+10 만원			
	STS400계									
현대제철	열연									+3 만원
	냉연									
	냉연도금재			+2 만원			+2 만원	-2 만원		+3 만원
	냉연(현대, 기아차향)									
	철근		-1 만원	+1 만원	-2 만원	+0.5 만원	-0.5 만원	-3.5 만원	-2 만원	
	후판	+2 만원			+3 만원				+3 만원	
동국제강	냉연도금재		+4 만원			+3 만원				
	철근									
	후판	+2 만원								
	H형강									
사강강철	열연									+180 위안
	후판									+150 위안
	철근		-280 위안	+200 위안	-200 위안	-150 위안	-70 위안	+360 위안	-200 위안	
	선재		-130 위안	+150 위안	-150 위안	-60 위안	+60 위안	+210 위안	-250 위안	
바오강	열연			-100 위안	+100 위안	+50 위안	-100 위안	+100 위안		+200 위안
	냉연				+100 위안	+150 위안	+100 위안			+100 위안
	냉연(자동차향)									
	석도강판					+150 위안	+100 위안			+100 위안
	후판	+80 위안			+100 위안		-100 위안		-100 위안	+150 위안
안산강철	열연	+100 위안		-100 위안	+200 위안					+150 위안
	냉연	+100 위안		-100 위안	+100 위안					+100 위안
	후판			-100 위안						+50 위안
	선재									

자료: 케이프투자증권 리서치본부

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

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

수요 심리 개선으로 가격 협상에서 유리해지고 있다고 판단!

포스코에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 33만원을 유지합니다. 중국 열연 가격이 반등에 성공해 가격 협상 환경이 개선되었습니다. 고객사향 가격 인상 가능성이 높아지고 있다고 판단됩니다. 베트남 자회사 구조조정을 통해 그룹 사업구조 개선을 위한 노력도 지속 중입니다. 목표 PBR 0.6배는 충분히 도달 가능하다고 판단합니다.

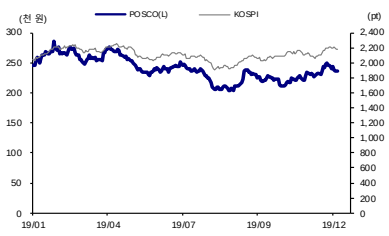
19년 4분기 판가 하락으로 영업이익 전분기 대비 감소할 전망

- 4분기 판매량 895만톤, 스프레드 -1.5만원QoQ(판가 -1.5만원, 원가 유사) 하락하면서, 별도 영업이익 5,220억원으로 전분기 대비 21%(-40%YoY) 감소 전망. 판가는 조선향 후판 3만원 인상, 4분기 3만원 인하해, 하반기 1.5만원 인상 효과 있는 것으로 파악. 원가는 석탄 가격이 안정화되었고, 철광석 가격이 하락하면서 전분기와 유사할 전망.
- 해외 100% 자회사인 베트남 SS VINA 중 철근 사업부를 매각하고, 형강 부문을 일본 야마토 그룹에 49%의 지분을 넘겨 협력하기로 결정. 야마토 그룹은 미국, 일본, 태국, 바레인, 사우디 등에서 사업을 운영해 경험과 높은 기술력을 보유. 베트남 SS VINA의 18년 매출액 6,182억원, 당기순적자 525억원, 자산 8,150억원, 부채 8,489억원, 자본 -339억원으로 적자로 인한 자본잠식 상태임. 포스코 그룹의 구조 개선을 위해 다각적으로 검토한 결과라고 파악.

2020년은 전년과 유사한 실적이 기대되는 포스코에 대해 Buy 투자의견 유지

- 11월 중순부터 중국 열연 가격 반등에 성공. 수요 개선 기대감이 반영되었다는 점을 감안하면, 고객사향 가격 인상 가능성이 높아지고 있다고 판단. 중국의 겨울철 생산 규제 강도는 약화되었지만, 수요 감소에 대비해 생산 속도를 조절하고 유지보수를 진행한다는 점도 수급 개선에 긍정적이라고 판단.
- 자회사 업데이트: 포스코케미칼은 2분기 지나면서 캐파 증설에 따른 외형성장을 확인할 수 있을 전망. 건설은 전년과 유사한 이익 전망하고, 에너지는 연료전지 손실폭이 줄어들 전망.
- 포스코에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 33만원을 유지함. 목표 PBR은 0.6배에 해당됨.

Stock Data



주가(1/3)	237,000원
액면가	5,000원
시가총액	20,663십억원
52주 최고/최저가	285,000원/ 203,500원

주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	2.6	7.7	-3.3
상대주가(%)	-1.8	0.6	-6.8

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	(십억원)	60,655	64,978	64,725	65,437	68,226
영업이익	(십억원)	4,622	5,543	4,131	4,166	4,466
영업이익률	(%)	7.6	8.5	6.4	6.4	6.5
지배주주순이익	(십억원)	2,790	1,691	2,600	2,606	2,829
EPS	(원)	32,001	19,391	29,825	29,890	32,443
증감률	(%)	104.7	-39.4	53.8	0.2	8.5
PER	(배)	10.4	12.5	7.9	7.9	7.3
PBR	(배)	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
ROE	(%)	6.4	4.0	5.8	5.6	5.8
EV/EBITDA	(배)	5.5	3.9	4.2	3.9	3.5
순차입금	(십억원)	11,126	9,451	6,802	4,454	2,213
부채비율	(%)	66.5	67.3	63.6	61.7	59.6

표1. POSCO 4Q19 실적 프리뷰 (단위: 십억원, %)

	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E(a)	YoY	QoQ	컨센서스(b)	차이 (a/b)
매출액	16,621	16,014	16,321	15,988	16,401	-1.3	2.6	16,368	0.2
영업이익	1,272	1,203	1,069	1,040	820	-35.5	-21.1	916	-10.5
지배주주순이익	-867	741	612	431	816	-194.1	89.4	491	66.3
영업이익률	7.6	7.5	6.5	6.5	5.0			5.6	
지배주주순이익률	-5.2	4.6	3.8	2.7	5.0			3.0	

자료: 케이프투자증권 리서치본부

표2. POSCO 분기별 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	2017	2018	2019E	2020E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액												
철강, 지원	47,611	50,421	50,247	49,800	12,556	12,509	12,725	12,457	12,348	12,166	12,389	12,897
POSCO	**28,554**	**30,659**	**30,699**	**31,149**	**7,817**	**7,476**	**7,736**	**7,625**	**7,731**	**7,603**	**7,743**	**8,072**
무역	34,878	38,319	38,146	39,354	9,371	9,950	9,072	9,753	9,445	10,232	9,051	10,625
E&C	7,286	7,321	7,410	7,458	1,638	1,884	1,877	2,012	1,647	1,897	1,889	2,026
에너지	1,697	1,983	2,046	1,934	568	433	500	545	436	505	544	449
ICT	956	934	945	954	223	232	240	250	229	248	220	258
신성장	2,631	3,281	1,535	1,872	383	370	372	410	465	453	462	492
합계	95,060	102,259	101,826	102,947	25,095	25,755	25,165	25,812	24,957	25,893	24,950	27,147
연결매출	**60,655**	**64,978**	**64,725**	**65,437**	**16,014**	**16,321**	**15,988**	**16,401**	**15,864**	**16,458**	**15,860**	**17,256**
연결조정(내부거래)	34,405	37,281	37,101	37,509	9,081	9,434	9,177	9,410	9,093	9,434	9,091	9,891
조정비율(%)	36%	36%	36%	36%	36%	37%	36%	36%	36%	36%	36%	36%
영업이익												
철강, 지원	3,605	4,513	2,967	3,029	893	805	710	559	757	732	744	796
POSCO	**2,903**	**3,809**	**2,787**	**2,824**	**832**	**724**	**662**	**522**	**699**	**659**	**703**	**763**
무역	423	491	703	710	180	206	161	156	171	184	164	191
E&C	289	326	221	243	25	53	92	51	32	67	93	51
에너지	185	72	150	79	66	12	52	20	19	20	21	19
ICT	57	41	57	58	11	15	10	22	14	15	13	15
신성장	139	210	92	147	21	15	26	30	36	32	40	40
합계	4,697	5,652	4,230	4,294	1,207	1,119	1,058	845	1,036	1,057	1,082	1,120
연결영업이익	**4,622**	**5,543**	**4,131**	**4,166**	**1,203**	**1,069**	**1,040**	**820**	**1,004**	**1,025**	**1,050**	**1,086**
연결조정(내부거래)	75	110	99	129	4	51	18	25	31	32	32	34
조정비율(%)	2%	2%	3%	3%	0%	5%	2%	3%	3%	3%	3%	3%
영업외손익	-442	-1,980	-482	-508	-56	-98	-187	-141	-103	-118	-121	-166
세전이익	4,180	3,563	3,649	3,657	1,147	970	853	679	901	908	928	920
순이익	2,973	1,892	2,766	2,772	778	681	497	810	683	688	704	698
지배주주순이익	**2,790**	**1,691**	**2,600**	**2,606**	**741**	**612**	**431**	**816**	**642**	**647**	**662**	**656**

자료: 케이프투자증권 리서치본부

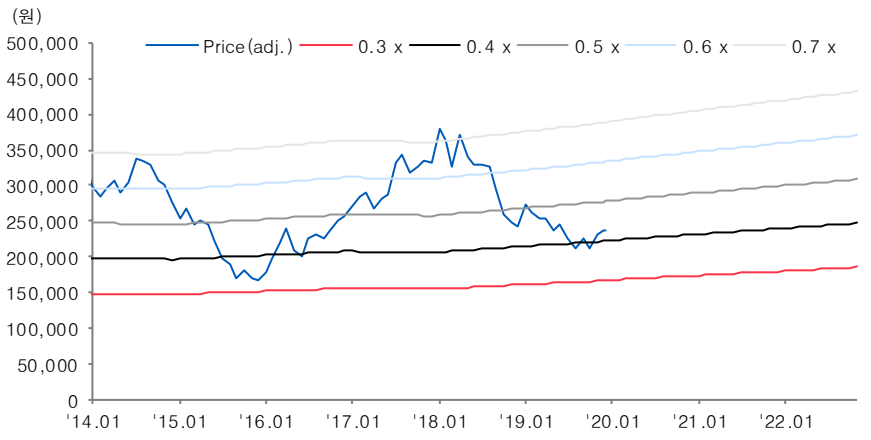
표3. POSCO 실적 주요 가정 (단위: 천톤, 천원/톤)

철강재	판매량	(천톤)	2018	2019E	2020E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20
	열연		8,687	8,826	8,796	2,311	2,114	2,199	2,202	2,205	2,152	2,180	2,259
	후판		5,645	5,773	5,444	1,536	1,513	1,361	1,363	1,365	1,332	1,349	1,398
	선재		2,840	2,760	2,760	702	677	690	691	692	675	684	709
	냉연		14,229	14,468	14,624	3,688	3,463	3,656	3,661	3,666	3,578	3,624	3,756
	Electrica		767	778	776	200	190	194	194	195	190	192	199
	STS		2,001	2,022	2,132	507	448	533	534	535	522	528	548
	총 판매		35,590	35,945	35,809	9,283	8,746	8,952	8,964	8,977	8,761	8,874	9,197
철강재	**판매가격**	**(천원/톤)**	**2018**	**2019E**	**2020E**	**1Q19**	**2Q19**	**3Q19**	**4Q19**	**1Q20**	**2Q20**	**3Q20**	**4Q20**
	열연		661	636	636	636	649	637	623	630	634	638	643
	후판		712	741	760	734	741	741	747	753	757	761	767
	선재		804	798	799	806	806	794	785	792	796	801	806
	냉연		760	757	771	745	761	769	755	764	768	773	779
	Electrica		1,252	1,201	1,212	1,180	1,221	1,191	1,212	1,215	1,213	1,210	1,210
	STS		2,142	2,078	2,132	2,018	2,116	2,113	2,069	2,094	2,119	2,145	2,170
원재료	**매입량**	**(천톤)**	**2018**	**2019E**	**2020E**	**1Q19**	**2Q19**	**3Q19**	**4Q19**	**1Q20**	**2Q20**	**3Q20**	**4Q20**
	철광석		56,944	57,513	57,295	14,853	13,994	14,323	14,343	14,364	14,018	14,198	14,715
	원료탄		24,913	25,162	25,066	6,498	6,122	6,266	6,275	6,284	6,133	6,212	6,438
	철스크랩		2,280	2,303	2,294	594	560	573	574	575	561	568	589
	니켈		111	112	118	28	25	29	29	29	29	29	30
원재료	**투입단가**	**(천원/톤)**	**2018**	**2019E**	**2020E**	**1Q19**	**2Q19**	**3Q19**	**4Q19**	**1Q20**	**2Q20**	**3Q20**	**4Q20**
	철광석		70	99	104	84	95	108	108	105	104	104	104
	원료탄		253	273	251	285	281	276	252	248	249	251	254
	철스크랩		348	360	363	349	360	369	365	365	365	363	363
	니켈		14,951	15,260	15,387	14,840	15,314	15,721	15,550	15,554	15,521	15,455	15,444
스프레드		**(천원/톤)**	**2018**	**2019E**	**2020E**	**1Q19**	**2Q19**	**3Q19**	**4Q19**	**1Q20**	**2Q20**	**3Q20**	**4Q20**
	열연		350	264	271	280	276	247	251	265	269	273	276
	후판		401	368	394	379	369	351	375	388	392	396	400
	선재		493	426	433	451	434	404	413	427	431	436	439
	냉연		449	385	406	389	389	379	383	399	403	408	412
	Electrica		941	828	846	825	849	801	840	851	848	845	843
	STS		1,320	1,239	1,286	1,202	1,274	1,248	1,214	1,239	1,266	1,295	1,321

자료: 케이프투자증권 리서치본부

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

그림1. POSCO PBR 밴드



자료: 케이프투자증권 리서치본부

표4. POSCO 목표주가 산정 (단위: 원, 배, %)

①	적정 P/B Multiple	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
	자기자본이익률(ROE)	8.5%	7.9%	6.9%	6.8%	6.4%
	배당성향	31.6%	33.0%	31.7%	33.6%	33.7%
	성장률	5.8%	5.3%	4.7%	4.5%	4.3%
	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	0.78	0.71	0.59	0.58	0.53

	P/B Valuation	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
	주당순자산가치(BPS)	534,820	554,218	575,713	596,202	617,410
	목표 Multiple 가정	0.78	0.71	0.59	0.58	0.53
	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	417,710	393,436	340,132	344,788	327,267
	Case 1) 적정주가	**260,000**	: 2019-23년 각각 목표 PBR 적용 후 현재가치로 할인			

②	P/B Valuation	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
	주당순자산가치(BPS)	534,820	554,218	575,713	596,202	617,410
	주당순자산가치의 현재가치	534,820	502,237	472,782	443,687	416,375
	Average PV of BPS	473,980	: 2019-23년 BPS를 현재가치로 할인한 평균			
	목표 Multiple	0.9	: 2010-13년 과거 4년간 최고의 평균			
	Case 2) 적정주가	**410,000**				
	평균 ①, ②	**330,000**	*** 목표주가는 2020년 예상 BPS의 0.6배 수준**			

자료: 케이프투자증권 리서치본부

재무상태표

(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산	33,651	36,180	38,844	41,158
현금및현금성자산	2,644	4,863	7,214	9,212
매출채권 및 기타채권	10,374	10,478	10,582	10,688
재고자산	11,500	11,615	11,731	11,848
비유동자산	44,597	43,425	42,820	42,724
투자자산	5,851	5,910	5,969	6,029
유형자산	30,018	29,030	28,594	28,652
무형자산	5,171	4,928	4,701	4,486
자산총계	78,248	79,605	81,665	83,882
유동부채	18,938	18,349	18,496	18,603
매입채무 및 기타채무	6,659	6,427	6,498	6,774
단기차입금	7,488	7,478	7,468	7,458
유동성장기부채	2,802	2,435	2,501	2,321
비유동부채	12,551	12,606	12,661	12,716
사채 및 장기차입금	9,920	9,950	9,980	10,010
부채총계	31,489	30,954	31,156	31,319
지배기업소유지분	43,371	45,097	46,788	48,662
자본금	482	482	482	482
자본잉여금	1,411	1,411	1,411	1,411
이익잉여금	44,216	45,941	47,633	49,507
기타자본	-2,738	-2,738	-2,738	-2,738
비지배지분	3,388	3,554	3,721	3,901
자본총계	46,760	48,651	50,508	52,563
총차입금	20,470	20,125	20,212	20,054
순차입금	9,451	6,802	4,454	2,213

포괄손익계산서

(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	64,978	64,725	65,437	68,226
증가율(%)	7.1	-0.4	1.1	4.3
매출원가	57,005	58,195	58,760	61,051
매출총이익	7,972	6,530	6,677	7,175
매출총이익률(%)	12.3	10.1	10.2	10.5
판매비와 관리비	2,430	2,399	2,512	2,709
영업이익	5,543	4,131	4,166	4,466
영업이익률(%)	8.5	6.4	6.4	6.5
EBITDA	8,810	7,372	7,339	7,632
EBITDA M%	13.6	11.4	11.2	11.2
영업외손익	-1,980	-482	-508	-496
지분법관련손익	113	300	120	122
금융손익	-538	-332	-183	-177
기타영업외손익	-1,554	-450	-446	-441
세전이익	3,563	3,649	3,657	3,970
법인세비용	1,671	883	885	961
당기순이익	1,892	2,766	2,772	3,009
지배주주순이익	1,691	2,600	2,606	2,829
지배주주순이익률(%)	2.9	4.3	4.2	4.4
비지배주주순이익	201	166	166	181
기타포괄이익	-429	0	0	0
총포괄이익	1,464	2,766	2,772	3,009
EPS 증가율(%, 지배)	-39.4	53.8	0.2	8.5
이자손익	-404	-414	-350	-293
총외화관련손익	-204	-88	1	-48

현금흐름표

(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	5,870	5,424	5,712	6,192
영업에서 창출된 현금흐름	7,183	6,455	6,682	7,180
이자의 수취	352	304	364	420
이자의 지급	-750	-677	-673	-671
배당금 수입	224	224	224	224
법인세부담액	-1,140	-883	-885	-961
투자활동 현금흐름	-2,648	-1,940	-2,532	-3,080
유동자산의 감소(증가)	-701	-84	-85	-85
투자자산의 감소(증가)	280	241	61	63
유형자산 감소(증가)	-2,045	-2,010	-2,510	-3,010
무형자산 감소(증가)	425	0	0	0
재무활동 현금흐름	-3,195	-1,265	-829	-1,114
사채및차입금증가(감소)	-942	-346	87	-158
자본금및자본잉여금 증감	-2	0	0	0
배당금 지급	-724	-877	-875	-915
외환환산으로 인한 현금변동	5	0	0	0
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0
현금증감	31	2,219	2,351	1,997
기초현금	2,613	2,644	4,863	7,214
기말현금	2,644	4,863	7,214	9,212
FCF	3,734	3,374	3,162	3,142

주요지표

	2018A	2019E	2020E	2021E
총발행주식수(천주)	87,187	87,187	87,187	87,187
시가총액(십억원)	21,186	20,794	20,794	20,794
주가(원)	243,000	237,000	237,000	237,000
EPS(원)	19,391	29,825	29,890	32,443
BPS(원)	515,032	534,820	554,218	575,713
DPS(원)	10,000	11,000	11,500	12,000
PER(X)	12.5	7.9	7.9	7.3
PBR(X)	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(X)	3.9	4.2	3.9	3.5
ROE(%)	4.0	5.8	5.6	5.8
ROA(%)	2.4	3.5	3.4	3.6
ROIC(%)	5.4	6.4	6.5	7.1
배당수익률(%)	4.1	4.6	4.9	5.1
부채비율(%)	67.3	63.6	61.7	59.6
순차입금/자기자본(%)	20.2	14.0	8.8	4.2
유동비율(%)	177.7	197.2	210.0	221.2
이자보상배율(X)	7.5	5.7	5.8	6.3
총자산회전율	0.8	0.8	0.8	0.8
매출채권 회전율	6.4	6.2	6.2	6.4
재고자산 회전율	6.1	5.6	5.6	5.8
매입채무 회전율	8.8	8.9	9.1	9.2

자료: 케이프투자증권 리서치본부

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

현대제철 (004020KS | Buy 유지 | TP 52,000원 유지)

향후 주가는 20년 이익 증가를 반영할 필요!

현대제철의 주가는 PBR 0.24배로 저평가되었습니다. 현대차향 강판 가격 인상이 어렵다는 점을 반영했습니다. 봉형강의 경우 유지보수를 통해 재고 조정하면서 가격을 방어하고 있고, 현재 수준의 철광석 가격이 유지된다면 현대차향 가격 인하는 어려울 전망입니다. 20년 이익 증가가 예상되는 현대제철에 대해 투자의견 Buy를 유지합니다.

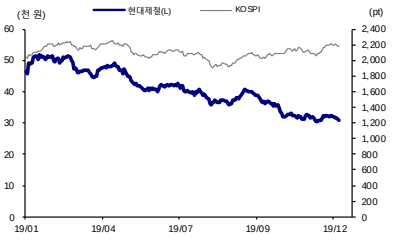
19년 4분기 실적 예상보다 저조할 전망

- 19년 4분기 판매량 520만톤, 스프레드 봉형강 -1만원(판가 -6만원, 원가 -5만원), 판재류 전분기와 유사(판가 -3만원, 원가 -3만원)하면서 별도 영업이익 전분기 대비 감소할 전망. 조선향 후판 가격은 3분기 3만원 인상했다가 4분기 다시 인하해, 하반기 평균 1.5만원 상승한 효과 있을 것. 현대차향 강판 가격은 동결로 파악.
- 기존과 달라진 점은 현대차향 판매량이 줄어들고 있다는 점임. 자동차향이 이익률이 높았던 점을 감안하면, 판매량 감소에 따라 마진 축소는 불가피할 전망. 특히, 중국 법인 등 연말 재고조정으로 해외 매출 줄어들 것으로 추정.
- 3분기에 인건비를 약 300억원 추가 반영했는데, 향후에도 비용 발생할 가능성 있음. 현대제철은 만 53세 이상 사무직 직원들을 대상으로 희망퇴직을 시행하고 있는데, 수익성 악화를 만회하고자 하는 노력을 구체화하고 있음.

20년 연결 영업이익 전년 대비 36% 증가가 예상되는 현대제철에 대해 투자의견 Buy를 유지함

- 20년 1분기는 비수기로 판매량이 전분기 대비 줄어들더라도 판가 회복 중으로 실적 대폭 개선될 전망. 판매량은 500만톤 수준이 예상되고, 봉형강 판가는 +2~3만원, 판재류 +30~40달러 인상이 전망됨. 철광석의 경우 80달러 수준으로 전망되어 원재료 가격은 하향 안정화된다는 점도 실적 개선의 주요 포인트임.
- 연간 연결 영업이익이 전년 대비 36% 증가하는 현대제철에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 52,000원을 유지함. 목표 PBR은 20년 기준 0.4배에 해당됨. 현재주가는 0.24배로 저평가됨.

Stock Data



주가(1/3)	30,800원
액면가	5,000원
시가총액	4,110십억원
52주 최고/최저가	51,700원/ 30,300원

주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	-2.4	-18.0	-25.2
상대주가(%)	-6.5	-23.4	-28.0

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	(십억원)	19,166	20,780	20,590	19,430	19,652
영업이익	(십억원)	1,368	1,026	475	645	713
영업이익률	(%)	7.1	4.9	2.3	3.3	3.6
지배주주순이익	(십억원)	716	399	62	257	326
EPS	(원)	5,366	2,988	465	1,927	2,444
증감률	(%)	-15.8	-44.3	-84.4	314.8	26.9
PER	(배)	10.9	15.1	66.3	16.0	12.6
PBR	(배)	0.5	0.4	0.2	0.2	0.2
ROE	(%)	4.3	2.4	0.4	1.5	1.9
EV/EBITDA	(배)	6.6	6.4	6.6	5.7	5.1
순차입금	(십억원)	10,736	10,321	8,472	6,904	5,463
부채비율	(%)	95.9	95.6	94.2	90.8	88.9

표1. 현대제철 4Q19 실적 프리뷰 (단위: 십억원, %)

	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E(a)	YoY	QoQ	컨센서스(b)	차이 (a/b)
매출액	5,313	5,072	5,572	5,047	4,899	-7.8	-2.9	5,159	-5.0
영업이익	255	212	233	34	-5	-101.8	-113.2	90	-105.0
지배주주순이익	82	114	46	-68	-30	-136.3	-56.3	11	-373.2
영업이익률	4.8	4.2	4.2	0.7	-0.1			1.7	
지배주주순이익률	1.5	2.2	0.8	-1.3	-0.6			0.2	

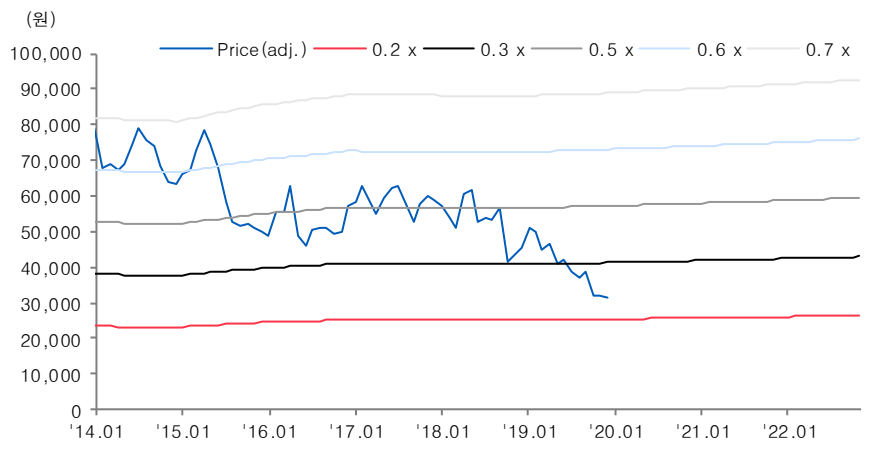
자료: 케이프투자증권 리서치본부

표2. 현대제철 분기별 실적 전망 (단위: 십억원)

	2018	2019E	2020E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	**20,780**	**20,590**	**19,430**	**5,072**	**5,572**	**5,047**	**4,900**	**4,815**	**4,994**	**4,709**	**4,912**
현대제철 별도	18,611	18,356	17,490	4,478	5,017	4,459	4,402	4,323	4,507	4,227	4,434
현대제철 이외	2,170	2,235	1,940	594	555	589	497	492	488	483	478
매출원가	18,708	18,997	17,675	4,614	5,054	4,729	4,600	4,416	4,533	4,298	4,428
현대제철 별도	16,766	16,951	15,883	4,096	4,549	4,175	4,131	3,962	4,083	3,852	3,987
현대제철 이외	1,943	2,046	1,792	518	505	555	469	455	450	446	441
매출총이익	2,072	1,593	1,755	458	518	318	299	399	461	411	483
현대제철 별도	1,845	1,404	1,606	382	468	284	271	361	424	375	447
현대제철 이외	227	189	148	76	50	34	29	38	37	37	37
판관비	1,046	1,118	1,110	246	285	284	304	272	281	260	297
현대제철 별도	911	980	989	213	250	250	268	239	250	231	269
현대제철 이외	135	138	121	33	35	34	36	32	31	29	28
영업이익	**1,026**	**475**	**645**	**212**	**233**	**34**	**-4**	**127**	**180**	**151**	**186**
현대제철 별도	**934**	**424**	**617**	**169**	**218**	**34**	**3**	**122**	**174**	**144**	**177**
현대제철 이외	92	50	28	44	14	0	-8	5	6	8	9
영업외손익	-456	-321	-299	-56	-101	-99	-66	-48	-101	-88	-61
세전이익	570	153	346	156	132	-65	-70	79	80	63	125
순이익	408	67	262	114	51	-66	-32	60	60	48	95
지배주주순이익	**399**	**62**	**257**	**114**	**46**	**-68**	**-30**	**58**	**59**	**47**	**93**

자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림1. 현대제철 PBR 밴드



자료: 케이프투자증권 리서치본부

표3. 현대제철 목표주가 산정 (단위: 원, 배, %)

①	적정 P/B Multiple	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
	자기자본이익률(ROE)	0.4%	1.5%	1.9%	2.0%	2.2%
	배당성향	146.1%	40.0%	33.5%	33.8%	32.3%
	성장률	-0.2%	0.9%	1.3%	1.3%	1.5%
	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)	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10
	영구 성장률(Terminal growth)	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
	적정 P/B Multiple	-0.06	0.06	0.10	0.10	0.12

	P/B Valuation	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
	주당순자산가치(BPS)	125,809	126,949	128,557	130,238	132,138
	목표 Multiple 가정	-0.06	0.06	0.10	0.10	0.12
	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)	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
	BPS * 목표 Multiple	-7,831	7,029	12,304	13,410	16,020
	Case 1) 적정주가	**5,000**	: 2019-23년 각각 목표 PBR 적용 후 현재가치로 할인			

②	P/B Valuation	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
	주당순자산가치(BPS)	125,809	126,949	128,557	130,238	132,138
	주당순자산가치의 현재가치	125,809	114,678	104,906	96,006	87,991
	Average PV of BPS	105,878	: 2019-23년 BPS를 현재가치로 할인한 평균			
	목표 Multiple	0.9	: 2012-15년 4년 최고 PBR의 평균			
	Case 2) 적정주가	**98,000**				
	평균 ①, ②	**52,000**	***목표주가는 2020년 예상 BPS의 0.4배 수준**			

자료: 케이프투자증권 리서치본부

현대제철 | 향후 주가는 20년 이익 증가를 반영할 필요!

재무상태표

(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산	8,769	9,962	11,032	12,370
현금및현금성자산	762	2,376	3,666	4,925
매출채권 및 기타채권	2,677	2,704	2,731	2,758
재고자산	4,919	4,468	4,216	4,264
비유동자산	24,536	23,044	21,681	20,436
투자자산	1,628	1,632	1,636	1,639
유형자산	20,785	19,335	18,011	16,802
무형자산	1,653	1,608	1,565	1,524
자산총계	33,305	33,006	32,713	32,806
유동부채	6,703	6,642	6,379	6,417
매입채무 및 기타채무	3,429	3,379	3,188	3,225
단기차입금	986	936	901	902
유동성장기부채	2,066	2,103	2,064	2,063
비유동부채	9,579	9,372	9,185	9,017
사채 및 장기차입금	8,234	8,014	7,814	7,634
부채총계	16,282	16,014	15,564	15,435
지배기업소유지분	16,696	16,660	16,812	17,026
자본금	667	667	667	667
자본잉여금	3,914	3,914	3,914	3,914
이익잉여금	11,561	11,524	11,676	11,891
기타자본	554	554	554	554
비지배지분	327	333	338	344
자본총계	17,023	16,992	17,149	17,371
총차입금	11,374	11,142	10,867	10,687
순차입금	10,321	8,472	6,904	5,463

포괄손익계산서

(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	20,780	20,590	19,430	19,652
증가율(%)	8.4	-0.9	-5.6	1.1
매출원가	18,708	18,997	17,675	17,809
매출총이익	2,072	1,593	1,755	1,843
매출총이익률(%)	10.0	7.7	9.0	9.4
판매비와 관리비	1,046	1,118	1,110	1,129
영업이익	1,026	475	645	713
영업이익률(%)	4.9	2.3	3.3	3.6
EBITDA	2,617	1,960	2,002	1,952
EBITDA M%	12.6	9.5	10.3	9.9
영업외손익	-456	-321	-299	-274
지분법관련손익	18	15	14	12
금융손익	-302	-310	-284	-257
기타영업외손익	-172	-27	-29	-29
세전이익	570	153	346	439
법인세비용	162	86	84	106
당기순이익	408	67	262	333
지배주주순이익	399	62	257	326
지배주주순이익률(%)	2.0	0.3	1.4	1.7
비지배주주순이익	9	5	5	7
기타포괄이익	-320	0	0	0
총포괄이익	88	67	262	333
EPS 증가율(%, 지배)	-44.3	-84.4	314.8	26.9
이자손익	-314	-295	-268	-245
총외화관련손익	-63	-115	-76	-82

현금흐름표

(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	1,575	2,056	1,737	1,622
영업에서 창출된 현금흐름	2,132	2,400	2,053	1,937
이자의 수취	30	24	43	60
이자의 지급	-344	-319	-312	-305
배당금 수입	36	36	36	36
법인세부담액	-279	-86	-84	-106
투자활동 현금흐름	-1,165	-112	-73	-78
유동자산의 감소(증가)	-123	-3	-3	-3
투자자산의 감소(증가)	359	-4	-4	-4
유형자산 감소(증가)	-1,154	10	10	10
무형자산 감소(증가)	-5	0	0	0
재무활동 현금흐름	-419	-331	-373	-285
사채및차입금증가(감소)	-300	-232	-275	-180
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0
배당금 지급	-99	-98	-98	-105
외환환산으로 인한 현금변동	-1	0	0	0
연결범위변동으로 인한 현금증감	1	0	0	0
현금증감	-9	1,614	1,291	1,258
기초현금	771	762	2,376	3,666
기말현금	762	2,376	3,666	4,925
FCF	377	2,036	1,717	1,602

주요지표

	2018A	2019E	2020E	2021E
총발행주식수(천주)	133,446	133,446	133,446	133,446
시가총액(십억원)	6,038	4,197	4,197	4,197
주가(원)	45,250	30,800	30,800	30,800
EPS(원)	2,988	465	1,927	2,444
BPS(원)	126,082	125,809	126,949	128,557
DPS(원)	750	750	800	850
PER(X)	15.1	66.3	16.0	12.6
PBR(X)	0.4	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(X)	6.4	6.6	5.7	5.1
ROE(%)	2.4	0.4	1.5	1.9
ROA(%)	1.2	0.2	0.8	1.0
ROIC(%)	2.2	0.8	2.1	2.4
배당수익률(%)	1.7	2.4	2.6	2.8
부채비율(%)	95.6	94.2	90.8	88.9
순차입금/자기자본(%)	60.6	49.9	40.3	31.4
유동비율(%)	130.8	150.0	172.9	192.8
이자보상배율(X)	3.1	1.5	2.1	2.3
총자산회전율	0.6	0.6	0.6	0.6
매출채권 회전율	7.7	7.7	7.1	7.2
재고자산 회전율	4.6	4.4	4.5	4.6
매입채무 회전율	5.5	5.6	5.4	5.6

자료: 케이프투자증권 리서치본부

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

동국제강 (001230KS | Buy 유지 | TP 8,000원 유지)

20년, 봉형강 수익성 악화되면서 쉽지 않은 한 해가 될 전망

동국제강의 주가가 PBR 0.3배로 저평가되었습니다. 철근 수요 감소에 따른 수익성 하락이 반영되었다고 판단합니다. 지분 30% 보유중인 CSP에 대한 증자 및 지분법손실 부담도 존재합니다. 다만, 현재 주가는 이를 충분히 반영했다고 판단됩니다. 투자의견 Buy를 유지합니다.

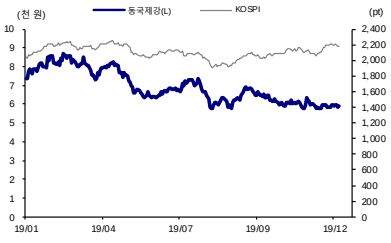
최근 현황 업데이트

- 봉형강: 4분기 봉형강 스프레드 1만원 하락을 전망하는데, 철근의 경우 판매량도 감소함. 수요 둔화에 대비해 감산한 영향. 연말 재고조정에 따른 평가손실을 반영하면, 실적은 전분기 대비 감소할 전망.
- 냉연: 판매량 감소폭은 크지 않으나, 가격 하락으로 스프레드 축소 예상.
- 후판: 건설향 후판 판매량 감소를 조선향이 상쇄하지 못하고 있는 상황으로 적자를 벗어나지 못하고 있음. 긍정적인 점은 롤마진이 전분기 대비 개선된다는 점임.
- 지분법손익: 동국제강은 CSP 주주3사 총 투자금액 5억불 중 지분 30%에 대해 참여할 예정으로 20년 0.795억불, 21년 0.255억불 추가 자금 투입될 것. 브라질 법인 CSP에 대해 19년 증자한 0.45억불은 3분기 손실 반영됨. CSP는 슬래브 가격이 6월 고점 이후 하락해 영업 적자 전환한 상태임.

투자의견 Buy와 목표주가 8,000원을 유지함. 목표 PBR은 0.4배에 해당됨

- 20년 철근 내수 수요 1천만톤 수준으로 전년 대비 7% 감소할 전망이나, 이에 대응한 감산으로 스프레드는 전년과 유사할 전망. 다만, 판매량 감소로 고정비 부담이 증가하면서 마진 축소 전망. 냉연은 고부가 컬러제품 비중 확대 및 수출 비중을 확대해 마진 유지될 전망이고, 후판은 강관사 대형 프로젝트 선점을 통해 판매 물량을 확대할 전망. 특히, 대만 풍력 프로젝트 등 고수익 제품 판매를 강화할 계획.
- 봉형강 판매량 감소에 따른 수익성 훼손 불가피하지만, 현재 주가는 PBR 0.3배로 저평가되어 투자의견 Buy 유지함.

Stock Data



주가(1/3)			5,900원
액면가			5,000원
시가총액			563십억원
52주 최고/최저가			8,680원/ 5,750원
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	-1.3	-8.7	-11.8
상대주가(%)	-5.5	-14.7	-15.1

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	(십억원)	6,049	5,965	5,621	5,296	5,366
영업이익	(십억원)	241	145	215	194	202
영업이익률	(%)	4.0	2.4	3.8	3.7	3.8
지배주주순이익	(십억원)	5	-298	-39	55	75
EPS	(원)	47	-3,121	-408	575	791
증감률	(%)	-92.6	-6,674.9	-86.9	-240.7	37.6
PER	(배)	231.7	-2.3	-14.4	10.3	7.5
PBR	(배)	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
ROE	(%)	0.2	-13.8	-2.1	2.7	3.6
EV/EBITDA	(배)	7.6	8.6	7.1	7.3	6.9
순차입금	(십억원)	2,472	2,299	2,251	2,124	1,985
부채비율	(%)	156.9	182.0	179.8	172.6	164.2

동국제강 | 20년, 봉형강 수익성 악화되면서 쉽지 않은 한 해가 될 전망

표1. 동국제강 4Q19 실적 프리뷰 (단위: 십억원, %)

	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E(a)	YoY	QoQ	컨센서스(b)	차이 (a/b)
매출액	1,550	1,375	1,495	1,430	1,320	-14.8	-7.7	1,434	-7.9
영업이익	39	48	79	57	30	-23.1	-46.5	46	-33.7
지배주주순이익	-59	4	21	-60	-3	-94.3	-94.4	13	-126.4
영업이익률	2.5	3.5	5.3	4.0	2.3			3.2	
지배주주순이익률	-3.8	0.3	1.4	-4.2	-0.3			0.9	

자료: 케이프투자증권 리서치본부

표2. 동국제강 분기별 실적 전망(연결 기준) (단위: 십억원, %)

	2018	2019E	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	**5,965**	**5,621**	**5,296**	**5,366**	**1,375**	**1,495**	**1,430**	**1,320**	**1,321**	**1,357**	**1,320**	**1,298**
매출원가	5,483	5,070	4,760	4,815	1,247	1,332	1,297	1,194	1,204	1,196	1,190	1,169
매출원가율(%)	91.9%	90.2%	89.9%	89.7%	90.7%	89.1%	90.7%	90.4%	91.2%	88.1%	90.2%	90.1%
판관비	337	336	342	349	80	83	76	96	82	85	78	98
판관비율(%)	6%	6%	6%	7%	6%	6%	5%	7%	6%	6%	6%	8%
영업이익	**145**	**215**	**194**	**202**	**48**	**79**	**57**	**30**	**35**	**76**	**52**	**31**
영업이익률(%)	2.4%	3.8%	3.7%	3.8%	3.5%	5.3%	4.0%	2.3%	2.7%	5.6%	3.9%	2.4%
영업외손익	-472	-248	-122	-102	-45	-49	-119	-35	-32	-31	-30	-28
금융수익	36	35	28	29	9	12	8	7	7	7	7	7
금융비용	178	189	109	91	42	49	67	31	29	28	27	25
기타영업외손익	-166	-36	-25	-26	-12	-12	-6	-6	-6	-6	-6	-6
종속및관계기업손익	-164	-59	-16	-14	-1	0	-54	-4	-4	-4	-4	-4
세전이익	-327	-34	72	99	3	30	-63	-4	3	45	22	2
법인세비용	-23	8	17	24	2	10	-2	-1	1	11	5	1
법인세율(%)	6.9%	-25.2%	24.2%	24.2%	77.1%	31.7%	4.0%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%
당기순이익	-304	-42	55	75	1	21	-60	-3	2	34	17	2
지배주주순이익	**-298**	**-39**	**55**	**75**	**4**	**21**	**-60**	**-3**	**2**	**34**	**17**	**2**

자료: 케이프투자증권 리서치본부

표3. 동국제강 사업부문별 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	2018	2019E	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
부문별 매출												
철강	5,804	5,422	5,090	5,105	1,369	1,469	1,470	1,496	1,333	1,449	1,377	1,263
운송	478	480	468	473	111	123	120	123	112	121	122	125
무역	394	422	433	436	93	93	104	104	104	93	119	106
소계	6,676	6,324	5,992	6,014	1,573	1,686	1,694	1,724	1,549	1,663	1,618	1,494
내부거래	-711	-703	-696	-698	-171	-174	-193	-174	-174	-168	-188	-173
(%)	-12%	-13%	-13%	-13%	-12%	-11%	-13%	-11%	-13%	-11%	-13%	-13%
총 매출(내부거래제거)	**5,965**	**5,621**	**5,296**	**5,366**	**1,401**	**1,512**	**1,501**	**1,550**	**1,375**	**1,495**	**1,430**	**1,320**
부문별 영업이익률												
철강	2.0%	3.2%	3.2%	3.3%	0.9%	1.7%	3.2%	2.2%	2.2%	5.0%	3.4%	2.0%
운송	1.3%	2.4%	2.4%	2.4%	0.8%	0.0%	1.6%	2.6%	2.3%	2.5%	2.4%	2.5%
무역	3.6%	4.4%	3.0%	3.1%	4.6%	5.3%	4.9%	0.1%	10.7%	4.3%	2.7%	0.2%
소계	2.1%	3.2%	3.1%	3.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
내부거래	-1.1%	-1.5%	-1.0%	-0.3%	-1.7%	-1.8%	0.6%	-1.5%	-3.0%	0.0%	-2.0%	-1.0%
총 영업이익률	**2.4%**	**3.8%**	**3.7%**	**3.8%**	**1.5%**	**2.1%**	**3.5%**	**2.5%**	**3.5%**	**5.3%**	**4.0%**	**2.3%**
부문별 영업이익												
철강	117	174	162	170	13	24	47	33	29	72	47	25
운송	6	12	11	12	1	0	2	3	3	3	3	3
무역	14	19	13	13	4	5	5	0	11	4	3	0
소계	137	204	187	195	18	29	54	37	43	79	53	29
내부거래	8	11	7	2	3	3	-1	3	5	0	4	2
총 영업이익	**145**	**215**	**194**	**202**	**21**	**32**	**53**	**39**	**48**	**79**	**57**	**30**

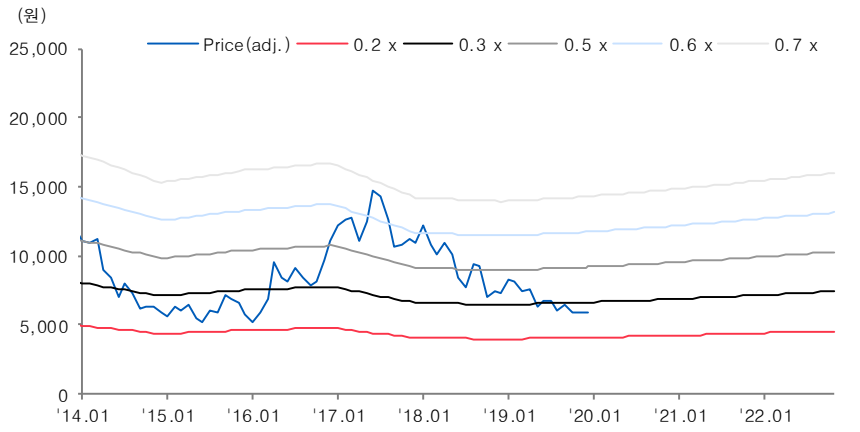
자료: 케이프투자증권 리서치본부

표4. 동국제강(연결기준) 철강 사업 실적 가정 (단위: 천톤, 십억원)

	2018	2019E	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
생산능력(천톤)	**7,768**	**7,768**	**7,768**	**7,768**	**1,942**	**1,942**	**1,942**	**1,942**	**1,942**	**1,942**	**1,942**	**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**	**6,222**	**6,073**	**6,100**	**1,511**	**1,646**	**1,551**	**1,514**	**1,525**	**1,579**	**1,505**	**1,464**
동국 봉형강	3,943	3,632	3,406	3,406	906	993	886	846	856	914	837	798
동국 후판	883	950	1,005	1,020	202	241	252	255	251	251	251	251
동국 냉연	1,616	1,514	1,532	1,541	374	380	380	380	385	382	382	382
중국 법인	182	126	130	133	29	32	34	33	33	32	34	33
제품별 매출액(십억원)	**5,543**	**5,160**	**4,941**	**5,001**	**1,263**	**1,372**	**1,299**	**1,226**	**1,237**	**1,274**	**1,227**	**1,204**
동국 봉형강	2,752	2,492	2,184	2,197	647	695	610	541	548	585	537	513
동국 후판	699	729	758	773	155	191	192	192	189	189	190	190
동국 냉연	1,711	1,646	1,674	1,691	395	418	418	414	420	418	418	418
기타	203	160	178	185	35	39	43	43	44	44	45	45
중국 법인	178	132	148	154	32	29	36	36	37	37	37	38

자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림1. 동국제강 PBR 밴드 차트



자료: 케이프투자증권 리서치본부

표5. 동국제강 목표주가 산정 (단위: 원, 배, %)

①	적정 P/B Multiple	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
	자기자본이익률(ROE)	-2.1%	2.7%	3.6%	4.3%	4.3%
	배당성향	0.0%	17.2%	12.5%	10.2%	9.8%
	성장률	-2.1%	2.3%	3.2%	3.9%	3.9%
	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	-0.47	0.08	0.19	0.27	0.27

	P/B Valuation	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
	주당순자산가치(BPS)	19,894	20,369	21,061	21,933	22,844
	목표 Multiple 가정	-0.47	0.08	0.19	0.27	0.27
	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	-9,360	1,691	3,982	5,855	6,102
	Case 1) 적정주가	4,000	: 2020-23년 각각 목표 PBR 적용 후 현재가치로 할인			

②	P/B Valuation	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
	주당순자산가치(BPS)	19,894	20,369	21,061	21,933	22,844
	주당순자산가치의 현재가치	19,894	18,400	17,186	16,168	15,212
	Average PV of BPS	16,742	: 2020-23년 BPS를 현재가치로 할인한 평균			
	목표 Multiple	0.7	: 2009-12년 연간 최고 P/B의 평균 적용			
	Case 2) 적정주가	12,000				
	평균 ①, ②	8,000	* 목표주가는 2020년 예상 BPS의 0.4배 수준			

자료: 케이프투자증권 리서치본부

동국제강 | 20년, 봉형강 수익성 악화되면서 쉽지 않은 한 해가 될 전망

재무상태표

(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,174	2,110	2,179	2,263
현금및현금성자산	343	261	312	377
매출채권 및 기타채권	840	848	857	865
재고자산	879	888	897	906
비유동자산	3,556	3,459	3,370	3,289
투자자산	50	50	51	51
유형자산	3,396	3,301	3,215	3,136
무형자산	76	73	70	68
자산총계	5,730	5,568	5,549	5,551
유동부채	3,229	3,108	3,043	2,978
매입채무 및 기타채무	897	906	915	924
단기차입금	1,736	1,686	1,636	1,586
유동성장기부채	580	500	475	451
비유동부채	469	470	471	471
사채 및 장기차입금	371	371	371	371
부채총계	3,698	3,578	3,513	3,450
지배기업소유지분	1,926	1,887	1,932	1,998
자본금	589	589	589	589
자본잉여금	102	102	102	102
이익잉여금	484	445	490	556
기타자본	751	751	751	751
비지배지분	107	103	103	103
자본총계	2,032	1,990	2,035	2,101
총차입금	2,704	2,574	2,499	2,425
순차입금	2,299	2,251	2,124	1,985

포괄손익계산서

(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	5,965	5,621	5,296	5,366
증가율(%)	-1.4	-5.8	-5.8	1.3
매출원가	5,483	5,070	4,760	4,815
매출총이익	482	550	536	551
매출총이익률(%)	8.1	9.8	10.1	10.3
판매비와 관리비	337	336	342	349
영업이익	145	215	194	202
영업이익률(%)	2.4	3.8	3.7	3.8
EBITDA	361	413	383	383
EBITDA M%	6.0	7.3	7.2	7.1
영업외손익	-472	-248	-122	-102
지분법관련손익	-164	-59	-16	-14
금융손익	-142	-154	-81	-62
기타영업외손익	-166	-36	-25	-26
세전이익	-327	-34	72	99
법인세비용	-23	8	17	24
당기순이익	-304	-42	55	75
지배주주순이익	-298	-39	55	75
지배주주순이익률(%)	-5.1	-0.7	1.0	1.4
비지배주주순이익	-7	-3	0	0
기타포괄이익	-33	0	0	0
총포괄이익	-338	-42	55	75
EPS 증가율(%, 지배)	-6,674.9	-86.9	-240.7	37.6
이자손익	-101	-105	-89	-71
총외화관련손익	-49	-43	20	21

현금흐름표

(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	229	191	207	228
영업에서 창출된 현금흐름	375	296	316	341
이자의 수취	3	4	4	5
이자의 지급	-121	-100	-96	-93
배당금 수입	0	0	0	0
법인세부담액	-5	-8	-17	-24
투자활동 현금흐름	-73	-144	-81	-80
유동자산의 감소(증가)	-30	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	170	0	0	0
유형자산 감소(증가)	-56	-100	-100	-100
무형자산 감소(증가)	16	0	0	0
재무활동 현금흐름	-194	-130	-75	-83
사채및차입금증가(감소)	-179	-130	-75	-74
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0
배당금 지급	-11	0	0	-9
외환환산으로 인한 현금변동	2	0	0	0
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0
현금증감	-36	-82	51	65
기초현금	379	343	261	312
기말현금	343	261	312	377
FCF	168	91	107	128

주요지표

	2018A	2019E	2020E	2021E
총발행주식수(천주)	95,433	95,433	95,433	95,433
시가총액(십억원)	690	568	568	568
주가(원)	7,230	5,900	5,900	5,900
EPS(원)	-3,121	-408	575	791
BPS(원)	20,302	19,894	20,369	21,061
DPS(원)	0	0	100	100
PER(X)	-2.3	-14.4	10.3	7.5
PBR(X)	0.4	0.30	0.29	0.28
EV/EBITDA(X)	8.6	7.1	7.3	6.9
ROE(%)	-13.8	-2.1	2.7	3.6
ROA(%)	-5.2	-0.7	1.0	1.4
ROIC(%)	2.1	6.3	3.5	3.7
배당수익률(%)	0.0	0.0	1.7	1.7
부채비율(%)	182.0	179.8	172.6	164.2
순차입금/자기자본(%)	113.1	113.1	104.4	94.5
유동비율(%)	67.3	67.9	71.6	76.0
이자보상배율(X)	1.4	1.9	2.0	2.6
총자산회전율	1.0	1.0	1.0	1.0
매출채권 회전율	7.1	6.7	6.2	6.2
재고자산 회전율	7.2	6.4	5.9	6.0
매입채무 회전율	7.0	5.6	5.2	5.2

자료: 케이프투자증권 리서치본부

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

세아베스틸 (001430KS | Buy 유지 | TP 21,000원 하향)

20년에는 질적 성장을 위한 과도기가 될 전망

세아베스틸의 수요 산업이 부진합니다. 자동차와 건설중장비 판매량이 줄어들고 있습니다. 이를 극복하기 위해서 고부가가치인 에너지와 베어링 강종 판매량을 증가시키기 위한 노력을 하고 있습니다. 20년에는 질적 성장을 위한 과도기에 진입하나, 대형단조 적자폭이 축소되고, 베트남 법인 설립으로 성장 발판을 마련한 동사에 대해 투자의견 Buy를 유지합니다.

최근 탐방을 통해, 세아베스틸의 수요산업 부진이 지속되고 있다는 점을 확인

- 자동차와 건설중장비 판매량 감소하고, 유럽 자동차향 수출도 줄어들고 있음. 자동차 생산량은 3분기 185.6만톤(국내 88.7만톤, 해외 96.9만톤)으로 -8%QoQ, -2.4%YoY. 국내 생산량 감소 영향이 컸음. 건설중장비 생산량은 17,814대(지게차 9,630개, 굴삭기 8,184대)로 -19%QoQ, -13%YoY. 전 품목 생산량이 줄었음.
- 향후 영업적자폭이 축소될 전망인데, 3분기는 전통적인 비수기였고, 4분기에는 판매량이 회복하고, 원가 절감 노력이 반영되기 때문. 다만, 단기적으로 드라마틱한 실적 개선은 어려울 전망.
- 반면, 세아창원특수강은 니켈 가격 상승에 따른 가격 인상을 단행해 상대적으로 양호한 실적을 시현 중.

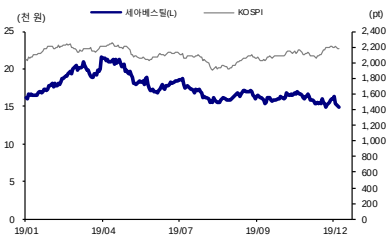
20년부터는 질적 성장을 추구할 전망

- 베스틸 판매량은 19년 대비 4% 감소한 171만톤으로 전망. 전방 산업의 생산량 감소에 따른 특수강 수요 감소에 기인. 생산 감소에 따른 고정비 부담 증가하나, 올해 사고 발생(군산 공장 가동 중단 10일 등)에 따른 비용이 반영된다는 점을 감안하면 20년 이익 성장할 전망. 사고에 따른 직접 비용은 약 170억원 수준으로 추정됨.
- 특히, 에너지, 베어링 등 고부가가치 강종 판매량을 증가시킬 계획으로 양보다는 질적인 성장을 추구할 것. 회사내 조직 개편을 통해 인건비 자연 감소도 기대해 볼 만함.

이익 성장 가능하고, 베트남 법인 설립으로 성장 발판 마련해 투자의견 Buy 유지함

- 질적 성장을 위한 과도기에 진입하나, 사용후핵연료저장용기(CASK)를 수주해 대형단조 적자폭이 축소될 전망이고, 베트남 법인 설립으로 베어링용 무계목강관(1.5만톤) 생산거점을 확보해 성장 발판을 마련했다는 점을 고려해 투자의견 Buy를 유지함. 목표주가는 실적 부진을 반영해 추정치 조정으로 21,000원으로 하향 제시함.

Stock Data



주가(1/3)	14,900원
액면가	5,000원
시가총액	534십억원
52주 최고/최저가	21,550원/ 14,900원

주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	-4.8	-8.0	-19.9
상대주가(%)	-8.8	-14.1	-22.9

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	(십억원)	3,055	3,278	3,014	2,960	3,077
영업이익	(십억원)	189	56	47	61	86
영업이익률	(%)	6.2	1.7	1.6	2.1	2.8
지배주주순이익	(십억원)	127	21	25	40	59
EPS	(원)	3,533	585	704	1,121	1,647
증감률	(%)	42.8	-83.4	20.3	59.2	46.9
PER	(배)	8.2	30.2	21.2	13.3	9.0
PBR	(배)	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3
ROE	(%)	6.7	1.2	1.3	2.1	3.1
EV/EBITDA	(배)	6.4	8.5	7.8	7.3	6.4
순차입금	(십억원)	917	1,119	1,043	961	868
부채비율	(%)	70.7	86.4	84.6	82.1	79.0

표1. 세아베스틸 4Q19 실적 프리뷰 (단위: 십억원, %)

	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E(a)	YoY	QoQ	컨센서스(b)	차이 (a/b)
매출액	781	781	790	715	728	-6.8	1.9	722	0.9
영업이익	-32	17	25	0	6	-118.4	-1,479.8	9	-34.0
지배주주순이익	-25	12	10	0	3	-112.7	960.2	2	40.4
영업이익률	-4.1	2.1	3.2	-0.1	0.8			1.2	
지배주주순이익률	-3.2	1.5	1.3	0.0	0.4			0.3	

자료: 케이프투자증권 리서치본부

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

	2018	2019E	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	**3,278.1**	**3,014.4**	**2,960.3**	**3,076.6**	**780.7**	**790.4**	**714.9**	**728.4**	**711.1**	**761.9**	**711.5**	**775.8**
매출원가	3,088.0	2,839.6	2,773.7	2,860.0	733.5	731.3	684.4	690.4	674.6	714.6	662.9	721.6
매출원가율(%)	94.2%	94.2%	93.7%	93.0%	94.0%	92.5%	95.7%	94.8%	94.9%	93.8%	93.2%	93.0%
매출총이익	190.1	174.8	186.6	216.6	47.2	59.1	30.5	38.0	36.5	47.3	48.6	54.2
매출총이익률(%)	5.8%	5.8%	6.3%	7.0%	6.0%	7.5%	4.3%	5.2%	5.1%	6.2%	6.8%	7.0%
판관비	134.2	127.7	125.7	130.6	30.6	34.0	30.9	32.2	27.9	32.8	30.8	34.3
판관비율(%)	4.1%	4.2%	4.2%	4.2%	3.9%	4.3%	4.3%	4.4%	3.9%	4.3%	4.3%	4.4%
영업이익	**55.9**	**47.1**	**60.9**	**86.0**	**16.6**	**25.1**	**-0.4**	**5.8**	**8.6**	**14.5**	**17.8**	**19.9**
영업이익률(%)	1.7%	1.6%	2.1%	2.8%	2.1%	3.2%	-0.1%	0.8%	1.2%	1.9%	2.5%	2.6%
영업외손익	-26.4	-9.1	-5.2	-4.2	-1.6	-6.0	-0.1	-1.4	-1.3	-1.8	-1.6	-0.6
세전이익	29.5	38.0	55.7	81.8	15.0	19.1	-0.5	4.4	7.3	12.8	16.2	19.3
법인세비용	4.7	11.8	13.4	19.6	4.3	8.6	-2.1	1.1	1.8	3.1	3.9	4.6
당기순이익	24.8	26.1	42.3	62.2	10.7	10.5	1.5	3.4	5.6	9.7	12.3	14.7
지배주주순이익	**21.0**	**25.2**	**40.2**	**59.1**	**11.7**	**10.1**	**0.3**	**3.2**	**5.3**	**9.2**	**11.7**	**14.0**

자료: 케이프투자증권 리서치본부

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

	2018	2019E	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	2,042.4	1,778.7	1,695.4	1,726.0	492.6	476.5	406.4	403.2	417.9	432.7	401.7	443.0
영업이익	13.1	0.2	4.7	23.3	13.7	10.2	-15.6	-8.1	-4.2	0.0	4.0	4.9
영업이익률(%)	0.6%	0.0%	0.3%	1.4%	2.8%	2.1%	-3.8%	-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	1.1%

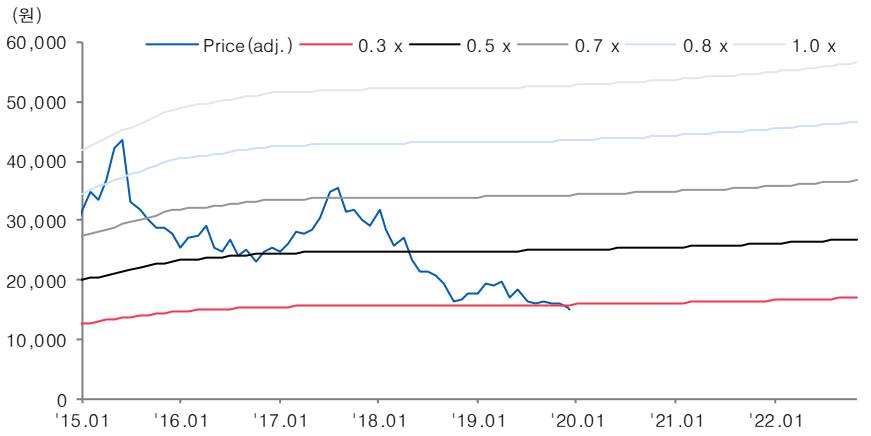
자료: 케이프투자증권 리서치본부

표4. 세아창원특수강(별도기준) 분기별 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	2018	2019E	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	1,229.3	1,216.2	1,264.9	1,350.6	291.3	305.4	294.2	325.3	293.2	329.2	309.8	332.8
영업이익	37.9	45.2	56.2	62.7	5.9	13.2	12.3	13.9	12.8	14.5	13.8	15.0
영업이익률(%)	3.1%	3.7%	4.4%	4.6%	2.0%	4.3%	4.2%	4.3%	4.4%	4.4%	4.5%	4.5%

자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림1. 세아베스틸 PBR 밴드 차트



자료: 케이프투자증권 리서치본부

표5. 세아베스틸 목표주가 산정 (단위: 원, 배, %)

①	적정 P/B Multiple	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
	자기자본이익률(ROE)	1.3%	2.1%	3.1%	3.6%	4.7%
	배당성향	88.5%	58.9%	42.9%	38.1%	30.4%
	성장률	0.2%	0.9%	1.7%	2.2%	3.2%
	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	-0.13	0.02	0.20	0.31	0.51

	P/B Valuation	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
	주당순자산가치(BPS)	52,191	52,617	53,519	54,705	56,498
	목표 Multiple 가정	-0.13	0.02	0.20	0.31	0.51
	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	-6,925	1,101	10,888	16,872	28,992
	Case 1) 적정주가	**9,000**	: 2020-23년 각각 목표 PBR 적용 후 현재가치로 할인			

②	P/B Valuation	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
	주당순자산가치(BPS)	52,191	52,617	53,519	54,705	56,498
	주당순자산가치의 현재가치	52,191	49,083	46,572	44,406	42,781
	Average PV of BPS	45,710	: 2020-23년 BPS를 현재가치로 할인한 평균			
	목표 Multiple	0.7	: 과거 5년간 최고 P/B의 평균 적용			
	Case 2) 적정주가	**33,000**				
	평균 ①, ②	**21,000**	*** 목표주가는 2020년 예상 BPS의 0.4배 수준**			

자료: 케이프투자증권 리서치본부

재무상태표

(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,381	1,423	1,470	1,529
현금및현금성자산	72	108	149	203
매출채권 및 기타채권	399	403	407	411
재고자산	897	899	901	903
비유동자산	2,338	2,264	2,199	2,141
투자자산	74	74	75	75
유형자산	2,224	2,152	2,087	2,030
무형자산	13	12	11	10
자산총계	3,719	3,687	3,669	3,671
유동부채	982	955	938	922
매입채무 및 기타채무	301	304	307	310
단기차입금	491	476	461	446
유동성장기부채	125	110	105	99
비유동부채	742	734	715	698
사채 및 장기차입금	468	458	437	417
부채총계	1,724	1,689	1,654	1,620
지배기업소유지분	1,860	1,862	1,877	1,909
자본금	219	219	219	219
자본잉여금	309	309	309	309
이익잉여금	1,245	1,247	1,263	1,295
기타자본	86	86	86	86
비지배지분	135	136	138	141
자본총계	1,995	1,998	2,015	2,051
총차입금	1,201	1,161	1,120	1,081
순차입금	1,119	1,043	961	868

포괄손익계산서

(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	3,278	3,014	2,960	3,077
증가율(%)	7.3	-8.0	-1.8	3.9
매출원가	3,088	2,840	2,774	2,860
매출총이익	190	175	187	217
매출총이익률(%)	5.8	5.8	6.3	7.0
판매비와 관리비	134	128	126	131
영업이익	56	47	61	86
영업이익률(%)	1.7	1.6	2.1	2.8
EBITDA	221	221	227	244
EBITDA M%	6.8	7.3	7.7	7.9
영업외손익	-26	-9	-5	-4
지분법관련손익	1	1	0	2
금융손익	-21	-11	-8	-8
기타영업외손익	-7	1	2	2
세전이익	30	38	56	82
법인세비용	5	12	13	20
당기순이익	25	26	42	62
지배주주순이익	21	25	40	59
지배주주순이익률(%)	0.8	0.9	1.4	2.0
비지배주주순이익	4	1	2	3
기타포괄이익	-5	0	0	0
총포괄이익	19	26	42	62
EPS 증가율(%, 지배)	-83.4	20.3	59.2	46.9
이자손익	-27	-29	-27	-26
총외화관련손익	2	0	0	0

현금흐름표

(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	88	207	206	218
영업에서 창출된 현금흐름	141	242	241	258
이자의 수취	1	2	2	3
이자의 지급	-27	-31	-30	-29
배당금 수입	6	6	6	6
법인세부담액	-32	-12	-13	-20
투자활동 현금흐름	-92	-100	-100	-100
유동자산의 감소(증가)	6	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-4	0	0	0
유형자산 감소(증가)	-82	-100	-100	-100
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0
재무활동 현금흐름	63	-70	-64	-64
사채및차입금증가(감소)	255	-40	-41	-40
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0
배당금 지급	-32	-30	-23	-25
외환환산으로 인한 현금변동	0	0	0	0
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0
현금증감	59	36	41	53
기초현금	12	72	108	149
기말현금	72	108	149	203
FCF	6	107	106	118

주요지표

	2018A	2019E	2020E	2021E
총발행주식수(천주)	35,862	35,862	35,862	35,862
시가총액(십억원)	635	545	545	545
주가(원)	17,700	14,900	14,900	14,900
EPS(원)	585	704	1,121	1,647
BPS(원)	52,132	52,191	52,617	53,519
DPS(원)	850	650	700	750
PER(X)	30.2	21.2	13.3	9.0
PBR(X)	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(X)	8.5	7.8	7.3	6.4
ROE(%)	1.2	1.3	2.1	3.1
ROA(%)	0.7	0.7	1.2	1.7
ROIC(%)	1.0	1.1	1.5	2.2
배당수익률(%)	4.8	4.4	4.7	5.0
부채비율(%)	86.4	84.6	82.1	79.0
순차입금/자기자본(%)	56.1	52.2	47.7	42.3
유동비율(%)	140.7	149.0	156.7	165.9
이자보상배율(X)	2.0	1.5	2.0	3.0
총자산회전율	0.9	0.8	0.8	0.8
매출채권 회전율	8.2	7.5	7.3	7.5
재고자산 회전율	3.9	3.4	3.3	3.4
매입채무 회전율	9.7	9.4	9.1	9.3

자료: 케이프투자증권 리서치본부

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

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

광석 공급 증가 추세 유지되면서 제련수수료 높은 수준 유지 전망!

고려아연 주가가 지지부진하다가 반등에 성공했습니다. 낮아진 금속가격이 반등에 성공했기 때문입니다. 아연 광석 공급 증가로 제련수수료는 현 수준을 유지할 전망입니다. 올해 인덱스TC 상승 기대감을 주가는 반영할 필요가 있습니다. 투자의견 Buy을 유지합니다.

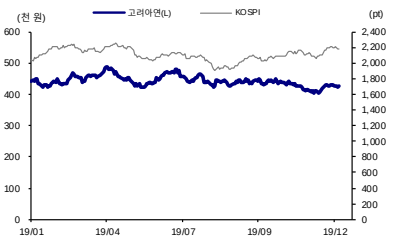
4Q19 연결 영업이익 2,270억원으로 전분기 대비 9% 증가할 전망

- 별도 영업이익 2,090억원으로 전분기 대비 15% 증가할 전망. 연간 가이던스를 맞추기 위해서 아연 판매량이 전분기 대비 1.7만톤 증가한 18만톤 판매된다고 가정한데 기인. 금속 가격은 전월 평균 기준 아연 2,399달러/톤(-2%QoQ), 연 2,096달러/톤(+6%QoQ), 은 17.7달러/oz(+11%QoQ), 은 1,492달러/oz(+5%QoQ)로 아연을 제외하고 전반적으로 상승. 원달러환율은 1,183원/달러로 전분기 대비 5원 하락하면서 환율 영향은 미미할 것.
- 특히, 3분기 있었던 연 보수 영향이 사라지면서 고정비 부담 줄어들 전망.

투자의견 Buy와 목표주가 57만원을 유지함

- 아연 가격은 재고 감소로 반등에 성공했음. 다만, 당분간 가격은 지지부진할 전망. 중국의 6개 마켓의 잉곳 재고가 증가하기 시작했고, 주요 제련소들의 가동률이 12월 91%를 넘어서면서 전월 대비 상승해 생산이 증가하고 있는 반면, 최종 사용자 기업들 사이에서 아연 수요가 약세를 보이고 있기 때문.
- 아연 광석 공급이 늘어나고 있어 제련수수료는 당분간 높은 수준을 유지할 전망으로 아연 가격 하락에 따른 이익 감소를 상쇄할 전망. 고려아연에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 57만원을 유지함. 목표 PBR은 20년 1.5배에 해당됨. 최근 한 달간 주가는 소폭 반등했는데, 그 동안 하락했던 금속 가격이 상승 전환했다는 점을 반영. 향후에는 올해 협상에서 인덱스TC 상승 기대감을 반영할 필요.

Stock Data



주가(1/3)	425,500원
액면가	5,000원
시가총액	8,029십억원
52주 최고/최저가	489,000원/ 404,000원

주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	5.3	-2.2	-7.2
상대주가(%)	0.9	-8.7	-10.6

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	(십억원)	6,597	6,883	6,720	6,935	7,414
영업이익	(십억원)	895	765	856	862	936
영업이익률	(%)	13.6	11.1	12.7	12.4	12.6
지배주주순이익	(십억원)	629	527	664	680	741
EPS	(원)	33,336	27,950	35,207	36,035	39,286
증감률	(%)	6.2	-16.2	26.0	2.4	9.0
PER	(배)	14.8	15.5	12.1	11.8	10.8
PBR	(배)	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0
ROE	(%)	10.8	8.6	10.2	9.7	9.9
EV/EBITDA	(배)	6.7	5.9	4.6	4.2	3.5
순차입금	(십억원)	-1,897	-2,282	-2,760	-3,226	-3,737
부채비율	(%)	15.3	13.4	12.6	11.9	11.3

고려아연 | 광석 공급 증가 추세 유지되면서 제련수수료 높은 수준 유지 전망!

표1. 고려아연 4Q19 실적 프리뷰 (단위: 십억원, %)

	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E(a)	YoY	QoQ	컨센서스(b)	차이 (a/b)
매출액	1,639	1,497	1,743	1,731	1,749	6.8	1.1	1,798	-2.7
영업이익	151	177	242	209	227	50.1	8.8	217	4.7
지배주주순이익	90	151	185	158	171	89.4	8.0	157	8.8
영업이익률	9.2	11.9	13.9	12.1	13.0			12.1	
지배주주순이익률	5.5	10.1	10.6	9.1	9.8			8.7	

자료: 케이프투자증권 리서치본부

표2. 고려아연 분기별 실적 전망 (단위: 십억원)

	2018	2019E	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	**6,883**	**6,720**	**6,935**	**7,414**	**1,497**	**1,743**	**1,731**	**1,749**	**1,714**	**1,812**	**1,671**	**1,738**
별도기준	5,528	5,254	5,428	5,560	1,194	1,372	1,306	1,382	1,367	1,427	1,261	1,373
자회사	1,356	1,466	1,507	1,854	303	370	425	367	347	385	410	365
매출원가	5,979	5,720	5,927	6,326	1,286	1,464	1,483	1,487	1,495	1,525	1,434	1,473
별도기준	4,810	4,408	4,570	4,658	1,024	1,125	1,103	1,156	1,183	1,178	1,065	1,144
자회사	1,170	1,312	1,357	1,668	262	339	380	331	312	347	369	329
판관비	139	144	147	151	33	37	39	36	36	38	38	36
별도기준	70	71	72	74	16	18	20	17	18	19	19	16
자회사	69	74	74	78	17	19	19	19	18	19	18	19
영업이익	**765**	**856**	**862**	**936**	**177**	**242**	**209**	**227**	**183**	**250**	**199**	**230**
별도기준	648	776	786	829	154	230	183	209	166	230	177	213
자회사	117	80	76	108	24	12	26	18	17	20	23	17
영업외손익	4	76	92	104	35	16	18	9	24	21	29	18
세전이익	769	932	954	1,040	212	258	226	236	206	271	228	249
순이익	535	671	687	749	153	184	159	174	148	195	164	179
지배주주순이익	**527**	**664**	**680**	**741**	**151**	**185**	**158**	**171**	**147**	**193**	**163**	**177**

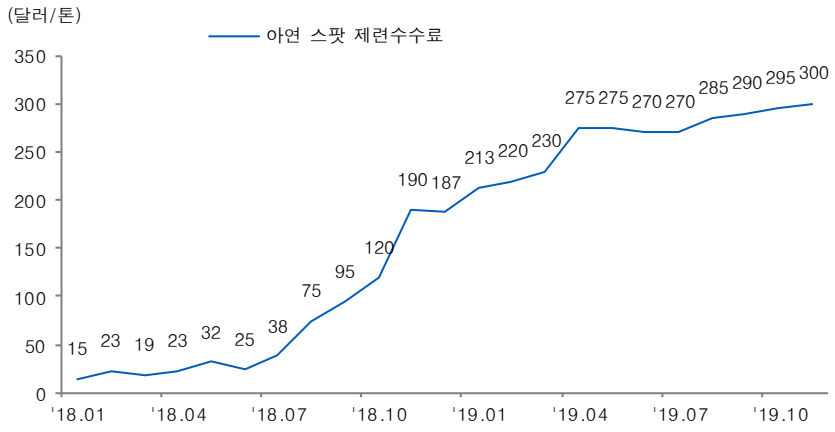
자료: 케이프투자증권 리서치본부

표3. 고려아연 별도기준 실적 주요 가정

주요 가정	2017	2018	2019E	2020E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E
매출액(십억원)	5,403	5,528	5,254	5,428	1,194	1,372	1,306	1,382
Zinc	2,062	2,342	2,089	1,971	445	584	509	551
Lead	1,190	1,122	1,013	1,045	261	263	251	238
Silver	1,257	1,119	1,184	1,369	266	293	298	327
Gold	497	403	429	472	92	99	105	133
Copper	150	172	165	183	48	45	45	28
Indium	43	43	41	47	10	7	10	14
판매량(톤)								
Zinc	597,907	676,483	649,851	650,000	138,224	167,909	163,438	180,280
Lead	421,653	412,523	396,338	420,000	104,438	105,173	96,112	90,615
Silver	2,022	1,995	1,980	2,090	480	516	492	492
Gold	10.9	9.0	8.2	8.4	2	2	2	2
Copper	21,464	23,917	23,650	24,939	6,793	6,256	6,515	4,086
Indium	208	196	179	181	40	32	43	64
판매가격								
Zinc(천원/톤)	3,461	3,486	3,250	3,031	3,198	3,569	3,168	3,057
Lead(천원/톤)	2,760	2,674	2,506	2,491	2,427	2,438	2,531	2,627
Silver(백만원/톤)	621	556	598	655	556	562	613	664
Gold(십억원/톤)	45	45	51	56	47	48	55	56
Copper(천원/톤)	6,857	7,218	6,992	7,319	6,865	7,359	6,971	6,766
Indium(백만원/톤)	205	219	221	257	214	222	227	222
주요 가정								
F/X (KRW/USD)	1,131	1,096	1,164	1,170	1,125	1,167	1,194	1,170
LME Zinc (USD/ton)	2,847	2,972	2,579	2,377	2,629	2,846	2,440	2,399
LME Lead (USD/ton)	2,291	2,289	2,003	1,979	2,007	1,940	1,970	2,096
LME Ag (USD/oz)	17.1	15.8	16.0	17.4	15	15	16	18
LME Au (USD/oz)	1,248	1,271	1,373	1,493	1,287	1,291	1,423	1,492
LME Copper (USD/ton)	6,063	6,584	6,008	6,255	6,101	6,308	5,839	5,783
Indium 평균가격 (USD/Kg)	181	200	190	220	190	190	190	190

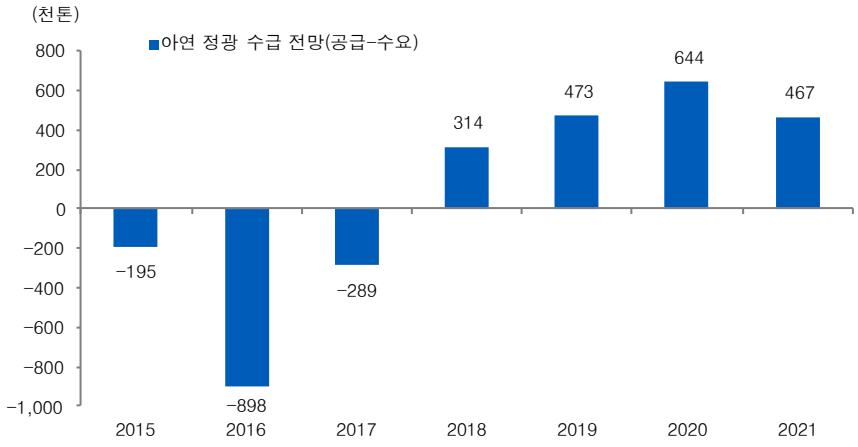
자료: 고려아연, 케이프투자증권 리서치본부

그림1. 아연 스팟 제련수수료 추이



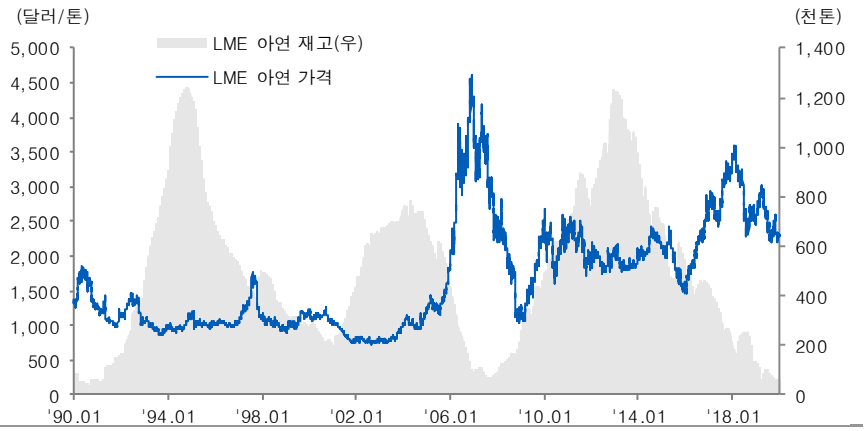
자료: Wood Mackenzie, 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 아연 정광 수급 전망



자료: Wood Mackenzie, 케이프투자증권 리서치본부

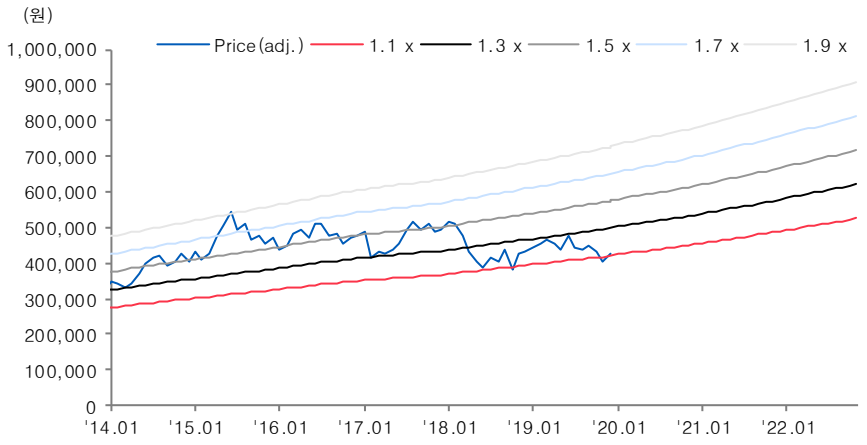
그림3. 아연 가격 및 재고 추이



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

고려아연 | 광석 공급 증가 추세 유지되면서 제련수수료 높은 수준 유지 전망!

그림4. 고려아연 PBR 밴드 차트



자료: 케이프투자증권 리서치본부

표4. 고려아연 목표주가 산정 (단위: 원, 배, %)

①	적정 P/B Multiple	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
	자기자본이익률(ROE)	10.2%	9.7%	9.9%	11.2%	11.1%
	배당성향	31.6%	33.5%	33.0%	29.1%	30.7%
	성장률	7.0%	6.5%	6.6%	8.0%	7.7%
	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	1.47	1.39	1.43	1.66	1.65
	P/B Valuation	**2019E**	**2020E**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
	주당순자산가치(BPS)	358,017	381,876	408,049	441,792	477,199
	목표 Multiple 가정	1.47	1.39	1.43	1.66	1.65
	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	526,485	531,591	582,993	734,395	786,497
	Case 1) 적정주가	**460,000**	: 2020-23년 각각 목표 PBR 적용 후 현재가치로 할인			

②	P/B Valuation	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
	주당순자산가치(BPS)	358,017	381,876	408,049	441,792	477,199
	주당순자산가치의 현재가치	358,017	355,068	352,770	355,130	356,663
	Average PV of BPS	354,908	: 2020-23년 BPS를 현재가치로 할인한 평균			
	목표 Multiple	1.9	: 2009-12년 4년간 최고 P/B의 평균 적용			
	Case 2) 적정주가	**670,000**				
	평균 ①, ②	**570,000**	*** 목표주가는 2019년 예상 BPS의 1.5배 수준**			

자료: 케이프투자증권 리서치본부

고려아연 | 광석 공급 증가 추세 유지되면서 제련수수료 높은 수준 유지 전망!

재무상태표

(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산	3,966	4,452	4,933	5,459
현금및현금성자산	656	1,136	1,598	2,106
매출채권 및 기타채권	319	309	313	316
재고자산	1,288	1,301	1,314	1,327
비유동자산	3,260	3,246	3,229	3,211
투자자산	333	333	334	334
유형자산	2,785	2,771	2,754	2,735
무형자산	86	86	86	86
자산총계	7,226	7,698	8,162	8,670
유동부채	538	549	553	557
매입채무 및 기타채무	387	391	394	398
단기차입금	19	18	18	17
유동성장기부채	5	11	10	9
비유동부채	313	315	318	321
사채 및 장기차입금	7	7	6	6
부채총계	851	864	871	878
지배기업소유지분	6,250	6,702	7,152	7,646
자본금	94	94	94	94
자본잉여금	56	56	56	56
이익잉여금	6,138	6,590	7,041	7,535
기타자본	-38	-38	-38	-38
비지배지분	125	131	138	146
자본총계	6,375	6,834	7,291	7,792
총차입금	31	36	34	33
순차입금	-2,282	-2,760	-3,226	-3,737

포괄손익계산서

(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	6,883	6,720	6,935	7,414
증가율(%)	4.3	-2.4	3.2	6.9
매출원가	5,979	5,720	5,927	6,326
매출총이익	904	1,000	1,009	1,088
매출총이익률(%)	13.1	14.9	14.5	14.7
판매비와 관리비	139	144	147	151
영업이익	765	856	862	936
영업이익률(%)	11.1	12.7	12.4	12.6
EBITDA	1,023	1,170	1,174	1,245
EBITDA M%	14.9	17.4	16.9	16.8
영업외손익	4	76	92	104
지분법관련손익	-2	1	1	1
금융손익	0	94	90	101
기타영업외손익	7	-19	1	2
세전이익	769	932	954	1,040
법인세비용	234	261	267	291
당기순이익	535	671	687	749
지배주주순이익	527	664	680	741
지배주주순이익률(%)	7.8	10.0	9.9	10.1
비지배주주순이익	7	7	7	7
기타포괄이익	-86	0	0	0
총포괄이익	449	671	687	749
EPS 증가율(%, 지배)	-16.2	26.0	2.4	9.0
이자손익	51	62	74	86
총외화관련손익	-5	23	22	21

현금흐름표

(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	888	949	951	1,011
영업에서 창출된 현금흐름	1,053	1,146	1,142	1,214
이자의 수취	56	63	75	87
이자의 지급	-1	-1	-1	-1
배당금 수입	3	3	3	3
법인세부담액	-223	-261	-267	-291
투자활동 현금흐름	-650	-279	-275	-272
유동자산의 감소(증가)	-323	-2	-2	-2
투자자산의 감소(증가)	190	0	0	0
유형자산 감소(증가)	-315	-300	-295	-290
무형자산 감소(증가)	-6	0	0	0
재무활동 현금흐름	-183	-190	-214	-231
사채및차입금증가(감소)	-3	5	-1	-1
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0
배당금 지급	-178	-194	-212	-230
외환환산으로 인한 현금변동	4	0	0	0
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0
현금증감	59	480	462	508
기초현금	597	656	1,136	1,598
기말현금	656	1,136	1,598	2,106
FCF	572	649	656	721

주요지표

	2018A	2019E	2020E	2021E
총발행주식수(천주)	18,870	18,870	18,870	18,870
시가총액(십억원)	8,161	8,020	8,001	8,001
주가(원)	432,500	425,000	425,500	425,500
EPS(원)	27,950	35,207	36,035	39,286
BPS(원)	334,050	358,017	381,876	408,049
DPS(원)	11,000	12,000	13,000	14,000
PER(X)	15.5	12.1	11.8	10.8
PBR(X)	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA(X)	5.9	4.6	4.2	3.5
ROE(%)	8.6	10.2	9.7	9.9
ROA(%)	7.5	9.0	8.7	8.9
ROIC(%)	12.7	15.4	15.6	16.9
배당수익률(%)	2.5	2.8	3.1	3.3
부채비율(%)	13.4	12.6	11.9	11.3
순차입금/자기자본(%)	-35.8	-40.4	-44.2	-48.0
유동비율(%)	736.6	811.3	892.0	979.7
이자보상배율(X)	726.2	794.2	763.6	865.4
총자산회전율	1.0	0.9	0.9	0.9
매출채권 회전율	20.2	21.4	22.3	23.6
재고자산 회전율	5.2	5.2	5.3	5.6
매입채무 회전율	14.5	14.7	15.1	16.0

자료: 케이프투자증권 리서치본부

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

풍산 (103140KS | Buy 유지 | TP 29,000원 유지)

주가는 전년도 실적 부진을 충분히 반영! 매수 시점이라고 판단!

풍산에 대해 매수할 타이밍이 왔다고 판단합니다. 전년도 실적 부진을 주가는 충분히 반영했기 때문입니다. 20년에는 방산 내수 회복 및 구리 가격 상승에 따른 신동 부문의 이익 개선이 전망됩니다. 투자의견 Buy와 목표주가 29,000원을 유지합니다. 목표 PBR은 0.6배에 해당됩니다.

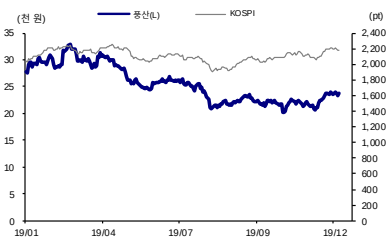
4Q19 연결 영업이익 130억원(-33%YoY)으로 전분기 대비 개선, 별도 120억원(+92%QoQ, -48%YoY)

- 신동 판매량 4.6만톤으로 전분기 대비 3천톤 증가할 전망인데, 자동차 생산량 증가에 따른 수요 증가 때문으로 파악. 또한 기말 구리 가격이 6,149달러로 전분기말 5,695달러 대비 8% 상승하면서 재고평가이익이 기대됨. 다만, 투입 시차가 발생하기 때문에 그 규모는 크지 않을 수 있음.
- 방산 수출은 중동 지역 수요 위축으로 지속 줄어들고 있으나, 한화 공장 정상 가동으로 내수 판매량 늘어날 전망.
- 자회사 PMX는 본사 대비 구리 가격에 민감한데, 구리 가격 상승에 따라 흑자 전환이 예상됨.

20년 영업이익은 방산 내수 회복 및 구리 가격 상승으로 전년 대비 대폭 개선 전망

- 20년 별도 영업이익 730억원으로 전년 대비 52% 증가할 전망. 2014~18년 5년간 방산 내수 매출액은 5천억원이 넘었으나, 19년에는 4,300억원에 그칠 전망. 올해 1천억원의 매출이 회복해 약 200억원 이익 기여할 전망.
- 신동 판매량은 18년 3분기부터 낮아지기 시작했는데, 19년 3분기를 바닥으로 회복을 전망함. 자동차, 전기전자 부품 소재 물량이 감소했는데, 미·중 무역협상에 따른 수요 회복이 기대되기 때문. 구리 가격은 최근 한 달간 5.5% 상승. 수요 기대감이 반영되고 있고, 공급 측면에서는 칠레의 공급 차질 때문. 칠레는 글로벌 구리 광석의 33%를 공급하는데, 정부의 지하철 요금인상으로 촉발된 대규모 반정부 시위가 8주 이상 계속됨에 따라 도로봉쇄 등 소요사태로 BHP사, Codelco사 등 주요 업체들의 생산 차질 발생. 칠레 11월 생산량은 전년 대비 6.7% 감소.
- 구리 가격 상승 및 방산 내수 회복으로 이익이 증가하는 풍산에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 29,000원을 유지함.

Stock Data



주가(1/3)	23,750원
액면가	5,000원
시가총액	666십억원
52주 최고/최저가	32,950원/ 20,150원

주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	13.4	8.7	-7.9
상대주가(%)	8.6	1.5	-11.3

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	(십억원)	2,945	2,774	2,402	2,539	2,646
영업이익	(십억원)	241	108	37	86	103
영업이익률	(%)	8.2	3.9	1.6	3.4	3.9
지배주주순이익	(십억원)	151	62	15	51	69
EPS	(원)	5,372	2,212	530	1,831	2,471
증감률	(%)	9.4	-58.8	-76.1	245.7	34.9
PER	(배)	8.8	12.4	44.9	13.0	9.6
PBR	(배)	1.0	0.6	0.5	0.5	0.5
ROE	(%)	11.8	4.6	1.1	3.7	4.8
EV/EBITDA	(배)	6.7	8.2	10.9	7.8	6.9
순차입금	(십억원)	861	861	814	775	716
부채비율	(%)	108.5	93.4	88.5	86.5	83.5

표1. 풍산 4Q19 실적 프리뷰 (단위: 십억원, %)

	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E(a)	YoY	QoQ	컨센서스(b)	차이 (a/b)
매출액	738	580	601	564	657	-10.9	16.5	662	-0.8
영업이익	19	16	8	0	13	-32.9	6,307.8	18	-28.7
지배주주순이익	3	9	4	-3	5	61.4	-271.2	9	-45.1
영업이익률	2.6	2.7	1.4	0.0	2.0			2.7	
지배주주순이익률	0.4	1.6	0.6	-0.5	0.8			1.4	

자료: 케이프투자증권 리서치본부

표2. 풍산 분기별 실적 전망(연결기준) (단위: 십억원)

	2018	2019E	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	**2,774**	**2,402**	**2,539**	**2,646**	**580**	**601**	**564**	**657**	**601**	**627**	**601**	**711**
풍산 별도	2,163	1,829	1,933	1,990	433	456	426	513	453	477	448	554
풍산 이외	612	573	606	656	147	144	137	144	147	150	153	156
영업이익	**108**	**37**	**86**	**103**	**16**	**8**	**0**	**13**	**19**	**21**	**20**	**26**
풍산 별도	107	48	73	88	13	17	6	12	16	17	17	23
풍산 이외	1	-10	13	14	3	-8	-6	1	3	3	3	3
영업외손익	-20	-13	-18	-11	-4	-1	-1	-7	-5	-5	-4	-4
세전이익	87	25	68	91	11	7	0	6	14	16	16	22
순이익	62	15	51	69	9	4	-3	5	10	12	12	17
지배주주순이익	**62**	**15**	**51**	**69**	**9**	**4**	**-3**	**5**	**10**	**12**	**12**	**17**

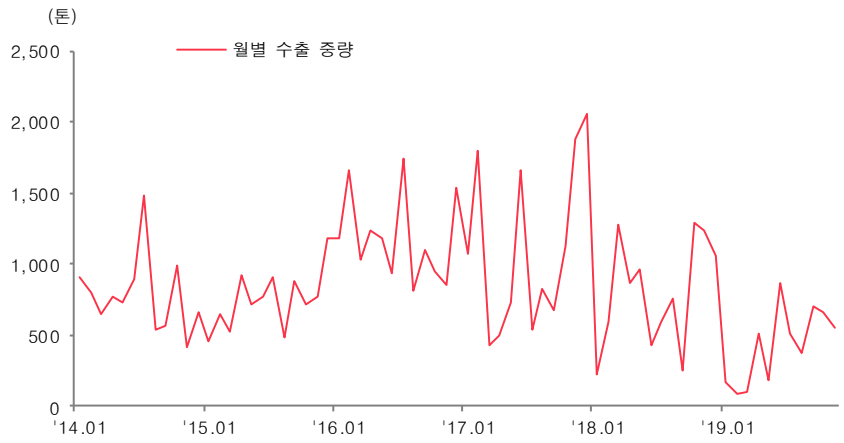
자료: 케이프투자증권 리서치본부

표3. 풍산 분기별 실적 전망(별도기준) (단위: 십억원, %)

	2018	2019E	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	**2,163**	**1,829**	**1,933**	**1,990**	**433**	**456**	**426**	**513**	**453**	**477**	**448**	**554**
신동	1,454	1,281	1,345	1,376	333	319	312	323	344	329	324	348
내수	468	448	474	485	122	108	108	110	120	117	116	121
수출	986	833	872	890	209	209	202	213	224	212	208	227
방산	700	542	588	614	101	137	114	190	109	148	124	206
내수	519	431	474	498	68	104	101	158	75	114	111	174
수출	182	111	114	116	32	33	13	32	34	34	13	32
영업이익	**107**	**48**	**73**	**88**	**13**	**17**	**6**	**12**	**16**	**17**	**17**	**23**
신동	43	42	48	56	11	14	6	10	12	12	12	12
방산	64	6	25	32	2	2	0	2	4	6	5	10
영업이익률(%)	4.9%	2.6%	3.8%	4.4%	3.0%	3.7%	1.5%	2.3%	3.5%	3.7%	3.8%	4.1%
신동	3.0%	3.3%	3.6%	4.1%	3.4%	4.5%	2.0%	3.1%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
방산	9.1%	1.1%	4.3%	5.3%	1.5%	1.8%	0.0%	1.1%	3.3%	3.9%	4.4%	5.0%
원달러환율	1,100	1,164	1,168	1,170	1,126	1,169	1,195	1,165	1,160	1,165	1,175	1,170

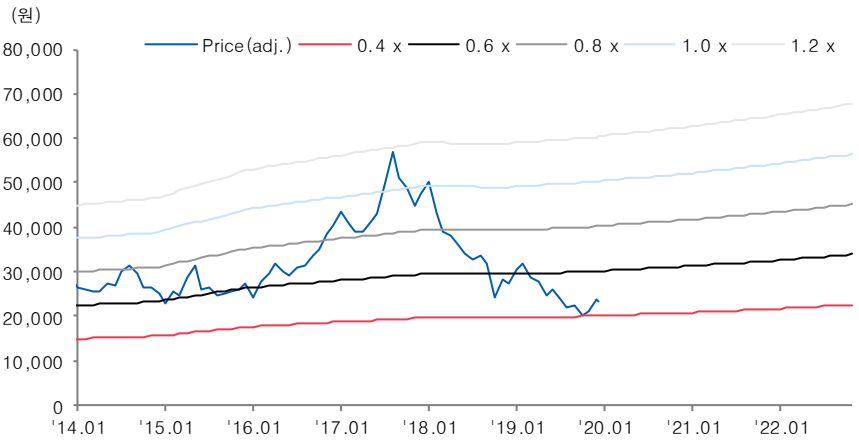
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림1. 국내 수출 중량(탄약과그부분품) 추이



자료: 한국무역협회, 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 풍산 PBR 밴드 차트



자료: 케이프투자증권 리서치본부

풍산 | 주가는 전년도 실적 부진을 충분히 반영! 매수 시점이라고 판단!

표4. 풍산 목표주가 산정 (단위: 원, 배, %)

①	적정 P/B Multiple	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
	자기자본이익률(ROE)	1.1%	3.7%	4.8%	5.6%	6.3%
	배당성향	113.3%	38.2%	32.3%	30.1%	28.6%
	성장률	-0.1%	2.3%	3.3%	3.9%	4.5%
	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%
	적정 P/B Multiple	-0.11	0.21	0.35	0.44	0.53

	P/B Valuation	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
	주당순자산가치(BPS)	49,079	50,211	51,882	53,971	56,468
	목표 Multiple 가정	-0.11	0.21	0.35	0.44	0.53
	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	-5,522	10,320	17,935	23,918	29,742
	Case 1) 적정주가	10,000	: 2020-23년 각각 목표 PBR 적용 후 현재가치로 할인			

②	P/B Valuation	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
	주당순자산가치(BPS)	49,079	50,211	51,882	53,971	56,468
	주당순자산가치의 현재가치	49,079	45,559	42,714	40,318	38,275
	Average PV of BPS	41,717	: 2020-23년 BPS를 현재가치로 할인한 평균			
	목표 Multiple	1.2	: 과거 10년간 최고 P/B 값			
	Case 2) 적정주가	47,000				
	평균 ①, ②	29,000	***목표주가는 20년 PBR 0.6배에 해당됨**			

자료: 케이프투자증권 리서치본부

풍산 | 주가는 전년도 실적 부진을 충분히 반영! 매수 시점이라고 판단!

재무상태표

(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,362	1,297	1,344	1,410
현금및현금성자산	56	30	64	117
매출채권 및 기타채권	406	394	398	402
재고자산	871	845	854	862
비유동자산	1,307	1,299	1,284	1,262
투자자산	15	15	15	15
유형자산	1,145	1,139	1,124	1,104
무형자산	22	21	20	19
자산총계	2,668	2,597	2,628	2,672
유동부채	840	764	758	749
매입채무 및 기타채무	221	223	225	227
단기차입금	395	390	382	372
유동성장기부채	168	95	94	93
비유동부채	449	455	461	467
사채 및 장기차입금	362	367	372	377
부채총계	1,289	1,219	1,219	1,216
지배기업소유지분	1,377	1,375	1,407	1,454
자본금	140	140	140	140
자본잉여금	495	495	495	495
이익잉여금	743	741	772	819
기타자본	0	0	0	0
비지배지분	2	2	2	2
자본총계	1,379	1,377	1,409	1,456
총차입금	927	854	850	843
순차입금	861	814	775	716

포괄손익계산서

(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	2,774	2,402	2,539	2,646
증가율(%)	-5.8	-13.4	5.7	4.2
매출원가	2,507	2,218	2,296	2,380
매출총이익	267	184	243	266
매출총이익률(%)	9.6	7.6	9.6	10.1
판매비와 관리비	160	146	157	164
영업이익	108	37	86	103
영업이익률(%)	3.9	1.6	3.4	3.9
EBITDA	200	137	184	199
EBITDA M%	7.2	5.7	7.3	7.5
영업외손익	-20	-13	-18	-11
지분법관련손익	0	-2	0	0
금융손익	-29	-27	-23	-16
기타영업외손익	9	16	4	4
세전이익	87	25	68	91
법인세비용	25	10	16	22
당기순이익	62	15	51	69
지배주주순이익	62	15	51	69
지배주주순이익률(%)	2.2	0.6	2.0	2.6
비지배주주순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	34	0	0	0
총포괄이익	96	15	51	69
EPS 증가율(%, 지배)	-58.8	-76.1	245.7	34.9
이자손익	-28	-27	-26	-25
총외화관련손익	2	2	2	2

현금흐름표

(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	81	137	119	132
영업에서 창출된 현금흐름	143	191	178	199
이자의 수취	1	1	1	1
이자의 지급	-28	-28	-26	-26
배당금 수입	0	0	0	0
법인세부담액	-37	-10	-16	-22
투자활동 현금흐름	-75	-90	-81	-73
유동자산의 감소(증가)	1	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-5	0	0	0
유형자산 감소(증가)	-72	-90	-81	-73
무형자산 감소(증가)	-1	-2	-2	-2
재무활동 현금흐름	-8	-73	-4	-7
사채및차입금증가(감소)	-2	-73	-4	-7
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0
배당금 지급	0	0	0	0
외환환산으로 인한 현금변동	1	0	0	0
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0
현금증감	-1	-25	34	53
기초현금	57	56	30	64
기말현금	56	30	64	117
FCF	7	47	38	59

주요지표

	2018A	2019E	2020E	2021E
총발행주식수(천주)	28,024	28,024	28,024	28,024
시가총액(십억원)	766	667	653	653
주가(원)	27,350	23,800	23,750	23,750
EPS(원)	2,212	530	1,831	2,471
BPS(원)	49,149	49,079	50,211	51,882
DPS(원)	600	600	700	800
PER(X)	12.4	44.9	13.0	9.6
PBR(X)	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(X)	8.2	10.9	7.8	6.9
ROE(%)	4.6	1.1	3.7	4.8
ROA(%)	2.3	0.6	2.0	2.6
ROIC(%)	4.0	1.1	3.1	3.7
배당수익률(%)	2.2	2.5	2.9	3.4
부채비율(%)	93.4	88.5	86.5	83.5
순차입금/자기자본(%)	62.5	59.1	55.0	49.2
유동비율(%)	162.1	169.7	177.3	188.1
이자보상배율(X)	3.8	1.4	3.3	3.9
총자산회전율	1.0	0.9	1.0	1.0
매출채권 회전율	6.1	6.0	6.4	6.6
재고자산 회전율	3.2	2.8	3.0	3.1
매입채무 회전율	9.8	10.0	10.2	10.5

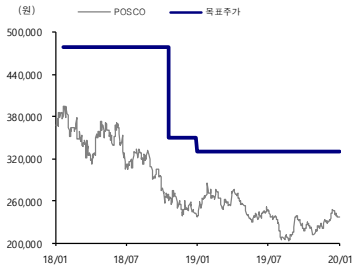
자료: 케이프투자증권 리서치본부

풍산 | 주가는 전년도 실적 부진을 충분히 반영! 매수 시점이라고 판단!

Compliance Notice _ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내역

POSCO(005490) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2018-01-02	2018-01-24	2018-03-05	2018-03-14	2018-04-03	2018-04-24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	400,000원	480,000원	480,000원	480,000원	480,000원	480,000원
제시일자	2018-07-02	2018-07-23	2018-09-09	2018-10-01	2018-10-23	2018-11-05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	480,000원	480,000원	480,000원	480,000원	350,000원	350,000원
제시일자	2019-01-02	2019-01-30	2019-03-12	2019-04-02	2019-04-24	2019-06-24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	330,000원	330,000원	330,000원	330,000원	330,000원	330,000원
제시일자	2019-07-23	2019-10-01	2019-10-24	2019-12-03	2020-01-05	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	330,000원	330,000원	330,000원	330,000원	330,000원	

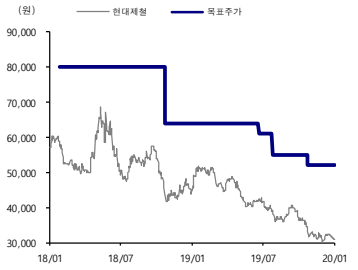


목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2018-01-02	Buy	400,000원	-6.04	-3.38
2018-01-24	Buy	480,000원	-30.54	-17.71
2018-10-23	Buy	350,000원	-27.35	-21.71
2019-01-02	Buy	330,000원	-27.22	-13.64
2020-01-02	1년경과	330,000원		

현대제철(004020) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2018-01-02	2018-01-28	2018-03-28	2018-04-03	2018-04-29	2018-07-02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	80,000원	80,000원	80,000원	80,000원	80,000원	80,000원
제시일자	2018-07-28	2018-10-01	2018-10-28	2019-01-02	2019-01-27	2019-03-12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	80,000원	80,000원	64,000원	64,000원	64,000원	64,000원
제시일자	2019-04-02	2019-05-01	2019-06-24	2019-07-30	2019-10-01	2019-10-29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	64,000원	64,000원	61,000원	55,000원	55,000원	52,000원
제시일자	2019-12-03	2020-01-05				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	52,000원	52,000원				



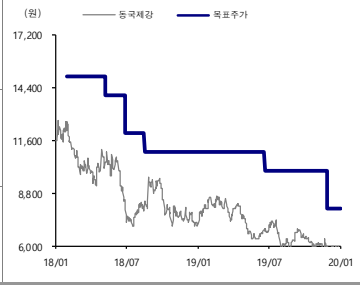
목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2018-01-02	Buy	80,000원	-31.95	-14.13
2018-10-28	Buy	64,000원	-28.40	-19.22
2019-06-24	Buy	61,000원	-33.45	-29.92
2019-07-30	Buy	55,000원	-31.98	-25.91
2019-10-29	Buy	52,000원		

풍산 | 주가는 전년도 실적 부진을 충분히 반영! 매수 시점이라고 판단!

동국제강(001230) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2018-01-02	2018-02-01	2018-04-03	2018-05-12	2018-07-02	2018-08-20
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	14,000원	15,000원	15,000원	14,000원	12,000원	11,000원
제시일자	2018-10-01	2018-12-03	2019-01-02	2019-03-28	2019-04-02	2019-06-24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	11,000원	11,000원	11,000원	11,000원	11,000원	10,000원
제시일자	2019-10-01	2019-12-03	2020-01-05			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	10,000원	8,000원	8,000원			

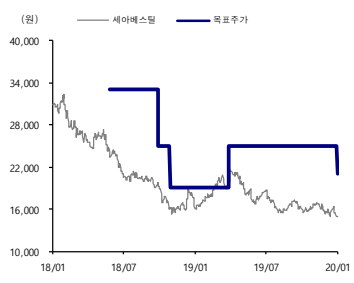


목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2018-01-02	Buy	14,000원	-14.41	-9.29
2018-02-01	Buy	15,000원	-30.66	-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	-29.05	-12.00
2019-06-24	Buy	10,000원	-36.00	-26.50
2019-12-03	Buy	8,000원		

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
투자의견	Buy	Buy	Buy	Hold	Buy	Buy
목표주가	33,000원	25,000원	19,000원	19,000원	25,000원	25,000원
제시일자	2019-06-24	2019-08-17	2020-01-05			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	25,000원	25,000원	21,000원			
제시일자						
투자의견						
목표주가						



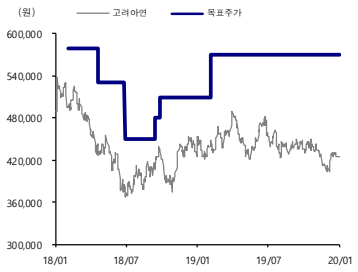
목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	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	-31.20	-13.80
2020-01-05	Buy	21,000원		

풍산 | 주가는 전년도 실적 부진을 충분히 반영! 매수 시점이라고 판단!

고려아연(010130) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2018-01-02	2018-02-06	2018-03-05	2018-04-03	2018-04-24	2018-05-03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	580,000원	580,000원	580,000원	580,000원	530,000원	530,000원
제시일자	2018-07-02	2018-07-24	2018-09-18	2018-10-01	2018-10-30	2018-11-12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	450,000원	450,000원	480,000원	510,000원	510,000원	510,000원
제시일자	2019-01-02	2019-02-07	2019-02-14	2019-03-12	2019-04-02	2019-04-17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	510,000원	570,000원	570,000원	570,000원	570,000원	570,000원
제시일자	2019-04-25	2019-06-24	2019-07-25	2019-09-02	2019-10-28	2019-12-03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	570,000원	570,000원	570,000원	570,000원	570,000원	570,000원
제시일자	2020-01-05					
투자의견	Buy					
목표주가	570,000원					

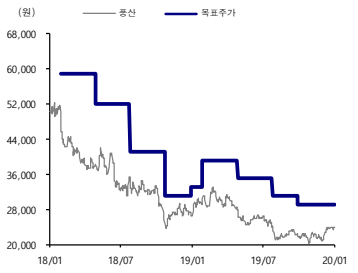


목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2018-01-02	Buy	580,000원	-15.22	-7.41
2018-04-24	Buy	530,000원	-20.85	-14.15
2018-07-02	Buy	450,000원	-12.43	-7.00
2018-09-18	Buy	480,000원	-10.52	-8.44
2018-10-01	Buy	510,000원	-16.91	-11.08
2019-02-07	Buy	570,000원		

풍산(103140) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2018-01-02	2018-02-01	2018-03-05	2018-04-03	2018-05-01	2018-07-02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	65,000원	59,000원	59,000원	59,000원	52,000원	52,000원
제시일자	2018-07-28	2018-10-01	2018-10-28	2019-01-02	2019-01-31	2019-03-12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	41,000원	41,000원	31,000원	33,000원	39,000원	39,000원
제시일자	2019-04-02	2019-05-01	2019-06-24	2019-07-30	2019-10-02	2019-10-30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	39,000원	35,000원	35,000원	31,000원	29,000원	29,000원
제시일자	2020-01-05					
투자의견	Buy					
목표주가	29,000원					



목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2018-01-02	Buy	65,000원	-22.34	-19.69
2018-02-01	Buy	59,000원	-31.28	-22.46
2018-05-01	Buy	52,000원	-30.65	-19.33
2018-07-28	Buy	41,000원	-22.99	-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	-23.12	-15.51
2019-05-01	Buy	35,000원	-26.91	-23.29
2019-07-30	Buy	31,000원	-28.41	-23.55
2019-10-02	Buy	29,000원		

*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	
[투자비율]	12개월	매수(96.13%) · 매도(0.00%) · 중립(3.87%)	* 기준일 2019.09.30까지

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.