

철강금속업

P, C 변화에 웃을 수 있는 업체를 사자



이원주 wonju.lee@daishin.com

투자이전

Overweight

비중확대, 신규

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

Rating & Target

종목명	투자이전	목표주가
POSCO	Buy	340,000원
현대제철	Buy	57,000원
동국제강	Buy	11,000원
고려아연	Marketperform	460,000원
풍산	Buy	43,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.1	5.7	-12.2	-21.2
상대수익률	-3.3	0.4	-8.5	-14.2



철강금속 투자이전 비중확대로 커버리지 개시. 중국, 동, 바나듐 중점 분석

- 비중확대 의견의 근거는 철광석 가격 상승, 중국 공급과잉 축소로 인해 중국 철강재 가격이 1Q19 저점 이후 상승세 이어질 것으로 판단하기 때문
- Top pick으로 cost-push형 ASP 상승 가장 용이한 철강사인 POSCO 추천. 차선호로 풍산(동 가격 상승 기대), 동국제강(후판 압연 마진, 가동률 동시 상승 기대), 바나듐 가격 상승 리스크에 가장 많이 노출되어 있는 현대제철과 TC상승에 따른 기대감이 주가에 과도하게 반영됐다고 판단하는 고려아연의 선호도는 낮음

높아진 원재료 가격, 중국 공급과잉 축소로 중국 철강재 가격 상승 가능

- 중국 선철 생산량 감소 전망함에도 불구하고, 철광석 가격은 Vale의 생산량 감축과 광산 업체들의 공급조절 노력으로 전년대비 높은 70~80\$/톤의 가격 기록할 것으로 전망
- 중국 부동산개발은 2019년에도 전년대비 9~10% 증가 가능. i) 중국 국민들의 높은 부동산 보유율로 인해 소비와 부동산 가격의 상관관계가 높은 가운데, ii) 미중 무역분쟁으로 인한 수출 감소로 소비의 GDP 성장률 기여도가 80%에 달하며 중요해진 상황. iii) 중국 정부는 지속적으로 부동산 규제 완화정책을 채택할 것으로 판단
- 한편, 낮아진 물마진으로 인한 중국 밀들의 감소로 2019년 철강재 생산량은 전년대비 1.1% 감소 전망. 이에 따라 철강재 공급과잉은 전년대비 440만톤 감소 예상

기대 인플레이션, 유가 상승 없이도 동 가격 상승 기대 가능

- 2007년, 2010년에 전년대비 동 초과수요가 50~60만톤 발생하자 매크로 변수와 관계없이 동 가격 상승. 2019년 예상하는 전년대비 초과수요 증분은 61.4만톤
- 중국 부동산 호조세, 전기차 및 신재생에너지向 동 수요 증가 등으로 동 수요는 2019년 전년대비 3.3% 증가할 것으로 기대되는 가운데, 동 공급 증가는 제한적
- i) 주요 동광산들의 동광석 품위 하락이 나타나고 있으며, ii) 현재 투자 가능한 동광산들은 lead time이 7~8년인 지하광산 위주. 장기간 동 공급 늘어나기 힘들다는 판단

철강 · 2차전지 소재 중 가장 가격 상승 빠른 바나듐, 올해도 상승 전망

- 2019년 전례 없던 초과수요 발생하며 전년대비 61% 상승한 68\$/kg 기록할 전망
- 2018년 11월부터 시작된 중국 철근 기준 강화로 2019년 세계 바나듐 수요가 전년대비 16% 상승할 것으로 기대되는 가운데, 중국 채산성 문제로 바나듐 가격이 100\$/kg을 하회하는 동안에는 공급 늘기 어려움(현재 30~40\$/kg)

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	83,461	95,412	101,382	104,120	105,215
영업이익	5,529	7,367	7,593	7,793	7,916
세전순이익	3,637	6,429	4,669	6,779	7,002
총당순이익	2,718	4,491	2,603	4,766	4,923
자비지분순이익	3,005	4,290	2,411	4,405	4,544
EPS	8,280	11,820	6,642	12,135	12,518
PER	13.7	11.3	15.3	8.9	8.6
BPS	185,918	192,776	191,086	199,819	208,976
PBR	0.6	0.7	0.5	0.5	0.5
ROE	4.5	6.2	3.5	6.2	6.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: POSCO, 현대제철, 동국제강, 고려아연, 풍산, 합산, 대신증권 Research&Strategy본부

Contents

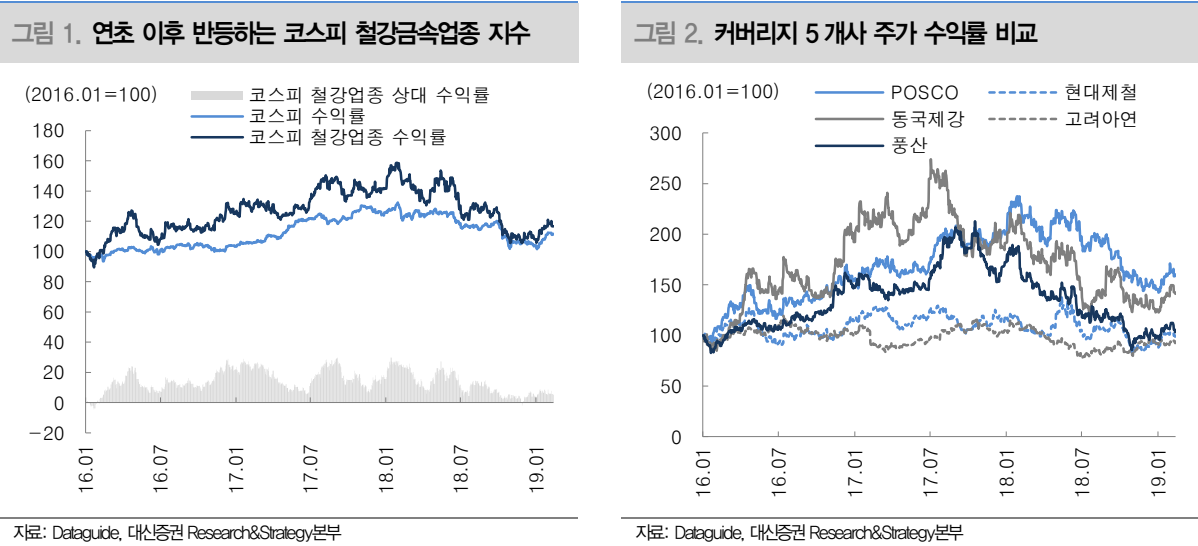
Summary 및 산업 개괄	3
I. 철강 원재료: 4Q18 높아진 가격대를 유지할 전망	18
II. 철강 부재료: 하락할 전극봉, 급등할 바나듐	31
III. 철강재: 올해도 줄어드는 중국 공급과잉	40
IV. 비철금속: 초과수요 심화는 동이 유일	49
V. 투자전략:	
POSCO (005490) ★	60
현대제철 (004020)	66
동국제강 (001230)	72
고려아연 (010130)	77
풍산 (103140)	82

Summary 및 산업 개괄

Summary: 향후 철강금속업종에서 주목할 4 가지

최근 업종 지수
반등 요인과 향후
주목할 4가지

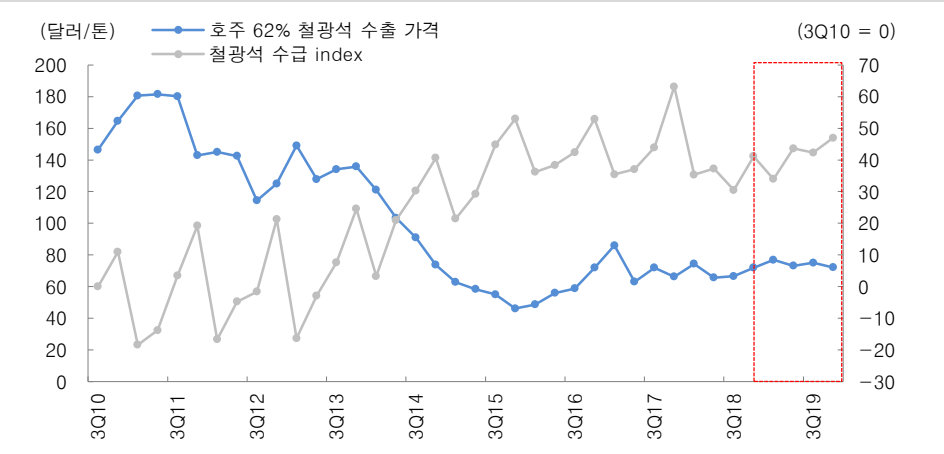
중국에 대한 우려로 부진하던 코스피 철강업종 지수가 ‘19년부터 반등하고 있다. i) 손익 분기점 수준까지 하락한 중국 철강재 가격, ii) 완화된 매크로 환경(미중 무역분쟁 완화, 미국 금리 인상 cycle 종료로 인한 기대 인플레이션 상승 등), iii) Vale 생산량 가이드스 10% 하향에 따른 철광석 가격 급등 등이 원인이다. 향후 업종 투자에 중요한 고려사항은 i) 급등한 철광석 가격의 향후 향방과 업체별 영향, ii) 향후 실적에 미치는 영향 커질 바나둠 가격, iii) 중국 철강재 공급과잉 추가 감소 가능성, iv) 비우호적인 매크로 변수에도 초과수요 심화로 가격 상승 가능한 동이라고 판단한다.



2019년 철광석
가격 예상 밴드는
70\$/MT ~ 80\$/MT

최근 90\$/MT를 돌파한 철광석 가격은 조정 후 2019년 70~80\$/MT 밴드에서 움직일 것으로 전망한다. ‘18년 전년대비 8.5% 증가한 중국 선철 생산량에도 불구하고, 철광석 가격이 낮았던 요인이었던 Vale 생산량 증가 우려가 사라졌다. 철광석 가격이 한 단계 level-up됐다고 판단하나, ‘19년 전년대비 4.6% 하락할 중국 선철 생산량과 Vale 생산량 감소에 대응한 타 major들의 생산량 증가가 추가적인 가격 상승은 억제할 전망이다.

그림 3. 1Q19 평균 77\$/MT 기록 후 중국 수요 감소로 약보합세 보일 전망

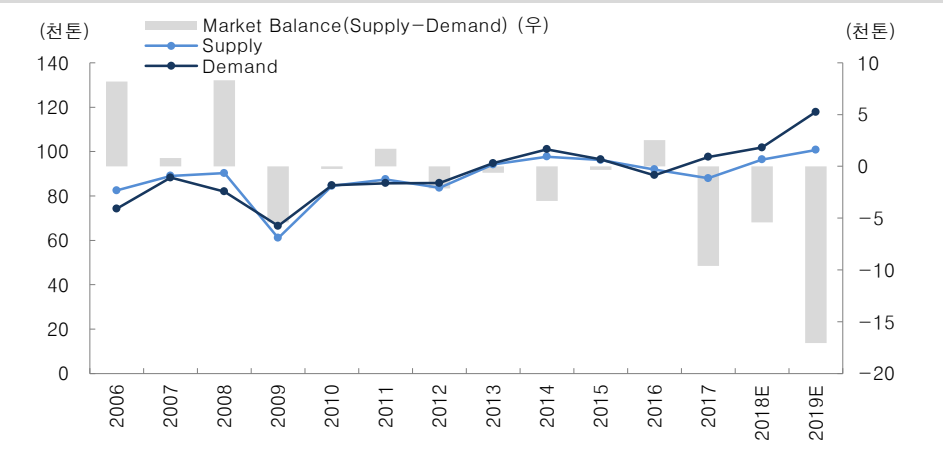


주: 수급 Index는 중국 선철 생산량과 호주+브라질 철광석 수출량을 고려해서 계산
자료: Bloomberg, OECD, 대신증권 Research&Strategy본부

급등할 바나듐 가격에 가장 영향을 많이 받을 업체는 현대제철

급등할 바나듐 가격에도 주목할 필요가 있다. 2016년 연평균 7~8\$/kg에 불과하던 바나듐 가격은 2018년 42\$/kg로 상승했다. 2018년 현대제철의 바나듐 구입액은 약 1천억원으로 전년대비 두 배 상승한 것으로 확인된다. 2019년에도 바나듐 가격은 60~80\$/kg까지 상승하며 현대제철 2019년 영업이익에 5~10% 부정적인 영향을 끼칠 가능성이 있다고 판단한다. 2018년 11월부터 시작된 중국 철근 기준 강화법으로 세계 바나듐 수요는 16% 이상 상승할 것으로 전망되는 가운데 중국 채산성 문제로 바나듐 가격이 100\$/kg까지 상승하기 전까지는 공급이 크게 늘지 못할 전망이다.

그림 4. 바나듐 수급 밸런스 전망: 2019년 역대 최대 수준의 초과수요 상황 전망

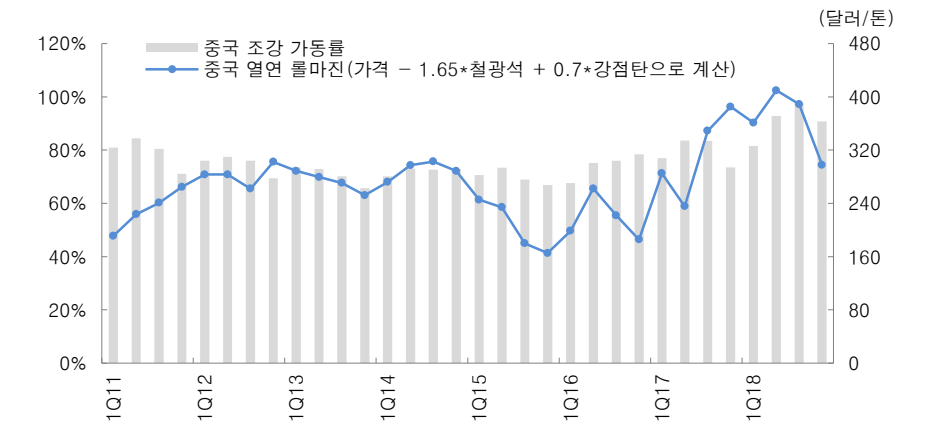


자료: Roskill, 대신증권 Research&Strategy본부

2019년에 중국
순수출은 전년대비
440만톤 감소할 전망

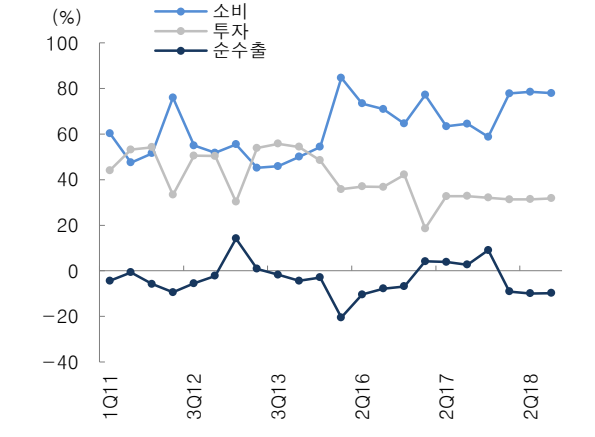
2018년 전년대비 590만톤 감소한 중국 순수출은 2019년에도 440만톤 감소할 것으로 전망한다. 롤마진 감소로 인해 중국 조강 가동률 하락이 기대되는 가운데, 수요에서 가장 중요한 중국 부동산개발은 전년대비 9~10% 성장이 가능할 것으로 예상된다. 미중 무역분쟁으로 GDP에서 소비 기여도가 80%까지 오른 중국은 소비와 부동산 가격과의 강한 상관관계 때문에 향후 부동산 규제 정책을 지속 완화할 가능성이 높다고 판단한다.

그림 5. 중국 조강 가동률은 전분기 롤마진을 후행하는 특성



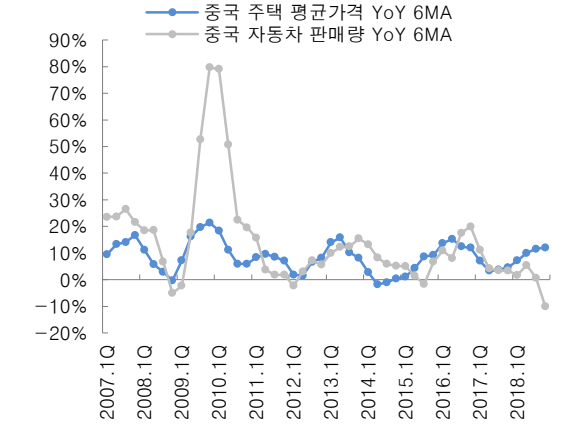
자료: Bloomberg, OECD, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 6. 높아지는 소비의 중국 GDP 상승률 기여도

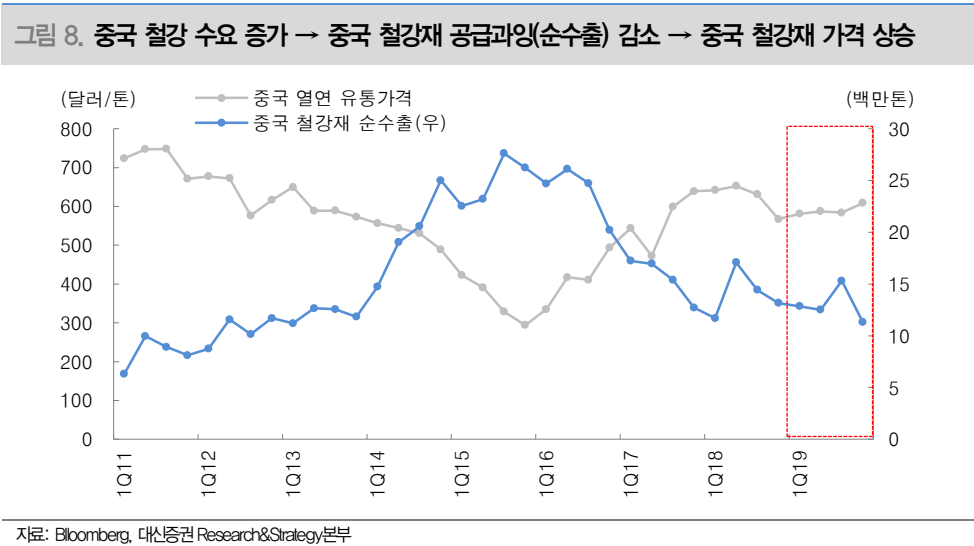


주: GDP 상승률 기여도
자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 7. 자동차 판매량이 부동산 가격을 후행



자료: Bloomberg, CEC, 대신증권 Research&Strategy본부



2019년말 동 가격
6,900~7,000\$/MT
전망

기대 인플레이션, 유가 등 매크로 변수와 상관관계가 높은 동 가격은 2019년에는 수급 변동을 이유로 가격 상승이 가능할 전망이다. 전년대비 초과수요 증분이 50~60만톤이었던 2007년과 2010년은 기대 인플레이션, 유가와 관계없이 동 가격이 상승했었다. 2019년에 전년대비 초과수요 증분은 61.6만톤으로 전망한다. 증가하는 수요 대비 동광산에 대한 선제적인 투자가 이뤄지지 못했기 때문이다.

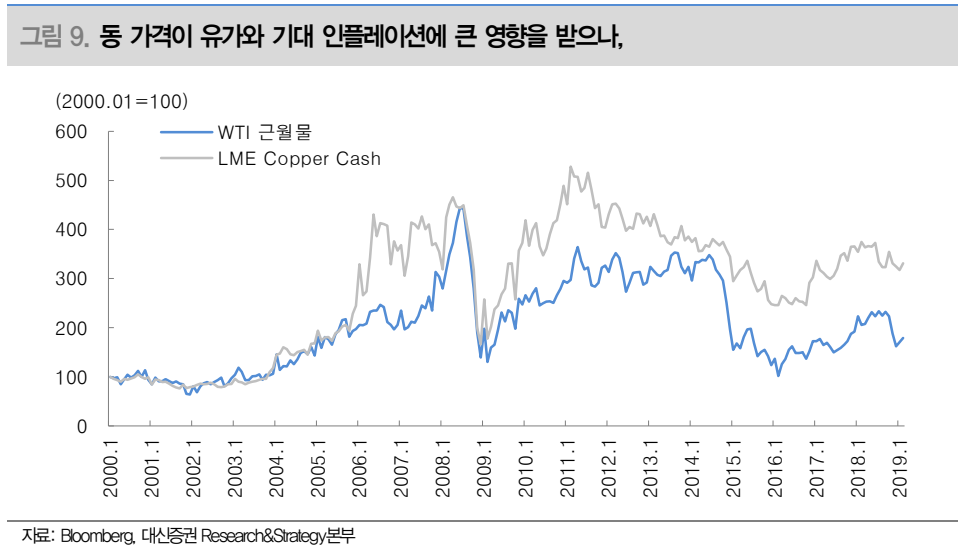
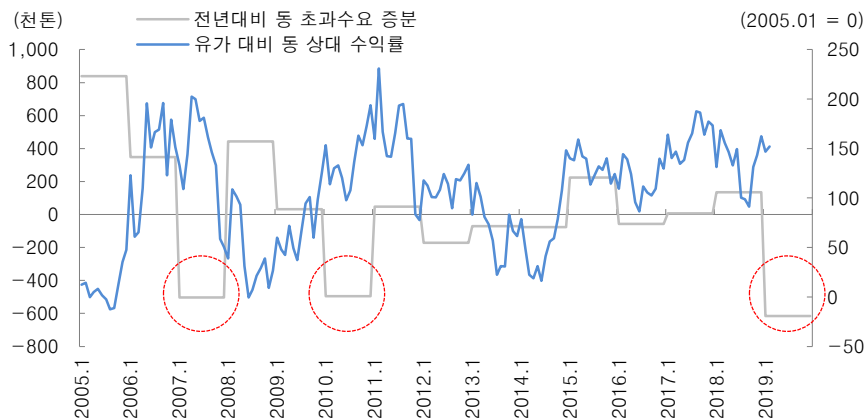


그림 10. YoY 초과수요 증분이 5~60 만톤이던 2007, 2010년에는 매크로 변수보다 수급상황에 따라 가격 상승

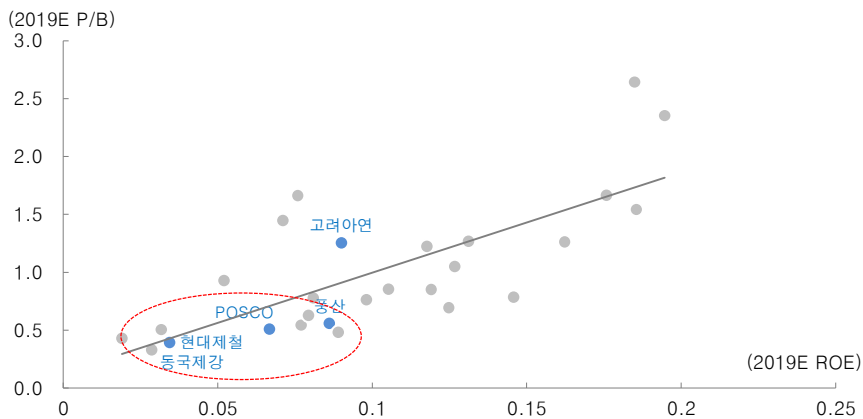


자료: Bloomberg, 대산증권 Research&Strategy본부

Top pick POSCO.
차선호 동국제강,
풍산 제시

전술한 원재료, 제품 가격 방향을 고려하여 선정한 Top pick은 POSCO(투자 의견 BUY, 목표주가 340,000원)이다. 중국 부동산 경기 호조세와 높아진 철광석 가격으로 Cost-push형 ASP 상승이 기대된다. 동국제강(BUY, 11,000원)과 풍산(BUY, 43,000원)은 차선호로 제시한다. 동국제강은 일본 경기 둔화가 야기할 후판 압연 마진 증가, 그로 인한 후판 가동률 상승으로 전년 대비 OP 성장률 53% 전망되는 점이 매력적이다. 풍산은 방산 사업부의 추가 실적 악화 가능성은 제한적인 가운데, 연말까지 상승할 동 가격으로 인해 2018년 4%수준으로 낮아진 ROE가 2019년 8.9%로 회복 가능하기에 차선호주로 추천한다

그림 11. Global peer valuation 비교: 글로벌 peer 대비 할인 거래 중인 POSCO, 풍산, 동국제강을 선호



주: 당사 커버리지 5개사 및 주요 철강금속업종 해외 업체 23개사 비교
자료: Bloomberg, 대산증권 Research&Strategy본부

표 1. 원료탄 가격 Indicator 정리

	(단위)	2017	2018	2019E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
[원료탄 수요 지표]								
인도 조강 생산량	(백만톤)	101.5	106.5	111.3	28.6	27.3	27.3	28.0
YoY	(%)	6.3%	4.9%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
중국 선철 생산량	(백만톤)	710.8	771.1	735.7	182.9	184.8	186.8	181.2
YoY	(%)	1.4%	8.5%	-4.6%	4.5%	-6.6%	-9.2%	-5.8%
일본 선철 생산량	(백만톤)	78.3	77.3	77.3	19.7	19.5	19.3	18.8
YoY	(%)	-2.3%	-1.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
[원료탄 공급 지표]								
호주 원료탄 수출량	(백만톤)	170.7	176.6	182.8	46.9	45.2	44.8	45.9
YoY	(%)	-9.2%	3.4%	3.5%	8.1%	1.0%	2.1%	3.1%
[원료탄 가격]								
호주 프리미엄 원료탄	(달러/톤)	188.6	207.2	201.3	197.0	201.0	207.0	200.0
YoY	(%)	33.5%	9.9%	-2.9%	-13.8%	5.5%	9.9%	-9.7%

자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy 본부

표 2. 철광석 가격 Indicator 정리

	(단위)	2017	2018	2019E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
[철광석 수요 지표]								
중국 선철 생산량	(백만톤)	710.8	771.1	735.7	182.9	184.8	186.8	181.2
YoY	(%)	1.4%	8.5%	-4.6%	4.5%	-6.6%	-9.2%	-5.8%
[철광석 공급 지표]								
호주 + 브라질 철광석 수출량	(백만톤)	1,213.5	1,224.6	1,225.0	290.0	310.0	310.0	315.0
YoY	(%)	2.5%	0.9%	0.0%	2.6%	-1.5%	-0.7%	0.0%
[철광석 가격]								
호주산 철광석 62% 중국 수입 가격	(달러/톤)	71.6	69.6	74.3	77.0	73.2	75.1	72.2
YoY	(%)	21.4%	-2.8%	6.8%	3.5%	11.4%	12.6%	0.4%

자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy 본부

표 3. 철강재 가격 Indicator 정리

	(단위)	2017	2018	2019E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
[철강 공급]								
중국 조강 Capacity	(백만톤)	1,047.9	1,024.3	1,020.8	253.4	254.6	255.8	257.1
중국 조강 생산량	(백만톤)	831.7	928.3	879.9	217.9	220.2	222.6	219.3
중국 조강 가동률	(%)	79.4%	90.6%	86.2%	86.0%	86.5%	87.0%	85.3%
중국 철강재 생산량	(백만톤)	1,048.2	1,105.5	1,093.8	271.6	274.0	276.4	271.8
YoY		-7.9%	5.5%	-1.1%	10.0%	-3.5%	-4.7%	-4.5%
[철강 수요]								
중국 부동산개발	(십억위안)	10,979.9	12,026.4	13,108.8	2,320.8	3,732.1	3,611.6	3,444.3
YoY		7.0%	9.5%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
[수급 균형]								
중국 철강재 순수출	(백만톤)	62.3	56.4	52.0	12.9	12.5	15.3	11.3
[기간 평균 가격]								
중국 열연 유동 가격	(달러/톤)	564.6	622.9	590.3	580.9	587.4	583.7	609.1
철광석	(달러/톤)	71.6	69.6	74.3	77.0	73.2	75.1	72.2
원료탄	(달러/톤)	188.6	207.2	201.3	197.0	201.0	207.0	200.0
롤마진	(달러/톤)	314.4	363.0	326.8	316.0	326.0	315.0	350.0

자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy 본부

표 4. 아연 가격 Indicator 정리

	(단위)	2015	2016	2017	2018E	2019E
[세계 정광 시장]						
Mine Production	(천톤)	13,681	12,822	12,978	13,620	14,605
YoY	(%)	1.6%	-6.3%	1.2%	4.9%	7.2%
Metal Production	(천톤)	13,656	13,739	13,724	13,710	14,396
YoY	(%)	1.3%	0.6%	-0.1%	-0.1%	5.0%
생산 - 소비	(천톤)	25	-917	-746	-90	209.5
[세계 금속 시장]						
Metal Usage	(천톤)	13,642	13,674	13,684	13,957.7	14,167
YoY	(%)	-0.2%	0.2%	0.1%	2.0%	1.5%
생산 - 소비	(천톤)	14	65	40	-247.7	228.5
LME Zinc Spot(연말)	(달러/톤)	1,592.8	2,557.8	3,37.5	2,518.5	2,694.1
YoY	(%)	-26.5%	60.6%	30.5%	-24.5%	7.0%

자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

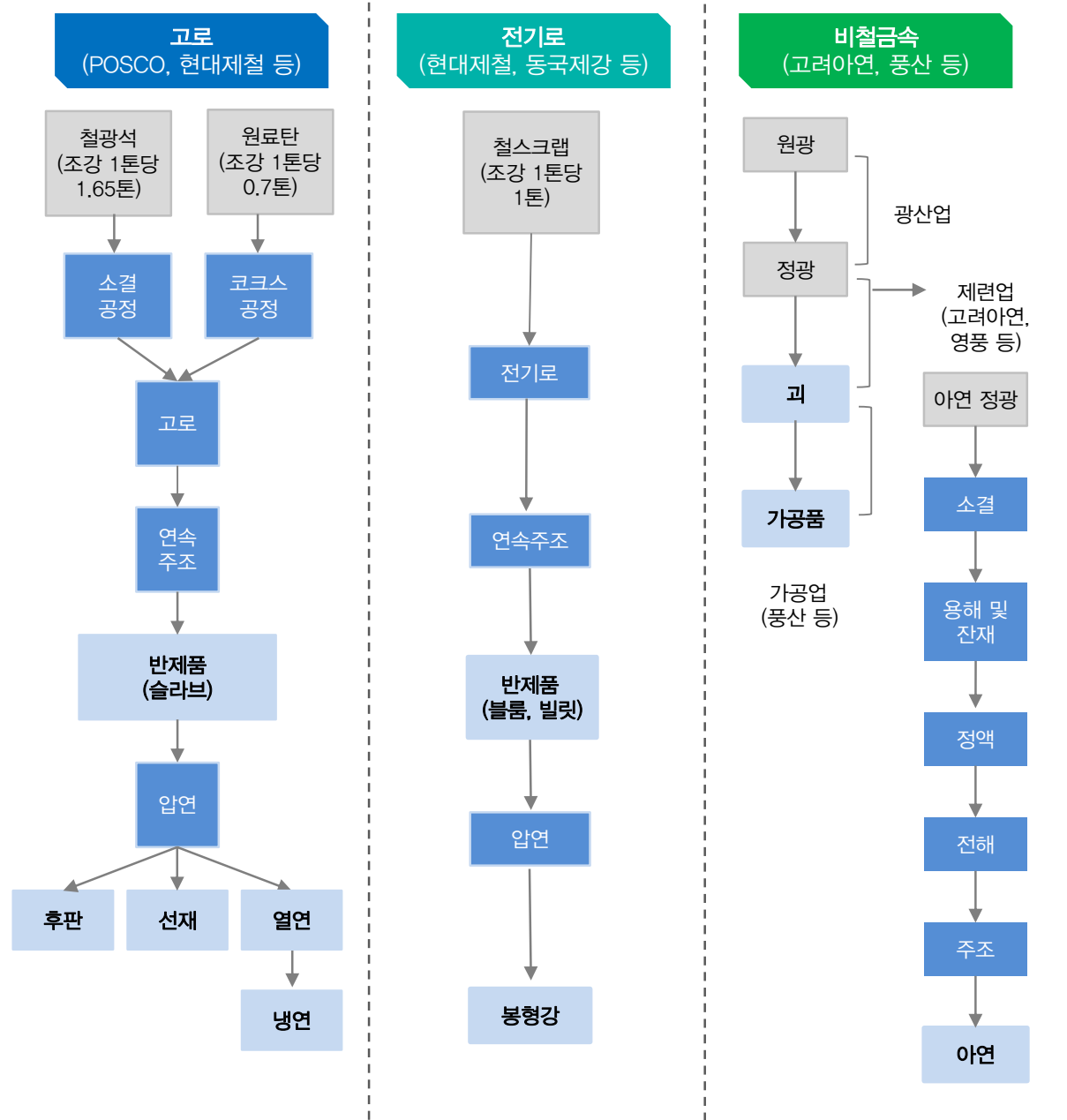
표 5. 동 가격 Indicator 정리

	(단위)	2015	2016	2017	2018E	2019E
[정광 시장]						
Mine Production	(천톤)	19,168	20,357	20,000	20,400	20,563
YoY	(%)	4.0%	6.2%	-1.8%	2.0%	0.8%
Refined Production	(천톤)	22,871	23,337	23,498	24,132	24,326
YoY	(%)	1.7%	2.0%	0.7%	2.7%	0.8%
[금속 시장]						
Refined Usage	(천톤)	23,077	23,600	23,755	24,254	25,063
YoY	(%)	0.7%	2.3%	0.7%	2.1%	3.3%
중국 부동산개발 YoY	(%)	1.0%	6.9%	7.0%	9.5%	10.0%
생산 - 소비	(천톤)	-206	-263	-257	-121	-737
LME Copper Spot(연말)	(달러/톤)	4,706	5,523	7,207	5,949	6,919
YoY	(%)	-26.1%	17.4%	30.5%	-17.5%	16.3%

자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

산업 개괄: 철강금속업종에 중요한 변수 정리

그림 12. 철강금속 산업 개괄



자료: 대신증권 Research&Strategy본부

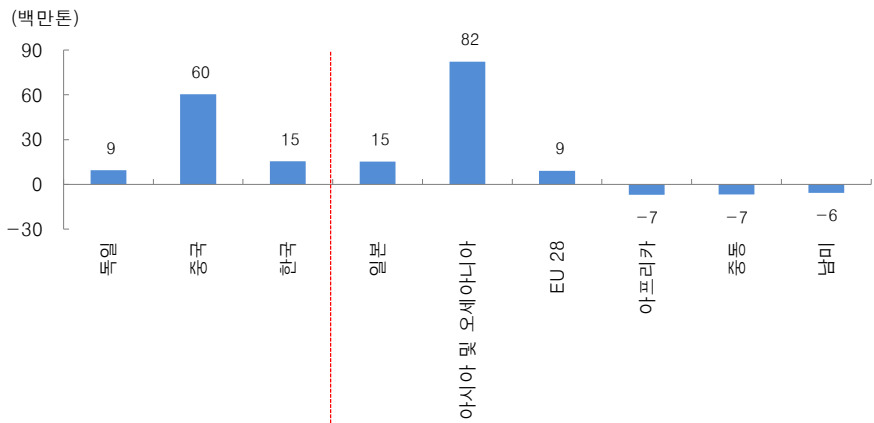
철강업종 분석 시
중요한 사실들

철강금속 업종 투자 의견을 제시하기에 앞서, 철강금속 업종의 이해를 돕기 위해 업종의 특징적인 부분들을 언급하고자 한다. 철강금속 업종 실적 추정에 어떤 변수들을 중요하게 보아야 하는지 살펴보자. 정리하면, i) Q보다는 P, C 변동이 철강사 실적 추정에 중요하고, ii) 완전한 원재료 가격 상승이 철강사 실적에 가장 긍정적이며, 급격한 원재료 가격 상승과 부재료 가격 상승은 철강사 실적을 악화시킨다. iii) 철강업종은 중국 부동산 경기, 비철금속 업체는 기대 인플레이션이 P의 핵심 변수이다. iv) P, C의 중요성으로 인해 P, C에 대한 일별 데이터와 업종 주가는 강한 동행성을 보인다.

Q보다 P, C에 따라
실적이 변동한다

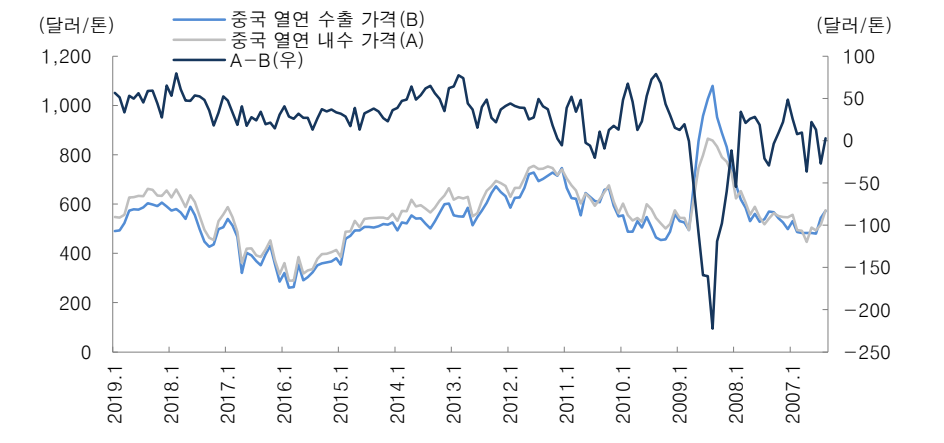
Q(판매량) 분석보다는 P(가격), C(원재료 가격)에 대한 분석이 중요한 이유는 다음과 같다. i) 철강재 생산 주요국들은 이미 오래 기간 철강재 공급과잉(순수출 국가) 상황이기 때문에 전 세계 주요 철강사 중 생산능력 확대를 계획하고 있는 업체가 드물며, ii) 산업의 ‘쌀’인 철강재의 소비가 급변동하는 경우도 적어 철강사들의 가동률은 변동성이 작다. iii) 국가 기간산업인 철강 산업 특성상 각 국가 정부들은 무역 관세 등을 통해 해외 철강사들로부터 자국 철강사를 보호·육성 하려는 유인이 강하기 때문에 타 국가로의 수출을 늘리려는 전략도 일반적인 상황에선 철강사에게 적합하지 않다(일반적으로 철강재는 내수 유통 가격보다 수출 가격이 낮아, 철강사는 수출 비중이 늘어날수록 수익성은 감소). iv) 이러한 이유들로 Q의 변동성은 작고 P, C의 변동성이 크기 때문에 철강사들의 실적은 P, C 변동과 유사하게 동행한다.

그림 13. 세계 주요국들은 대부분 철강재 공급과잉(순수출) 상황



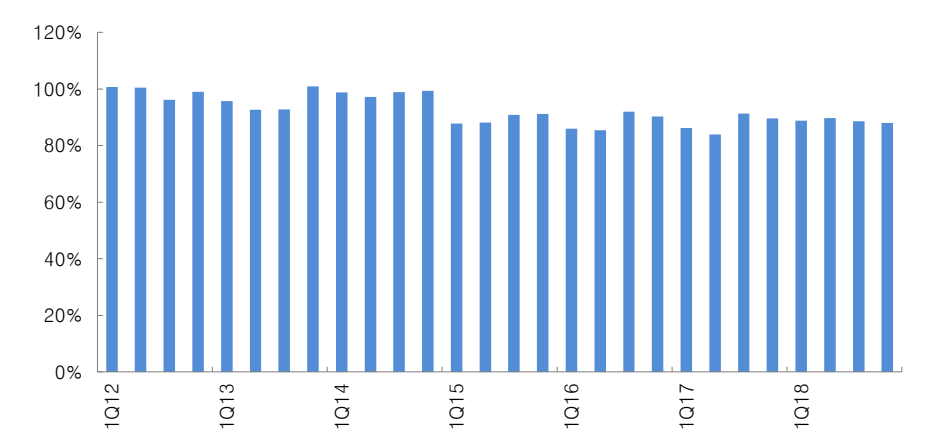
자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 14. 내수 열연 유통가격 대비 낮은 중국 수출 열연 가격



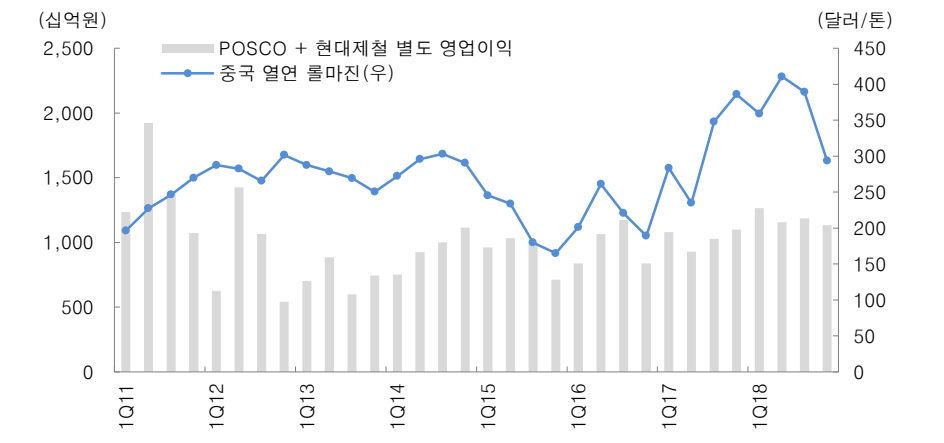
자료: Bloomberg, 대산증권 Research&Strategy본부

그림 15. 변동성 적은 POSCO 가동률 추이



자료: POSCO, 대산증권 Research&Strategy본부

그림 16. POSCO + 현대제철 영업이익은 중국 spot 롤마진의 강한 동행성을 보임

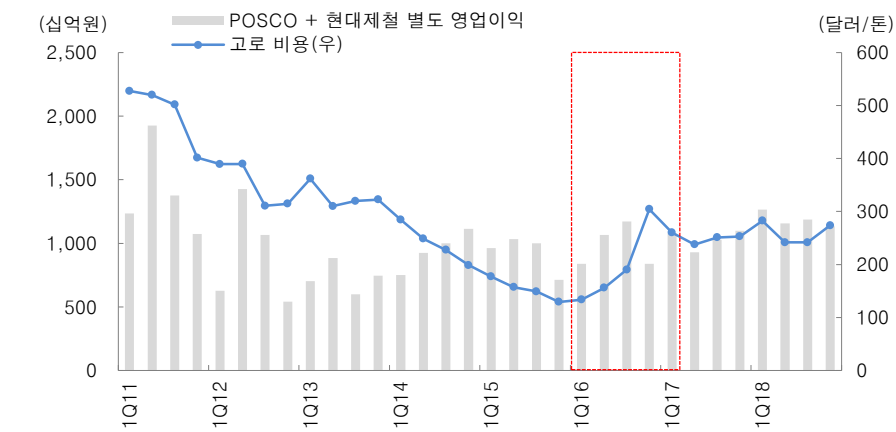


주: 중국 열연 롤마진 = 중국 열연 유통가격 - 1.65*철광석 가격 - 0.7*원료탄 가격
자료: Bloomberg, POSCO, 현대제철 대산증권 Research&Strategy본부

완만한 원재료 가격
상승이 철강사 실적에
긍정적

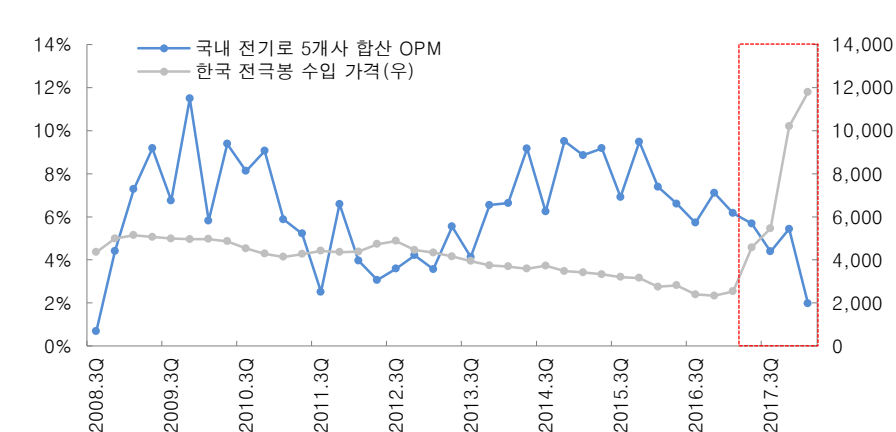
철강사들의 실적에 가장 긍정적인 상황은 완만한 철강 원재료(철광석, 원료탄, 철스크랩) 가격 상승세이다. 비용 상승이 긍정적으로 작용하는 이유는 일반적인 상황에서 완만한 원재료 가격 상승을 철강제품으로 전가하는 일이 어렵지 않기 때문이다. 실수요가들과의 가격협상은 양 측이 합의한 가격 계산 방식(원재료 Spot 가격이 계산 변수에 포함)에 따라 진행된다. ASP는 상승하고 매출원가에는 이전에 낮은 가격으로 구매했던 원재료가 반영됨으로 실적은 개선되는 흐름을 보인다. 다만 철광석, 원재료 가격의 급격한 변동이나 부재료 가격 변동성 확대는 철강사 실적에 부정적이다. 분기, 월 단위로 진행되는 가격협상에서 일시적인 요인으로 급변동한 원재료 가격이 철강제품 가격에 반영되는 것은 어렵다. 특히 실수요가들과 철강사들간에 합의된 가격 협상 계산식에서 부재료 가격은 포함되지 않은 경우들이 많기 때문에 부재료 가격 상승은 철강사 실적 악화 요인이다.

그림 17. 급격한 원재료 가격 변동은 철강사 실적에 부정적



주: 고로 비용: 철광석*1.65 + 원료탄*0.7
자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 18. 급등한 전극봉(부재료) 가격에 OPM 하락한 국내 전기로 업체들

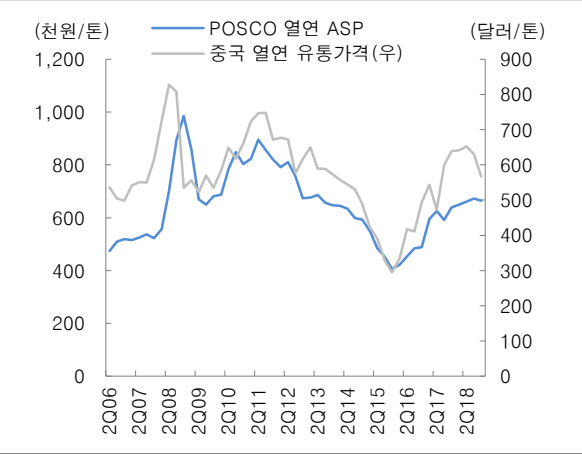


주: 국내 5개사 = 현대제철 세아베스틸 동국제강 한국철강 대한제강 단위는 달러/톤
자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

철강재 가격 추정에
가장 중요한 변수는
중국 부동산 경기

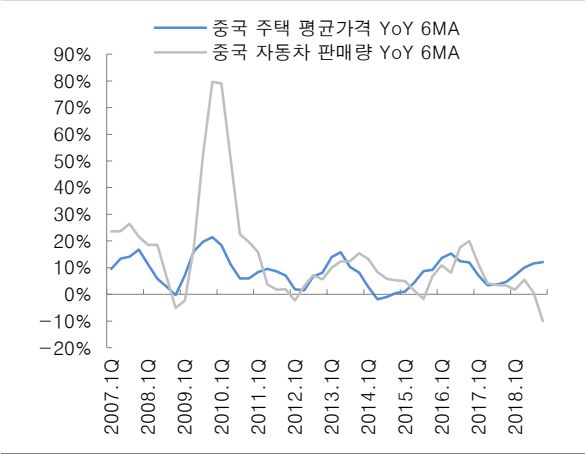
철광석, 원료탄 가격에 철강사의 물마진이 더해져 철강제품 가격이 정해진다. 한국 철강사의 가격을 추정함에 있어서 가장 중요한 변수는 중국 부동산이다. i) 세계 최대 철강재 수출 국가인 중국의 최대 수출국이 한국이기 때문에 한국 철강재 가격은 중국 철강재 가격과의 동행성이 강하고, ii) 중국 철강재 가격의 핵심 변수는 공급이다. iii) 한편, 중국 철강재 수요의 40%는 부동산向이기 때문에 중국 부동산 경기 전망이 중요하다. 실질적으로 부동산 경기가 철강재 수요에 끼치는 영향은 40% 이상으로 판단한다. i) 철강재 수요의 20%인 인프라도 중국은 부동산 경기와 상관관계가 높고(부동산 가격 상승 → 토지 가격 상승 → 지방정부 토지매각 수익 증가(세입의 30%) → 인프라 투자 증가), ii) 수요의 10%인 자동차 생산도 부동산과 상관관계가 크기 때문이다. (중국 국민 자산의 2/3이 부동산인 탓에 부동산 가격과 자동차 소비와의 상관관계가 큼)

그림 19. 동행성 높은 중국 가격과 POSCO ASP



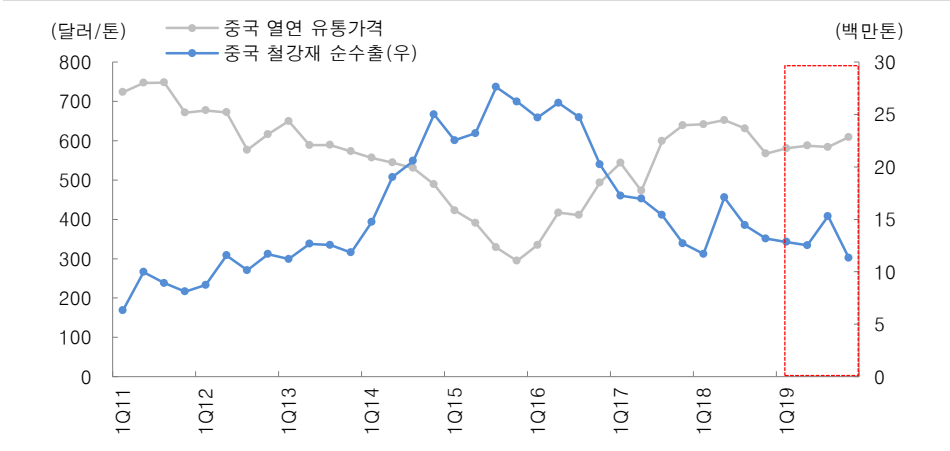
자료: Bloomberg, POSCO, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 20. 중국 주택가격을 후행하는 자동차 판매량



자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 21. 중국 철강 수요 증가 → 중국 철강재 공급과잉(순수출) 감소 → 중국 철강재 가격 상승

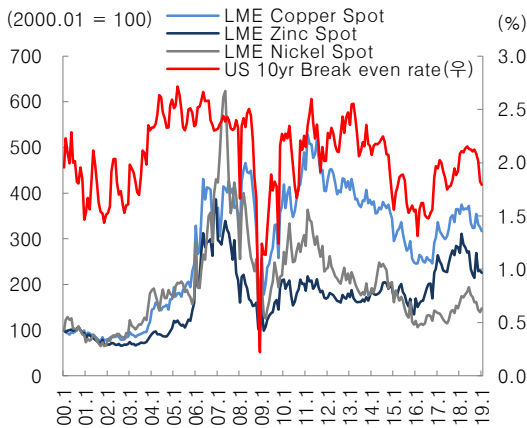


자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

비철금속 P의 중요 변수는 상품 투자 매력도를 결정하는 기대 인플레이션

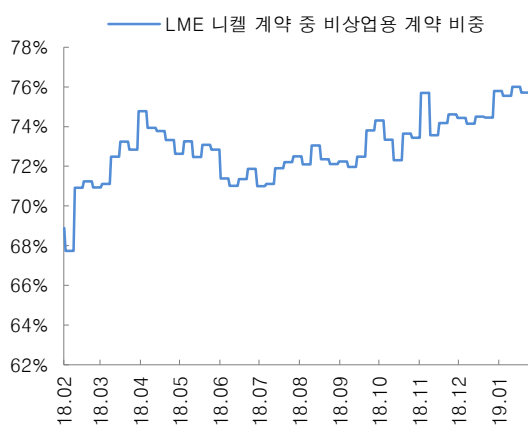
제품 공급이 가장 중요한 철강재와 철강 원부재료들과 달리, 비철금속 가격은 상품 투자와 관련된 매크로 변수가 가장 중요하다. 연간, 분기 단위의 가격 협상이 관행인 철강재, 철강원재료 거래는 계약 시점에서 구매 가격이 확정되기 때문에 헤지 수요가 적어 선물 시장이 발달되어 있는 상태가 아니다. 반면 1882년부터 런던금속거래소(LME)에서 선물 거래가 시작된 비철금속의 거래는 오랜 기간 동안 전월 평균 LME 시장 가격에 기반한 월간 가격 협상이 관행이다. LME 시장에서의 거래는 투기거래 비중이 70~80%에 달하기 때문에 상품 투자 매력도를 결정하는 기대 인플레이션, 금리 등의 매크로 변수 변동에 따라 금속 가격이 움직이는 모습을 보인다. 기대 인플레이션이 가장 비철금속 가격과 큰 동행성을 보이는데, 이에 따라 비철금속 업종들의 실적도 기대 인플레이션이 상승하는 국면에서 호실적을 보인다.

그림 22. 기대 인플레이션과 동행하는 비철금속 가격



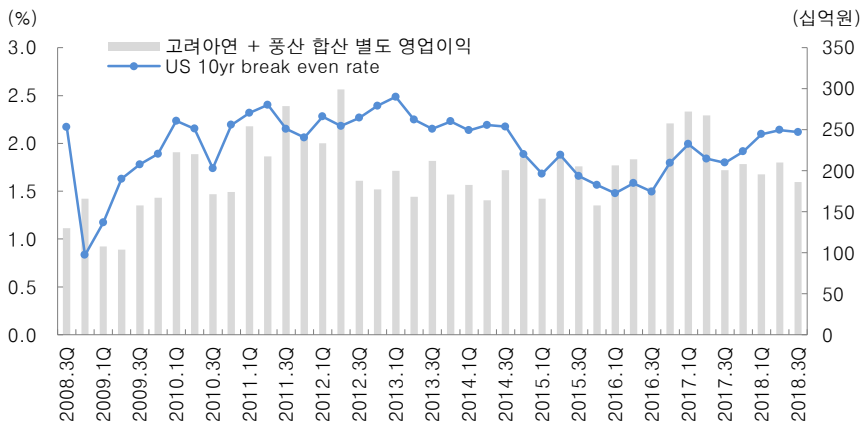
자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 23. 실수요 보다 투기 거래 비중이 높은 LME 시장



자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 24. 기대 인플레이션율과 동행하는 비철금속 업종 영업이익



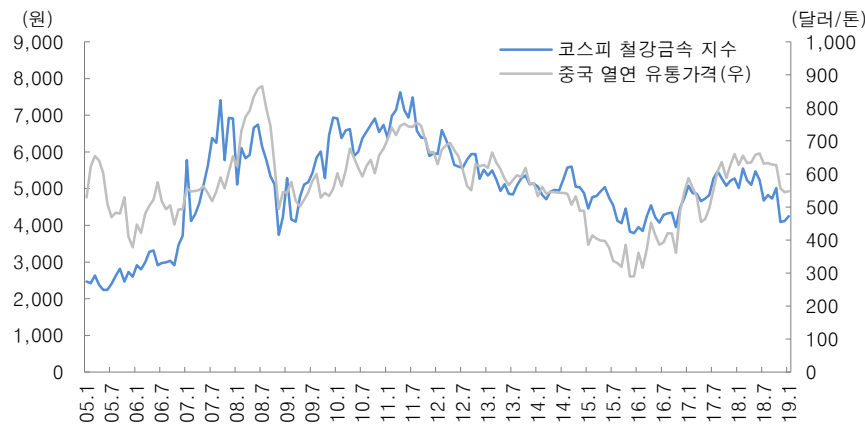
주: 고려아연 + 풍산 영업이익
자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

P와 동행하는
철강금속 업종 주가

전술했듯이, P가 실적에 중요하기 때문에 철강금속업종의 주가도 P와 동행한다. 철강, 철강 원재료 가격이 상승하는 국면에서는 현대제철 대비 POSCO의 주가 상승률이 높다. POSCO는 수많은 철강 수요 업체들과 다양한 시점에 철강재 가격 협상을 진행하고, 원재료 구매도 절반 정도는 Spot, 나머지 절반은 분기 계약을 하고 있기 때문에 cost-push로 철강재 가격 상승하는 국면에서 실적 상승률이 높다. 반면 현대제철의 경우 영업이익의 절반 수준이 captive인 현대·기아차에서 발생하는데, 현대·기아차와의 가격 협상은 2월과 8월 반기마다 진행되고, 원재료는 대부분 Spot으로 구입하기 때문에 원재료 가격 상승이 실적 악화로 이어질 가능성이 있다. 반대로 원재료 가격 하락 국면은 현대제철에게 유리하다.

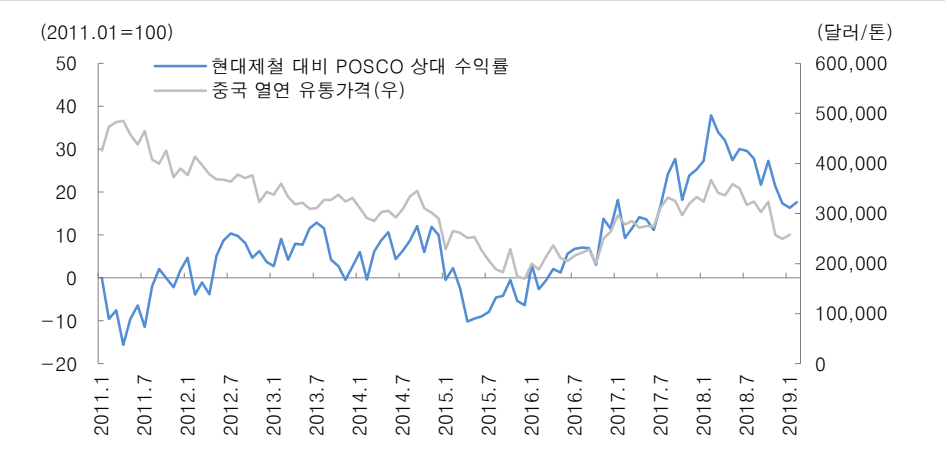
고려아연 매출의 80% 가량을 차지하는 free metal 수익은 전월평균 LME 비철금속 가격에 판매가가 연동되기 때문에 고려아연 주가 역시 LME 비철금속 가격과 강한 동행성을 보인다. 원가 차감 항목인 제련수수료(TC)의 영업이익 기여도가 점차 낮아질 전망이어서(정광 제련보다 자회사에서 조달한 조산화아연으로 금속을 생산하는 비중이 높아지고 있기 때문) 향후에도 비철금속 가격과의 주가 동행성은 강화될 전망이다. 풍산 역시 동가 가격이 상승할 때 재고자산 평가이익과 Metal gain(원재료인 동 구매 가격대비 신동제품 판매가격이 높을 때 얻는 이익)이 동시에 발생하는 사업 구조이기 때문에 동 가격과 주가가 동행성을 보인다.

그림 25. 철강 가격과 동행하는 철강금속 업종 지수



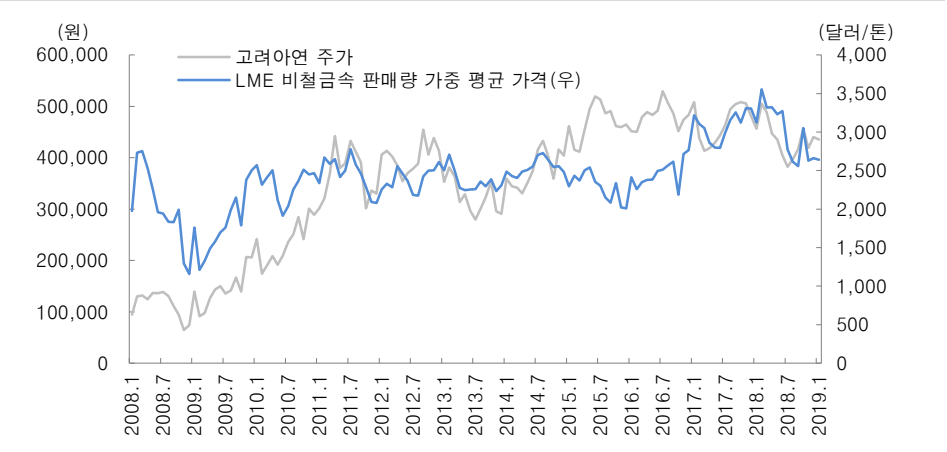
자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 26. 철강 가격 upcycle 엔 POSCO > 현대제철



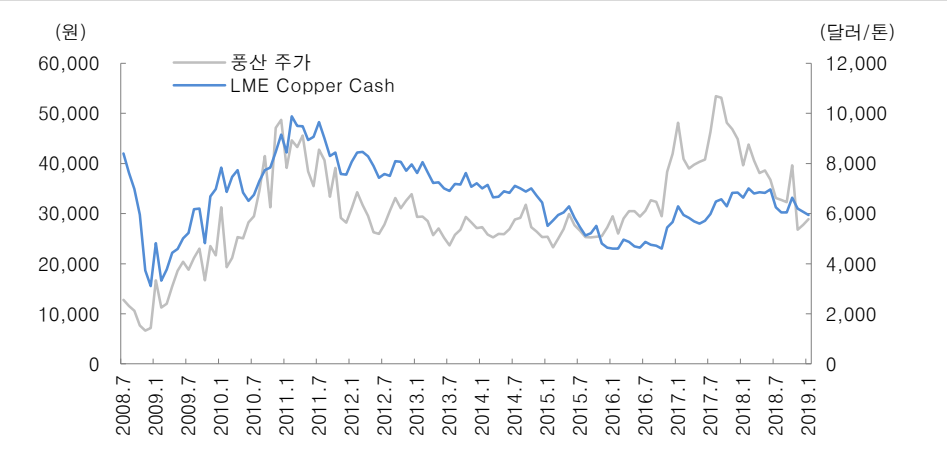
자료: Bloomberg, 대산증권 Research&Strategy본부

그림 27. 비철금속 가격과 동행하는 고려아연 주가



자료: Bloomberg, 대산증권 Research&Strategy본부

그림 28. 동 가격과 동행하는 풍산 주가



자료: Bloomberg, 대산증권 Research&Strategy본부

I. 철강 원재료: 4Q18 높아진 가격대를 유지할 전망

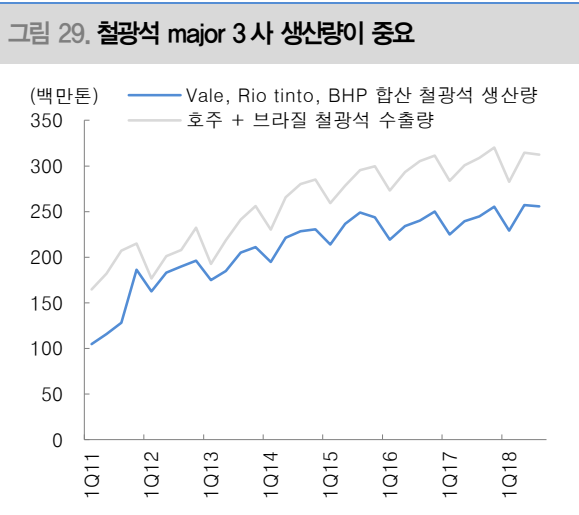
I-1. 철광석·원료탄 공급: 과도했던 Capex 가 후회되는 광산 업체들

철광석/원료탄 공급
추정에 중요한 광산
major들의 생산 전략

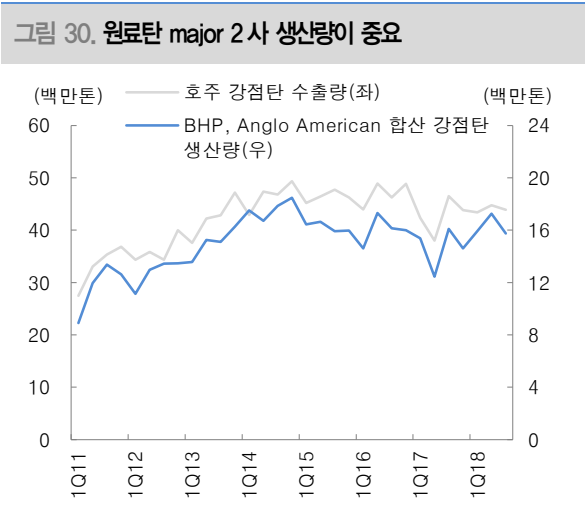
철광석/원료탄 공급량을 전망하기 위해선 철광석 major 3사(Vale, Rio tinto, BHP)와 원료탄 major 2사(BHP, Anglo American)의 향후 생산·투자 계획을 살펴보는 것이 중요하다. 해당 회사들이 세계 철광석/원료탄 해상물동량에서 차지하는 비중이 높기 때문이다.

광산업체들의 Capex
지출이 과거 대비
높아질 가능성은
낮다고 판단

광산 업체들의 Capex 지출이 과거 대비 높아질 가능성은 낮다. 광산사들의 과도했던 Capex 지출에 대한 반성 때문이다. 광산 업체들이 생산하는 상품들의 가격은 ‘11년까지 장기 상승세를 보이다가 하락 반전하여 현재까지도 ‘11년 수준의 가격을 회복하지 못하고 있다. 주된 원인은 광산 업체들이 상품 가격이 하락했던 ‘11~’13년에도 가격 반등을 예상해 Capex 지출을 매년 늘렸기 때문이다. 광산 업체들도 자신들의 투자 전략이 실패했음을 인정하고 새로운 투자전략을 제시하고 있다. 광산사들의 투자 전략을 살펴보자

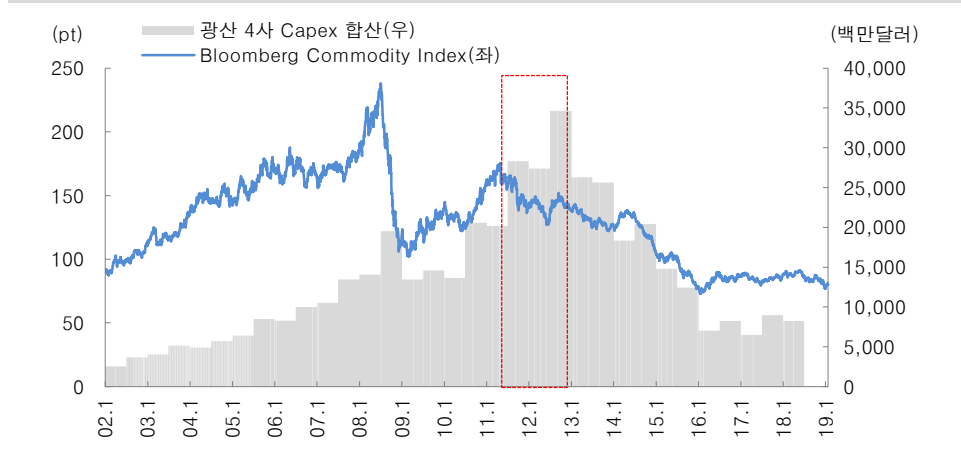


주: Rio tinto는 출하량 기준
자료: Vale, Rio tinto, BHP, Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부



자료: BHP, Anglo American, Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 31. 상품 가격 하락을 예측하지 못하고 Capex 늘렸던 광산사들



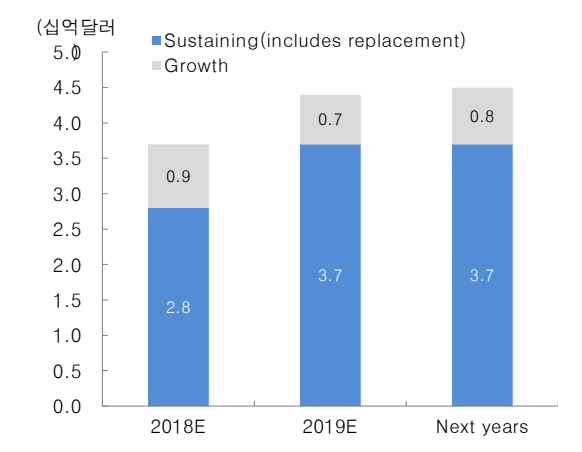
주: 광산 4사는 Vale, BHP, Rio tinto, Anglo American
자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

I-1. 철광석·원료탄 공급: Q 보단 P와 배당로 주주가치 제고할 계획

Q 성장보다는 공급량
조절을 통한 가격
지키기와 배당으로
주주가치 제고하려는
광산 업체들

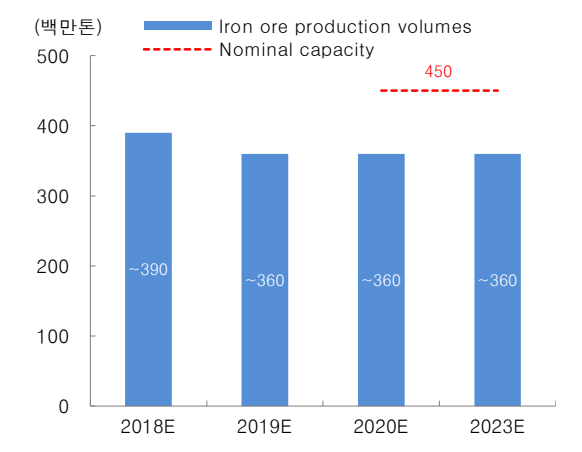
향후 광산 업체들의 주주가치 제고 전략의 방향은 생산량 확대가 아닌 ‘상품 가격 지키기’와 배당 위주가 될 것이다. 2013년 160억달러 가까이 Capex로 지출하던 세계 최대 철광석 생산업체 Vale는 2019년 Capex 가이드를 4.4억달러로 제시했다. 2020~2023년 평균 연간 Capex 가이드도 4.5억달러로 과거 대비 낮은 편이다. Q 성장 관련된 지출도 전체 Capex 지출 중 약 18%에 불과하다. 향후 연간 철광석 생산량의 상한도 4억톤으로 설정했다. 세계 최대 원료탄 생산 업체인 BHP는 2019년 예정 배당성향을 50%로 제시했고 과거에 많게는 200억달러였던 Capex도 2019년에는 80억달러에 그칠 예정이다.

그림 32. 성장 투자 줄이겠다는 Vale



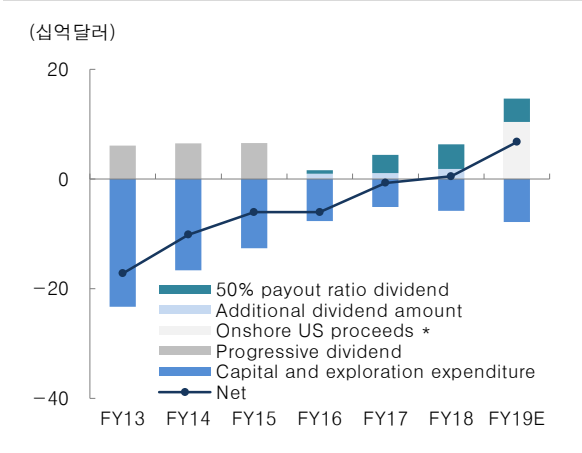
주: Next years는 2020~2023년 평균
자료: Vale, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 33. Vale의 철광석 생산 상한선은 3.6억톤



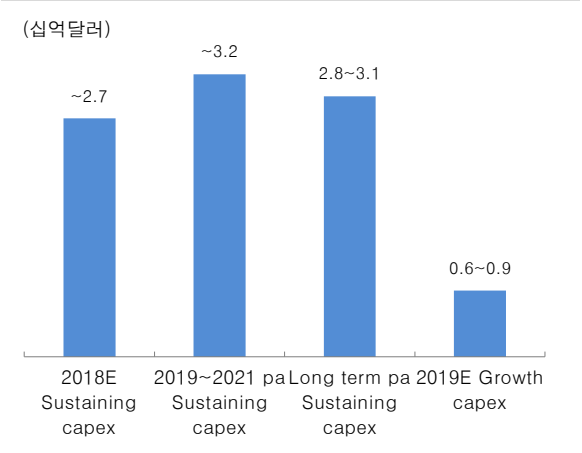
자료: Vale, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 34. 배당으로 주주가치 제고하려는 BHP



주: Onshore US proceeds는 미국 석유, 가스 자산 매각분
자료: BHP, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 35. Anglo American도 Capex는 유지보수 위주



자료: Anglo American, 대신증권 Research&Strategy본부

I-1. 철광석·원료탄 공급: 동과 니켈에 투자 하겠다

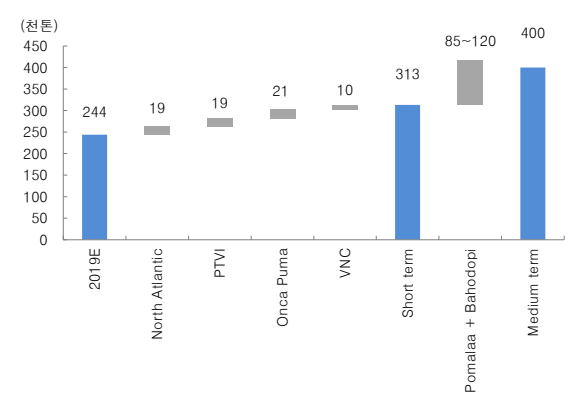
광선 major들,
전기차 소재에 대한
투자를 늘릴 계획

광산 업체들이 여러 IR 행사에서 공통적으로 언급하고 있는 2가지는 전술한 ‘투자 축소’와 ‘전기차 소재(동·니켈)’ 투자를 늘리겠다는 것이다. 과도한 Capex는 지양하겠지만 굳이 투자하겠다면 철강 원료보다는 향후 수요 급증할 것으로 기대되는 동·니켈에 투자하겠다는 계획이다.

Vale와 BHP의 향후 투자 계획

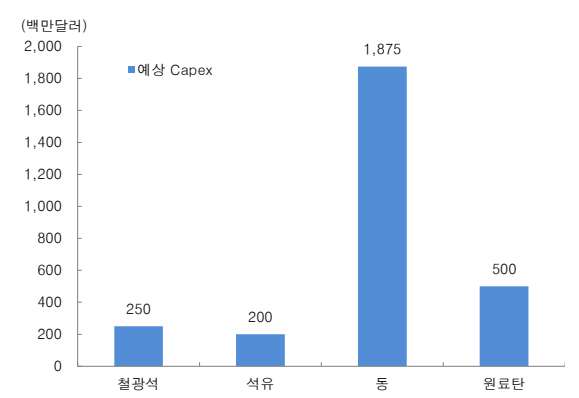
2019년 니켈 생산량 가이드스를 24.4만톤으로 제시한 Vale는 향후 중장기적으로 40만톤까지 니켈 생산량을 늘릴 계획이다. BHP의 확정된 투자 계획들을 살펴봐도 동 관련 자산에 대한 투자가 18.8억달러로 가장 많다. BHP가 제시한 향후 투자 가능한 project 리스트를 보더라도, 철광석·원료탄 자산에 대한 투자 대비 동 관련 자산에 대한 투자를 매력적으로 보고 있는 것을 확인할 수 있다.

그림 36. 니켈 생산 중장기적으로 늘리려는 Vale



주: North Atlantic, PTV 등은 니켈 생산 자산 명칭
자료: Vale, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 37. 동 자산에 가장 많이 투자할 계획인 BHP



자료: BHP, 대신증권 Research&Strategy본부

표 6. BHP 향후 투자 가능 프로젝트: 석유와 동의 투자 매력도를 높게 봄

Options	상품	집행 가능 시점	Capex(백만달러)	IRR(%)	Risk(1~5)
Atlantis Phase 3	석유	< 1 year	> 500	~25	Non Operated
Ruby	석유	< 1 year	> 150	>25	2
Olympic Dam BFX	동	< 5 years	> 2,000	~20	2
Scarborough	석유	< 5 years	< 2,000	>15	Non Operated
Wards Well	원료탄	> 5 years	> 1,000	~15	4
Resolution	동	> 5 years	< 3,000	>15	Non Operated
Jansen stage 1	탄산칼륨	< 5 years	~5,000	~13	3
Jansen stage 2-4	탄산칼륨	> 15 years	단계 별 ~4,000	~16	2

자료: BHP, 대신증권 Research&Strategy 본부

I-2. 원료탄 수요: 향후 원료탄 수요에 인도가 중요한 이유

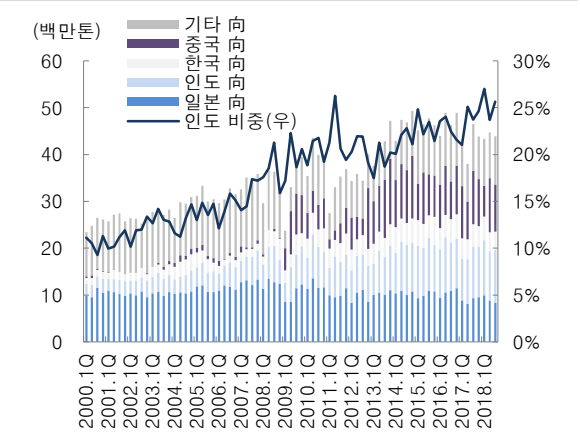
세계 1위 원료탄 수입 국가가 된 인도

최근 5년간 원료탄 수입량이 가장 빠르게 늘고 있는 지역은 인도이다. 3Q18 연간 누적 기준 인도의 원료탄 수입량은 3,360만톤으로 5년전 대비 43% 가량 증가했다. 연평균 7~8% 증가율로 성장하는 철강 소비에 발맞춰 조강 설비를 성공적으로 증설했기 때문이다. 전기로 비중이 절반인 인도의 많은 원료탄 수입이 의아할 수 있으나, 인도 전기로 설비는 대부분은 철원으로 철스크랩이 아닌 DRI(직접환원철, 철광석과 원료탄 사용)를 사용한다는 사실을 인지해야 한다.

인도의 향후 목표에 대해서 현실성 점검할 필요

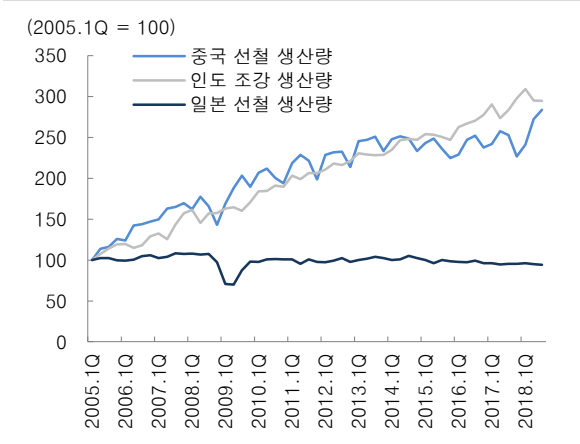
향후에도 원료탄 수요 중 가장 중요한 변수는 인도 원료탄 수입량이 될 전망이다. 이미 철강재 시장이 공급과잉 상태인 대부분의 선진국들은 조강 설비 증설 계획이 없고, 조강 설비 증설을 계획하고 있는 선진국들 중에선 인도의 증설 속도가 가장 빠르기 때문이다. 인도 정부가 2017년 승인한 ‘National Steel Policy’에는 제조업 성장을 위한 인프라 구축을 위해 i) 30년까지 조강 설비 생산 능력을 3억톤으로 늘리고(2017년 EU 전체 국가의 조강 생산량이 약 1.7억톤), ii) 수입산 원료탄 의존도를 50%로 낮춘다는 목표가 제시되어 있다. 인도 정부의 계획이 얼마나 현실성 있는지 분석해 볼 필요가 있다

그림 38. 세계 원료탄 수입 1 위 국가 인도



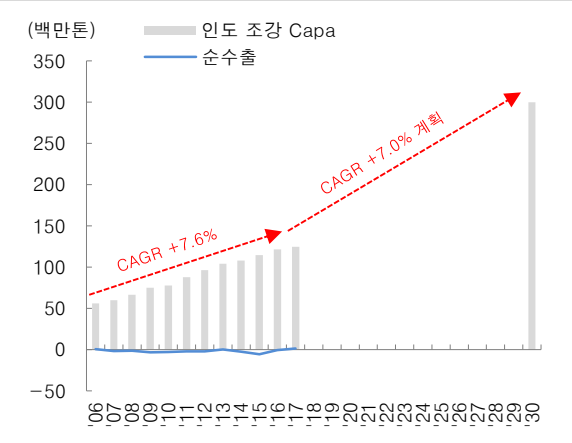
자료: Bloomberg, 대산증권 Research&Strategy본부

그림 39. 중국 보다 조강 생산량 빠르게 늘린 인도



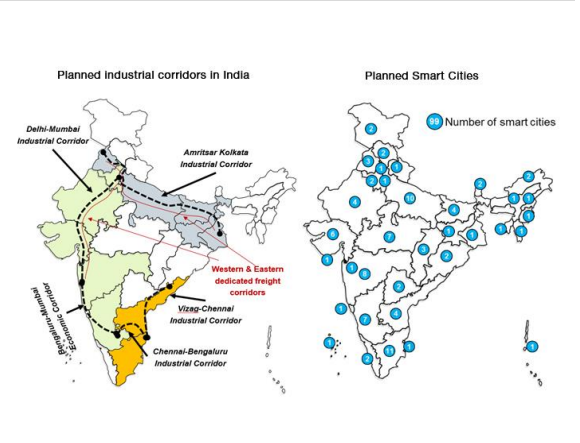
자료: Bloomberg, 대산증권 Research&Strategy본부

그림 40. 인도 조강 생산능력 증설목표: 세계 2 위 수준



자료: Bloomberg, 인도 정부, 대산증권 Research&Strategy본부

그림 41. 인도 산업 회랑, 스마트 시티 계획



자료: 인도 정부, 대산증권 Research&Strategy본부

I-2. 원료탄 수요: 목표엔 미달해도 무시할 수 없는 증가 속도

인도의 조강 설비 증설 속도는 연평균 4~5%에 그칠 전망

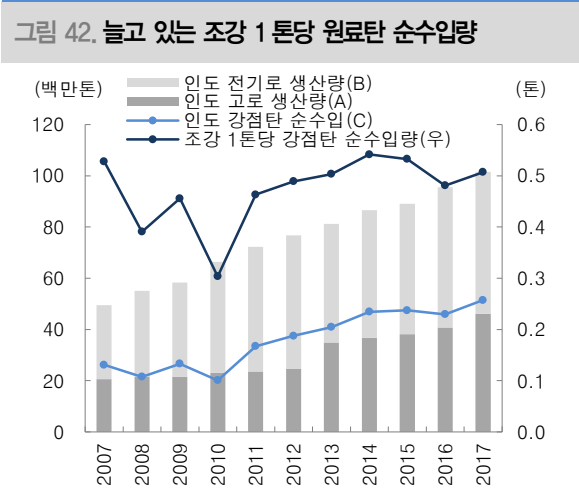
인도의 조강 설비 증설 속도는 연평균 4~5%(목표 7%)에 그칠 것으로 전망한다. 조강 생산능력을 연평균 7% 증가시키기 위해선 유사한 수준의 철강 수요 증가가 필요한데, 철강 수요가 연평균 7% 수준으로 증가하기는 어렵다고 보기 때문이다. i) 인도는 전통적으로 철강을 소비하는 제조업보다는 금융 및 컨설팅 등 지식 집약 산업이 강점이고, ii) 평지가 많고 건조한 지형 및 기후 특성상 건설용 철강재의 원단위가 낮다(인도의 건설 현장에서 사용되는 철강:시멘트 비율은 1:4, 중국은 1:1, 미국은 1.5:1)

인도의 원료탄 수입량 증가 속도는 조강 설비 증설 속도인 4~5%를 상회할 것으로 예상

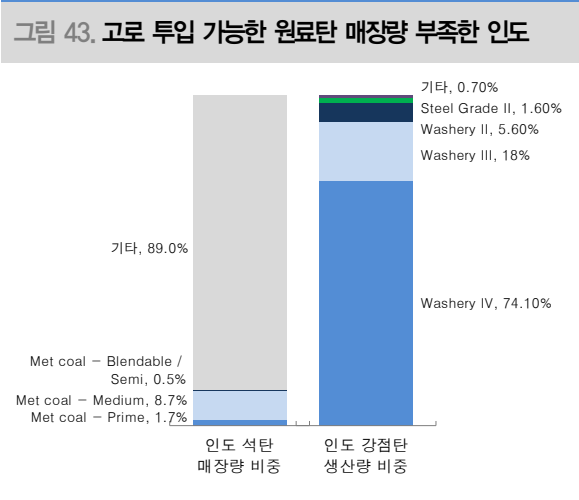
하지만 원료탄 수입량 증가 속도는 조강 설비 속도를 상회할 것으로 예상된다. 철강재 대량 생산을 추구하는 인도 정부의 의지와 풍부한 철광석 매장량을 고려할 때, 인도의 조강 설비 증설은 고로 위주로 이뤄질 가능성이 높다. 인도에서 고로에 투입 가능한 등급의 원료탄 생산은 연간 40만톤으로 인도 고로向 원료탄 수요의 99%는 수입에 의존한다. 따라서 고로 생산 비중이 증가할수록 조강 1톤당 필요 수입 원료탄량은 증가한다.

고품질 원료탄 매장량이 적은 인도

고로에서 사용 가능한 고품질 원료탄이 인도에서 생산될 가능성도 낮다. 고품질 원료탄 매장량이 적기 때문이다. 인도 석탄 매장량 중 1.7%만이 volatile metter 함유량이 19.6%~31%인 Prime 등급이다. 전체 원료탄 매장량 중에서도 ash content 함유량이 18% 미만인여서 추가 비용 지출 없이 고로 생산에 바로 투입할 수 있는 원료탄은 2% 미만으로 추정된다. 수익성 확보를 위해 인도 고로업체들은 고품질인 수입산 원료탄을 선택할 확률이 높다고 판단한다.



주: 조강 1톤당 원료탄 순수입량은 C / (A + B)
자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부



자료: 인도 Ministry of mines, 대신증권 Research&Strategy본부

표 7. 고로 위주인 인도의 투자 계획

기업	투자액	내용
Vedanta Star Ltd	8.3억 달러	Electrosteel Steels 인수
Vedanta Group	31.3억 달러	Jharkhand 에 백만톤 철강 설비 capa 증설 계획(고로)
JSW Steel	11.2억 달러	Vijayanagar plant 를 2020 년까지 연 1,300 만톤 설비로 증설할 계획(고로)
JSW Steel	41.4억 달러	2020 년까지 현재 1,800 만톤 설비를 2,300 만톤으로 증설할 계획
Tata Steel	54.5억 달러	Bhushan Steel 인수를 위해 입찰 제안
Tata Steel	36.4억 달러	Kalinganagar 철강 설비 설비를 300 만톤에서 800 만톤으로 증설할 계획(고로)

자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

I-3. 원료탄 가격: 공급도 수요도 증가, 200\$/MT 이상 유지할 전망

수급 상황에 큰 변동은
없을 원료탄 시장

2019년 원료탄 연평균 가격은 전년대비 소폭 하락한 200~205달러로 전망한다. 원료탄 Major 2사인 BHP와 Anglo American의 원료탄 생산량이 전년대비 약 5% 증가할 것으로 예상하고, 올해 중국 낮아진 롤마진으로 조강 가동률이 4%p 가량 하락할 것으로 전망되는 점은 가격 하락 요인이다. 다만 인도 조강생산량이 전년대비 4~5% 증가할 것으로 예상되기 때문에 전년대비 수급 상황에는 큰 변동은 없을 것으로 판단한다.

가격 상승 리스크
요인은 Aurizon에 대한
호주 정부의 반독점
규제

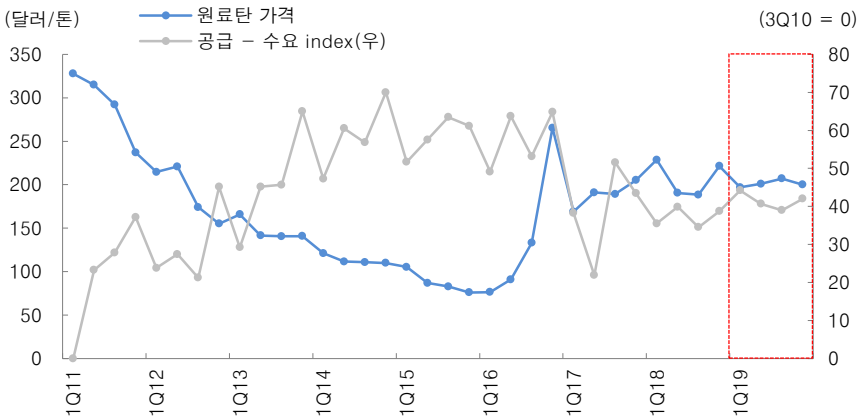
가격 상승 리스크 요인은 호주 철도 서비스 업체인 Aurizon에 대한 호주 정부의 반독점 규제이다. 호주 정부는 세계 최대 석탄 철도망(50여개 광산과 Queens land의 3개 major 항구를 연결하는) 보유한 Aurizon에 대해 2021년까지 이익 상한선을 설정했다. Aurizon은 이에 대한 대응으로 석탄 수송 Capacity를 2천만톤 낮추겠다는 계획이다. 석탄 수출로 인한 세수가 많은 호주 정부를 압박하려는 언급으로 보이나 현실화될 경우 호주 석탄 수출량이 4~5% 감소하는 영향이 있을 것으로 보인다.

표 8. 원료탄 가격 Indicator 정리

	(단위)	2017	2018	2019E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
[원료탄 수요 지표]								
인도 조강 생산량	(백만톤)	101.5	106.5	111.3	28.6	27.3	27.3	28.0
YoY	(%)	6.3%	4.9%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
중국 선철 생산량	(백만톤)	710.8	771.1	735.7	182.9	184.8	186.8	181.2
YoY	(%)	1.4%	8.5%	-4.6%	4.5%	-6.6%	-9.2%	-5.8%
일본 선철 생산량	(백만톤)	78.3	77.3	77.3	19.7	19.5	19.3	18.8
YoY	(%)	-2.3%	-1.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
[원료탄 공급 지표]								
호주 원료탄 수출량	(백만톤)	170.7	176.6	182.8	46.9	45.2	44.8	45.9
YoY	(%)	-9.2%	3.4%	3.5%	8.1%	1.0%	2.1%	3.1%
[원료탄 가격]								
호주 프리미엄 원료탄	(달러/톤)	188.6	207.2	201.3	197.0	201.0	207.0	200.0
YoY	(%)	33.5%	9.9%	-2.9%	-13.8%	5.5%	9.9%	-9.7%

자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 44. 전년대비 수급 상황에 큰 변동 없어 200~210 \$/MT 밴드 안에서 가격 움직일 전망



주: 공급(호주 원료탄 수출량, 수요(중국, 인도, 일본 선철 생산량)의 지수화하여 계산
자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy 본부

I-4. 철광석 수요: 고품위 철광석 수요는 견조할 전망

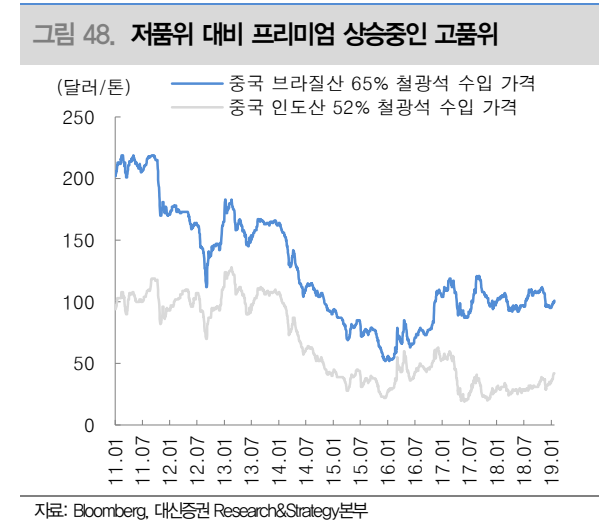
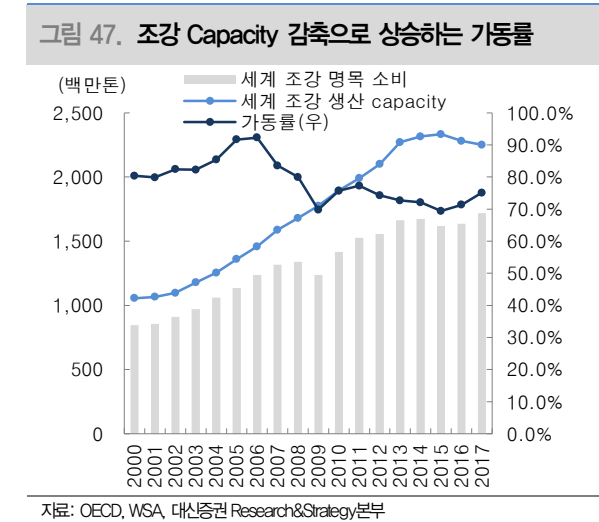
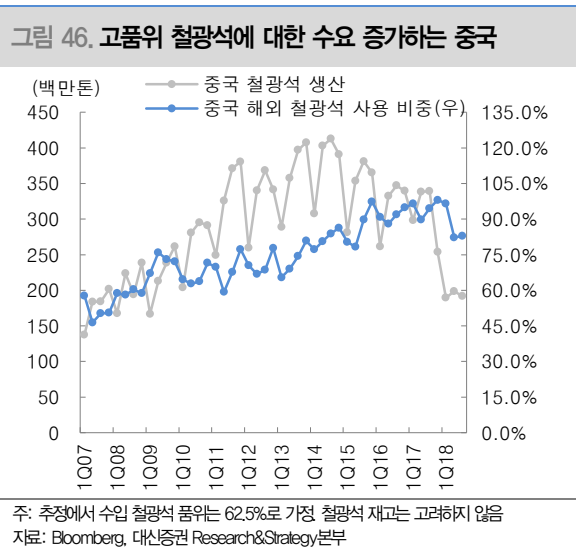
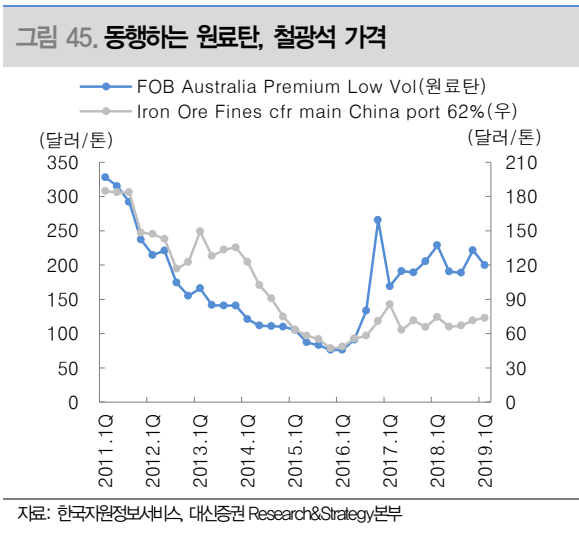
국내 고로 업체들은 호주, 브라질산 고품위 철광석을 주로 사용하기 때문에 이들의 가격 추정이 중요하다. 2019년 고품위 철광석 수요는 증가 요인과 감소 요인이 혼재해서 2018년과 유사할 것으로 전망한다. 우선 증가 요인을 살펴보자.

고품질 철광석
상승요인 1:
높아진 원료탄

높은 수준을 유지할 원료탄 가격은 고품위 철광석 수요 증가 요인이다. 2019년에도 톤당 200\$/MT 이상의 원료탄 가격이 예상되기 때문에 고로 업체들은 조강 생산 시 원료탄 투입량이 저품질 대비 적게 드는 고품위 철광석을 선택할 가능성이 높다. 실제로 원료탄 가격이 톤당 200\$/MT이상 상승한 2016년부터 중국의 해외 철광석(자국 철광석 대비 고품위) 사용 비중은 90%를 상회하는 것으로 추정된다.

고품질 철광석
상승요인 2:
높아진 세계 조강
설비 가동률

세계적으로 조강 설비 감축이 이뤄지고 있어 조강 가동률이 상승하고 있는 흐름도 고품위 철광석 수요에 긍정적이다. 같은 설비라도 저품질보다 고품위 철광석을 투입해야 더 많은 조강 생산이 가능하기 때문이다. 실제로 세계 1위 철광석 생산사 Vale는 증가하는 세계 조강설비 가동률을 근거로 고품위 철광석 수요 증가를 전망하고 있다. 이에 따라 고품위 철광석 판매 비중을 2022년까지 95%로 확대할 계획이다(2018년 81%)



I-4. 철광석 수요: 중국 선철 생산량 감소, 전기로 증설

단기적으로는 중국
선철 생산량 감소가
철광석 수요에 중요

장기적으로는 중국
전기로 증설 문제가
철광석 수요에 영향
미칠 전망

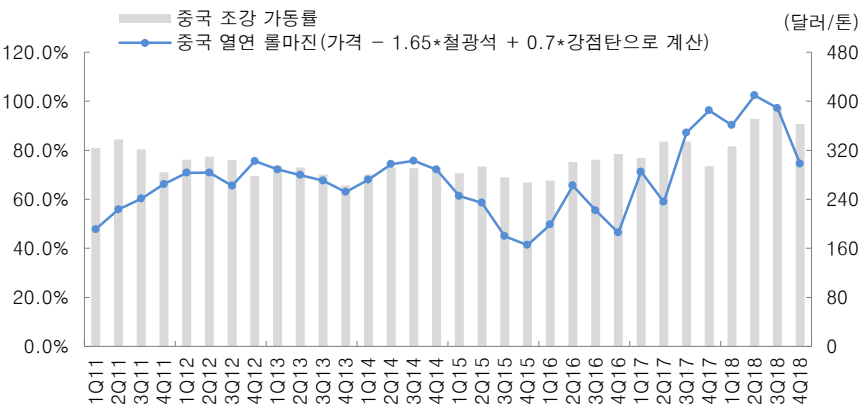
중장기적으로 중국
전기로 증설이 철광석
수요를 제한할 전망.
다만 중국 전기로
증설 속도는 빠르지
않을 것

단기적인 철광석 수요 감소 요인은 최대 철광석 수입 국가인 중국의 조강 생산량 감소이다. 2019년 연평균 롤마진은 전년대비 10% 하락할 것으로 예상되고, 이에 따라 중국 조강 가동률도 연간 기준으로 -4% 정도 하락할 가능성이 높다. 중국 조강 가동률은 전반기 롤마진에 따라 증감하는 특성이 있기 때문이다. 실제로 최근 10년래 최대 롤마진을 기록했던 2Q18 다음 분기에 중국 고로 가동률은 10년래 최대인 97%를 기록했다.

중장기적으로는 중국의 전기로 증설이 철광석 수요 증가를 제한할 것이다. 중국은 환경 오염 배출이 고로 대비 1/4인 전기로의 생산 비중을 확대할 계획이다(2017년 9.3%, 2020년 목표 20%). 고로 1톤 설비 폐쇄시 전기로 1톤 증설을 승인해주는 치환 정책을 시행중에 있어 전기로 증설은 철광석 수요 둔화를 의미한다.

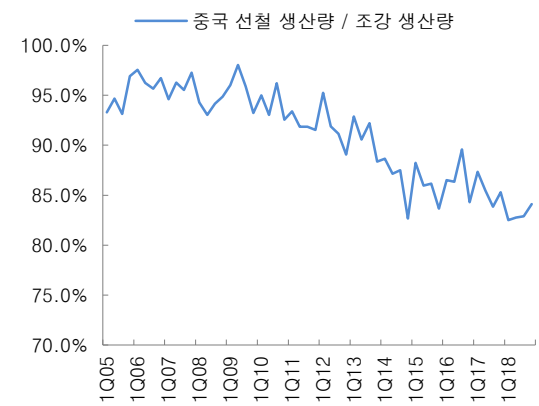
다만 향후 5년래 중국의 전기로 증설이 빠른 속도로 이뤄질 가능성은 낮다. 고로에서만 생산되는 선철을 조강 생산량으로 나눈 비율을 보면 대략적인 전기로 생산 현황을 파악할 수 있는데, 지속 하락하던 선철/조강 비율은 1Q18 82.5%를 기록한 이후로 지속 상승 중이다. 고로 롤마진이 전기로 롤마진 대비 2018년 평균 44% 높았기 때문에 전기로 증설의 경제적 유인이 부족했던 것으로 판단한다. 중국의 철강재 공급과잉이 2005년부터 시작됐고, 철스크랩 재고가 전기로 산업이 발전할 정도로 충분히 확보되려면 20~25년정도 시간이 걸린다고 가정하면, 중국의 본격적인 전기로 증설은 2025년부터 시작될 것으로 전망한다.

그림 49. 중국 조강 가동률은 전반기 롤마진을 후행하는 특성



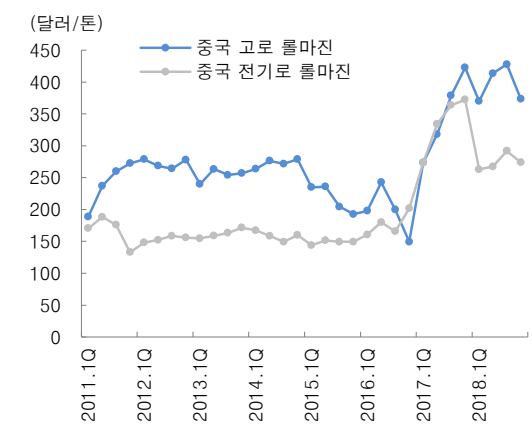
자료: Bloomberg, OECD, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 50. 2018년부터 반등 중인 선철/조강 비율



자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 51. 전기로 대비 수석성 우위 보이는 고로



주: 고로 롤마진 = 중국 철근 내수 가격 - 1.65*철광석 - 0.7*원료단
전기로 롤마진 = 중국 철근 내수 가격 - 상하이 철스크랩 유통 가격
자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

I-5. 철광석 가격: 1Q19 고점 이후 약보합세 전망

2019년 철광석
가격은 1Q19가
고점이라 판단

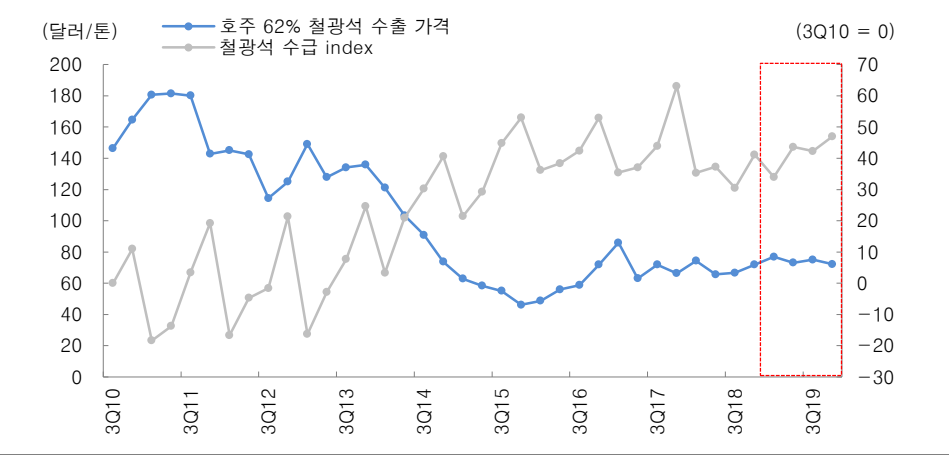
2019년 철광석 가격은 1Q19 77\$/MT 기록한 이후 연말까지 약보합세를 보일 것으로
전망한다. 연평균으로는 기저가 낮아 전년대비 6.8% 증가할 것으로 전망한다. 2018년
8.5% 상승한 중국 선철 생산량에도 불구하고, 철광석 가격은 70\$/MT를 하회했다. Vale의 증
산 계획이 시장에 영향을 미쳤던 것으로 보인다. 최근 Vale가 브라질 댐 사고 영향으로
2019년 생산량 가이드를 10% 낮추자 2019년 2월 철광석 가격은 87\$/MT를 기록했
다. 높아진 철광석 가격은 하락하는 중국 선철 생산량에 따라 점차 하락할 전망이나,
Vale 증산 우려가 사라진 만큼 하락 폭이 크진 않을 것으로 판단한다.

표 9. 철광석 가격 Indicator 정리

	(단위)	2017	2018	2019E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
[철광석 수요 지표]								
중국 선철 생산량	(백만톤)	710.8	771.1	735.7	182.9	184.8	186.8	181.2
YoY	(%)	1.4%	8.5%	-4.6%	4.5%	-6.6%	-9.2%	-5.8%
[철광석 공급 지표]								
호주 + 브라질 철광석 수출량	(백만톤)	1,213.5	1,224.6	1,225.0	290.0	310.0	310.0	315.0
YoY	(%)	2.5%	0.9%	0.0%	2.6%	-1.5%	-0.7%	0.0%
[철광석 가격]								
호주산 철광석 62% 중국 수입 가격	(달러/톤)	71.6	69.6	74.3	77.0	73.2	75.1	72.2
YoY	(%)	21.4%	-2.8%	6.8%	3.5%	11.4%	12.6%	0.4%

자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 52. 1Q19 평균 77\$/MT 기록 후 중국 수요 감소로 약보합세 보일 전망



I-6. 철스크랩 가격: 철광석 價 상승, 베트남 조강 생산량 증가

철광석 가격과의
de-coupling 요인은
사라질 전망

전기로 생산 방식의 철원으로 사용되는 철스크랩 가격은 하락 요인과 상승 요인이 혼재하여 2019년 철스크랩 평균 가격은 전년과 유사한 톤당 37~38만원을 기록할 것으로 전망한다. 상승 요인 중 하나는 대체제 성격인 철광석의 가격 상승이다. 철광석 가격이 높아질 시 전기로 생산에 비용 우위가 발생해 철스크랩 수요도 증가하기 때문에 두 상품 가격은 동행성을 보인다.

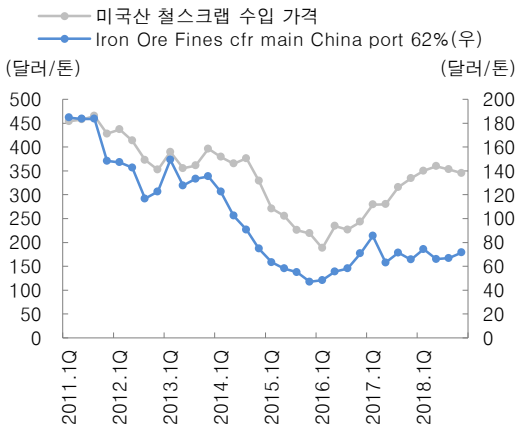
상승 요인과 하락
요인 혼재, 철스크랩
가격은 전년대비
유사한 수준 보일 전망

베트남의 철스크랩 수입량 증가도 상승 요인이다. 정부 주도로 신도시 개발, 인프라 프로젝트들이 빠르게 진행되고 있는 베트남의 철강 업체들은 증가하는 연평균 7~8%로 증가하고 있는 철강 수요에 맞춰줘 조강 생산능력 확대하고 있다. 수요 증가 속도보다 생산능력 확대 속도가 더 빨라 2015년 연간 1,500만톤이었던 철강재 순수입은 2018년 50% 급감해 750만톤을 기록하고 있다. 이에 따라 철스크랩 수입량도 2015년 대비 40% 증가한 2018년 560만톤을 기록했다. 향후에도 연평균 6~7%의 철강소비 증가가 전망되고 여전히 연간 750만톤 초과수요 상황이기 때문에 베트남 철스크랩 수입량 증가는 장기간 지속될 가능성이 높다.

철스크랩 가격 하락
요인은 터키와 일본의
경기 둔화

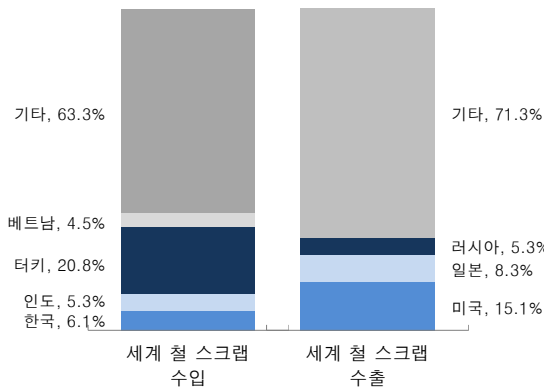
철스크랩 가격 하락 요인은 철스크랩 최대 수입국가인 터키와 동아시아 철스크랩 최대 수출 국가인 일본의 경기 둔화이다. 과거 동행성을 보이던 철스크랩 가격과 철광석 가격은 2017년부터 de-coupling이 발생하며 철스크랩 가격만 상승했는데, 주된 원인은 i) 터키의 2017년 빠른 경제성장(GDP성장률 '16년 3.2% → '17년 7.4%)과 ii) 베트남 조강 생산량 확대에 따른 철스크랩 수입량 급증('17년 YoY +21.4%)때문이다. 현재 터키는 미국과의 분쟁 여파로 리라화 가치가 2017년 대비 급락하면서 2017년 55pt를 상회하던 제조업 PMI도 2019년 1월 44.2pt로 하락해 있다. 철스크랩 최대 수입 국가의 철스크랩 수입량은 감소가 전망되는 가운데, 동아시아 최대 수출 국가인 일본의 경기도 2017년을 고점으로 점차 하향세에 접어든 것으로 보인다. 일본 제조업 PMI는 2018년 1월 54.8pt를 기록한 후 매월 하락해 2019년 1월 50.3pt를 기록 중이다. 일본 내부적으로 소비되지 않는 철스크랩 물량이 증가하면서 일본 철스크랩 수출량이 늘어날 가능성이 있다.

그림 53. 철광석 가격, 철 스크랩 가격 추이



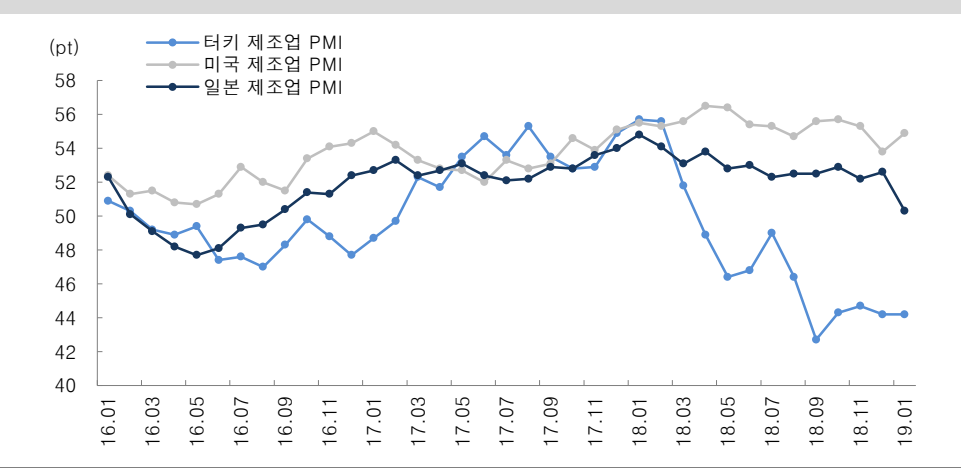
자료: Bloomberg, 스틸데일리, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 54. 철 스크랩 주요 수출, 수입 국가



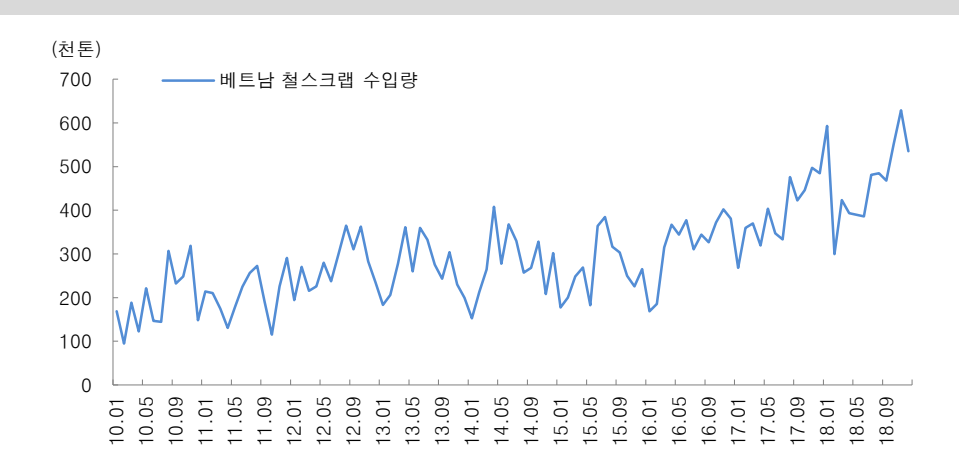
주: 2017년 기준
자료: WSA, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 55. 미국, 터키, 일본 제조업 PMI 추이



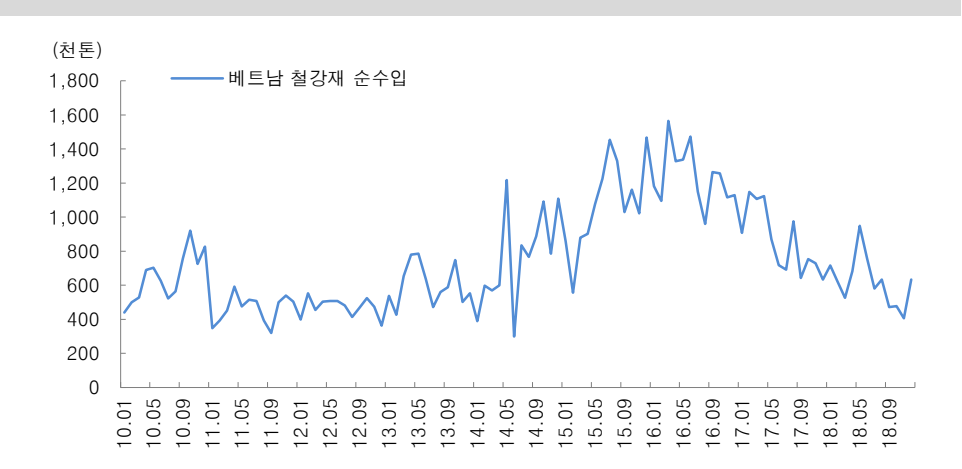
자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 56. 베트남 철스크랩 수입량 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 57. 베트남 철강재 순수입 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

I-7. 니켈 가격: 2019 년은 수급보단 매크로 환경에 따라 움직일 니켈價

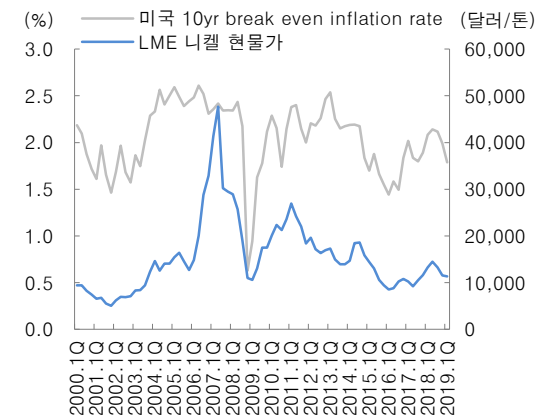
기대인플레이션
소폭반등하며 강보합세
보일 니켈

스테인리스강에 첨가되는 니켈은 2019년에는 수급보다는 매크로 환경에 따라 가격이 변동될 전망이다. 2019년 니켈 가격은 11,300~12,000\$/MT 밴드 안에서 변동할 것으로 전망한다. LME 시장 참여자 중 실수요자들의 거래는 20% 미만이기 때문에, 수급 상황에 큰 변동이 없다면 LME 가격에 중요한 변수들은 상품 투자 매력도를 결정하는 기대인플레이션, 금리, 달러 등의 매크로 변수이다. 미국의 금리 인상 사이클 종료로 소폭 반등하고 있는 기대인플레이션율에 따라 니켈도 강보합세를 보일 것으로 전망한다.

니켈 수급 상황 변동은
가격에 중대한 영향을
미치긴 어려울 전망

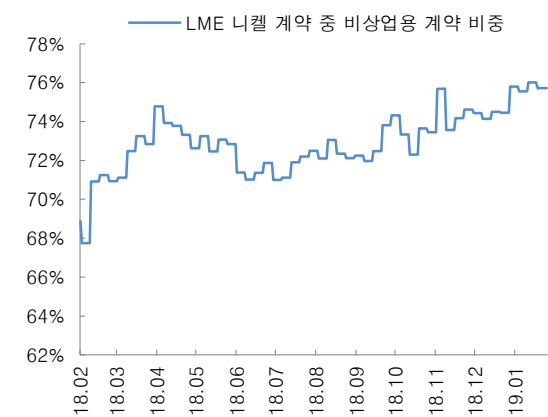
2019년 니켈 초과수요는 전년대비 4.2만톤 감소한 4.9만톤으로 전망한다. 초과수요 변동 폭이 작아 가격에 영향을 줄 수 있을 정도는 아니라고 판단한다. 인도네시아에서의 니켈 선철 생산량 증가 등으로 공급은 5~6% 증가한 234만톤을 기록할 것으로 예상된다. 수요를 보면, 글로벌 경기 둔화에 따른 스테인리스강용 니켈 수요 증가율은 둔화 전망되나(전체 니켈 수요의 70%), 전기차용 니켈 수요가 전년대비 12만톤 증가한 14~15만톤을 기록할 것으로 전망한다.

그림 58. 니켈 가격과 기대 인플레이션 추이



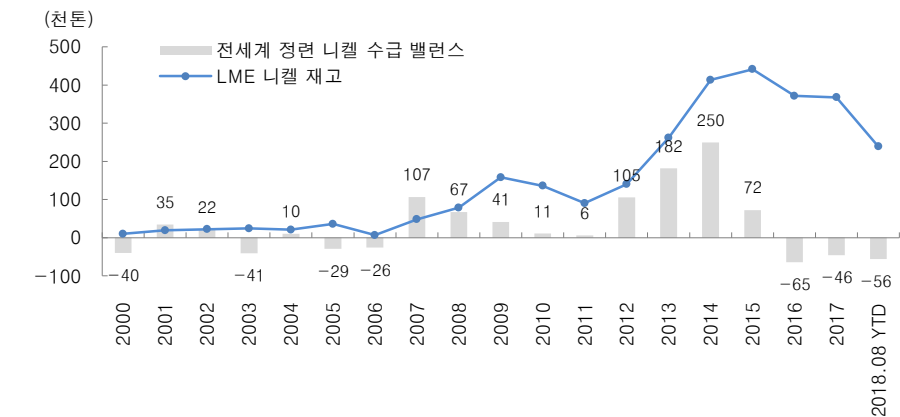
자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 59. LME 투기 거래 비중 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 60. 니켈 수급 밸런스 및 LME 재고 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

II. 부재료價: 하락할 전극봉, 급등할 바나듐

II-1. 전극봉 가격: 한 단계 Level-up 은 됐으나 고점은 지났다

과거 2~3천달러에 불과하던 전극봉 가격이 2017년 13,000달러까지 상승하며 전기로 업체 수익성 악화에 중요한 원인으로 작용했다. 전극봉 가격은 향후 하향안정세를 보일 가능성이 높다. 가격 급등의 주요한 원인이었던 원재료 공급차질이 완화됐기 때문이다.

전극봉 가격 급등
배경

우선 전극봉 가격이 급등했던 과정을 살펴보자. 1) 중국 유도로 폐쇄로 전극봉 수요가 급감했다. 2) 전극봉 수요 급감에 따라 중국 정부가 환경오염물질을 대량 배출하는 전극봉 생산설비의 30%를 가동 중단하는 등 생산을 규제했다. 3) 침상코크스 업체들은 전극봉 시장이 둔화되자 리튬이온배터리 업체로의 공급 계약을 늘렸고, 4) 전극봉 업체向 침상코크스 공급 부족이 일시적으로 발생했다. 5) 4~6개월의 시간이 필요한 전극봉 생산 특성으로 인해 공급 차질이 장기화되면서 전극봉 가격 상승이 지속됐다.

침상코크스 공급차질은
일단락 됐다고
판단하는 근거

침상코크스 공급차질이 완화됐다고 판단하는 이유는 전극봉 Capa 증설 움직임이다. 2017년 중국 전극봉 Capa는 120만톤(소비 31만톤)으로 소비 대비 Capa 충분한 상황이다. 그럼에도 중국은 ‘18년에 네이멍구, 산둥 지역 등에 8만톤에 전극봉 Capa를 증설했으며, 국유기업인 Baofang carbon은 ‘20년까지 UHD급 전극봉 Capa를 10만톤 증설할 계획이다. 원재료 공급 차질이 지속되는 상황이라면 불가능한 계획으로 판단한다.

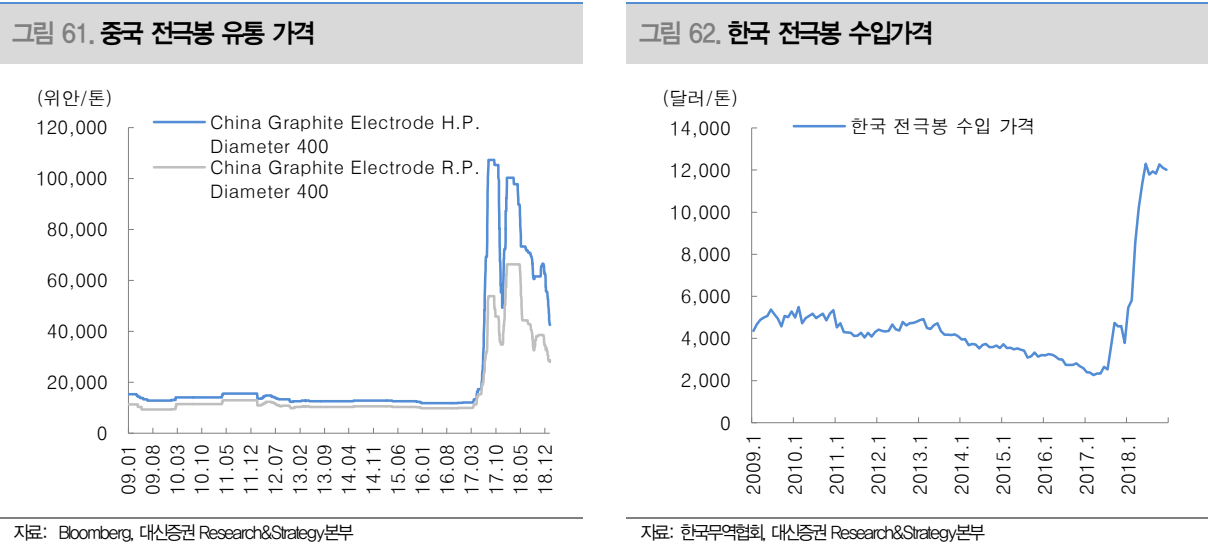
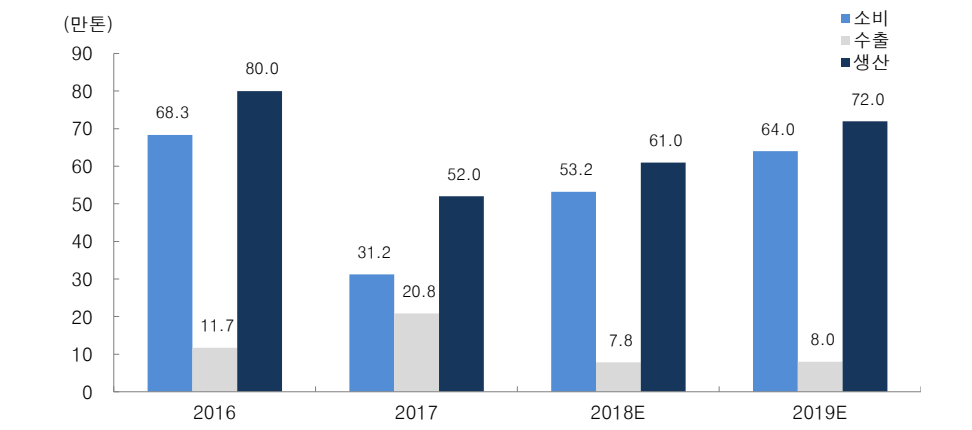


그림 63. 중국 전극봉, 생산, 내수, 수출 추이



자료: IC Carbon, 대신증권 Research&Strategy본부

II-2. 바나듐 기초: 철강 인장강도를 높여주는 부재료

철강사별 바나듐
사용량

가격 변동이 거의 없던 바나듐은 향후 실적 전망에 중요한 변수가 될 전망이다. 현대제철의 경우 바나듐 구매금액이 2017년 약 500억원에서 2018년 약 1,000억원으로 두 배 상승했다(연평균 오산화바나듐 가격 2017년 16.6\$/kg, 2018년 42.1\$/kg). 현대제철 다음으로 세아베스틸의 바나듐 구매량이 많은 것으로 추정되며, 타 철강사들의 바나듐 구매량은 100억 미만으로 원가에서 차지하는 비중이 미미한 것으로 파악된다.

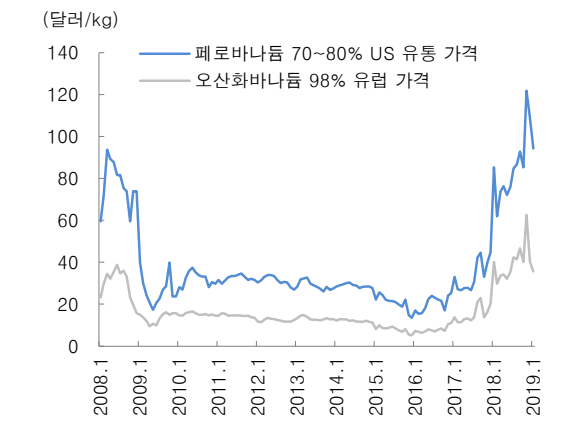
세계 바나듐 수요,
공급 세분화

바나듐은 90% 이상이 합금철 형태로 철강제품의 강도를 강하게 하는 용도로 사용되며, 2017년 기준으로 2% 가량이 ESS로 쓰이는 VFRB(바나듐 레독스 흐름 배터리)에 사용된다. 국가별로 보면, 중국이 글로벌 바나듐 수요, 공급의 50% 이상을 차지하는 것으로 파악된다. 중국에서의 바나듐 수요와 공급을 주의 깊게 살펴 볼 필요가 있다.

바나듐 생산 공법

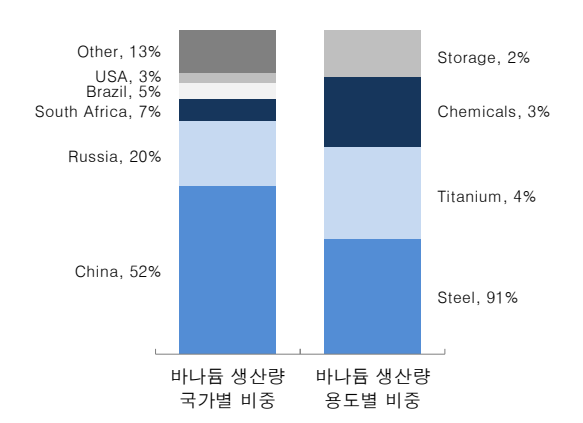
생산 공정별로 보면, 철강 생산의 부산물 형태로 생산하는 co-production 방식이 세계 생산의 74%를 차지한다. 자철광의 바나듐 품위가 낮은 중국(약 0.25%)이 주로 co-production 방식으로 바나듐을 생산한다. Salt roast flowsheet 공정을 통해 자철광에서 바나듐만을 추출하는 primary production 방식은 바나듐 품위가 중국 대비 2~4배 이상인 남아프리카에서 주로 사용한다(0.5%~1.4%)

그림 64. 중국 환경규제 + 철근 기준 강화로 급등



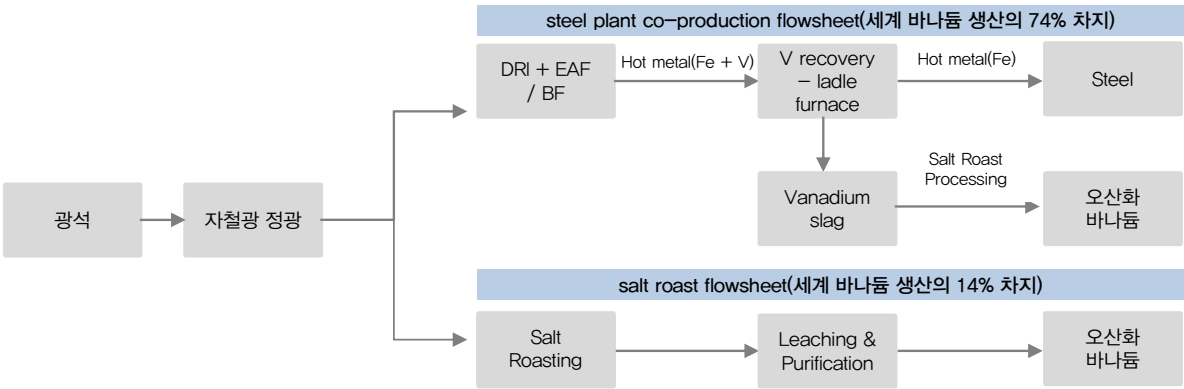
자료: 한국자원정보서비스, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 65. 현재는 91% 철강 부재료로 사용되는 바나듐



자료: Bushveld Minerals, Roskil, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 66. 오산화 바나듐 생산 과정: 철강 생산의 부산물로 획득하는 비중이 74%



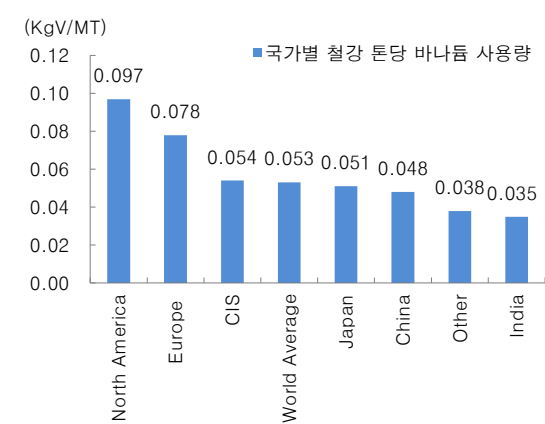
자료: Bushveld Minerals, 대신증권 Research&Strategy본부

II-3. 바나듐 수요: 중국 철근 기준 강화로 바나듐 수요 급증할 전망

2018년 11월부터
시작되는 중국 철근
규제로만 바나듐 수요
1.6~3.4만톤 증가

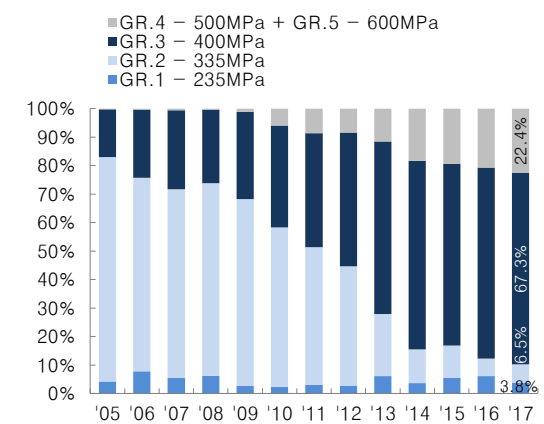
단기적으로는 중국 철근 기준 강화가 바나듐 수요를 견인할 전망이다. 2008년 중국 사천 성 대지진 이후로 중국 정부는 지속적으로 철근 인장강도 기준을 강화하고 있다. 2018년 11월부터 시작되는 중국 철근 기준 강화법은 i) 수냉철근라인(QTB, 바나듐 첨가 없이 냉수를 사용해 철근 인장강도를 높임)에서 생산된 철근 사용을 금지하고, ii) 인장강도 Grade 1~2인 335MPa 미만(현재 중국 철근의 약 10%)의 철근 사용도 금지한다. Grade 1~2 철근이 전량 Grade 3으로만 대체된다는 보수적인 가정으로도 중국 바나듐 수요는 2019년에만 1.6만톤~3.4만톤 증가할 것으로 기대된다(Grade 3에서 0.02%, Grade 4 이상은 0.06~0.1%). 전세계 바나듐 수요량이 약 10만톤이니 중국 철근 규제 강화로만 전세계 수요가 16~34% 증가하는 것이다.

그림 67. 선진국이 철강 톤당 바나듐 사용량 높음



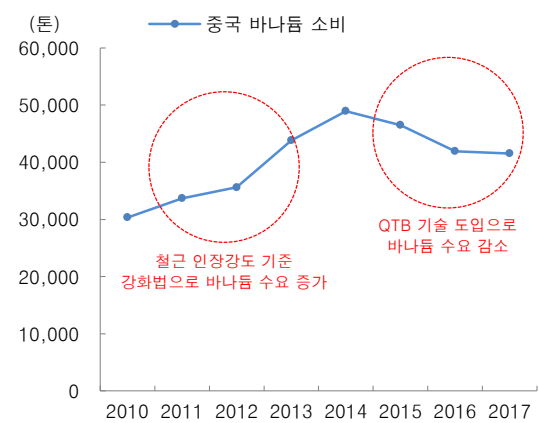
자료: Bushveld Minerals, TTP Squared, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 68. 중국 철근 등급별 생산 비중



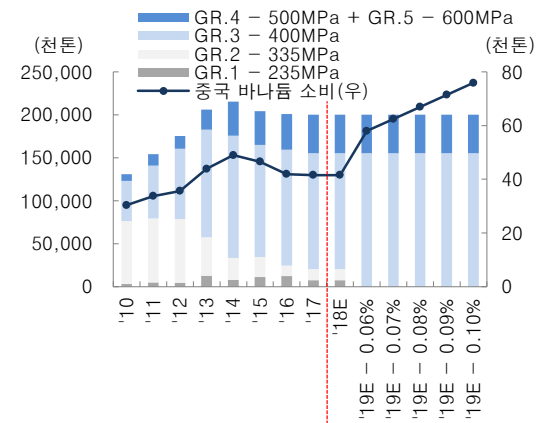
주: MPa는 인장강도 단위
자료: Bushveld Minerals, TTP Squared, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 69. 중국 바나듐 연간 소비량 추이



자료: Bushveld Minerals, TTP Squared, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 70. 시나리오별 중국 바나듐 수요 추정



주: '19E - () 숫자는 grade 4~5 철근에서 사용하는 톤당 바나듐 사용 비중 가정
자료: Bushveld Minerals, TTP Squared, 대신증권 Research&Strategy본부

II-3. 바나듐 수요: 장기적으로 VRFB 向 바나듐 수요 연간 5~6 만톤 예상

2027년 VRFB向
바나듐 수요는
5~6만톤으로 추정

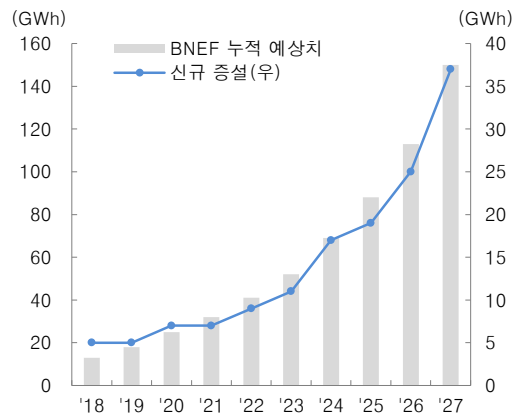
중장기적으로는 VRFB(바나듐 레독스 흐름 배터리)가 바나듐 수요 증가를 견인할 것으로 보인다. BNEF는 ESS시장 신규 증설이 2027년까지 연평균 25% 성장할 것으로 예상한다. ESS 시장에서 VRFB의 점유율이 25%를 기록한다는 가정 하에 바나듐 수요량은 2027년에 이르러 5~6만톤으로 추정된다(1GWh 증설에 바나듐 1,000~1,300톤 사용).

VRFB가 ESS시장에서 두각을 드러낼 가능성도 높은 것으로 보인다. i) 기술적 특징상

리튬이온전지는 전기차,
VRFB는 ESS에서 사용
될 것으로 전망

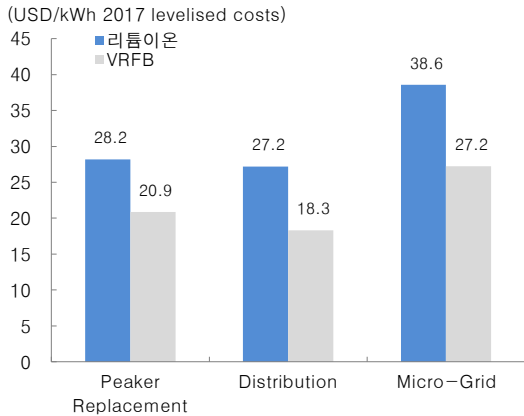
리튬이온배터리와 달리 양극과 음극의 내활물질이 섞일 위험이 없어 폭발 위험이 없고, ii) 이미 다양한 용도에서 리튬이온전지 대비 비용 측면에서도 우위를 보이고 있다. 부피 대비 출력이 좋은 리튬이온전지는 전기차 시장에서, 출력이 좋진 않지만 안전한 VRFB는 ESS시장에서 사용될 확률이 높다. 2017년 Greentech Media가 500명의 배터리 전문가를 대상으로 한 설문조사에서도 응답자의 46%가 향후 리튬이온전지를 대체할 기술로 VRFB를 꼽았다(23%는 리튬이온전지가 미래에도 대표 기술일 것이라고 응답)

그림 71. BNEF ESS 시장 전망



자료: Bloomberg new energy finance, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 72. 용도별 비용 비교: 리튬이온 VS VRFB



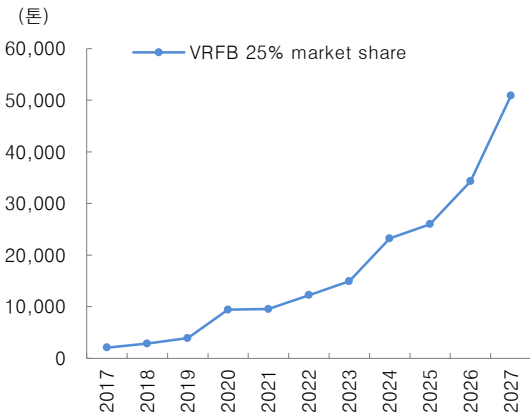
주: Levelised costs = 수명 기간 동안 보유 시 발생 총 비용
자료: Lazard, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 73. ESS 유형별 위험 평가: 위험 적은 VRFB

Risk	Lithium-ion	Flooded Cell	Sodium Sulfur	VRB Flow Battery
Voltage	x	x	x	
Arc-Flash/Blast	x	x	x	
Toxicity	x	x	x	x
Fire	x	x	x	
Deflagration	x	x		
Stranded Energy	x	x	x	

자료: Energy Response Solutions, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 74. VRFB 향 바나듐 수요 전망



주: ESS 시장에서 2027년 VRFB의 점유율 25% 가정
자료: Roskill, 대신증권 Research&Strategy본부

II-3. 바나듐 공급: Kg 당 100\$는 되어야 공급이 는다

Primary prouducer들
대비 생산 비용이
40% 가량 높은
중국 바나듐 생산사들

중국 철근 기준 강화로 2019년 바나듐 수요가 전년대비 16~34% 성장 전망되는 가운데, 공급은 증가하기 힘들다. 세계 바나듐 생산의 과반수 이상을 차지하는 중국 바나듐 생산자들의 채산성이 여전히 낮기 때문이다. 2017년 바나듐 글로벌 초과수요는 최근 10년래 최대치인 약 1만톤 수준이었고, 이로 인해 바나듐 연평균 가격도 전년대비 114% 상승했음에도 불구하고, 중국 바나듐 생산설비의 가동률은 60% 미만 수준을 기록했다. 바나듐 품위가 높은 지역의 primary producer들 대비 중국 바나듐 생산자들이 비용 측면에서 40% 열위에 있기 때문에 높아진 가격에도 생산을 늘리지 못하는 탓이다. 시장조사업체인 Roskill은 바나듐 가격이 kg당 100\$는 되어야 본격적으로 공급이 늘어날 수 있을 것으로 추정하고 있다(2019년 2월 현재 오산화바나듐 유통가격은 kg 당 37달러)

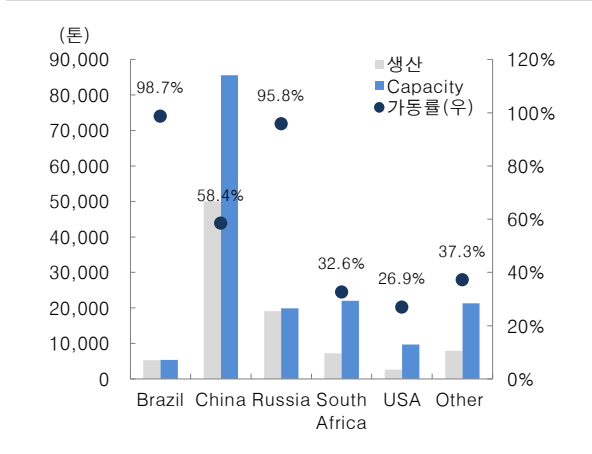
중국 바나듐
생산사들의 생산
비용이 높은 이유

중국 바나듐 생산사들의 생산 비용이 높은 이유는 i) 중국 자철광의 바나듐 품위가 낮아 co-production 방식으로만 채산성이 충족되는 가운데, ii) 중국 자철광에서의 철 품위도 지속적으로 낮아지고 있기 때문이다. 실제로 낮은 채산성으로 인해 현재 발표된 바나듐 프로젝트들을 보더라도 중국에서 진행되는 프로젝트는 전무한 상황이다.

바나듐 생산사들이
철강 생산 기준으로
영세한 점도 공급
증가에 부정적

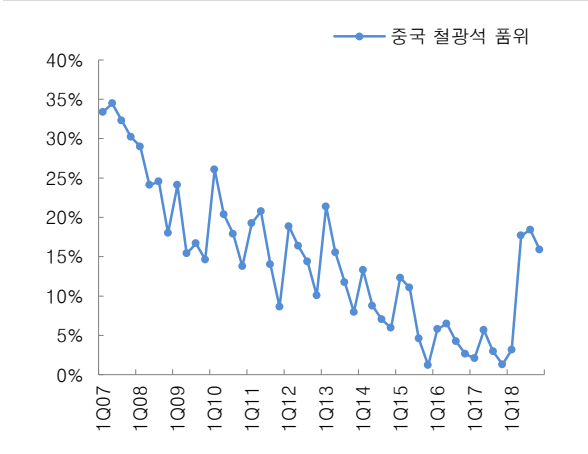
또한 글로벌 바나듐 생산의 절반 가까이를 차지하는 중국 바나듐 생산사들이 철강 생산량 기준으로 보면 영세한 점도 바나듐 공급 차질을 일으킬 수 있는 요인이다. 바나듐 생산사들의 연간 조강 Capacity 300~700만톤으로 중국 정부의 철강산업 구조조정 대상 리스트에 포함되는 업체들이기 때문이다.

그림 75. 급등한 가격에도 낮은 바나듐 가동률(2017년)



자료: 기업명 대신증권 Research&Strategy본부

그림 76. 낮아지는 중국 철광석 품위



주: 중국 수입산 철광석 품위를 62.5%로 가정하여 계산 재고는 고려하지 않음
자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

표 10. 발표된 바나듐 프로젝트: 중국 바나듐 생산은 수익성 좋지 않아 관련 프로젝트 전무

Region	Type	Stage	Production date	Production 설비(tpy)	Capex(US\$ m)	Grade(%V2O5)
Mokopane	Primary	Pre-feasibility complete	2022	5800	286	1.4
Canada	Co-producer	Feasibility complete	2019	4000	732	0.47
Australia	Co-producer	Feasibility complete	2020	5600	1818	0.64
South Africa	Co-producer	Feasibility complete	2018	191	15.8	1.11
Australia	Co-producer	Feasibility complete	2020	11200	1397	0.29
Australia	Primary	Mineral discovery	2020	5300	N/A	0.75
Australia	Co-producer	Early exploration	2020	4800	132	0.49
Canada	Co-producer	PEA complete	2023	9331	265	N/A

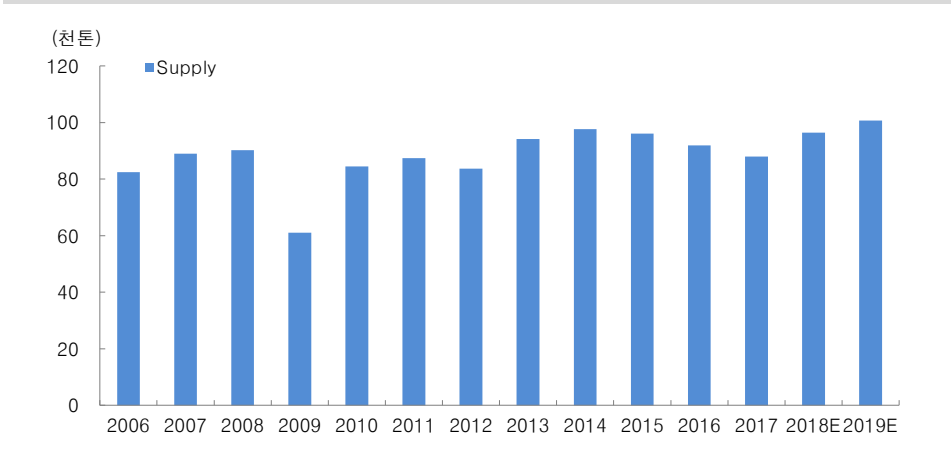
자료: Bushveld Minerals, Roskill, 대신증권 Research&Strategy 본부

표 11. 중국 바나듐 업체들, 바나듐으로는 Major, 철강으로는 구조조정 대상

기업	연간 조강 Capa(천톤)	연간 바나듐 Capa(천톤)
Panzhuhua Group – Panzhuhua City	7,000	11.0
Panzhuhua Group – Xichang City	7,000	11.0
Chengde Iron & Steel	6,000	9.5
Jianlong Steel Chengde	4,000	5.1
Jianlong Steel Heilongjiang	3,000	3.4
Chuan Wei Steel	3,000	2.5
Kumming Steel	7,000	1.1
Desheng Steel	3,000	2.0
Total	40,000	45.6

자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 77. 세계 바나듐 생산량 전망: 1 위 생산 국가인 중국에서 생산량을 크게 늘리지 못함



자료: Roskill, 대신증권 Research&Strategy 본부

II-4. 바나듐 가격: '19년 연평균 바나듐價 68\$/kg 전망, YoY +61% 상승

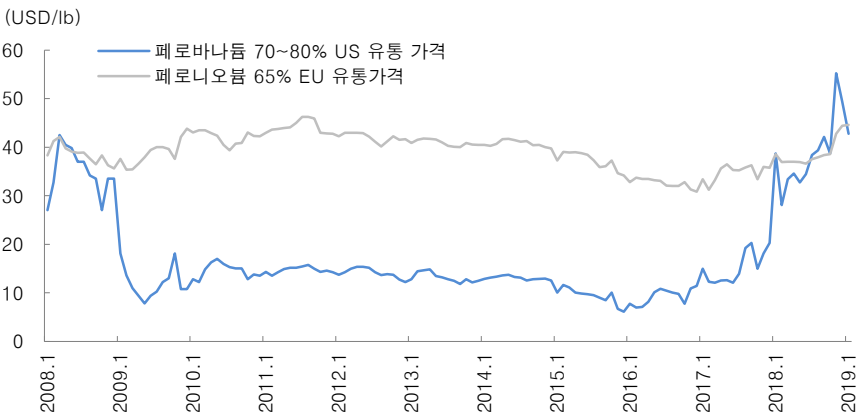
전례없는 초과수요 기록할 바나듐 수급

2019년 세계 바나듐 시장은 전례없던 1.7만톤 수준의 초과수요 상황을 보일 것으로 전망한다. 중국 철근 인장강도 기준 강화로 바나듐 수요가 전년대비 16% 상승할 것으로 기대된다. 한편 공급은 전년대비 5% 증가하며 수요 증가 속도를 하회할 것으로 기대된다. 최대 바나듐 생산 국가인 중국의 생산업체들은 30\$/kg 수준인 현재 가격에서도 바나듐 생산의 채산성이 낮아 공급을 크게 늘리지 못할 것으로 전망하기 때문이다. 타이트한 수급을 근거로 '19년 바나듐 가격은 연말까지 80\$/kg까지 상승할 것으로 예상된다.

니오븀이 대체재로 활용될 가능성을 낮다고 보는 이유들

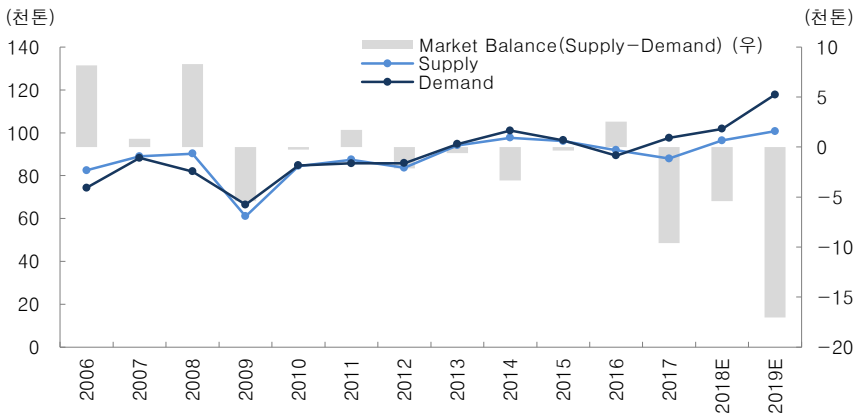
바나듐 가격 급등으로 니오븀이 대체재로 선택되면 바나듐 수요가 감소할 수 있다는 주장이 있지만 현실화 될 가능성은 낮다고 본다. i) 인장강도 강화를 위해 니오븀을 사용하려면 철강 설비 조정 과정이 별도로 필요하고, ii) 니오븀 대비 바나듐을 사용한 철강재의 성형성이 더 높으며, iii) 제조 과정에서 바나듐이 더 적은 에너지를 사용하고, iv) 니오븀 생산은 CBMM이라는 회사가 글로벌 생산의 80% 이상을 차지하고 있어 니오븀 수요가 늘어날 시 가격이 빠르게 급등할 가능성이 있다.

그림 78. 바나듐, 니오븀 가격 추이: 대체재임에도 낮은 가격 상관관계



자료: 한국자원정보서비스, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 79. 바나듐 수급 밸런스 전망: 2019년 역대 최대 수준의 초과수요 상황 전망



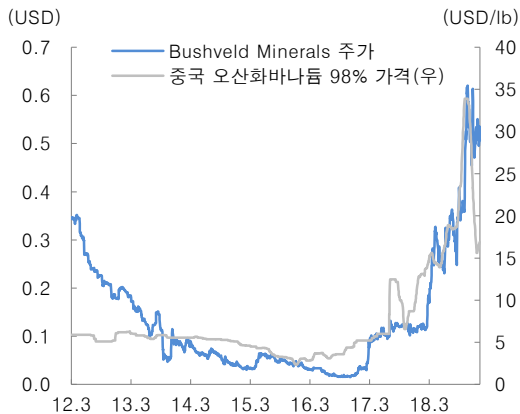
자료: Roskill, 대신증권 Research&Strategy본부

II-5. 바나듐 관련 해외 기업: Bushveld Minerals 와 Largo

상승한 바나듐
가격으로 OPM
50~70% 기록 중인
바나듐 해외 기업들

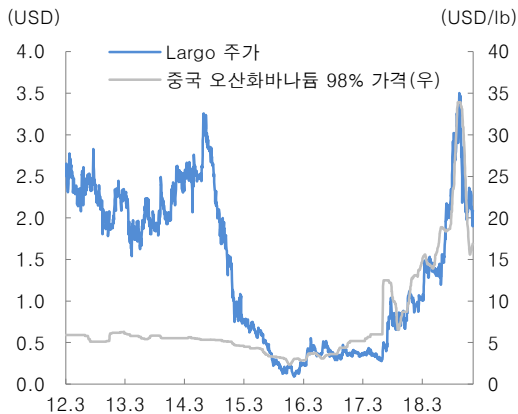
글로벌 바나듐 생산자 중 바나듐 가격 상승에 실적·주가 민감도가 높은 상장 업체로는 Bushveld Minerals(런던 증시 상장)과 Largo(토론토 증시 상장)가 있다. 두 업체 모두 Primary 방식으로 생산하는 바나듐 생산 업체로, 바나듐 품위가 중국 대비 2~4배는 높은 남아프리카(Bushveld Minerals의 Vemetco 광산)와 브라질(Largo의 The Maracas Menchen 광산)에 광산을 보유하고 있다. 2017년부터 매출이 발생했던 Bushveld Minerals는 2018년 상반기 바나듐 평균 가격이 전년대비 2.5배 상승하면서 1H18 기준 2017년 연간 매출의 30배 상승, OPM 50.4%의 실적을 기록하였다. Largo 역시 3Q18 상승한 바나듐 가격으로 매출은 전년대비 170% 성장하였고 OPM은 약 70%를 기록 중이다. 2018년 고점 대비 50% 하락한 바나듐 가격이 철강 성수기인 2019년 2월에 진입하면서 반등할 가능성이 높다고 판단하기 때문에 향후 주목해야 할 업체이다.

그림 80. Bushveld Minerals 주가와 바나듐 가격



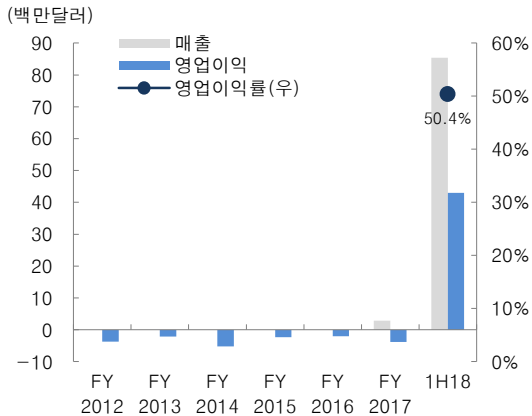
주: 런던 증시 상장
자료: 기업명 대신증권 Research&Strategy본부

그림 81. Largo 주가와 바나듐 가격



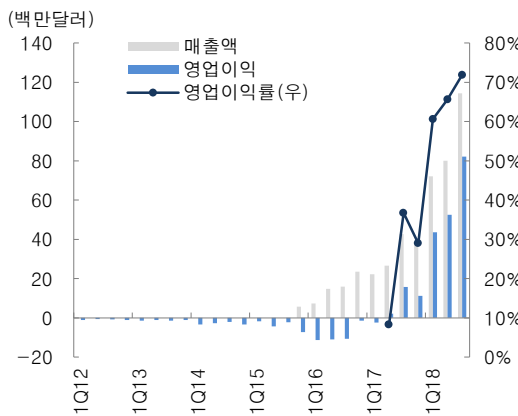
주: 토론토 증시 상장
자료: 기업명 대신증권 Research&Strategy본부

그림 82. Bushveld Minerals 실적 추이



자료: Bushveld Minerals, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 83. Largo 실적 추이



자료: Largo, 대신증권 Research&Strategy본부

III. 철강재價: 올해도 줄어드는 중국 공급 과잉

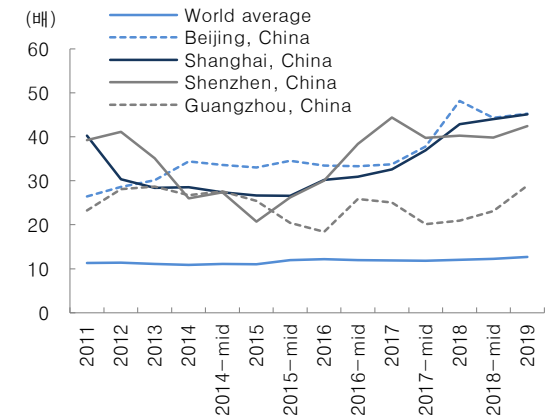
III-1. 철강재 수요: 껌인다는 중국 부동산, Fact Check

2015년부터 제기된
중국 부동산 경기 둔화
우려는 아직 데이터로
확인되지 않음

2015년부터 제기된 중국 부동산 경기 둔화 우려는 현재로선 확인되지 않았다. 언급되던 중국 부동산 경기 둔화 전망의 주된 근거는 i) 세계 평균 대비 높은 중국의 PIR(소득 대비 주택 가격 비율)과 ii) 3선도시 위주로 급증하고 있는 미분양 주택, iii) 중국 부동산 개발업체들의 높은 부채비율로 향후 주택 신규 착공이 감소할 것이라는 점들이었다.

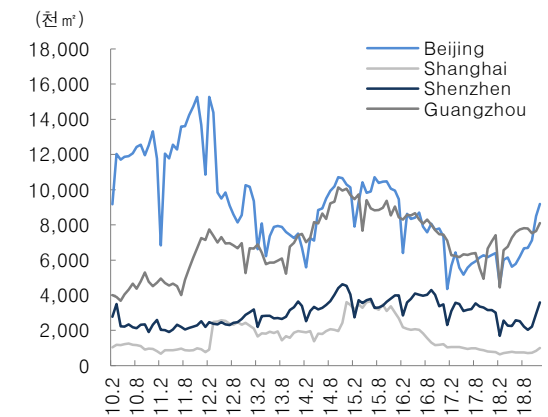
하나씩 살펴보면, i) 중국 주요 도시의 PIR이 세계 평균대비 1.8배 높았던 2011년부터 현재까지의 중국 주요 도시 주택 가격 상승률은 95%~110%를 기록하고 있으며, ii) 미분양 주택이 과도하다던 중국 3선도시들의 신규분양가 YoY 상승률은 2018년초부터 지속 상승해 2018년 12월 11%를 기록 중이다. iii) 2011년 대비 전반적으로 상승한 중국 부동산 기업들의 부채비율에도 불구하고, 중국의 신규착공면적 YoY 상승률은 2018년 12월 17%를 기록하며 2018년 연초 이후 매월 상승세를 보이고 있다. 결과적으로 PIR, 미분양률 등의 데이터가 중국 부동산 가격 예측에 유효하지 않았다고 판단한다. 중국 부동산 시장의 특징이 있는 지 고민해 볼 필요가 있다.

그림 84. 세계 평균 대비 항상 높았던 중국 도시 PIR



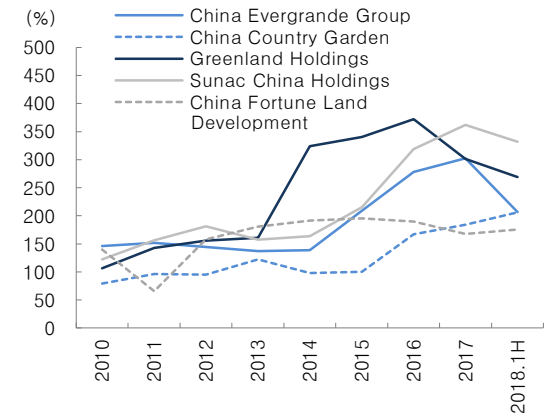
자료: NUMBEO, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 85. 2011 년대비 높은 수준 아닌 중국 재고



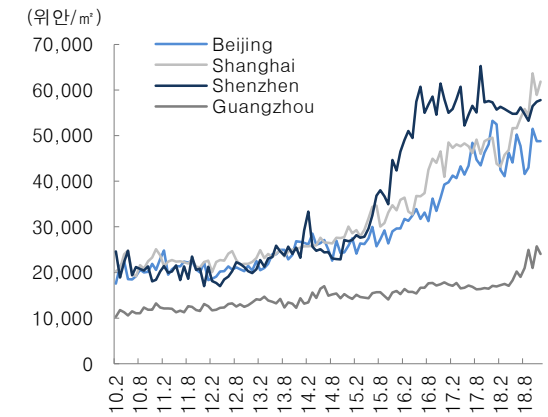
자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 86. 중국 주요 부동산 개발사 부채비율



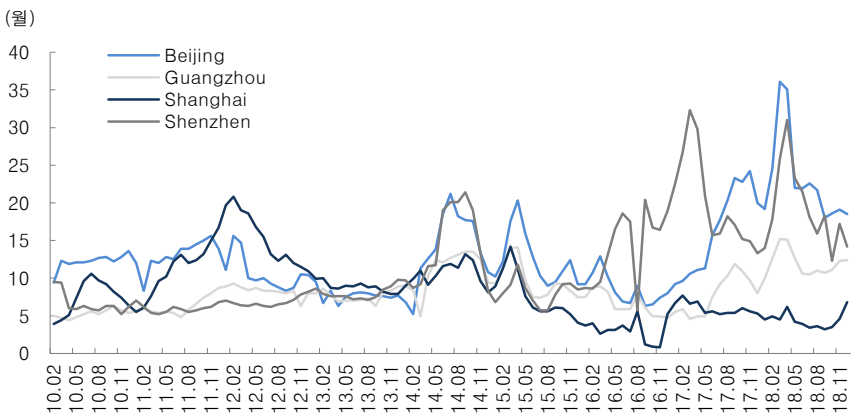
자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 87. 중국 주요 도시 주택 가격



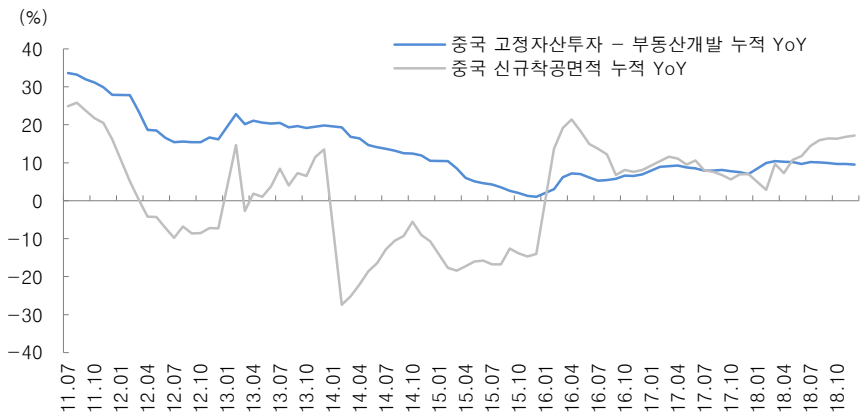
자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 88. 중국 주요도시 재고 소진 기간 추이: 높아진 재고 소진기간은 다시 하락 중



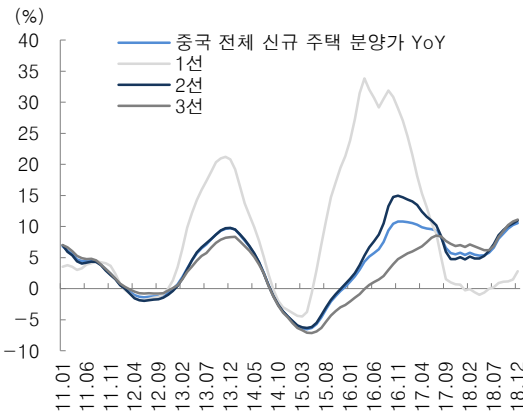
자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 89. 중국 부동산 고정자산투자, 신규착공 면적: 높아진 중국 부동산 기업 부채에도 여전히 상승



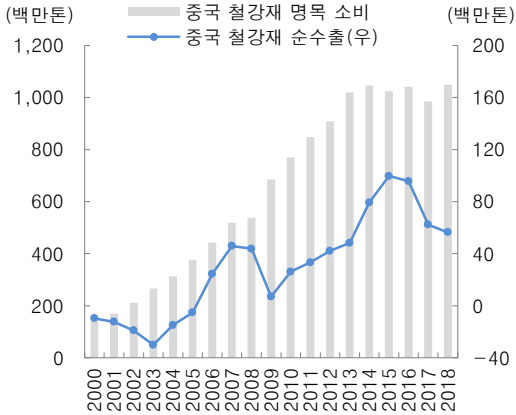
자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 90. 3선도시에서의 상승률이 가장 높음



자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 91. 우려와 달리 중국 철강재 순수출 감소



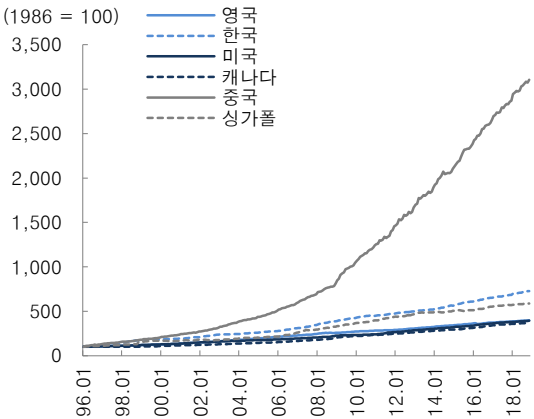
자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

III-1. 철강재 수요: 중국 국민에게 부동산은 대체 불가능한 실물 투자 수단

중국 부동산 수요
상승세 이어지는 이유

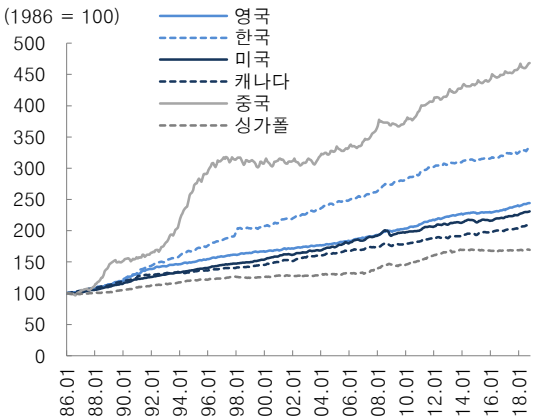
높은 PIR, 미분양율에도 중국 주택 가격이 하락하지 않는 원인은 중국 국민들 입장에서 주택 외에 마땅한 저축 수단이 없기 때문이다. 중국은 전세계 주요국들 중 가장 통화팽창속도와 물가상승률이 빨랐다. 가파른 물가 상승으로 중국 국민들이 보유 중인 금융자산이나 향후 받을 연금의 가치는 지속적으로 희석됐다. 중국 국민들은 실물 자산인 부동산으로 자산을 보유해야만 자신의 부를 지킬 수 있었다. 이러한 배경으로 중국은 주택 임대시장도 활성화되지 않아 주택 자가점유율이 90%이고, 자산의 2/3 가량을 주택으로 보유하고 있다. 세계 주요국 중 중국 보다 주택 자가점유율이 높은 나라는 정부가 전국 토지의 90%를 소유하고 저렴한 가격에 주택을 직접 공급하는 싱가포르 정도이다. 금융기관 역시 중국 부동산 경기 둔화 가능성을 낮게 보기 때문에 제조업보다는 부동산향 대출 비중을 지속 늘리고 있다. 후술하겠지만, 중국의 가계부채 비중이 글로벌 주요국들 대비 높아지거나 소득이 급격하게 하락한다는 조건이 아니라면 중국 부동산 수요 상승세는 지속될 가능성이 높다고 판단한다.

그림 92. 국가별 통화량(M2) 증가 속도: 가장 빠른 중국



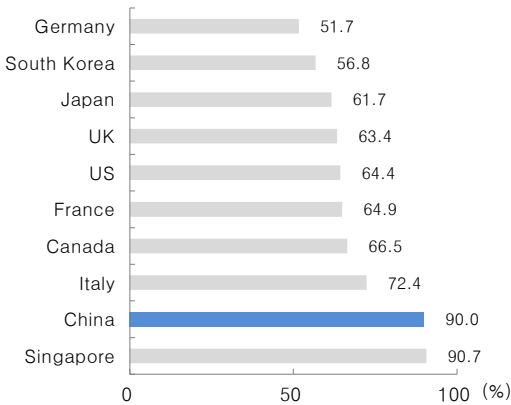
자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 93. 국가별 CPI 증가 속도: 가장 빠른 중국



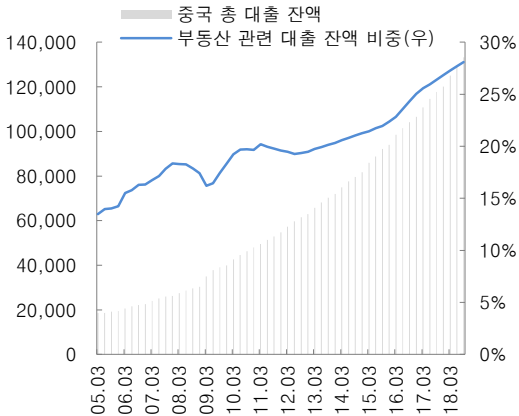
자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 94. 주택 자가보유율 국가별



자료: Trading Economics, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 95. 중국 부동산 관련 대출 비중 추이



자료: CEIC, 대신증권 Research&Strategy본부

III-1. 철강재 수요: 중국 정부, 지속적으로 부동산 규제 완화할 것이라 예상

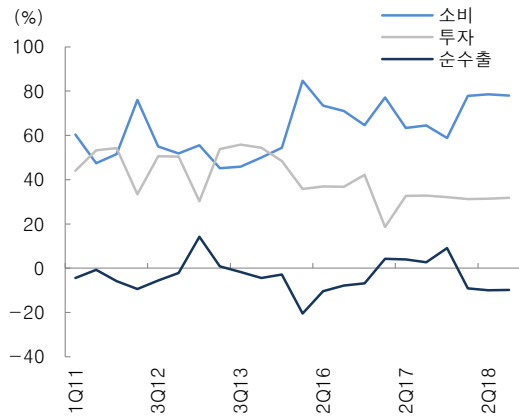
수요와의 높은 상관관계 때문에 포기할 수 없는 부동산 가격 상승

중국 정부 역시 민간의 부동산 수요가 지속될 수 있는 정책들을 채택할 가능성이 높다고 판단한다. i) 미중 무역분쟁 등으로 중국 경제성장에서 소비가 차지하는 비중이 지속적으로 상승하는 가운데, ii) 중국 국민 자산의 2/3이 부동산인 상황 때문에 부동산 가격과 소비(소비의 20% 가량이 자동차 판매)와의 상관관계가 높다. iii) 경기 둔화를 방어하려는 중국 정부가 선택할 수 있는 수단은 부동산 가격을 상승시키는 것이다.

지방정부 중심으로 완화되는 중국 부동산 규제

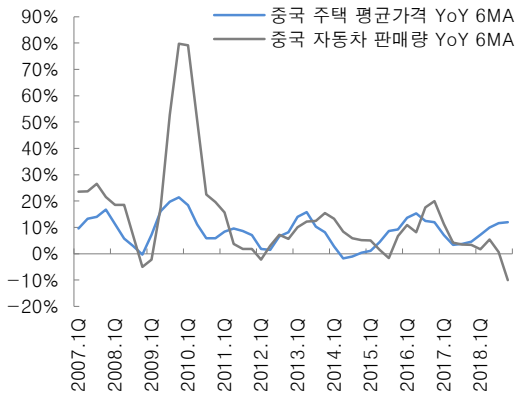
실제로 2016년 9월부터 본격화됐었던 부동산 규제는 2018년초부터 지방 도시를 중심으로 완화되고 있다. 난징시는 전문인력을 대상으로 실시하던 구매제한을 지난해 1월 폐지했으며, 광저우와 란저우에서는 부동산 구입 시 가입해야 하는 사회보험과 세금 납부기한 등의 규제를 폐지하였다. 중국 경기 둔화 방어를 위한 인프라 투자 확대를 위해서라도 이러한 부동산 규제 완화 흐름은 이어질 것으로 판단한다. 지방 주택 가격 상승이 지방 정부의 토지매각 세수 확대(정부 세수의 35%로 중요)로 이어지기 때문이다.

그림 96. 높아지는 소비의 중국 GDP 상승률 기여도



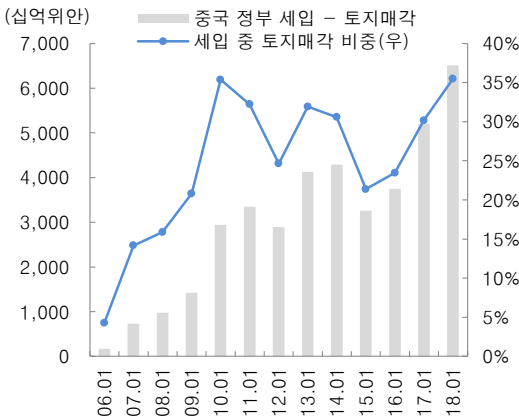
주: GDP 상승률 기여도
자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 97. 자동차 판매량이 부동산 가격을 후행



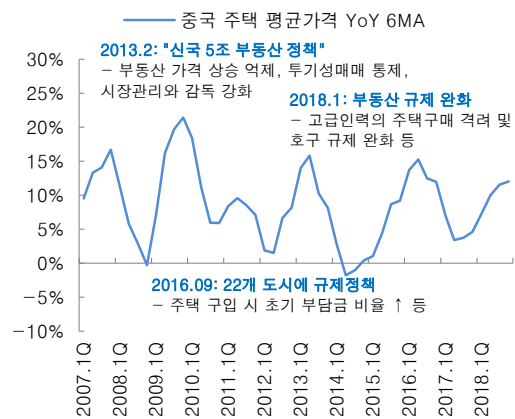
자료: Bloomberg, CEC, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 98. 중국 정부 세입의 핵심은 토지 매각



자료: CEC, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 99. 주택 가격에 핵심 변수는 중국 정부 정책



자료: CEC, 대신증권 Research&Strategy본부

III-1. 철강재 수요: 타 국가들 수준 이상의 가계부채, 소득 급감이 확

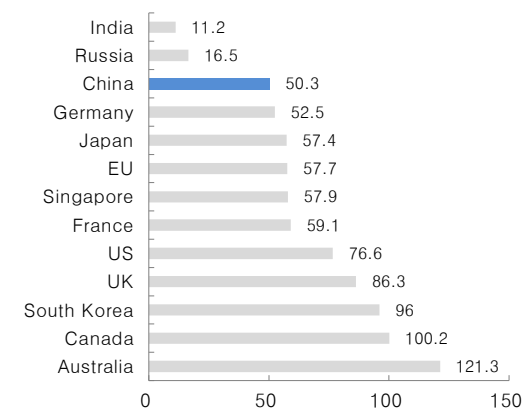
중국 부동산 경기 상승 루프의 종단은 타국가 수준 이상의 가계부채와 소득 급감이 확인될 때 발생할 것

중국 부동산 경기 상승 루프(부동산 가격 상승 → 토지 가격 상승 → 세수 확보를 위한 정부의 토지 매각 유인 발생 → 토지 매각을 위한 정부의 부동산 규제 완화 → 부동산 개발 및 구매를 위한 신용 대출 증가 → 유동성 확대 → 소비 증가 및 부동산 구매 확대 → 부동산 가격 상승)는 언제까지 이어질 수 있을까?

타 국가들 수준 이상으로 가계 부채가 증가한다면 이자부담으로 인한 소비 감소가 부동산 가격의 주요 변수인 소득의 감소로 이어질 가능성이 있다고 판단한다. 다만 아직까지 중국의 GDP대비 가계 부채 비중은 50.3% 수준으로 타 주요 국가 대비 낮은 수준이다.

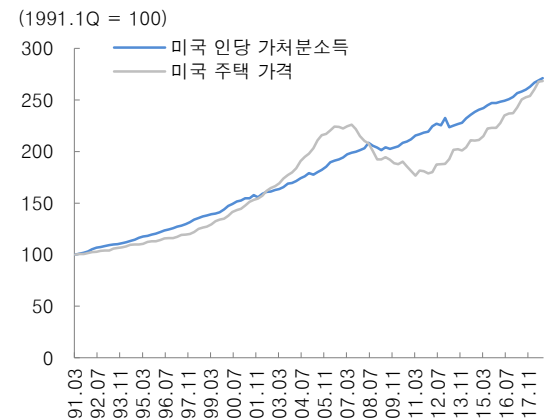
실제로 부동산 가격 폭락을 경험했던 미국과 일본을 보더라도, 부동산 가격 하락은 소득 상승 속도와 부동산 가격 상승속도의 괴리가 발생했을 때 발발했다. 중국 역시 소득 지표가 급감한다면 부동산 가격 하락 위험이 있다. 중국 가처분소득은 아직까진 부동산 가격 상승 속도를 상회하는 모습이다. 중국 부동산 경기 상승세는 이어질 가능성이 높다.

그림 100. 낮은 수준인 중국의 GDP 대비 가계부채 비중



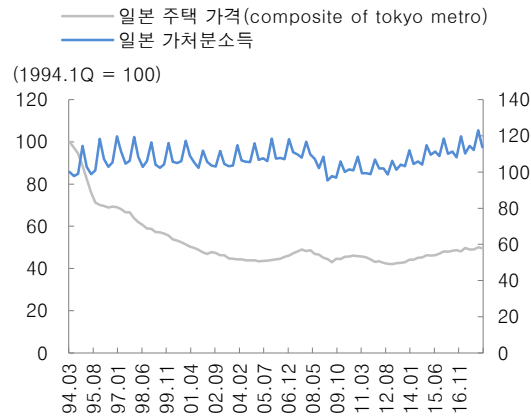
주: 1H18 기준 국가별 GDP대비 가계부채 비중
자료: Trading Economics, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 101. 소득 이상으로 주택가격 올랐을 때 폭락



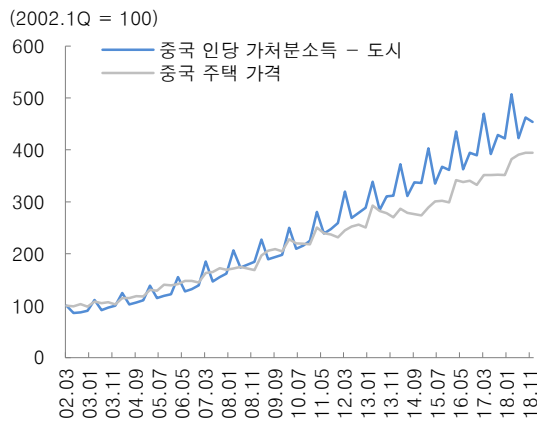
자료: CIBC, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 102. 소득 증가로 서서히 회복중인 일본 부동산



자료: CIBC, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 103. 중국은 아직 소득 성장 속도가 부동산을 상회



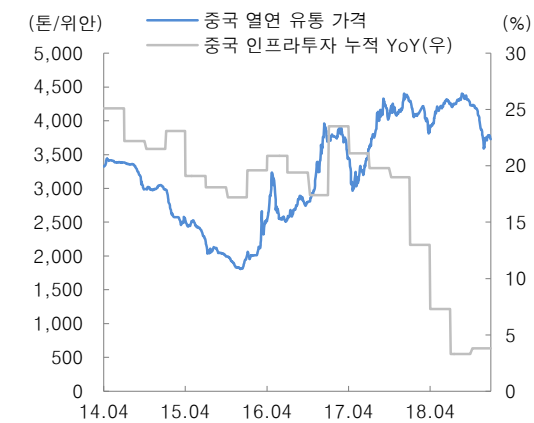
자료: CIBC, 대신증권 Research&Strategy본부

III-1. 철강재 수요: 인프라 투자, 반등할 가능성 높다

인프라 투자 반등
가능성을 높게 보는
이유

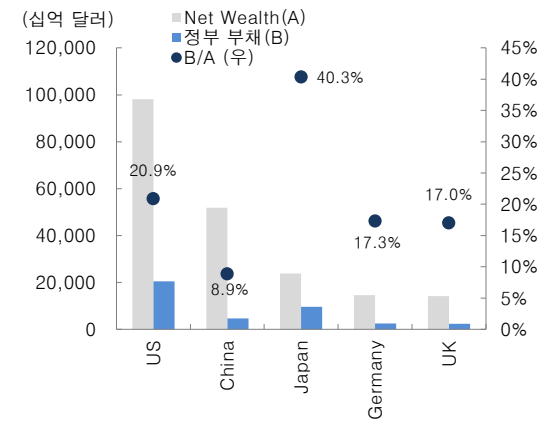
2018년 기준 YoY 상승률이 3.8%로 낮아진 중국 인프라투자도 향후 반등할 가능성이 높다. i) 2017년부터 인프라투자 성장률이 급감한 주요 원인은 중국 정부의 디레버리징 정책 이고, ii) 경기 둔화 우려로 중국 정부의 정책기조가 작년 7월 공산당 정치국 회의를 시작 으로 재정지출 확대로 전환됐다(2018년.12월~2019년.1월 중국 국가발전개혁위원회가 승 인한 인프라 투자건은 총 1조 1천억 위안으로 전년대비 약 10배 증가), iii) 중국 인프라 투자가 늘어나지 못할 것이라는 전망의 근거로 주로 중국 정부의 높은 GDP대비 부채비 율이 언급되지만, 인프라 투자 가능 여부는 그동안 국가가 쌓아온 자본 대비 부채비율로 보는 것이 합리적이라 판단한다. 중국의 부채비율은 주요 선진국 대비해서도 가장 낮은 수준인 8.9%이다.

그림 104. 중국 열연 가격과 인프라 고정자산투자 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 105. 전세계 국가 중 가장 낮은 중국 부채비율



주: 순자산 대비 부채 비율
자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

표 12. 중국 인프라 규제: 규제 시작한 2017년부터 중국 인프라투자 감소

시점	정책 내용
2017년 4월	- 재정부, 지방정부 예산외 차입 금지 및 '17.7월까지 자금조달에 대한 철저한 조사 및 불법행위 시장 요구
2017년 5월	- 재정부, 정부관리기금 하 지방정부가 특수목적으로 발행한 채권을 명확히 공개하도록 요구 - 재정부, 지방정부의 PPP 프로젝트를 통한 불법적 자금 조달 금지"
2017년 11월	- 재정부, 지방정부의 민간투자자에 대한 최저 수익 보장 제공 금지, PPP 프로젝트의 채무 상환 보장 제공 금지 - '18.3월말까지 비효율적 PPP 프로젝트 폐기 등 신규 검열 기준 강화"
2018년 3월	- 재정부, 국유 금융회사의 지방정부에 대한 채권 매입 외 자금 제공 중단, 지방정부의 특정 사업에 대한 보증 제공 및 PPP를 이용한 자금조달 금지
2018년 4월	- 후난성 재정청, 산하 도시에 긴급 통지문 보내 투자 프로젝트 축소하고 지방정부의 부채 규모 정확히 파악할 것을 지시 - 국가발전개혁위원회/주택도시건설부 등 5개 부처, 무분별한 건설 난립 억제를 위해 지방정부 자금 지원 금지를 골자로 한 테마공원 개발 규제 가이드라인 발표
2018년 5월	- 재정부, 지방정부 채권 투자자 풀 확대 위해 상업은행이 보유한 지방정부 채권을 장외거래 형태로 증권회사, 보험회사 등 비은행 금융기관과 개인들에 판매 허용

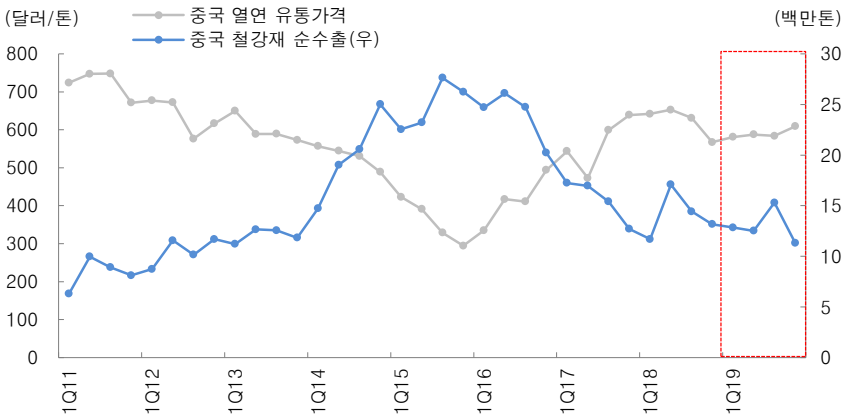
자료: 언론 종합, 대신증권 Research&Strategy 본부

III-2. 철강재 공급: 중국 철강재 공급, 2019 년 전년대비 -1.1% 감소
전망

낮아진 롤마진으로
감소할 것으로
전망되는 중국 조강
가동률

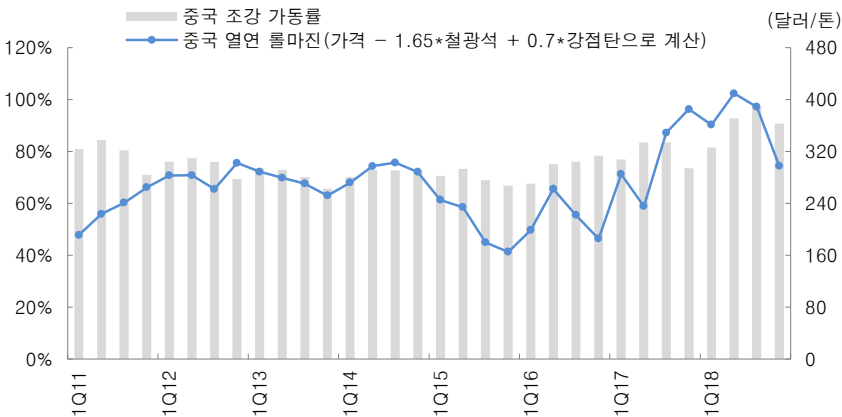
중국 철강재 공급이 2019년 감소할 것으로 보는 근거 중 하나는 낮아진 롤마진으로 인한 중국 밀들의 조강 감소이다. 중국 조강 가동률은 전분기 롤마진을 후행하는 특성을 보인다. 실제로 분기 기준 역대 최대 수준의 롤마진을 보였던 2Q18(열연 기준 톤당 410달러) 이후 3Q18에 중국 조강 가동률은 97% 수준을 기록했다. 높아진 철광석, 원료탄 가격과 전년대비 수급 개선 속도가 느릴 것으로 예상되는 2019년 철강재 시장 때문에 롤마진이 다시 2018년 수준으로 회귀하기는 힘들 것으로 본다. 이에 따라 2019년 조강 가동률도 전년대비 4%p 낮은 86%를 기록할 것으로 전망한다.

그림 106. 중국 철강재 순수출은 전년대비 감소 전망하나 2018 년대비 감소 속도는 느릴 것으로
예상



자료: Bloomberg, 대산증권 Research&Strategy본부

그림 107. 중국 조강 가동률은 전분기 롤마진을 후행



자료: Bloomberg, OECD, 대산증권 Research&Strategy본부

III-2. 철강재 공급: 반제품 활용 생산 준다

분석 편의상 중국 공급을 볼 때 가장 상공적인 조강을 본다. 하지만 2005년 이후 장기간 공급과잉 상황을 보인 중국 철강산업은 반제품, 열연 재고가 많아 조강 설비 없는 독립압연업체들의 생산량도 중요하다(2016년 기준 전체 철강재 생산의 30%).

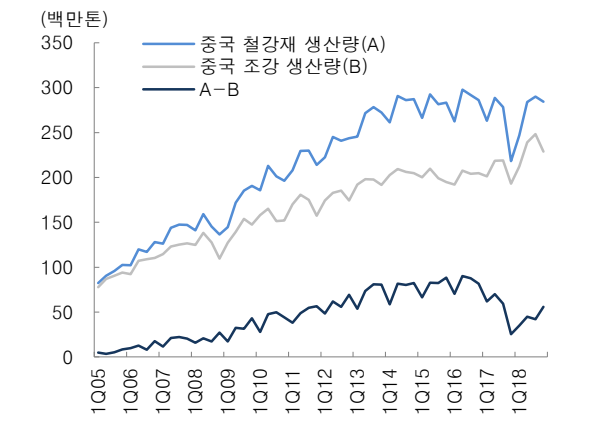
철강재-조강 생산량의 차이 상세 분류

철강재 생산량과 조강 생산량의 차이는 해당 기간에 풀린 쇳물 생산량을 활용하지 않은 철강재 생산량을 말한다. 즉 이전에 재고로 쌓여있던 슬라브, 블룸, 빌릿 같은 반제품 재고를 활용한 생산량이거나, 열연 재고로 생산한 냉연, 도금강판 생산량이다. 2017년 반제품 재고 소진으로 사라진 반제품 재고를 활용한 생산이 재발할 가능성은 낮다. 반제품 재고가 쌓이려면 압연사들이 철강재 생산을 미래로 이연했을 때의 이점이 커야하는데, 이런 기대는 철강재 소비가 급등하던 경제성장 초기에나 가능했던 것으로 판단한다.

열연 재고를 활용한 냉연, 도금강판 생산량 하락 전망하는 이유

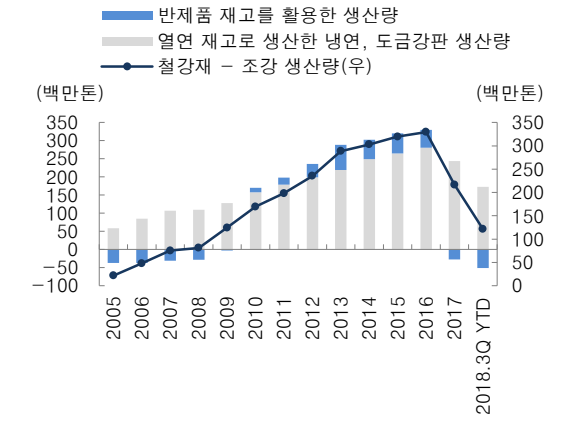
2018년 2~3분기 열연 재고를 활용한 냉연 제품 생산량이 증가했던 원인은 높아진 냉연-열연 롤마진 때문이다. 냉연 롤마진은 향후 하락세를 보일 가능성이 높아 열연 재고를 활용한 냉연 제품 생산량은 증가하기 힘들다. 세계 경기 둔화를 가정한다면 경기민감 제품(자동차, 가전) 등에 사용되는 냉연 제품의 가격 상승률을 높게 볼 수 없다.

그림 108. A-B는 재고를 활용한 철강재 생산



자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 109. 지금은 열연 재고로 생산한 냉연이 전부



자료: CEC, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 110. 중국 냉연 - 열연 롤마진 추이: 롤마진 감소로 냉연 생산량 줄어듦 전망



자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

III-3. 철강재 가격: 1Q19 저점 이후 연말까지 반등할 전망

중국 열연 가격은 1Q19가 저점 이후 연말까지 상승해 600\$/MT를 상회할 전망

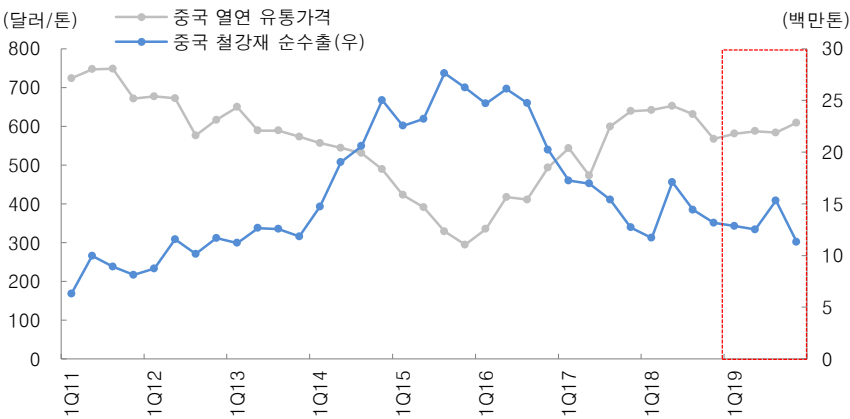
중국 열연 가격은 1Q19 580\$/MT를 기록한 후 연말 600\$/MT 이상의 가격을 기록할 것으로 전망한다. 중국 공급은 i) 롤마진 하락으로 인한 중국 밀들의 감소와 ii) 열연 재고를 활용한 냉연 생산량 감소로 전년대비 1.1% 감소할 것으로 전망한다. 중국 철강재 수요의 핵심인 중국 부동산개발투자는 전년대비 9% 성장이 가능하다고 전망한다. 따라서 순수출은 전년대비 440만톤 감소한 5,200만톤을 기록할 것으로 전망한다. 공급과잉이 올해도 개선되긴 하지만 전년대비 순수출 감소 속도가 빠르진 않아(연간으로 보면 2018년 철강재 공급량이 전년대비 5.5% 증가했지만, 롤마진 높았던 1Q18, 2Q18의 전년대비 감소율은 각각 -6.1%, -1.6%로 올해 기대되는 공급량 감소속도 대비 빨랐음) ‘18년에 기록한 역대 최대 수준인 363달러/톤의 롤마진으로 회복하는 것은 어렵다고 판단한다.

표 13. 철강재 가격 Indicator 정리

	(단위)	2017	2018	2019E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
[철강 공급]								
중국 조강 Capacity	(백만톤)	1,047.9	1,024.3	1,020.8	253.4	254.6	255.8	257.1
중국 조강 생산량	(백만톤)	831.7	928.3	879.9	217.9	220.2	222.6	219.3
중국 조강 가동률	(%)	79.4%	90.6%	86.2%	86.0%	86.5%	87.0%	85.3%
중국 철강재 생산량	(백만톤)	1,048.2	1,105.5	1,093.8	271.6	274.0	276.4	271.8
YoY		-7.9%	5.5%	-1.1%	10.0%	-3.5%	-4.7%	-4.5%
[철강 수요]								
중국 부동산개발	(십억위안)	10,979.9	12,026.4	13,108.8	2,320.8	3,732.1	3,611.6	3,444.3
YoY		7.0%	9.5%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
[수급 균형]								
중국 철강재 순수출	(백만톤)	62.3	56.4	52.0	12.9	12.5	15.3	11.3
[기간 평균 가격]								
중국 열연 유통 가격	(달러/톤)	564.6	622.9	590.3	580.9	587.4	583.7	609.1
철광석	(달러/톤)	71.6	69.6	74.3	77.0	73.2	75.1	72.2
원료탄	(달러/톤)	188.6	207.2	201.3	197.0	201.0	207.0	200.0
롤마진	(달러/톤)	314.4	363.0	326.8	316.0	326.0	315.0	350.0

자료: 대산증권 Research&Strategy 본부

그림 111. 중국 철강재 순수출은 전년대비 감소 전망하나 감소 속도는 둔화될 것으로 예상



자료: Bloomberg, 대산증권 Research&Strategy 본부

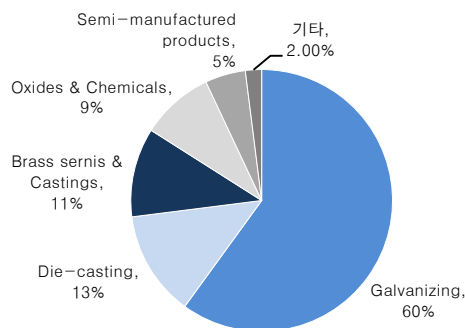
IV. 비철금속價: 초과수요 심화는 동이 유일

IV-1. 아연 수요: 중국 철강재 생산량 감소로 둔화될 아연 수요

2019년 전세계
아연 수요 YoY
증가율은 전년대비
0.5%p 감소한
1.5% 예상

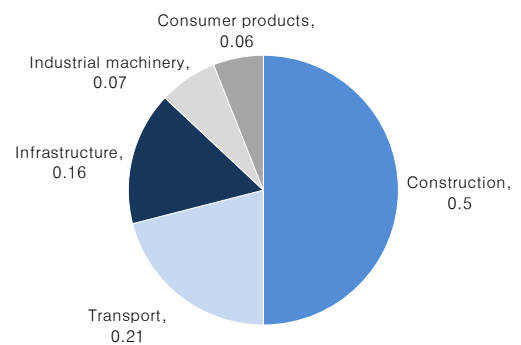
2019년 전세계 아연 수요 YoY 증가율은 전년대비 둔화한 1.5%를 기록할 것으로 전망한다. 미국과 EU 지역에서 아연도금강판 생산설비 증설이 계획되어 있어 아연 수요가 증가할 것으로는 보이나, 최대 수요처인 중국 철강재 생산량이 전년대비 1.1% 감소할 것으로 보이기 때문이다(아연도금강판 Capacity 200만톤인 Nucor는 2021년까지 Arkansas주, Gallatin, 멕시코 등에 총 140만톤 증설할 계획).

그림 112. 산업별 아연 사용 비중(First Use)



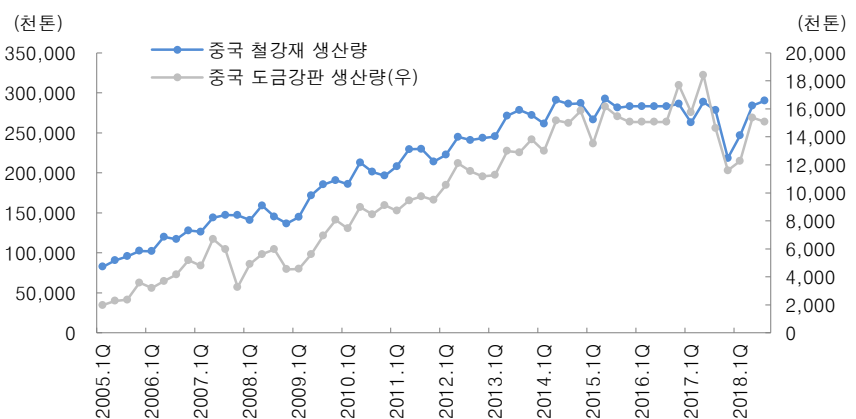
자료: Wood Mackenzie, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 113. 산업별 아연 사용 비중(End Use)



자료: Wood Mackenzie, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 114. 철강재 생산량과 아연도금강판 생산량은 동행



자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

IV-2. 아연 공급: 2018 년말부터 생산 재개될 major 아연 광산들

2019년 세계 아연
생산량은 전년대비
5% 증가할 전망

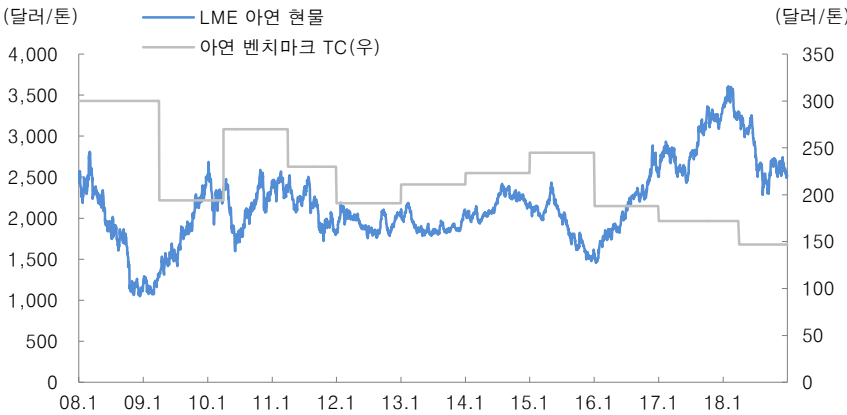
2019년 세계 아연 생산량은 전년대비 5% 증가한 1,436만톤을 기록할 것으로 전망한다. 2017년 가동 중단했던 주요 major 아연 광산들이 낮아진 TC와 높아진 LME 금속가격으로 인해 2018년들어 생산을 재개하고 있기 때문이다. 생산 재개에 걸리는 시간이 11~12개월정도 걸리는 것을 감안하면 2018년 말부터 주요 광산사들의 아연정광 생산량이 늘고 있을 것으로 판단된다.

표 14. 세계 아연광산들의 정광 생산량 계획 (단위: kt Zn)

Mine	Country	2017 년 생산량	2018E 증가분	2019E 증가분	2019E 생산량	2017 년 > 2019 년 증가분
Gamsberg	South Africa	0	50	150	200	200
Dugald River	Australia	3	80	90	173	170
Penasquito	Mexico	183	-13	120	290	107
Century Tailings	Australia	0	30	70	100	100
Castellanos	Cuba	10	30	30	70	60
McArthur River	Australia	200	20	30	250	50
Empire State / Balmat	USA	0	15	20	35	35
Yaojialing	China	0	15	20	35	35
Middle Tennessee	USA	22	30	3	55	33
Zawar	India	23	28	4	55	32
Elporvenir	Peru	48	30	0	78	30
Lianping Dajianshan	China	2	25	5	32	30
Mungana Kin Vol	Australia	20	15	10	45	25
Woodlawn	Australia	0	0	25	25	25
Changba / Baiyin	China	73	20	5	98	25
Myra Falls	Canada	0	10	15	25	25
Rey de Plata	Mexico	0	0	20	20	20
Shalkiya	Kazakhstan	0	0	20	20	20
Azulcocha	Peru	0	20	0	20	20
Campo Morado	Mexico	0	8	12	20	20
Top 20 Total		584	413	649	1646	1062

자료: Wood Mackenzie, 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 115. 낮아진 TC와 높아진 가격으로 2018년부터 아연 증산 결정한 광산 업체들



자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy 본부

Ⅳ-3. 아연 가격: 공급과잉으로 전환됨에 따라 상승속도는 느릴 전망

2019년 연말
2,650~2,700 \$/MT
가격 기록할 것으로
전망

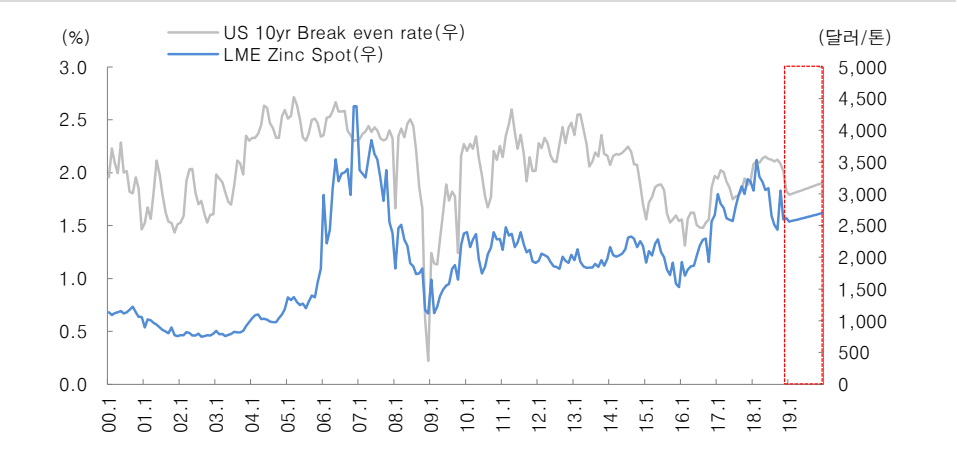
2019년 아연 가격은 상승하는 기대 인플레이션율에 따라 연말 2,650~2,700\$/MT 상승 가능할 것으로 전망한다. 2018년말부터 본격적으로 시작된 주요 아연 광산에서의 증산으로 2019년 아연 정광 생산량은 전년대비 7.2% 증가할 것으로 예상되고, 이에 따라 아연 금속 생산량도 전년대비 5% 증가한 1,440만톤을 기록할 것으로 전망한다. 반면 중국 철강재 생산 감소로 아연 소비 증가는 전년대비 1.5%에 그치며 세계 아연 금속 시장은 2018년 24만 8천톤 초과수요에서 2019년 22만 9천톤 공급과잉으로 전환될 것으로 판단한다. 높아지는 기대 인플레이션율에 따라 가격이 상승하겠지만, 상승속도는 공급과잉 상황으로 인해 느릴 것으로 판단한다.

표 15. 아연 가격 Indicator 정리

	(단위)	2015	2016	2017	2018E	2019E
[세계 정광 시장]						
Mine Production	(천톤)	13,681	12,822	12,978	13,620	14,605
YoY	(%)	1.6%	-6.3%	1.2%	4.9%	7.2%
Metal Production	(천톤)	13,656	13,739	13,724	13,710	14,396
YoY	(%)	1.3%	0.6%	-0.1%	-0.1%	5.0%
생산 - 소비	(천톤)	25	-917	-746	-90	209.5
[세계 금속 시장]						
Metal Usage	(천톤)	13,642	13,674	13,684	13,957.7	14,167
YoY	(%)	-0.2%	0.2%	0.1%	2.0%	1.5%
생산 - 소비	(천톤)	14	65	40	-247.7	228.5
LME Zinc Spot(연말)	(달러/톤)	1,592.8	2557.8	3,37.5	2,518.5	2694.1
YoY	(%)	-26.5%	60.6%	30.5%	-24.5%	7.0%

자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 116. 공급과잉으로 전환될 아연, 다만 비철금속 가격은 기대 인플레이션이 더 중요



자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy 본부

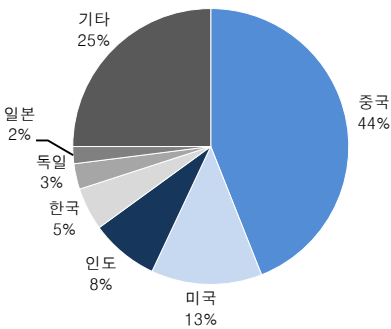
IV-4. 연 가격: 투자도 수요도 둔화되는 연

투자도 수요도
둔화되는 연의
초과수요 정도는
향후 크게 변동하지
않을 전망

2019년 연 가격은 강보합세를 보이며 연말 2,100~2,200\$/MT를 기록할 것으로 전망한다. 향후 연 시장의 초과수요 정도는 큰 변화가 없을 것으로 예상된다. 중국 자동차판매량 둔화로 연수요 감소하고 있는 가운데, 장기적으로 자동차 시장에서 전기차의 침투율도 상승할 것으로 기대되기 때문에 세계 major 광산사 중 중장기 연 수요를 긍정적으로 보고 연 광산 투자를 진행하고 있는 업체가 없다.

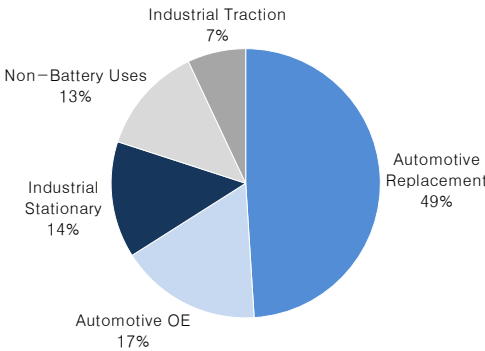
연 정광 생산량 Top 5 업체인 Sumitomo의 경우도 향후 연 생산을 줄이고, 2차전지 원료 전문업체로 비즈니스 구조를 개편할 계획이다. 아연/연 광산 투자 계획은 없는 가운데, 연 산 4.5만톤의 2차 전지용 황산 니켈 제련 설비를 2019년까지 7.4만톤 증설하고 있고, 2014년 1,850톤 수준이었던 NCA(Nickel - Cobalt - Aluminum) 양극 소재 Capa를 2018년까지 4,550톤으로 늘릴 계획이다.

그림 117. 중국에서 가장 많이 사용하는 연



자료: Wood Mackenzie, 대신증권 Research&Strategy본부

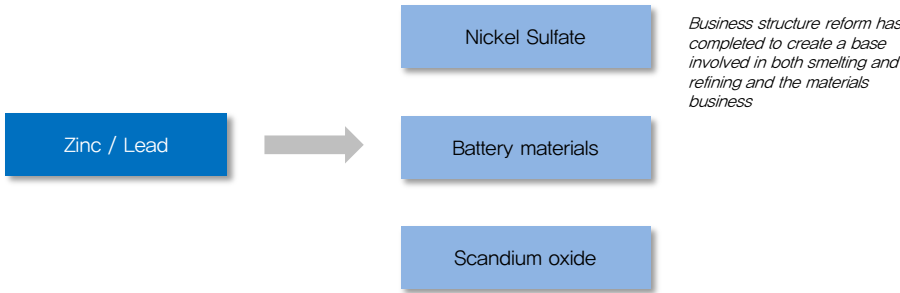
그림 118. 자동차向 납축전지에 주로 사용되는 연



자료: Wood Mackenzie, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 119. Sumitomo Metal Mining의 향후 경영 계획: 2차전지 소재 업체로 변화할 전망

* Business structure reform for Harima Refinery



주: Harima refinery는 2차 전지용 황산 니켈(Nickel Sulfate) 제련 설비
자료: Sumitomo Metal Mining, 대신증권 Research&Strategy본부

IV-5. 동 수요: 산업용 전도체 물질 중 가장 중요한 동

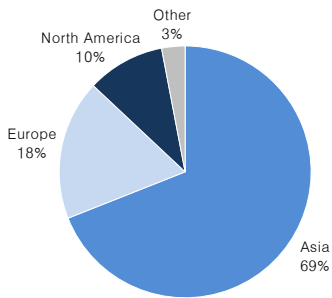
중국 부동산 시장
견조한 가운데 전기차
확대 기대감도 호재

2019년 동 수요는 전년대비 3.3% 상승한 2,500만톤일 것으로 전망한다. 주된 근거는 i) 동 최대 수요처인 중국 부동산개발이 전년대비 9%로 견조한 성장 보일 것으로 전망되는 가운데, ii) 올해 전기차 판매량이 340만대(BEV 100만대, PHEV 80만대, HEV 160만대 증가 가정) 증가한다고 가정하면 전기차에서 사용될 동 수요가 전년대비 20만톤 증가하기 때문이다. 전기차向 동 수요가 아직 전체 수요에서 차지하는 비중은 낮으나, 2019년 예상 수요 증분에서 차지하는 비중은 24%로 작지 않다.

산업용 전도체 금속
물질 중 대체
불가능한 동

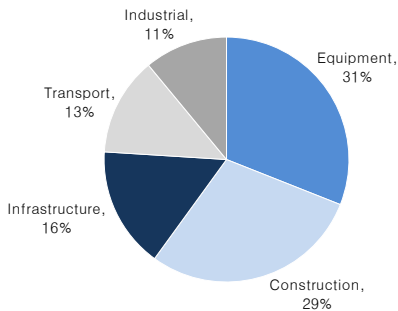
중장기적으로 세계 탈탄소화 트렌드(화석연료사용 억제, 신재생에너지와 전기차 사용 확대)도 동 수요에 긍정적이다. IEA는 2040년까지 평균적으로 연간 74GW의 태양광발전과 50GW의 풍력발전 설비가 증설될 것으로 보고 있는데 이는 연간 50만톤의(최근 5개년 평균 연간 증분은 연간 약 40만톤)동 수요가 추가되는 것이다(태양광 1MW당 4.5톤, 풍력 1MW당 3.6톤). 산업용 전도체 금속 중에 동을 대체할만한 금속이 없기 때문에 세계 탈탄소화 흐름에서 수요는 증가할 수 밖에 없다고 판단한다. 희귀금속인 은은 비싸고, 알루미늄은 열에 의한 형태 변형이 심하다.

그림 120. 지역별 동 사용: 중국 비중이 높음



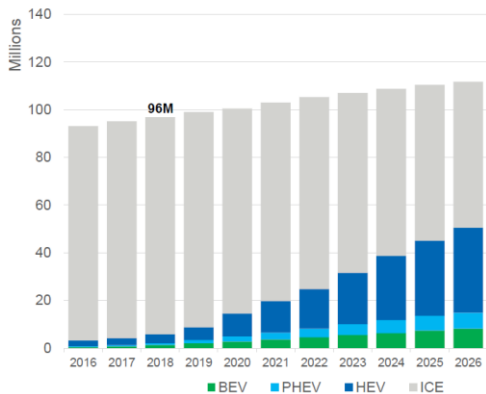
자료: ICSG, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 121. 전기가 필요한 산업에는 다 쓰이는 동



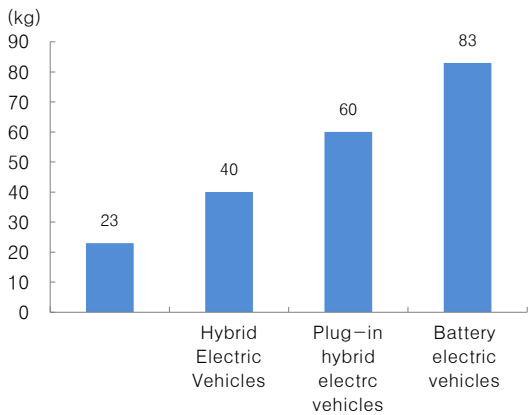
자료: ICSG, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 122. 전기차 판매량은 2019년 340만대 증가



자료: IHS, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 123. 전기차向 차종별 동 수요



자료: ICSG, 대신증권 Research&Strategy본부

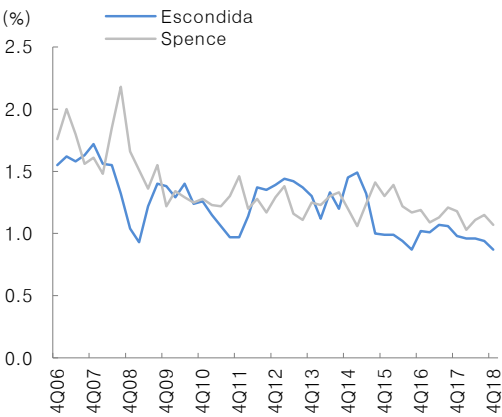
IV-5. 동 공급: 기존 광산은 품위 하락, 신규 광산은 lead time 이 7~8 년

수요 증가 속도를
장기간 하회할 등
증가 속도

동은 증가하는 수요에 비해 공급 증가가 힘든 상황이다. i) 세계 주요 광산들에서 동광석 품위 하락이 나타나고 있으며, ii) 신규로 투자 가능한 광산들의 동광석 품위는 기존 광산 대비 약 30~40% 정도 낮고, iii) 신규로 투자 가능한 광산들이 대부분 지하광산이기 때문에 생산을 시작하는데 걸리는 시간인 lead time이 7~8년 정도 소요될 예정이다.

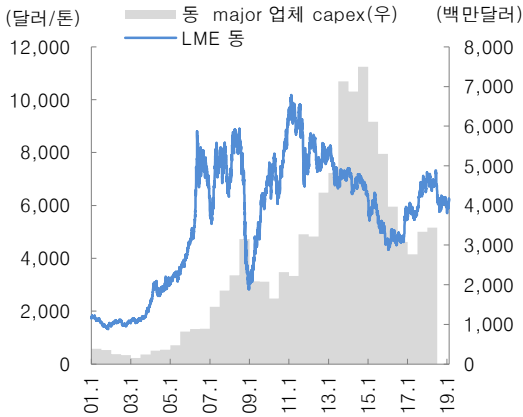
실제로 세계 최대 동광산인 Escondida에서 채굴되는 동광석 품위는 2007년 1.6~1.7% 였으나, 4Q18 0.87%까지 하락했다. 2위 동광산인 인도네시아의 그라스버그 광산은 노천 광이 고갈되어 지하탄광으로 전환하는 작업을 진행 중이다(2019년 생산량 전년대비 43% 하락 전망). 세계 2위 동생산 업체인 Freeport MacMoran이 신규 투자 중인 Lone Star 광산의 동광석 품위는 0.4~1.2%로 기존 광산 대비 품위가 낮다. 동의 공급 증가 속도는 향후 장기간 수요 증가 속도를 하회할 것으로 판단한다.

그림 124. 지속 하락하는 주요 동광산 동광석 품위



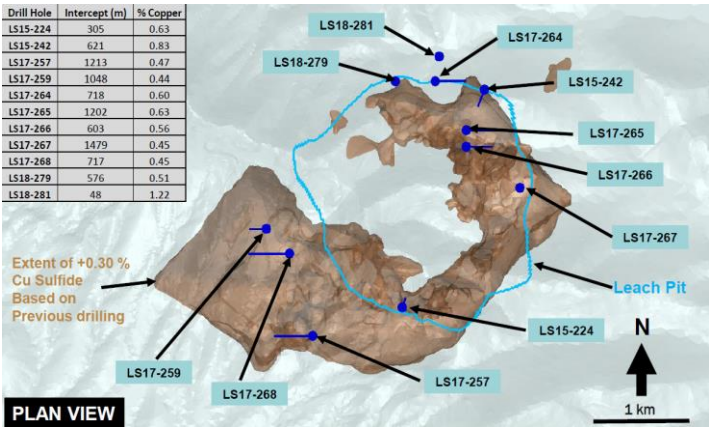
자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 125. 선제적인 투자가 이뤄지지 못한 동



주: 동 생산 상위 10개 업체 중 동 관련 매출이 50% 이상인 기업들로 구성
자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 126. 신규로 투자 진행 중인 동광산들은 기존 광산 대비 품위가 낮음



주: Freeport MacMoran이 투자 진행 중인 Lone star 광산의 광석 품위
자료: Freeport-McMoran, 대신증권 Research&Strategy본부

IV-6. 동 가격: 매크로 영향을 덜 받을 정도의 초과수요

당사의 공식적인 동 가격 전망치는 4Q19 평균 5,965\$/MT이다. 글로벌 경기 둔화와 유동성 축소 전망이 주요 근거이다. 다만 이번 보고서에서는 동 가격에 대한 다른 가능성에 대해 언급하고자 한다.

2019년 전년대비
61.6만톤 초과수요
심화될 전망

2019년 연말 동 가격은 전년대비 16% 상승한 6,900~7,000\$/MT를 기록할 것으로 전망한다. 칠레, 콩고, 잠비아 등에서 증산이 예정되어 있으나, i) 세계 2위 동광산을 보유한 인도네시아에서의 생산량 급감, ii) 주요 동광산들의 동광석 품위하락, iii) 동 생산능력 확대를 위한 선제적인 투자가 과거 이뤄지지 못한 점들을 고려하면 2019년 동 생산은 전년대비 0.8% 증가에 그칠 것으로 판단한다. 반면 i) 중국 부동산개발 투자 증가, ii) 전기차 판매, 신재생에너지 증설로 인한 수요 증가로 인해 동 수요는 전년대비 3.3% 증가할 것으로 예상된다. 이로 인해 전년대비 61.6만톤 초과수요가 심화될 것으로 전망한다.

2019년 동 가격의
주요 변수는 매크로
변수보다는 수급

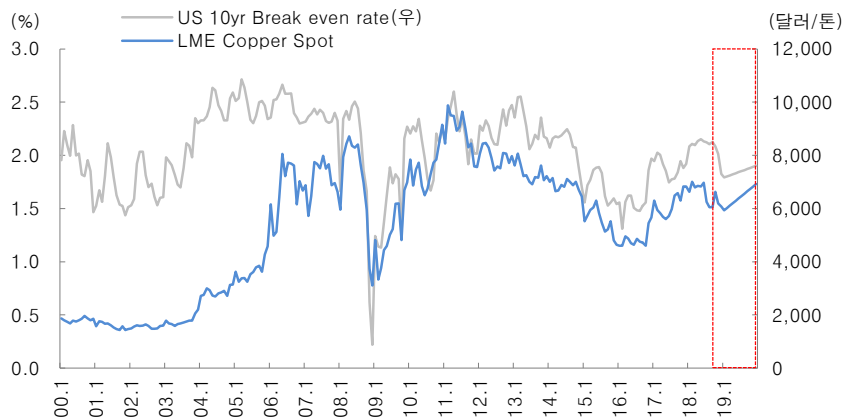
동 가격이 매크로 변수 영향에서 자유롭지 못한 것은 맞으나, 역대 최대 수준인 전년대비 61.6만톤 초과수요 심화는 주목할 필요가 있다. 과거 기대인플레이션, 유가 영향 받지 않고 동가격이 상승했던 2007년, 2010년의 전년대비 초과수요 증분이 50~60만톤이었다. 올해 초과수요 증분이 전년대비 61.6만톤 기록할 것으로 전망하므로 올해도 매크로 변수의 영향없이 초과수요 심화로 인한 가격 상승 현상 발생할 수 있다고 판단한다.

표 16. 동 가격 Indicator 정리

	(단위)	2015	2016	2017	2018E	2019E
[정광 시장]						
Mine Production	(천톤)	19,168	20,357	20,000	20,400	20,563
YoY	(%)	4.0%	6.2%	-1.8%	2.0%	0.8%
Refined Production	(천톤)	22,871	23,337	23,498	24,132	24,326
YoY	(%)	1.7%	2.0%	0.7%	2.7%	0.8%
[금속 시장]						
Refined Usage	(천톤)	23,077	23,600	23,755	24,254	25,063
YoY	(%)	0.7%	2.3%	0.7%	2.1%	3.3%
중국 부동산개발 YoY	(%)	1.0%	6.9%	7.0%	9.5%	10.0%
생산 - 소비	(천톤)	-206	-263	-257	-121	-737
LME Copper Spot(연말)	(달러/톤)	4,706	5,523	7,207	5,949	6,919
YoY	(%)	-26.1%	17.4%	30.5%	-17.5%	16.3%

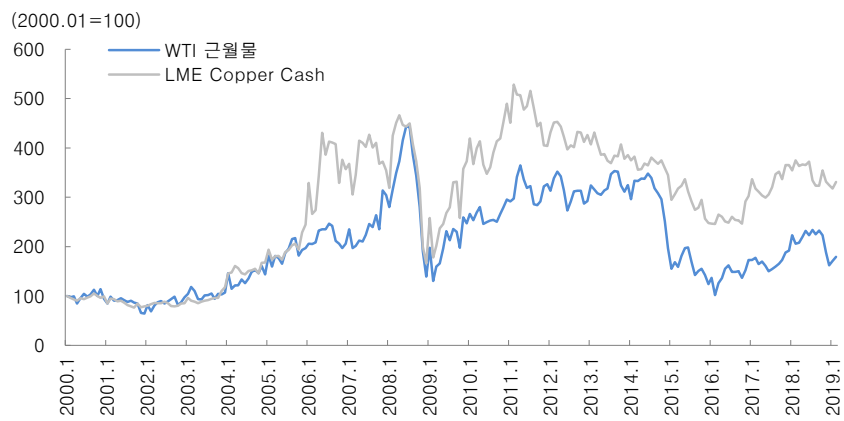
자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 127. 기대 인플레이션 상승 속도를 상회할 동 가격 상승 속도



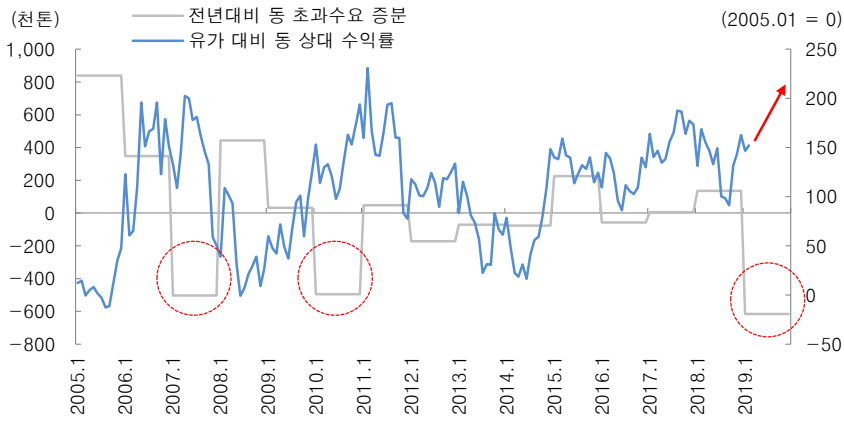
자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 128. 동 가격이 원자재 가격에 영향이 큰 유가와 기대인플레이션에 영향이 큰 것 맞으나,



자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 129. YoY 초과수요 증분이 5~60 만톤이던 2007, 2010년에는 매크로 변수보다 수급상황에 따라 가격 상승



자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

V. 투자전략

V-1. 철강 전략: Cost push 형 ASP 상승이 용이한 POSCO 가 Top pick

철강업종 종목
선호도는
POSCO > 동국제강
> 현대제철

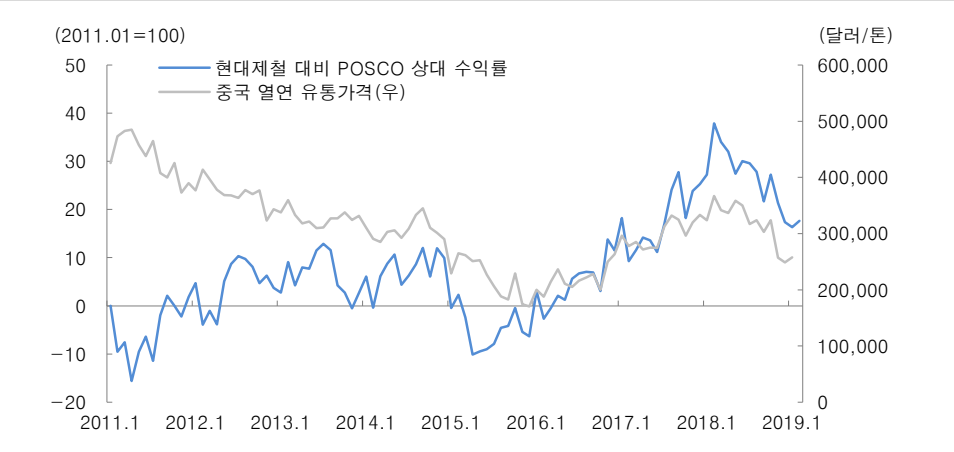
커버리지 철강업종 3개사의 선호도는 POSCO > 동국제강 > 현대제철이다. 중국 공급과잉 축소, 상승하는 철강재 원재료로 인한 철강재 가격 상승 cycle이 전망되기 때문이다. 철강재, 철강 원재료 가격 상승 cycle에서는 다양한 전방사와 여러 시점에 가격협상이 가능한 POSCO가 cost-push형 ASP 상승이 가장 용이하다. 현대제철 대비 동국제강을 선호하는 근거는 i) 바나둠 구입량 미미해 바나둠 가격 상승에 따른 리스크 작고, ii) 일본 경기 둔화 → 후판 압연 마진 상승 → 후판 가동률 상승에 따른 2019년 영업이익 YoY 상승률 53% 기록이 가능하기 때문이다.

[POSCO]투자의견 BUY, 목표주가 340,000원: 동사 주가의 key driver인 중국 철강재 가격은 1Q19 저점 이후 지속 상승할 가능성 높음. 기대 ROE 대비 밸류에이션은 최근 10년래 최저 수준. 매수 추천

[현대제철] 투자의견 BUY, 목표주가 57,000원: 하락하는 현대·기아차 OPM 컨세시스 대비 급등한 철강 원재료 가격, 높아질 바나둠 가격, 둔화될 건설 경기 등은 부담이지만 12m fwd p/b 0.39배는 역대 최저 수준. 주가 추가 하락 가능성은 제한적

[동국제강] 투자의견 BUY, 목표주가 11,000원: 둔화하는 국내 건설 경기를 감안하더라도, 후판 가동률 상승과 브라질 CSP 지분법손실 인식 종료가 만들어 낼 당기순이익 흑자 전환이 매력적(2019E ROE 전년대비 +16.9%p)

그림 130. 철강 가격 upcycle 엔 주가 수익률 POSCO > 현대제철



자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

비철금속 업종
선호도는
풍산 > 고려아연

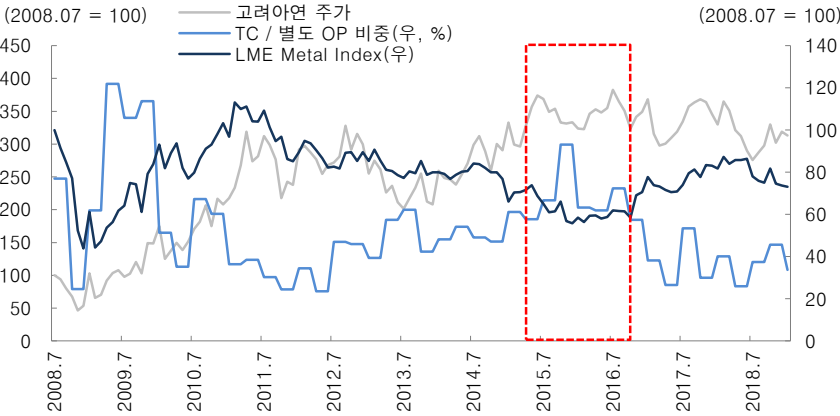
V-2. 비철 전략: 동 가격 상승의 수혜주인 풍산을 선호

비철금속 커버리지 2개사 선호도는 풍산 > 고려아연이다. 글로벌 경기 상승세 둔화로 빠른 기대 인플레이션 상승은 기대하기 힘든 가운데, 수급 요인으로 가격 상승 가능한 유일한 비철금속은 동이라고 판단하기 때문이다. TC상승에 대한 기대감으로 고려아연 주가 상승세 보였으나 추가 상승 가능성은 제한적으로 본다. 과거 LME 금속 가격이 하락했음에도 TC 기대감으로 주가 올랐던 시기인 2015년은 TC/영업이익 비율이 80%로 TC의 이익기여도가 높았던 때이다. 2019년 아연정광구매량 감소로 TC/영업이익 비율이 38.9%로 낮을 전망이다.

[고려아연] 투자의견 Marketperform, 목표주가 460,000원: TC 상승 기대감, 경쟁사 nyrstar의 구조조정 등을 이유로 글로벌 peer 대비 30% 할증되어 거래되는 중. 현재 주가에서는 upside 크지 않다는 판단. 추가적인 주가 상승을 위해선 가파른 LME 금속 가격 상승이 확인되어야 하나, 이 가능성은 제한적

[풍산] 투자의견 BUY 목표주가 43,000원: 낮아진 방산 사업부 수익성으로 역대 최저 수준의 밸류에이션 기록 중이지만, 방산 수익성 회복 불가능하더라도 높아지는 동 가격으로만 2019E ROE 8.9%까지 회복 가능

그림 131. LME 가격 하락할 때도 고려아연 주가 올랐던 시기는 TC 이익 기여도가 높았음



자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

기업분석

Initiation

POSCO
(005490)

중국 우려가 만들어 준
투자 기회

이원주
won.j.lee@daihin.com

투자 의견

6개월 목표주가

현재주가
(19.02.11)

BUY

매수, 신규

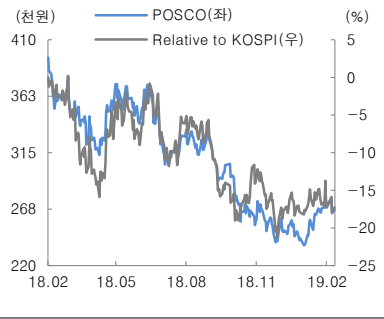
340,000

신규

267,000

철강금속업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green				
KOSPI	2180.73			
시가총액	23,279십억원			
시가총액비중	1.62%			
자본금(보통주)	482십억원			
52주 최고/최저	378,500원 / 237,000원			
120일 평균거래대금	801억원			
외국인지분율	54.46%			
주요주주	국민연금 10.72%			
	BlackRock Fund Advisors 외 13 인 5.22%			
주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.5	0.6	-18.6	-24.1
상대수익률	-0.5	-3.8	-14.8	-17.8



투자의견 BUY, 목표주가 34만원으로 커버리지 개시. Top pick 추천

- 목표주가는 12m fwd bps에 Target multiple 0.65배 적용해 산정
- Target multiple 0.65배는 글로벌 peer 평균 p/b 대비 35% 할인한 수준(2019E ROE는 POSCO 6.7% vs 글로벌 peer 평균 10%)
- 동사 주가의 key driver인 중국 철강재 가격은 1Q19 저점 이후 지속 상승할 가능성 높음. 기대 ROE 대비 밸류에이션도 최근 10년래 최하단 매수 추천

장기 성장에 대한 우려가 과도, 중국 철강재 공급과잉 축소는 장기 지속될 전망

- **과도한 우려:** 2018년부터 지속된 호실적에도 불구하고, p/b는 지속 하락. 기대 ROE와 p/b가 현재만큼 방향성을 달리했던 기간은 '04년~'05년뿐(기대 ROE 20%~24%에도 불구하고 p/b 약 0.8배). 중국의 빠른 조강설비 증설로 세계 공급과잉 우려 심화되던 시기. 중국 부동산 경기 둔화, 철강재 공급 증가에 대한 우려가 '04~'05년 정도로 심화된 것으로 보이나 이는 기우(杞憂)라 판단
- **2019년 중국 부동산개발 9~10% 성장 전망:** 중국 철강재 소비의 40%인 중국 부동산개발의 호조세는 장기간 이어질 수 있다는 판단. i) 전세계 국가 중 가장 빨랐던 물가 상승속도로 인한 금융자산 가치의 하락 때문에 중국 국민들에게 부동산 매입은 필수적이었으며(부동산 자기점유율 90%, 국민 자산의 2/3이 부동산), ii) 이로 인해 중국 부동산 가격과 소비가 밀접한 관계를 보이는 가운데, iii) 미중 무역분쟁으로 줄어든 수출로 인해 GDP성장률에서의 소비 기여도가 80% 육박. GDP성장을 방어하려는 중국 정부 입장에서 부동산 경기 둔화시키는 정책은 채택 불가. iv) 실제로 미분양 문제 심각하다던 3선도시 위주로 구매제한 해제하는 등 부동산 규제 완화하자 1~2선도시보다 가격 상승률 높아진 상황. 중국 GDP 대비 가계부채 비율은 50%로 세계 주요국 대비 낮고, 소득증가율도 부동산가격 상승률을 상회. 중국 부동산 호조세는 지속될 확률이 높다고 판단
- **2019년 중국 철강재 공급 1% 감소 전망:** 전년대비 낮아진 롤마진으로 중국 조강 기동률은 4%p 하락한 86%를 기록할 것으로 전망. 조강 외에, 3Q18누적 기준 1.7억톤 가량을 기록한 열연 재고를 활용한 냉연 생산량도 2018년 고점대비 30% 하락한 중국 냉연 압연마진으로 인해 감소할 가능성 높음. 장기적으로도 2020년까지 조강 생산능력을 10억톤 미만으로 제한하려는 중국 정부의 구조조정 노력이 이어질 가능성 높아 공급 증가 가능성은 제한적이라고 판단(뒷장 계속)

영업실적 및 주요 투자지표					
(단위: 십억원, 원, %)					
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	53,084	60,655	64,978	67,165	67,534
영업이익	2,844	4,622	5,543	5,418	5,508
세전순이익	1,433	4,180	3,563	4,799	5,046
총당기준이익	1,048	2,973	1,892	3,359	3,532
지배지분순이익	1,363	2,790	1,691	3,023	3,179
EPS	15,637	32,001	19,391	34,677	36,459
PER	16.5	10.4	13.8	7.7	7.3
BPS	486,007	501,600	494,160	519,043	545,694
PBR	0.5	0.7	0.5	0.5	0.5
ROE	3.3	6.5	3.9	6.8	6.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: POSCO, 대신증권 Research&Strategy본부

Cost-push 형 가격 상승이 용이한 원재료 업황

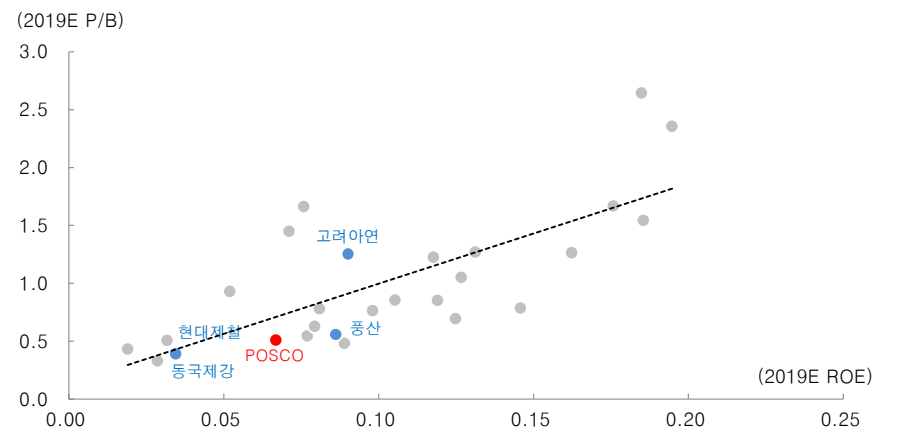
- 2018년 탄소강 ASP 전년대비 6% 상승한 동사는 올해도 3% 가격 상승 가능할 전망. 중국 철강재 공급과잉 완화와 가격 한 단계 level-up한 철광석 가격이 ASP 상승의 원인
- 최근 철광석 가격이 급등하며 90\$/MT를 돌파. 브라질 댐 사고로 철광석 최대 생산 업체인 Vale가 향후 3년간 철광석 생산량 가이드를 기존대비 10% 낮춘 것이 원인. 중국 선철 생산량 감소, 2~3위 업체인 BHP, Rio tinto의 증산에 따라 90\$/MT 이상 높아진 철광석 가격이 유지될 것으로 보진 않지만, 가격이 한 단계 Level-up 된 것은 사실
- 원재료 가격 급변동은 철강사 단기 실적에 부정적이나, 일회성 요인이 아닌 장기 수급 요인으로 인한 가격 상승은 철강사에게 긍정적. 원재료 가격의 장기 상승 요인 발생은 전방 수요 업체들과의 철강재 가격 협상에서 반영되기 쉽기 때문
- 별도 기준 POSCO 1Q19 영업이익은 급등한 철광석 가격에 따라 전년대비 16.6% 감소한 8,470억원을 기록할 것으로 전망하나, 1Q19 이후 높아지는 철광석 가격과 중국 철강재 가격에 발맞춰 ASP 상승 이뤄질 것으로 전망. 2019년 POSCO 분기 실적은 1Q19가 저점일 가능성 높음

표 17. POSCO 상세 실적표

	(단위)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18 P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018P	2019E
별도 매출액	(십억원)	7,761	7,705	7,906	7,288	7,847	7,904	7,992	8,165	30,659	31,908
YoY	(%)	9.8%	8.0%	9.0%	2.7%	1.1%	2.6%	1.1%	12.0%	7.4%	4.1%
QoQ	(%)	9.4%	-0.7%	2.6%	-7.8%	7.7%	0.7%	1.1%	2.2%		
탄소강 판매량	(천톤)	8,784	8,432	8,465	7,907	8,478	8,431	8,573	8,667	33,588	34,149
탄소강 ASP	(천원/톤)	710	730	747	746	748	758	752	760		
별도 영업이익	(십억원)	1,016	822	1,095	877	847	1,017	912	1,024	3,809	3,800
YoY	(%)	27.7%	40.5%	51.7%	9.5%	-16.6%	23.7%	-16.7%	16.8%	31.2%	-0.2%
QoQ	(%)	26.9%	-19.1%	33.2%	-19.9%	-3.3%	20.0%	-10.3%	12.2%		
별도 영업이익률	(%)	13.1%	10.7%	13.8%	12.0%	10.8%	12.9%	11.4%	12.5%	12.4%	11.9%
조강 1 톤당 평균 비용	(천원/톤)	300	283	211	280	295	290	294	291	268	293
탄소강 스프레드	(천원/톤)	410	447	536	466	453	468	458	469	465	462
연결 매출액	(십억원)	15,862	16,083	16,411	16,621	16,660	16,576	16,978	16,951	64,978	67,165
연결 영업이익	(십억원)	1,488	1,252	1,531	1,272	1,244	1,435	1,306	1,433	5,543	5,417
YoY	(%)	9.0%	27.9%	36.0%	10.4%	-16.4%	14.6%	-14.7%	12.7%	19.9%	-2.3%
QoQ	(%)	29.1%	-15.8%	22.3%	-17.0%	-2.2%	15.4%	-9.0%	9.7%		
연결 영업이익률	(%)	9.4%	7.8%	9.3%	7.6%	7.5%	8.7%	7.7%	8.5%	8.5%	8.1%
[주요 가정 기간 평균]											
중국 열연 유통 가격	(달러/톤)	642	652	631	567	581	587	584	609	623	590
호주 62% 철광석 가격	(달러/톤)	74	66	67	72	77	73	75	72	70	74
호주 프리미엄 원료탄 가격	(달러/톤)	229	190	188	221	197	201	207	200	207	201
중국 열연 롤마진	(달러/톤)	359	411	389	294	316	326	315	350	363	327

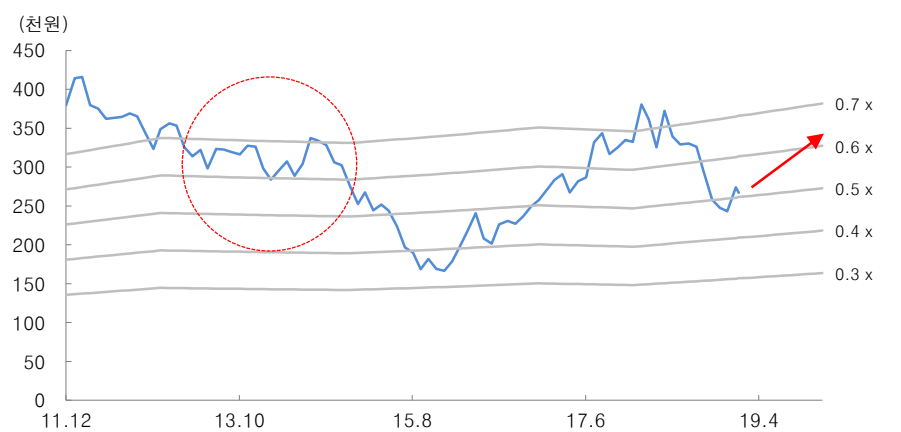
자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 132. Global Peer Valuation 비교: peer 대비 낮은 p/b 기록 중인 POSCO



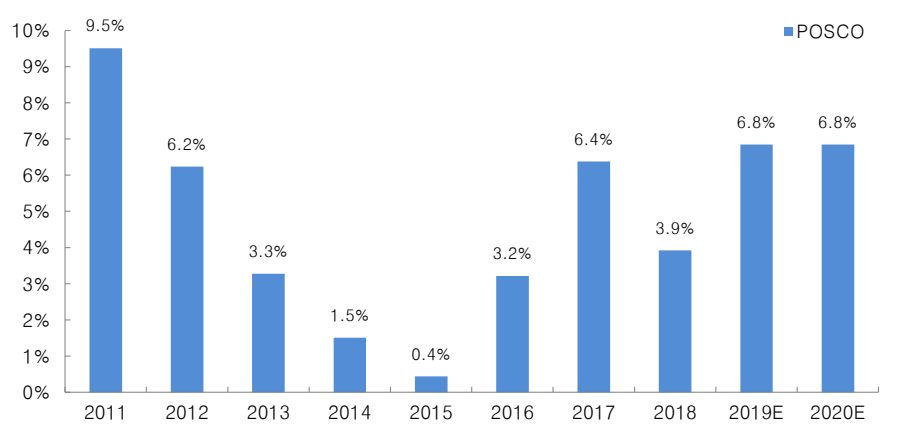
주: 당사 커버리지 5개사 및 아르셀로미탈, 신일본주철 등 철강금속 업종 주요 해외 업체 23개사 비교
자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 133. Target multiple 0.65 배는 ROE 1~3% 기록하던 2013~2014 년 수준



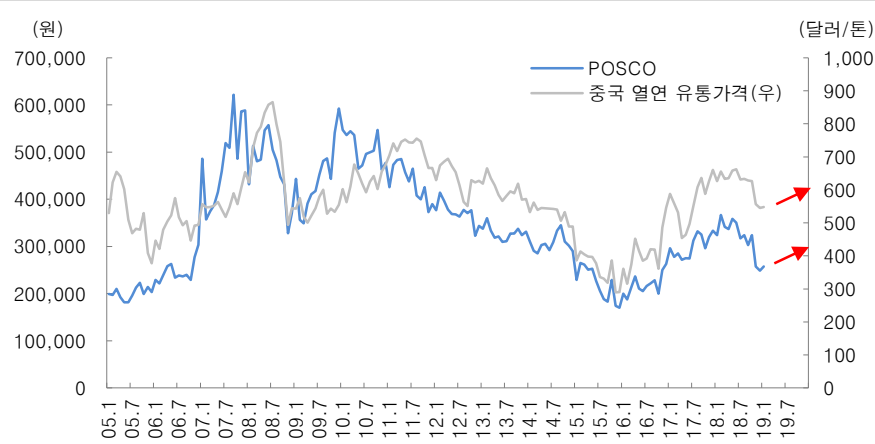
주: 12m fwd p/b 기준
자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 134. p/b 의 key factor 인 ROE 는 전년대비 상승한 2019~2020 년 6.7% 기록할 전망



자료: 기업명, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 135. 주가의 Key driver 인 중국 철강재 가격도 2019 년 상승세를 보일 전망



자료: Bloomberg, POSCO, 대신증권 Research&Strategy본부

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

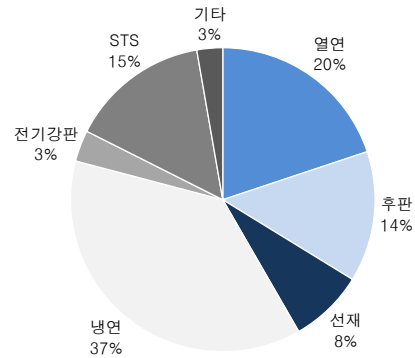
- 대표이사는 포스코켄텍 대표이사 사장 출신인 최정우
- 2018년 연결 매출액 65 조, 연결 영업이익 5.5 조 기록
- 2018년 자산은 78 조, 부채는 31 조, 자본은 47 조
- 발행주식 수: 87,186,835 주 (지각주식수: 7,185,703 주)

주가 변동요인

- 중국 경제에 대한 기대감
- 철강 가격

자료: POSCO, 대신증권 Research&Strategy본부

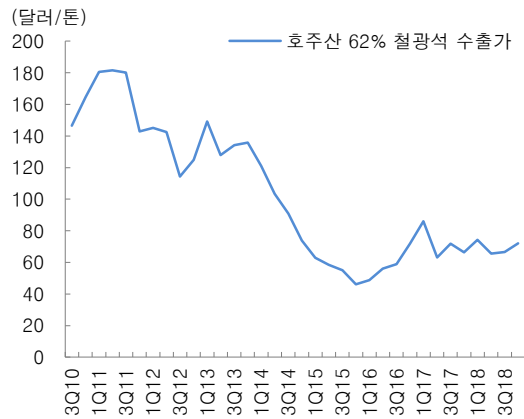
매출 비중



주: 2018년 별도 기준
자료: POSCO, 대신증권 Research&Strategy본부

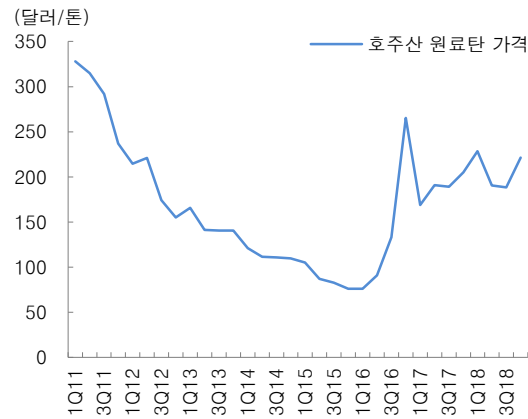
1. Earnings Driver

철광석 가격



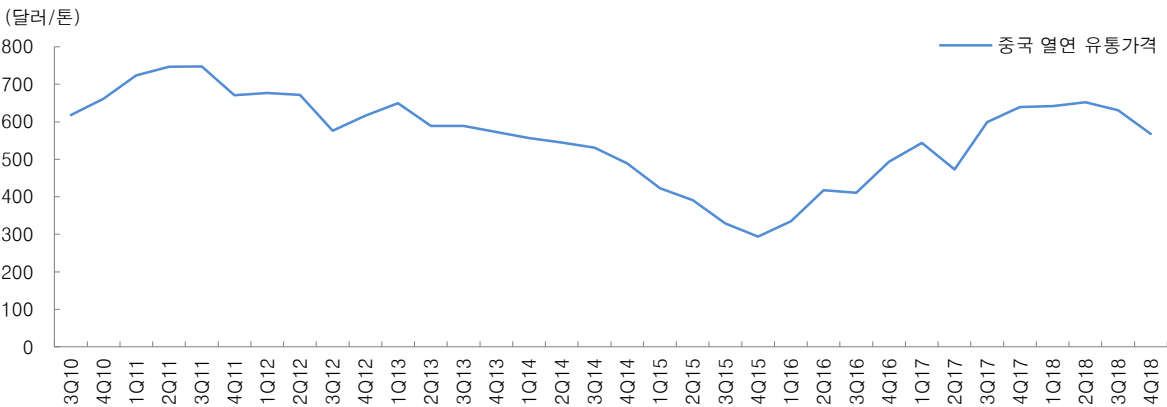
자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

원료탄 가격



자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

중국 열연 유통 가격



자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	53,084	60,655	64,978	67,165	67,534
매출원가	46,394	52,299	57,005	58,181	58,444
매출총이익	6,690	8,356	7,972	8,984	9,090
판매비와관리비	3,845	3,734	2,430	3,566	3,582
영업이익	2,844	4,622	5,543	5,418	5,508
영업외수익	5.4	7.6	8.5	8.1	8.2
EBITDA	6,058	7,919	8,456	8,435	8,637
영업외손익	-1,411	-442	-1,980	-619	-462
관계기업손익	-89	11	113	62	87
금융수익	2,232	2,373	2,871	2,453	2,533
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-3,014	-2,484	-3,409	-2,756	-2,703
외환관련손실	1,553	1,180	1,694	1,475	1,450
기타	-541	-341	-1,554	-378	-380
법인세비용차감전순이익	1,433	4,180	3,563	4,799	5,046
법인세비용	-385	-1,206	-1,671	-1,440	-1,514
계속사업순이익	1,048	2,973	1,892	3,359	3,532
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,048	2,973	1,892	3,359	3,532
당기순이익률	2.0	4.9	2.9	5.0	5.2
비재계분순이익	-315	183	202	336	353
재계분순이익	1,363	2,790	1,691	3,023	3,179
매도가능금융자산평가	31	-3	-3	-3	-3
기타포괄이익	14	-53	-51	-2	-2
포괄순이익	1,502	2,412	1,353	3,305	3,478
비재계분포괄이익	-320	194	144	331	348
재계분포괄이익	1,823	2,218	1,209	2,975	3,130

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	15,637	32,001	19,391	34,677	36,459
PER	16.5	10.4	13.8	7.7	7.3
BPS	486,007	501,600	494,160	519,043	545,694
PBR	0.5	0.7	0.5	0.5	0.5
EBITDAPS	69,485	90,831	96,987	96,742	99,066
EV/EBITDA	6.7	5.5	4.3	4.2	4.0
SPS	608,848	695,691	745,271	770,357	774,587
PSR	0.4	0.5	0.3	0.3	0.3
CFPS	76,033	98,699	97,575	105,940	108,239
DPS	8,000	8,000	10,000	10,000	10,000

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성					
매출액 증/감	-8.8	14.3	7.1	3.4	0.5
영업이익 증/감	18.0	62.5	19.9	-2.3	1.7
순이익 증/감	흑전	183.7	-36.4	77.5	5.1
수익성					
ROIC	3.8	6.2	5.6	7.2	7.1
ROA	3.6	5.8	7.0	6.8	6.7
ROE	3.3	6.5	3.9	6.8	6.8
안정성					
부채비율	74.0	66.5	67.3	63.8	60.5
순차입금비율	31.9	22.7	20.6	17.4	13.3
이자보상비율	4.3	7.1	5.2	8.6	9.2

자료: POSCO, 대신증권 Research&Strategy 본부

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	29,304	31,127	33,652	34,812	36,068
현금및현금성자산	2,448	2,613	2,843	3,258	4,350
매출채권 및 기타채권	10,895	9,958	10,664	10,984	11,043
재고자산	9,052	9,951	11,500	11,888	11,953
기타유동자산	6,910	8,606	8,644	8,683	8,721
비유동자산	50,459	47,898	44,597	45,644	46,805
유형자산	33,770	31,884	30,018	31,328	32,700
관계기업투자지급	3,882	3,558	2,745	2,806	2,893
기타비유동자산	12,806	12,456	11,834	11,510	11,211
자산총계	79,763	79,025	78,249	80,456	82,873
유동부채	18,915	18,946	18,938	18,595	18,041
매입채무 및 기타채무	7,247	6,245	6,803	6,938	6,961
차입금	7,980	8,175	7,827	7,479	7,029
유동상대부	2,215	3,100	3,007	2,917	2,829
기타유동부채	1,473	1,427	1,301	1,261	1,222
비유동부채	15,009	12,615	12,551	12,747	13,195
차입금	12,510	9,789	9,376	9,176	9,176
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2,499	2,826	3,175	3,571	4,020
부채총계	33,925	31,561	31,489	31,342	31,237
자본부분	42,373	43,733	43,084	45,254	47,577
자본금	482	482	482	482	482
자본잉여금	1,398	1,413	1,413	1,413	1,413
이익잉여금	41,174	43,057	44,107	46,331	48,708
기타자본변동	-681	-1,219	-2,918	-2,972	-3,026
비재계분	3,465	3,731	3,676	3,861	4,059
자본총계	45,838	47,464	46,760	49,115	51,636
순차입금	14,600	10,762	9,639	8,547	6,878

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	5,269	5,607	2,813	5,897	6,701
당기순이익	1,048	2,973	1,892	3,359	3,532
비현금항목의 가감	5,581	5,632	6,615	5,877	5,905
감가상각비	3,214	3,297	2,913	3,017	3,129
외환손익	0	0	-170	70	-40
자본평가손익	89	-11	-113	-62	-87
기타	2,278	2,345	3,984	2,852	2,903
자산부채의 증감	-426	-1,926	-2,002	-876	-407
기타현금흐름	-934	-1,072	-3,692	-2,464	-2,329
투자활동 현금흐름	-3,755	-3,818	-1,180	-4,135	-4,361
투자자산	-260	566	848	-64	-90
유형자산	-2,280	-2,248	-1,896	-4,000	-4,200
기타	-1,215	-2,136	-131	-71	-71
재무활동 현금흐름	-3,951	-1,566	-1,344	-1,288	-1,189
단기차입금	-886	558	-348	-348	-450
사채	-2,286	-1,410	0	0	0
장기차입금	0	0	-413	-200	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-709	-863	-640	-800	-801
기타	-70	150	57	60	62
현금의 증감	-2,442	165	230	415	1,093
기초 현금	4,871	2,448	2,613	2,843	3,258
기말 현금	2,448	2,613	2,843	3,258	4,350
NOPLAT	2,081	3,288	2,944	3,792	3,866
FCF	2,832	3,954	3,196	2,809	2,785

현대제철
(004020)

이원주

wonju.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 신규

6개월 목표주가

57,000

신규

현재주가

(19.02.11)

49,400

철강금속업종

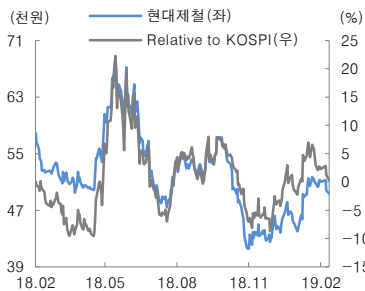
4차 산업혁명/안전등급



Neutral Green

KOSPI	2180.73
시가총액	6,592십억원
시가총액비중	0.46%
자본금(보통주)	667십억원
52주 최고/최저	68,700원 / 41,550원
120일 평균거래대금	183억원
외국인지분율	26.07%
주요주주	가이아동차 외 9 인 35.99% 국민연금 8.99%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.9	12.5	-9.2	-6.1
상대수익률	-3.9	7.6	-4.9	1.8



모멘텀은 부족해도
악재는 다 반영된 주가

투자의견 BUY, 목표주가 57,000원으로 커버리지 개시

- 목표주가는 12m fwd bps에 Target multiple 0.44배 적용하여 산정
- Target multiple 0.44배는 글로벌 peer 평균 대비 56% 할인한 수준(2019E ROE는 현대제철 3.4% vs 글로벌 평균 peer 10%)
- 하락하는 현대 · 가이아 OPM 컨세서스 대비 급등한 철강 원재료 가격, 높아질 바나듐 가격, 둔화될 건설 경기 등은 부담이지만 12m fwd p/b 0.39배는 역대 최저 수준

높아진 원료 가격은 부담. 진행 중인 현대 · 가이아와의 가격 협상이 중요할 전망

- 현대제철은 영업이익의 약 50%가 현대 · 가이아와의 거래에서 발생. 2월 8월에 반기 기준으로 협상하기 때문에 철강 원료 가격 변동에 탄력적인 대응은 POSCO 대비 힘든 편
- Vale의 생산 가이던스 10% 하향 조정에 따라 철광석 가격 최근 90\$/MT 돌파. 현대제철 수익성에 부담으로 작용할 전망
- 한편, 2018년 초 4~6%에 달하던 2019년 현대 · 가이아 OPM 컨세서스는 지속 하락하여 3~4% 기록하며 자동차가격 강판 협상에 대한 기대감을 낮추는 상황. 본격적인 주가 반등을 위해선 현대 · 가이아 영업환경 개선이 필요

주요 변수로 고려되지 않던 바나듐 가격, 이제부터는 중요하다는 판단

- 국내 최대 바나듐 수요처인 현대제철의 바나듐 구입액은 2017년 약 500억원, 2018년 약 1,000억원(연평균 바나듐 가격 상승률은 2017년 111.5%, 2018년 155.5%)
- 2019년에도 연평균 바나듐 가격은 전년대비 60% 이상 상승 가능할 전망. 2018년 11월부터 시작된 중국 철근 기준 강화법으로 2019년 바나듐 수요는 전세계 수요의 16~34% 수준인 1.6만톤~3.4만톤 증가할 것으로 전망되는 가운데, 최대 생산 국가인 중국 바나듐 생산사들의 낮은 채산성으로 공급은 늘지 않을 전망 (100\$/kg부터 공급 증가 가능, 2019년 2월 현재 37\$/kg)
- 바나듐 가격 상승으로 500~1,000억원의 바나듐 구입액 증가할 시 현대제철 별도 영업이익을 5~10% 가량 낮출 가능성 있음

다만 현재 주가는 철강재價 up-cycle에서 주가 상승 소외될 정도는 아니라고 판단

- 동사 12m fwd p/b는 0.39배로 역대 최저 수준 기록 중. 전술한 악재들은 모두 반영하고 있는 밸류에이션이라 판단. 중국 공급과잉 축소, 원재료 가격 상승에 따른 중국 철강재 가격 상승 cycle 진입을 앞둔 현재 시점에서 매도할 이유는 없다고 판단

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	16,692	19,166	20,780	21,687	21,819
영업이익	1,445	1,368	1,026	1,105	1,098
세전순이익	1,174	1,081	570	835	763
총당기준이익	867	728	408	598	546
지배지분순이익	850	716	400	586	535
EPS	6,371	5,366	2,996	4,389	4,011
PER	8.9	10.9	16.5	11.3	12.3
BPS	121,220	125,261	125,083	128,439	131,417
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
ROE	5.4	4.4	2.4	3.5	3.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

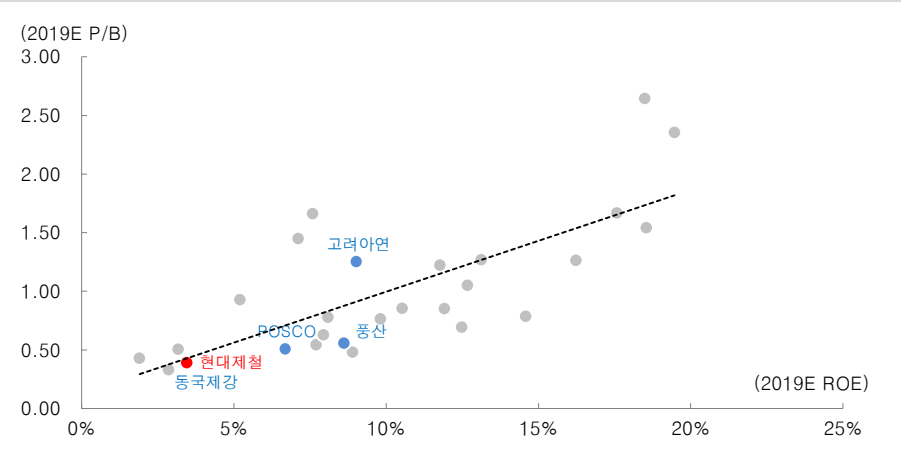
자료: 현대제철, 대신증권 Research&Strategy, 본부

표 18. 현대제철 상세 실적표

	(단위)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018P	2019E
별도 매출액	(십억원)	4,244	4,836	4,711	4,820	4,869	4,869	4,828	4,879	18,611	19,445
YoY	(%)	7.3%	13.1%	10.0%	10.2%	14.7%	0.7%	2.5%	1.2%	10.2%	4.5%
QoQ	(%)	-3.0%	13.9%	-2.6%	2.3%	1.0%	0.0%	-0.9%	1.1%		
철강재 판매량	(천톤)	5,133	5,726	5,384	5,518	5,571	5,516	5,461	5,406	21,761	21,953
YoY	(%)	-1.0%	4.1%	-2.7%	1.7%	8.5%	-3.7%	1.4%	-2.0%	0.5%	0.9%
QoQ	(%)	-5.4%	11.6%	-6.0%	2.5%	1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%		
봉형강 판매량	(천톤)	2,035	2,350	2,135	2,281	2,214	2,147	2,079	2,012	8,801	8,452
YoY	(%)	4.8%	5.9%	-5.2%	8.9%	8.8%	-8.7%	-2.6%	-11.8%	3.4%	-4.0%
QoQ	(%)	-2.8%	15.5%	-9.1%	6.8%	-2.9%	-3.0%	-3.1%	-3.2%		
판재류 판매량	(천톤)	3,098	3,376	3,249	3,237	3,357	3,369	3,381	3,394	12,960	13,501
YoY	(%)	-4.5%	2.9%	-0.9%	-2.9%	8.4%	-0.2%	4.1%	4.8%	-1.4%	4.2%
QoQ	(%)	-7.1%	9.0%	-3.8%	-0.4%	3.7%	0.4%	0.4%	0.4%		
ASP											
판재류 ASP	(천원/톤)	823	853	877	866	870	877	873	897	855	879
봉형강 ASP	(천원/톤)	832	833	871	885	880	892	902	912	855	896
별도 영업이익	(십억원)	250	334	91	258	230	227	198	277	934	932
YoY	(%)	-11.7%	-3.0%	-70.2%	-13.7%	-8.2%	-32.2%	117.2%	7.6%	-24.3%	-0.2%
QoQ	(%)	-16.2%	33.6%	-72.7%	182.4%	-10.9%	-1.3%	-12.5%	39.9%		
별도 OPM		5.9%	6.9%	1.9%	5.3%	4.7%	4.7%	4.1%	5.7%	5.0%	4.8%
톤당 고로 비용	(천원/톤)	266	265	297	310	310	312	314	312	284	312
톤당 전기로 비용	(천원/톤)	637	672	725	734	711	730	749	754	692	735
고로 롤마진	(천원/톤)	558	588	580	556	560	565	559	585	571	567
전기로 롤마진	(천원/톤)	195	161	147	151	169	162	153	158	163	161
연결 매출액	(십억원)	4,786	5,448	5,234	5,313	5,413	5,425	5,394	5,456	20,780	21,687
YoY	(%)	4.6%	16.1%	8.6%	4.6%	13.1%	-0.4%	3.0%	2.7%	8.4%	4.4%
QoQ	(%)	-5.8%	13.8%	-3.9%	1.5%	1.9%	0.2%	-0.6%	1.2%		
연결 영업이익	(십억원)	294	376	102	255	256	263	247	340	1,026	1,105
YoY	(%)	-16.1%	7.0%	-70.0%	-22.1%	-12.9%	-30.0%	142.0%	33.3%	-25.0%	7.7%
QoQ	(%)	-10.3%	28.0%	-72.8%	149.7%	0.3%	2.9%	-6.1%	37.6%		
연결 OPM	(%)	6.1%	6.9%	1.9%	4.8%	4.7%	4.8%	4.6%	6.2%	4.9%	5.1%
[주요 가정_기간 평균]											
중국 열연 유통 가격	(달러/톤)	642	652	631	567	581	587	584	609	623	590
중국 철근 유통 가격	(달러/톤)	654	656	669	644	610	638	666	684	656	649
호주 62% 철광석 가격	(달러/톤)	74	66	67	72	77	73	75	72	70	74
호주 프리미엄 원료탄 가격	(달러/톤)	229	190	188	221	197	201	207	200	207	201
중국 열연 롤마진	(달러/톤)	359	411	389	294	316	326	315	350	363	327
한국 철스크랩 가격	(달러/톤)	365	354	382	369	368	367	366	366	367	367
한국 전극봉 수입 가격	(달러/톤)	6,600	11,283	11,854	12,129	11,729	11,329	10,929	10,529	10,466	11,129
중국 오산화 바나듐 가격	(달러/kg)	29	33	42	65	50	65	75	80	42	68

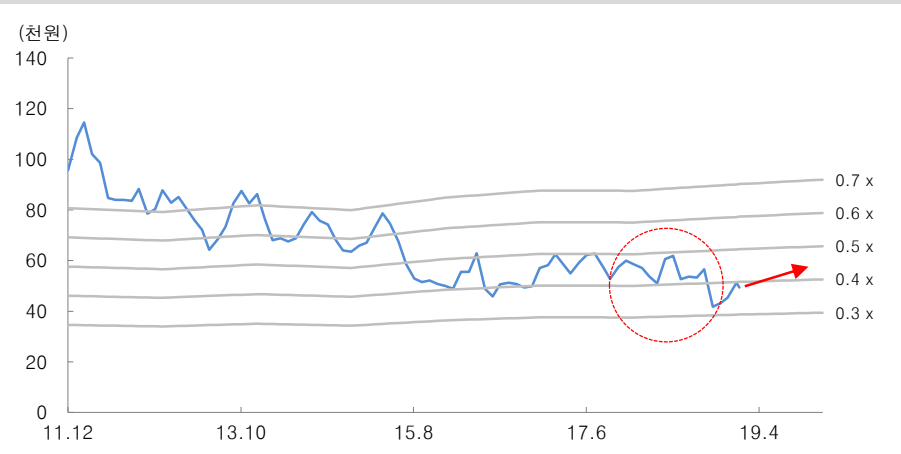
자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 136. Global peer valuation 비교: ROE 대비 p/b 가 낮은 상황은 아님



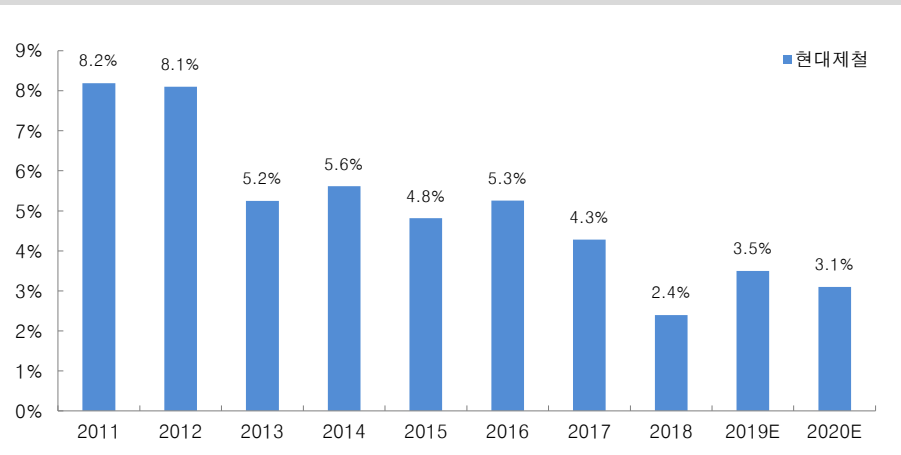
주: 당사 커버리지 5개사 및 아르셀로미탈, 신일본주철 등 철강금속 업종 주요 해외 업체 23개사 비교
자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 137. Target multiple 0.44 배는 ROE 2.4% 기록하던 2018년 평균 수준



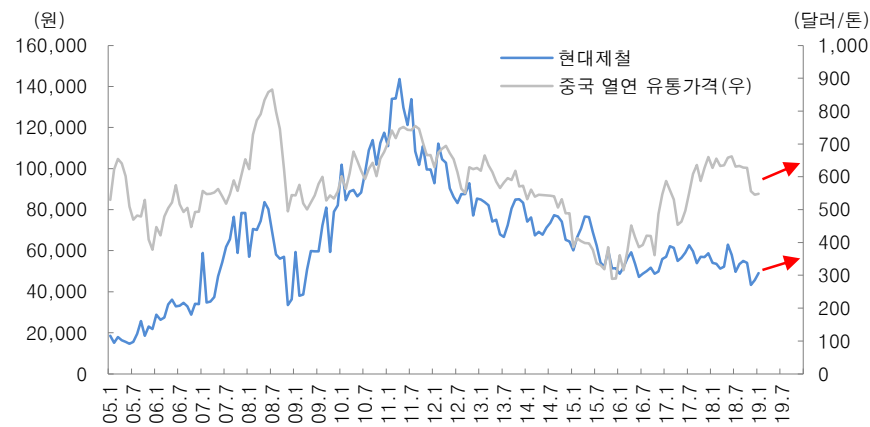
주: 12m fwd 기준
자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 138. 역사상 저점인 p/b는 역사상 저점 수준인 ROE 에 기인한 것이라 판단



주: 12m fwd 기준
자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 139. 다만, 철강價 상승 cycle 에서 주가 상승 소외될 정도로 높은 p/b 는 아니라 판단



자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

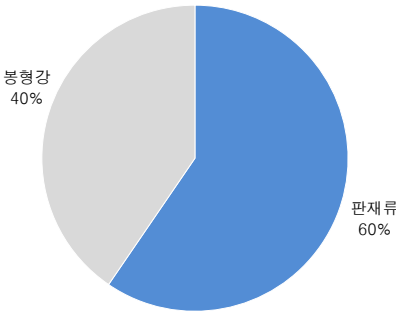
- 대표이사는 현대로템 출신인 강학서
- 2018년 연결 매출액 21 조, 연결 영업이익 1 조 기록
- 2018년 자산은 33 조, 부채는 160 조, 자본은 17 조
- 발행주식 수: 133,445,785 주 (자기주식수: 2,175,140 주)

주가 변동요인

- 현대·기아차 영업이익률
- 철강 가격

자료: 현대제철, 대신증권 Research&Strategy본부

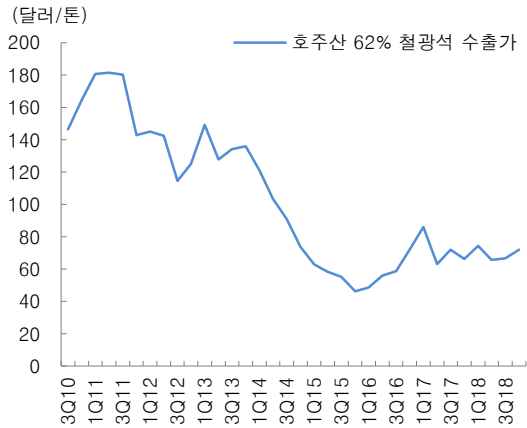
매출 비중



주: 2018년 별도 기준
자료: 현대제철, 대신증권 Research&Strategy본부

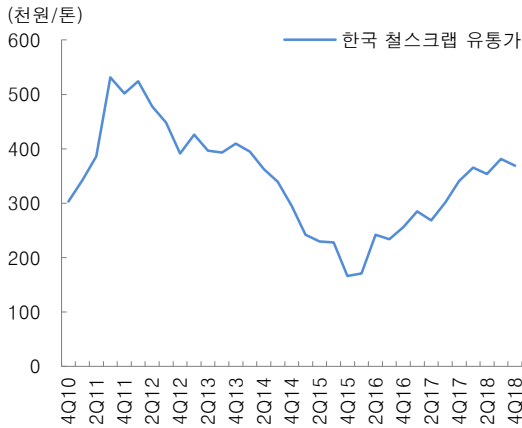
2. Earnings Driver

철광석 가격



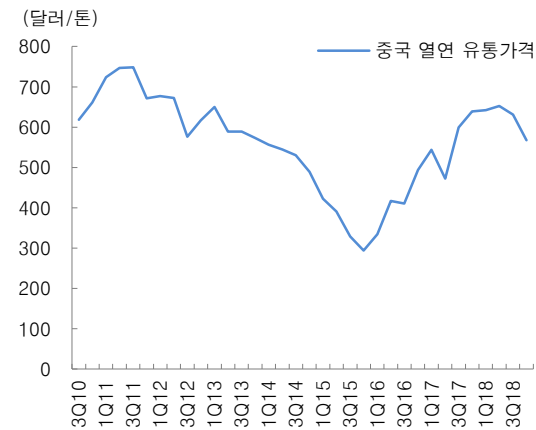
자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

철 스크랩 가격



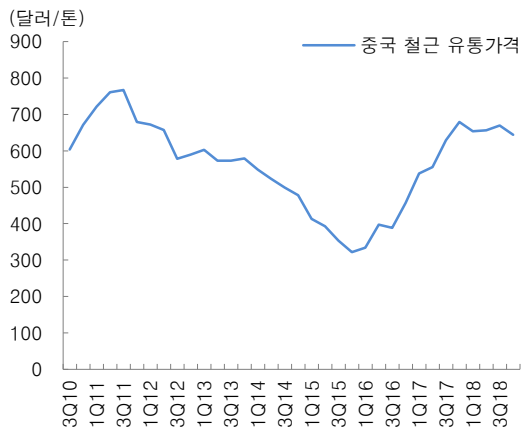
자료: 한국철강협회, 대신증권 Research&Strategy본부

중국 열연 가격



자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

중국 철근 가격



자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	16,692	19,166	20,780	21,687	21,819
매출원가	14,231	16,733	18,708	19,561	19,697
매출총이익	2,461	2,432	2,072	2,126	2,122
판매비와관리비	1,015	1,065	1,046	1,021	1,024
영업이익	1,445	1,368	1,026	1,105	1,098
영업외수익	87	71	49	51	50
EBITDA	2,833	2,872	2,424	2,500	2,497
영업외손익	-271	-286	-456	-270	-335
관계기업손익	10	10	9	9	8
금융수익	174	282	230	237	210
외환관련이익	127	127	176	177	142
금융비용	-470	-495	-491	-425	-427
외환관련손실	98	49	68	59	64
기타	15	-83	-204	-91	-126
법인세비용차감전순이익	1,174	1,081	570	835	763
법인세비용	-307	-354	-162	-237	-217
계속사업순이익	867	728	408	598	546
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	867	728	408	598	546
당기순이익률	5.2	3.8	2.0	2.8	2.5
비자비자분순이익	17	11	8	12	11
자비자분순이익	850	716	400	586	535
매도가능금융자산평가	8	-5	-5	-5	-5
기타포괄이익	-2	-3	1	1	1
포괄순이익	928	649	369	558	507
비자비자분포괄이익	17	11	7	11	10
자비자분포괄이익	911	638	361	547	497

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	6,371	5,366	2,996	4,389	4,011
PER	8.9	10.9	16.5	11.3	12.3
BPS	121,220	125,261	125,083	128,439	131,417
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
EBITDAPS	21,228	21,520	18,164	18,737	18,714
EV/EBITDA	6.7	6.5	7.1	6.8	6.7
SPS	125,081	143,624	155,722	162,518	163,504
PSR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
CFPS	22,217	22,614	17,509	18,800	18,834
DPS	750	750	750	750	750

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성					
매출액 증/감	3.5	14.8	8.4	4.4	0.6
영업이익 증/감	-1.3	-5.4	-25.0	7.7	-0.7
순이익 증/감	17.3	-16.1	-43.9	46.5	-8.6
수익성					
ROIC	3.8	3.3	2.5	2.7	2.7
ROA	4.5	4.1	3.1	3.3	3.2
ROE	5.4	4.4	2.4	3.5	3.1
안정성					
부채비율	97.4	95.9	95.7	92.9	90.2
순차입금비율	67.6	62.3	60.8	58.2	55.3
이자보상비율	4.6	4.4	2.9	3.7	3.7

자료: 한디제철 대산증권 Research&Strategy 본부

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	6,795	7,863	8,757	9,163	9,372
현금및현금성자산	737	771	652	717	877
매출채권 및 기타채권	2,376	2,717	3,264	3,403	3,424
재고자산	3,408	4,098	4,615	4,816	4,845
기타유동자산	274	278	226	226	226
비유동자산	25,746	25,510	24,536	24,535	24,630
유형자산	21,645	21,339	21,325	21,404	21,571
관계기업투자지분	116	117	117	117	117
기타비유동자산	3,984	4,054	3,094	3,014	2,942
자산총계	32,541	33,374	33,293	33,698	34,002
유동부채	6,813	6,707	6,703	6,751	6,750
매입채무 및 기타채무	2,945	3,391	3,497	3,556	3,555
차입금	1,106	886	859	859	859
유동상차금	2,610	2,183	2,100	2,090	2,079
기타유동부채	153	247	247	247	247
비유동부채	9,243	9,631	9,579	9,479	9,379
차입금	8,356	8,480	8,182	8,082	7,982
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	887	1,151	1,397	1,397	1,397
부채총계	16,056	16,338	16,282	16,231	16,129
자비자분	16,176	16,716	16,692	17,140	17,537
자본금	667	667	667	667	667
자본잉여금	3,914	3,914	3,914	3,914	3,914
이익잉여금	10,654	11,278	11,579	12,066	12,503
기타자비자분	940	856	531	492	452
비자비자분	309	320	320	328	336
자본총계	16,485	17,036	17,011	17,468	17,873
순차입금	11,151	10,610	10,337	10,162	9,892

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	2,917	1,720	830	1,659	1,928
당기순이익	867	728	408	598	546
비현금항목의 가감	2,098	2,290	1,928	1,911	1,967
감가상각비	1,387	1,504	1,398	1,395	1,400
외환손익	49	-25	-121	-155	-80
자본평가손익	0	0	0	0	0
기타	662	811	652	671	647
자산부채의 증감	490	-777	-1,028	-352	-111
기타현금흐름	-538	-521	-479	-498	-475
투자활동 현금흐름	-1,976	-1,234	-406	-1,393	-1,493
투자자산	0	0	858	0	0
유형자산	-1,957	-1,195	-1,294	-1,394	-1,494
기타	-19	-39	30	1	1
재무활동 현금흐름	-1,017	-450	-507	-209	-209
단기차입금	-695	-221	-27	0	0
사채	716	1,036	91	0	0
장기차입금	1,400	1,439	-389	-100	-100
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-98	-99	-98	-98	-98
기타	-2,340	-2,605	-83	-11	-10
현금의 증감	-83	33	-118	65	159
기초 현금	820	737	771	652	717
기말 현금	737	771	652	717	877
NOPLAT	1,068	920	735	791	786
FCF	434	1,161	832	786	686

동국제강
(001230)

이원주

wonju.lee@daishin.com

투자이견

BUY

매수, 신규

6개월 목표주가

11,000

신규

현재주가

8,190

(19.02.11)

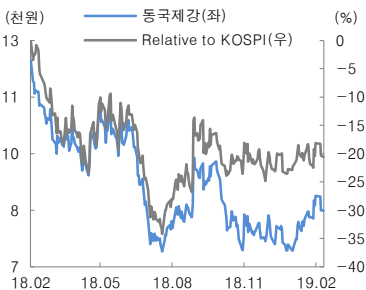
철강금속업종

4차 산업혁명/안전등급

Neutral Green

KOSPI	2180.73
시가총액	782십억원
시가총액비중	0.05%
자본금(보통주)	589십억원
52주 최고/최저	11,550원 / 7,030원
120일 평균거래대금	35억원
외국인지분율	27.91%
주요주주	장세주 외 12 인 25.23%
	JFE STEEL INTERNATIONAL
	EUROPE B.V. 14.13%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.8	5.3	-1.4	-29.1
상대수익률	0.7	0.7	3.2	-23.1



건설 경기 둔화 영향을
후판 가동률 증가로 상쇄

투자이견 BUY, 목표주가 1.1만원으로 커버리지 개시

- 목표주가는 12m fwd bps에 Target multiple 0.55배를 적용해 산출
- Target multiple 0.55배는 글로벌 peer 평균 p/b 대비 45% 할인한 수준(2019E ROE는 동국제강 3.4%, 글로벌 peer 평균 10%)
- 둔화하는 국내 건설 경기를 감안하더라도, 후판 가동률 상승과 브라질 CSP 지분 법손실 인식 종료로 만들어 낼 당기순이익 흑자 전환이 매력적(2019E ROE 전년 대비 +16.9%p)

일본 경기 둔화로 후판 가동률 85%(3Q18 59.3%)까지 상승할 가능성 높음

- 타이트해지는 후판 시장에도 불구하고(4Q18 후판 수입량 전년대비 86% 증가) 3Q18 기준 동국제강 후판 가동률은 59.3%로 여전히 낮은 상황
- 주된 원인은 2018년초까지 빠르게 상승하던 일본 경기 때문(2016년 1월 제조업 PMI 52.3pt → 2018년 1월 54.8pt). 동국제강 후판 사업부는 일본 JFE스틸에서 슬라브를 수입해서 후판 압연하는 구조기 때문에 일본 경기와 한국 경기와의 격차가 후판 압연 마진을 결정함(4Q12 31.6만원/톤을 보이던 압연 마진은 1Q17 11.3만원까지 하락)
- 2019년 1월 일본 제조업 PMI가 29개월내 최저치인 50.3p 기록하며 후판 압연 마진 상승 가능성 높아짐. 후판 압연 마진 오를 시 가동률 늘리겠다는 동사 전략 상, 상승하는 후판 압연 마진으로 4Q19까지 가동률 85%까지 늘릴 수 있을 것으로 추정
- 2019년 후판 매출액은 YoY 37% 증가할 전망. 전사 2019년 예상 OP 증가율은 +53%

순손실 발생시키던 브라질 CSP의 지분법 인식 종료로 순이익 변동성도 감소

- 2Q18을 기점으로 연간 2천억원 수준의 지분법 손실 발생시켰던 브라질 CSP 지분법 인식도 종료됨. 브라질 CSP 현재 자본잠식 상황이기 때문
- 브라질 해일화 가치 폭락에 따른 환손실에 기인한 자본잠식으로 현금 부족에 따른 추가 증자가 논의되고 있는 상황은 아님. 향후 브라질 CSP로 인한 리스크는 제한적

다만 건설 경기 둔화에 따라 2019년 동사 봉형강 매출은 전년대비 4% 감소 전망

- 봉형강 판매량을 선행하는 지표인 건설 수주액(2년 정도 선행)이 2016년을 고점으로 지속 하락 중. 2019년 건설 경기 둔화로 동사 봉형강 판매량은 전년대비 5% 가량 감소할 것으로 전망

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	5,007	6,049	5,965	6,124	6,304
영업이익	257	241	152	233	260
세전순이익	46	38	-308	100	130
총당기순이익	71	5	-287	75	97
지배지분순이익	61	5	-263	69	89
EPS	643	47	-2,759	723	936
PER	17.2	231.7	NA	11.3	8.7
BPS	22,842	23,619	20,418	20,973	21,845
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
ROE	2.9	0.2	-12.5	3.5	4.4

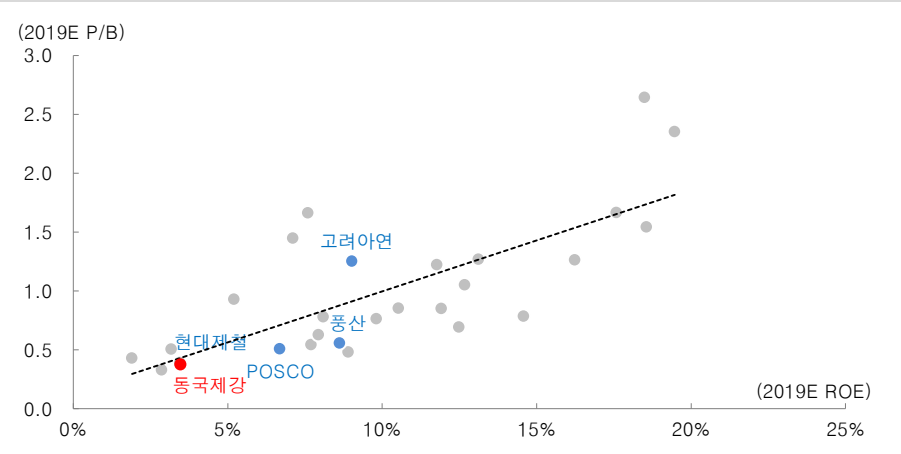
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 동국제강, 대신증권 Research&Strategy본부

표 19. 동국제강 상세 실적표

	(단위)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018P	2019E
별도 매출액	(십억원)	1,264	1,353	1,346	1,401	1,343	1,377	1,390	1,435	5,365	5,545
YoY	(%)	-8.2%	-2.9%	-0.2%	7.5%	6.3%	1.8%	3.2%	2.4%	-1.1%	3.4%
QoQ	(%)	-3.0%	7.1%	-0.5%	4.1%	-4.1%	2.5%	0.9%	3.3%		
봉형강 매출액	(십억원)	625	708	673	687	622	644	640	669	2,694	2,575
후판 매출액	(십억원)	161	164	188	207	220	234	255	272	719	982
냉연 매출액	(십억원)	424	427	437	438	435	432	426	423	1,727	1,716
봉형강 판매량	(천톤)	914	1,068	962	1,004	928	947	928	956	3,948	3,759
후판 판매량	(천톤)	223	215	221	246	261	276	298	317	905	1,151
냉연 판매량	(천톤)	453	447	442	452	448	444	439	435	1,794	1,766
봉형강 ASP	(천원/톤)	684	663	700	685	670	680	690	700	682	685
후판 ASP	(천원/톤)	720	761	850	840	845	850	855	860	794	853
냉연 ASP	(천원/톤)	937	956	989	970	972	973	970	972	963	972
별도 영업이익	(십억원)	11	22	46	64	49	56	57	65	143	226
YoY	(%)	-67.1%	-48.6%	-14.1%	70.0%	357.6%	153.8%	22.5%	1.6%	-14.3%	58.4%
QoQ	(%)	-71.7%	106.5%	109.3%	38.9%	-23.8%	14.5%	1.1%	15.2%		
별도 OPM	(%)	0.8%	1.6%	3.4%	4.6%	3.6%	4.1%	4.1%	4.5%	2.7%	4.1%
한국 철스크랩 가격	(천원/톤)	365	354	382	369	368	367	366	366	367	367
일본 슬라브 수입 가격	(천원/톤)	540	594	629	612	614	616	618	620	594	617
봉형강 롤마진	(천원/톤)	318	309	318	316	302	313	324	334	315	318
후판 압연 마진	(천원/톤)	180	167	221	228	231	234	237	240	200	236
연결 매출액	(십억원)	1,401	1,512	1,501	1,551	1,485	1,522	1,534	1,583	5,965	6,124
YoY	(%)	-7.4%	0.1%	-3.4%	5.4%	6.0%	0.7%	2.2%	2.1%	-1.4%	2.7%
QoQ	(%)	-4.8%	7.9%	-0.7%	3.3%	-4.2%	2.5%	0.8%	3.2%		
연결 영업이익	(십억원)	21	32	53	47	51	58	58	66	152	233
YoY	(%)	-64.3%	-40.5%	-27.4%	-18.0%	146.8%	78.7%	10.1%	42.4%	-37.0%	53.1%
QoQ	(%)	-63.8%	57.1%	62.9%	-11.5%	9.0%	13.8%	0.4%	14.4%		
연결 OPM	(%)	1.5%	2.1%	3.5%	3.0%	3.4%	3.8%	3.8%	4.2%	2.5%	3.8%

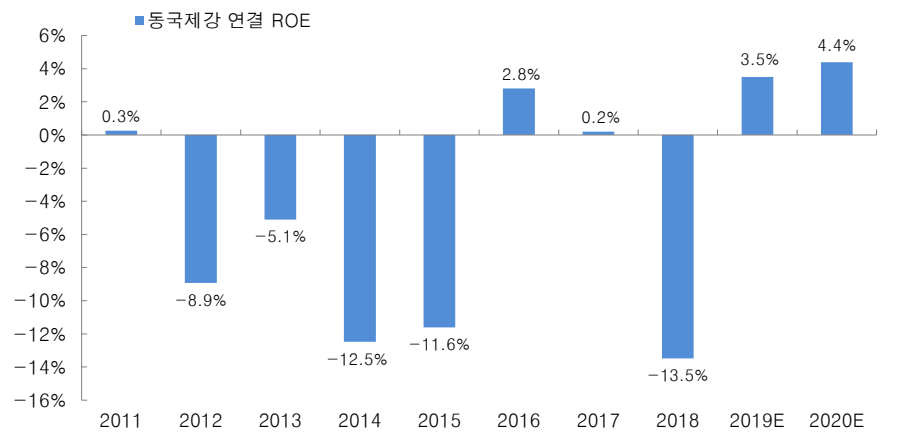
자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 140. Global peer valuation 비교: peer 대비 낮은 밸류에이션은 아니나,



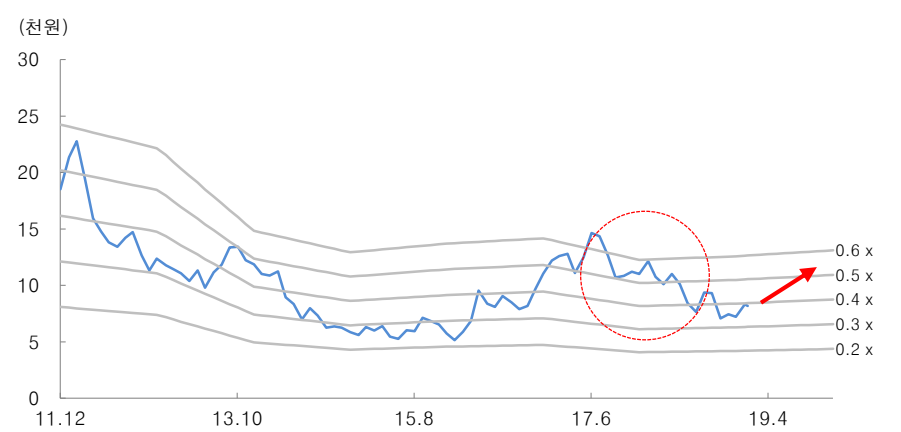
주: 당사 커버리지 5개사 및 아르셀로미탈, 신일본제철 등 철강금속업종 주요 해외 업체 23개사 비교
자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 141. 높은 실적 상승률로 5년래 최대 ROE 예상되는 점이 매력적



자료: 동국제강 대산증권 Research&Strategy본부

그림 142. Target multiple 0.55 배는 5년래 최대 p/b 부여받던 2017~2018년 수준



자료: 동국제강 대산증권 Research&Strategy본부

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

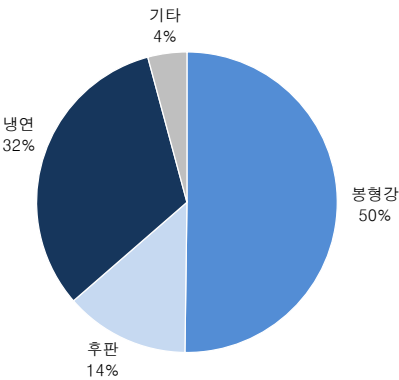
- 대표이사는 18년 동안 동국제강에서 근무한 장세욱
- 2018년 연결 매출액 6조, 연결 영업이익 1,521 억원 기록
- 2018년 자산은 5.7 조, 부채는 3.7 조, 자본은 2조
- 발행주식 수: 95,432,737 주 (자기주식수: 907,520 주)

주가 변동요인

- 국내 건설 상황
- 철강 가격

자료: 동국제강, 대신증권 Research&Strategy본부

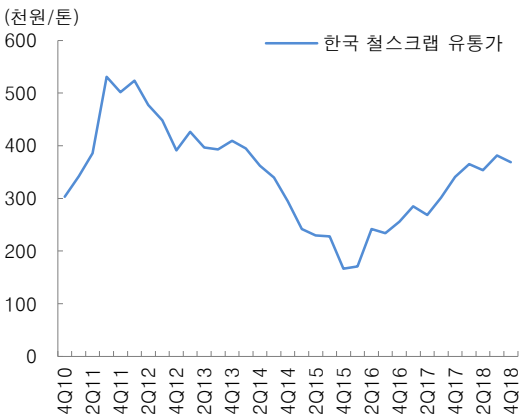
매출 비중



주: 2018년 별도 기준
자료: 동국제강, 대신증권 Research&Strategy본부

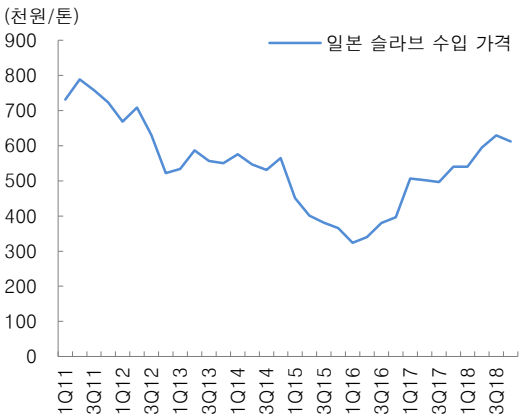
2. Earnings Driver

철스크랩 가격



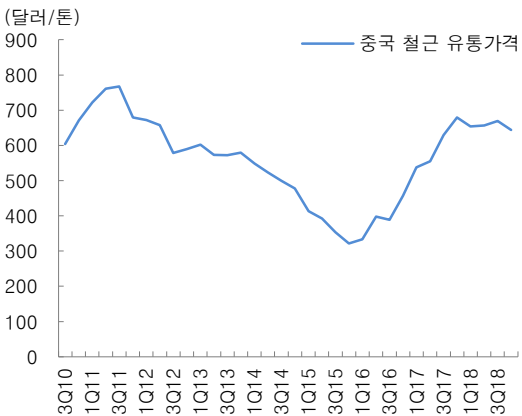
자료: 한국철강협회, 대신증권 Research&Strategy본부

일본 슬라브 수입 가격



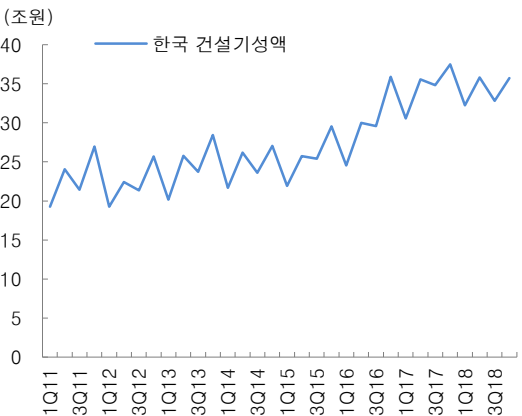
자료: KITA, 대신증권 Research&Strategy본부

중국 철근 가격



자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

한국 건설 기성액



자료: 통계청, 대신증권 Research&Strategy본부

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	5,007	6,049	5,965	6,124	6,304
매출원가	4,355	5,434	5,493	5,583	5,727
매출총이익	652	615	472	541	576
판매비와관리비	395	374	320	308	316
영업이익	257	241	152	233	260
영업외수익	5.1	4.0	2.5	3.8	4.1
EBITDA	510	479	368	437	453
영업외손익	-211	-204	-460	-133	-130
관계기업손익	27	-163	-304	0	0
금융수익	47	134	134	134	134
외환포함이익	44	77	324	271	178
금융비용	-189	-149	-264	-241	-238
외환포함손실	74	41	148	135	141
기타	-97	-25	-25	-25	-25
법인세비용차감전순이익	46	38	-308	100	130
법인세비용	18	-33	21	-25	-32
계속사업순이익	64	5	-287	75	97
중단사업순이익	7	0	0	0	0
당기순이익	71	5	-287	75	97
당기순이익률	1.4	0.1	-4.8	1.2	1.5
비재계분순이익	9	0	-24	6	8
재계분순이익	61	5	-263	69	89
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	6	9	-3	-1	0
포괄순이익	130	99	-320	69	101
비재계분포괄이익	8	10	-26	6	8
재계분포괄이익	122	88	-293	63	92

Valuation 지표

(단위: 원 배 %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	643	47	-2,759	723	936
PER	17.2	231.7	NA	11.3	8.7
BPS	22,842	23,619	20,418	20,973	21,845
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
EBITDAPS	5,345	5,021	3,860	4,576	4,752
EV/EBITDA	7.2	7.5	9.0	7.6	6.9
SPS	52,493	63,389	62,510	64,175	66,052
PSR	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
CFPS	6,043	5,686	-290	4,174	5,326
DPS	150	100	100	100	100

재무비율

(단위: 원 배 %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성					
매출액 증감률	-4.9	20.8	-1.4	2.7	2.9
영업이익 증감률	51.4	-6.0	-37.0	53.1	11.6
순이익 증감률	흑전	-93.3	작전	흑전	29.5
수익성					
ROIC	7.2	0.6	3.0	3.9	4.3
ROA	3.9	3.9	2.6	4.0	4.5
ROE	2.9	0.2	-12.5	3.5	4.4
안정성					
부채비율	176.3	156.9	181.6	173.5	163.5
순차입금비율	110.6	102.7	119.2	115.1	102.2
이자보상비율	2.3	2.3	1.3	2.3	2.8

자료: 동국제강 대안증권 Research&Strategy 본부

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	2,042	2,049	1,876	1,983	2,102
현금및현금성자산	493	379	381	293	364
매출채권 및 기타채권	749	834	775	847	873
재고자산	596	771	663	785	808
기타유동자산	205	65	57	57	57
비유동자산	4,282	4,042	3,896	3,774	3,676
유형자산	3,687	3,655	3,510	3,388	3,286
관계기업투자지급	383	199	199	199	199
기타비유동자산	212	188	186	187	190
자산총계	6,325	6,091	5,771	5,757	5,778
유동부채	3,062	2,978	2,917	2,824	2,732
매입채무 및 기타채무	690	680	672	687	703
차입금	1,790	1,889	1,999	1,889	1,779
유동상채무	450	377	230	232	235
기타유동부채	131	32	16	16	16
비유동부채	974	742	805	828	853
차입금	772	526	566	564	561
전환증권	42	45	45	45	45
기타비유동부채	159	171	193	218	247
부채총계	4,035	3,720	3,722	3,652	3,585
자본지분	2,180	2,254	1,949	2,002	2,085
자본금	589	589	589	589	589
자본잉여금	102	102	102	102	102
이익잉여금	807	818	545	605	685
기타자본변동	682	745	712	706	709
비재계분	110	117	101	104	108
자본총계	2,289	2,371	2,049	2,105	2,193
순차입금	2,532	2,435	2,444	2,422	2,240

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	888	90	17	66	283
당기순이익	71	5	-287	75	97
비현금항목의 가감	506	538	259	323	411
감가상각비	253	238	216	204	194
외환손익	41	-64	-264	-224	-124
자본법정회계이익	0	0	0	0	0
기타	212	364	307	343	341
자산취득의 증감	432	-309	132	-208	-60
기타현금흐름	-120	-143	-88	-124	-165
투자활동 현금흐름	-101	-15	-53	-74	-85
투자자산	-43	3	-4	-6	-7
유형자산	-61	-26	-69	-79	-89
기타	3	8	19	11	11
재무활동 현금흐름	-680	-183	-6	-119	-120
단기차입금	0	0	110	-110	-110
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	-673	-167	40	-2	-3
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-5	-16	-9	-9	-9
기타	-1	0	-147	2	2
현금의 증감	101	-114	3	-88	71
기초 현금	392	493	379	381	293
기말 현금	493	379	381	293	364
NOPLAT	358	30	142	175	195
FCF	499	207	288	298	298

Initiation

고려아연
(010130)

이원주

wonjulee@daishin.com

투자의견

Marketperform

시장수익률, 신규

6개월 목표주가

460,000

신규

현재주가

(19.02.11)

433,000

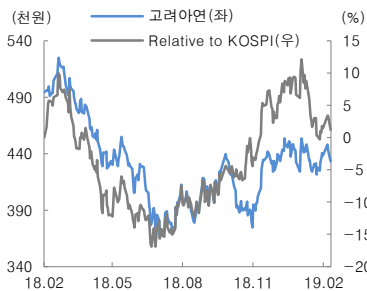
철강금속업종

4차 산업혁명/안전등급

Neutral Green

KOSPI	2180.73
시가총액	8,171십억원
시가총액비중	0.57%
자본금(보통주)	94십억원
52주 최고/최저	525,000원 / 367,500원
120일 평균거래대금	158억원
외국인지분율	22.57%
주요주주	최창걸 외 40 인 42.47% 국민연금 8.05%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.3	7.0	8.0	-11.8
상대수익률	-8.0	2.4	13.0	-4.4



추가 악재도 없고 증익도
가능하나 비싸다

투자의견 Marketperform, 목표주가 46만원으로 커버리지 개시

- 목표주가는 12m fwd bps에 Target multiple 1.3배 적용하여 산정
- Target multiple 1.3배는 글로벌 peer 평균 대비 31% 할증한 수준(2019E ROE는 고려아연 9% vs 글로벌 peer 평균 10%)
- TC 상승 기대감, 경쟁사 nyrstar의 구조조정 등을 이유로 글로벌 peer 대비 할증 되어 거래되는 중. 현재 주가에서는 upside 크지 않다는 판단. 추가적인 주가 상승을 위해선 가파른 LME 금속 가격 상승이 확인되어야 하나, 이 가능성은 제한적

증가할 TC, 조선화아연 등으로 인한 수익성 상승으로 ASP하락 영향 상쇄 가능

- 2019년 연결 매출액, OP는 각각 전년대비 -5.3%, +9.7% 변동할 것으로 전망
- 비철금속 가격 하락 영향을 수익성 개선으로 방어 가능하다는 판단. 2019년 아연 Benchmark TC는 232달러/톤을 기록할 것으로 예상. 예상되는 수급 상황(세계 아연정광 시장은 2018년 초과수요 9만톤 → 2019년 공급과잉 21만톤 전망)과 전년대비 하락한 LME 아연 가격(2019년 2월 현재 2,700달러/톤, YoY -25% 기록 중)을 감안해 추정
- 아연 TC 232달러/톤 가정시 2019년 TC는 2,780억원으로 전년대비 17% 증가할 전망. 조선화 아연 생산 비중 확대(2018E 36% → 2020E 50%)와 함께 수익성 증가에 기여하며 연결 OPM은 전년대비 1.8%p 증가한 12.9%를 기록할 것으로 예상

다만 12m fwd p/b 1.25배 수준의 밸류에이션은 TC 기대감을 과하게 반영

- TC 상승으로 인한 기대감으로 글로벌 peer 평균 밸류에이션 대비 30% 할증 거래 중
- 다만, TC 상승의 이익기여도에 대한 기대감은 낮출 필요. TC/별도 영업이익 비율은 2015년(Benchmark TC 245달러)에 68.1% → 2019년 예상 38.9%
- 전년대비 Benchmark TC가 58% 증가한다는 가정에서 TC의 영업이익 기여도가 낮은 원인은 i) 조선화아연을 통한 생산 비중 증가로 아연 생산량 대비 얻을 수 있는 TC 수익이 줄어들고 있으며, ii) 글로벌 주요 광산 업체 중 연 정광 생산량을 늘리고 있는 업체도 없어서 연 정광 TC 증가도 기대하기 어렵기 때문
- TC상승으로 인한 영업이익 증익은 가능하지만 2019년 예상하는 ROE는 9%로 과거 대비 높지 않음(2013년~2017년 ROE는 최소 10%, 최대 10.8%)
- 글로벌 peer 평균 p/b대비 30% 이상의 할증을 받으며 주가 추가로 상승하기 위해선 빠른 비철금속 가격 상승세가 필요. 다만 공급과잉으로 전환된 아연 금속 시장(2019년 23만톤 공급과잉 전망)과 글로벌 경기 둔화로 인해 느릴 기대인플레이션 상승 속도를 감안할 시 고려아연 ASP 증가 속도는 제한적일 것으로 판단

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	5,848	6,597	6,883	6,521	6,821
영업이익	765	895	765	839	897
세전순이익	802	926	768	874	936
총당순이익	595	634	535	608	651
지배지분순이익	592	629	529	601	644
EPS	31,395	33,336	28,012	31,851	34,115
PER	15.1	14.8	15.5	13.6	12.7
BPS	292,340	315,862	332,094	353,372	376,926
PBR	1.6	1.6	1.3	1.2	1.1
ROE	11.2	11.0	8.6	9.3	9.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 고려아연 대신증권 Research&Strategy본부

표 20. 고려아연 실적 상세표

	(단위)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018P	2019E
별도 매출액	(십억원)	1,318	1,483	1,429	1,298	1,270	1,302	1,303	1,291	5,528	5,165
YoY	(%)	-1.5%	6.8%	6.5%	-6.2%	-3.7%	-12.2%	-8.8%	-0.5%	1.4%	-6.6%
QoQ	(%)	-4.7%	12.5%	-3.7%	-9.1%	-2.2%	2.5%	0.1%	-0.9%		
아연 매출액	(십억원)	587	620	600	534	518	529	525	517	2,340	2,089
연 매출액	(십억원)	258	279	317	274	258	266	267	266	1,129	1,057
금 매출액	(십억원)	96	127	97	84	107	109	111	110	404	437
은 매출액	(십억원)	256	313	293	260	271	280	281	280	1,121	1,112
아연 판매량	(천톤)	151	172	183	171	163	163	163	163	676	650
연 판매량	(천톤)	87	99	115	111	103	103	103	103	412	410
금 판매량	(kg)	2,082	2,798	2,211	2,000	2,358	2,358	2,358	2,358	9,091	9,430
은 판매량	(톤)	444	542	515	494	498	498	498	498	1,995	1,992
아연 ASP	(\$/MT)	3,631	3,343	2,923	2,768	2,774	2,780	2,786	2,792	3,144	2,783
연 ASP	(\$/MT)	2,770	2,615	2,450	2,188	2,189	2,218	2,246	2,275	2,488	2,232
금 ASP	(\$/g)	43	42	39	37	39	40	40	41	40	40
은 ASP	(\$/kg)	538	535	507	467	473	480	487	494	511	483
별도 영업이익	(십억원)	160	184	164	139	159	203	178	173	648	713
YoY	(%)	-23.1%	-15.5%	-0.2%	-18.4%	-0.4%	10.4%	8.7%	23.8%	-14.9%	10.2%
QoQ	(%)	-6.5%	15.0%	-10.7%	-15.0%	14.2%	27.5%	-12.2%	-3.2%		
별도 OPM	(%)	12.1%	12.4%	11.5%	10.7%	12.5%	15.6%	13.7%	13.4%	11.7%	13.8%
TC	(십억원)	64	48	61	64	54	76	75	74	237	278
아연 정광 구입량	(천톤)	229	178	288	270	212	212	212	212	965	848
아연 판매량 대비 비중	(%)	152.2%	103.7%	157.6%	157.6%	130.5%	130.5%	130.5%	130.5%	142.7%	130.5%
연 정광 구입량	(천톤)	170	182	125	169	156	156	156	156	646	624
연결 매출액	(십억원)	1,683	1,788	1,773	1,639	1,603	1,643	1,645	1,630	6,883	6,521
YoY	(%)	7.0%	6.9%	9.7%	-5.5%	-4.8%	-8.1%	-7.3%	-0.5%	4.3%	-5.3%
QoQ	(%)	-2.9%	6.2%	-0.8%	-7.6%	-2.2%	2.5%	0.1%	-0.9%		
연결 영업이익	(십억원)	200	218	195	151	187	239	210	203	765	839
YoY	(%)	-15.3%	-12.2%	4.2%	-32.1%	-6.4%	9.6%	7.6%	34.2%	-14.5%	9.8%
QoQ	(%)	-10.2%	9.0%	-10.5%	-22.4%	23.8%	27.5%	-12.2%	-3.2%		
연결 OPM	(%)	11.9%	12.2%	11.0%	9.2%	11.7%	14.5%	12.8%	12.5%	11.1%	12.9%

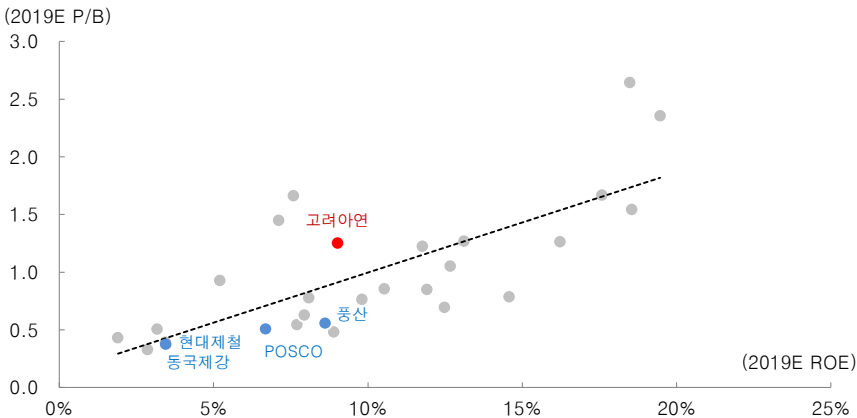
자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

표 21. 아연 TC 추정 가정: 2019 년 정광 시장 업황은 2012 년과 유사할 것으로 가정

	(단위)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
Benchmark TC-zinc	(달러/톤)	191	211	223	245	188	172	147	232
Base price	(달러/톤)	2000	2000	2000	2000	1500	2800	3200	2800
TC / Base price	(%)	9.6%	10.6%	11.2%	12.3%	12.5%	6.1%	4.6%	8.3%
Up escalator	(%)	5.0%	6.0%	7.5%	9.5%	8.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Down escalator	(%)	5.0%	2.0%	3.0%	3.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
세계 아연 정광 공급과잉	(천톤)	288	57	-7	25	-917	-746	-90	209.5

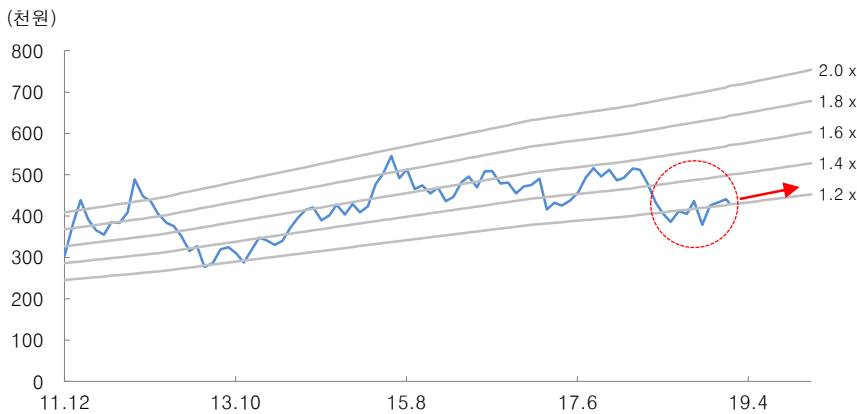
자료: ILZSG, 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 143. Global peer valuation 비교: 주요 peer 평균 p/b 의 30% 할증받고 있는 고려아연



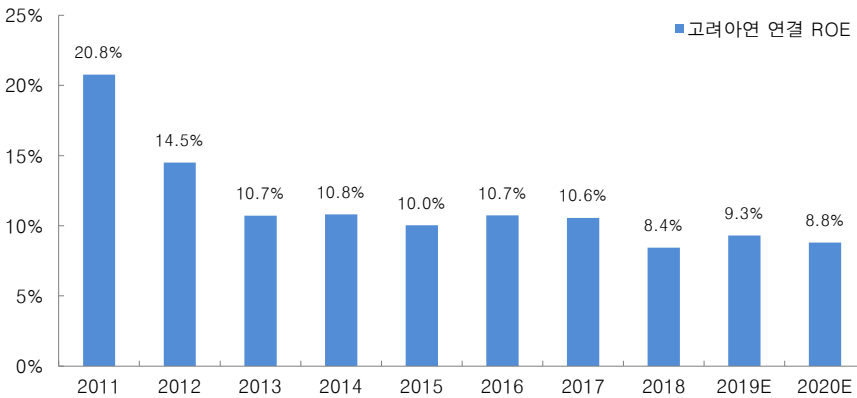
주: 당사 커버리지 5개사 및 아르셀로미탈, 신일분주철 등 철강금속업종 주요 해외 업체 23개사 비교
자료: 기업명 대신증권 Research&Strategy본부

그림 144. Target multiple 1.3 배는 2018 년 평균 수준. 과거 대비 낮은 밸류에이션은 맞으나,



주: 12m fwd p/b 기준
자료: 고려아연 대신증권 Research&Strategy본부

그림 145. 과거 대비 낮은 밸류에이션은 과거 대비 낮아진 ROE 에 기인한다는 판단



자료: 고려아연 대신증권 Research&Strategy본부

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

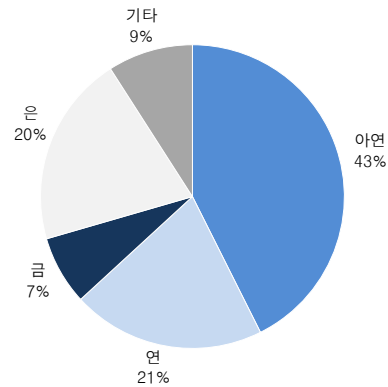
- 회사는 35년간 동시에 재직 한 최창근
- 2018년 연결 매출액 7조, 연결 영업이익 7,647억원 기록
- 2018년 자산은 7.2조, 부채는 8,514억원 자본은 6.4조
- 발행주식 수: 18,870,000주 (자사주식수: 1,195,760주)

주가 변동요인

- Benchmark Zinc TC 기대감
- LME 비철금속 가격

자료: 고려아연, 대신증권 Research&Strategy본부

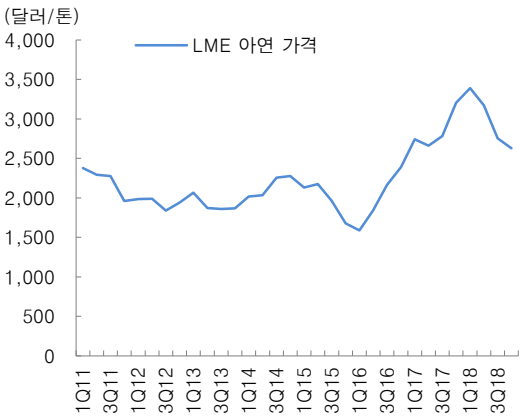
매출 비중



주: 2018년 별도 기준
자료: 고려아연, 대신증권 Research&Strategy본부

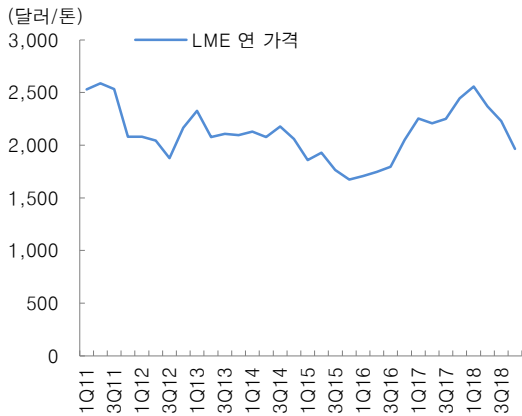
2. Earnings Driver

LME 아연 가격



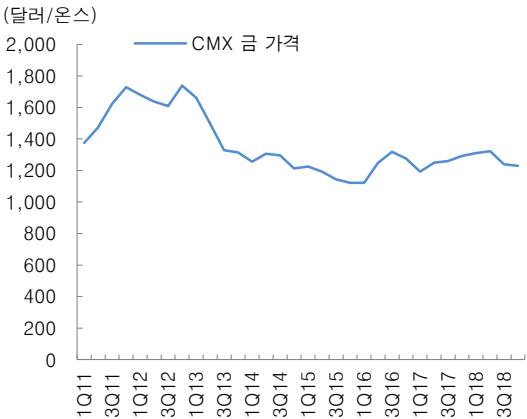
자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

LME 연 가격



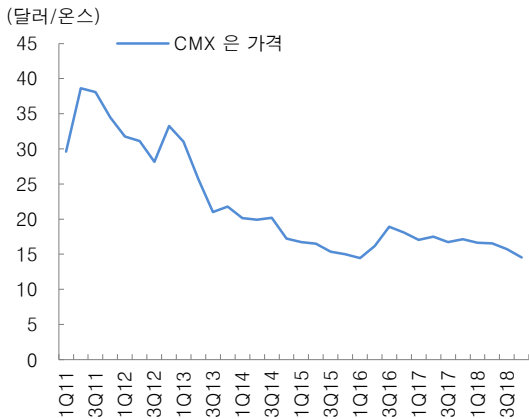
자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

CMX 금 가격



자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

CMX 은 가격



자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	5,848	6,597	6,883	6,521	6,821
매출원가	4,905	5,528	5,982	5,551	5,788
매출총이익	943	1,069	901	970	1,033
판매비와관리비	178	174	136	131	192
영업이익	765	895	765	839	841
영업외수익	131	136	11.1	12.9	12.3
EBITDA	983	1,123	987	1,080	1,100
영업외손익	37	31	4	35	39
관계기업손익	-2	1	1	1	1
금융수익	92	81	78	79	81
외환관련이익	60	42	34	60	87
금융비용	-46	-54	-44	-49	-46
외환관련손실	2	30	19	24	22
기타	-7	3	-31	4	4
법인세비용차감전순이익	802	926	768	874	880
법인세비용	207	292	234	266	268
계속사업순이익	595	634	535	608	613
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	595	634	535	608	613
당기순이익률	10.2	9.6	7.8	9.3	9.0
비재계분순이익	2	5	6	7	7
재계분순이익	592	629	529	601	606
매도가능금융자산평가	-1	3	3	3	3
기타포괄이익	0	-6	-8	-5	-5
포괄순이익	588	602	489	585	590
비재계분포괄이익	-1	6	6	7	7
재계분포괄이익	590	595	484	579	583

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	31,395	33,336	28,012	31,854	32,089
PER	15.1	14.8	15.4	13.8	13.7
BPS	292,340	315,862	332,094	353,375	374,903
PBR	1.6	1.6	1.3	1.2	1.2
EBITDAPS	52,105	59,487	52,288	57,248	58,295
EV/EBITDA	8.0	6.7	6.4	5.7	5.5
SPS	309,884	349,585	364,776	345,578	361,454
PSR	1.5	1.4	1.2	1.3	1.2
CFPS	53,929	60,594	52,206	57,485	57,219
DPS	8,500	10,000	10,000	10,000	10,000

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성					
매출액 증/감률	22.6	12.8	4.3	-5.3	4.6
영업이익 증/감률	13.8	17.0	-14.5	9.7	0.2
순이익 증/감률	15.7	6.6	-15.6	13.7	0.7
수익성					
ROIC	15.7	15.9	13.1	13.9	13.4
ROA	12.3	13.2	10.7	11.2	10.7
ROE	11.2	11.0	8.6	9.3	8.8
안정성					
부채비율	14.5	15.3	13.3	12.1	11.6
순차입금비율	-22.5	-31.1	-31.1	-33.4	-33.7
이자보상비율	812.6	1,122.6	1,049.3	1,187.0	1,227.9

자료: 고려이연 대산증권 Research&Strategy 본부

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	2,895	3,670	3,842	4,030	4,271
현금및현금성자산	309	597	562	695	698
매출채권 및 기타채권	358	364	378	361	376
재고자산	1,204	1,355	1,414	1,340	1,401
기타유동자산	1,023	1,354	1,487	1,634	1,795
비유동자산	3,588	3,368	3,429	3,629	3,814
유형자산	2,484	2,703	2,758	2,952	3,132
관계기업투자지급	16	20	20	21	21
기타비유동자산	1,088	646	651	656	661
자산총계	6,483	7,038	7,271	7,658	8,085
유동부채	537	607	581	562	578
매입채무 및 기타채무	368	439	454	435	451
차입금	24	17	16	15	14
유동상채무	6	5	4	4	4
기타유동부채	138	145	107	108	109
비유동부채	283	326	271	265	260
차입금	17	12	12	12	12
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	266	314	259	254	249
부채총계	820	932	851	827	838
자본부분	5,516	5,960	6,267	6,668	7,074
자본금	94	94	94	94	94
자본잉여금	57	56	56	56	56
이익잉여금	5,300	5,782	6,134	6,558	6,987
기타자본부분	65	28	-17	-40	-63
비재계분	146	145	153	163	173
자본총계	5,663	6,106	6,419	6,831	7,247
순차입금	-1,274	-1,897	-1,998	-2,279	-2,445

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	681	797	694	892	990
당기순이익	595	634	535	608	613
비현금항목의 가감	423	509	450	477	467
감가상각비	219	228	222	241	259
외환손익	-13	25	30	5	-25
자본평가손익	2	-1	-1	-1	-1
기타	216	257	199	231	233
자산부채의 증감	-184	-124	-94	38	-96
기타현금흐름	-153	-223	-198	-230	7
투자활동 현금흐름	-459	-324	-600	-771	-789
투자자산	-233	394	-5	-5	-5
유형자산	-182	-496	-277	-435	-439
기타	-44	-222	-317	-330	-345
재무활동 현금흐름	-157	-173	-186	-184	-184
단기차입금	4	-8	-1	-1	-1
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-152	-152	-177	-177	-177
기타	-9	-13	-8	-7	-7
현금의 증감	70	288	-35	133	43
기초 현금	239	309	597	562	695
기말 현금	309	597	562	695	738
NOPLAT	567	613	532	584	624
FCF	599	341	476	389	443

풍산
(103140)

이원주

wonju.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 신규

6개월 목표주가

43,000

신규

현재주가

28,450

(19.02.11)

철강금속업종

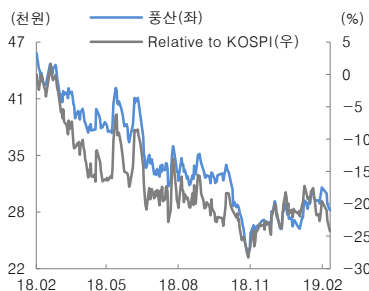
4차 산업혁명/안전등급



Neutral Green

KOSPI	2180.73
시가총액	797십억원
시가총액비중	0.06%
자본금(보통주)	140십억원
52주 최고/최저	44,600원 / 23,550원
120일 평균거래대금	38억원
외국인지분율	11.72%
주요주주	풍산홀딩스 외 2 인 37.01% 국민연금 13.55%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.4	7.0	-13.5	-33.4
상대수익률	-8.1	2.3	-9.5	-27.8



높아지는 동 가격에 밸류에이션 상승 기대

투자 의견 BUY, 목표주가 4.3만원으로 커버리지 개시

- 목표주가는 12m fwd bps에 Target multiple 0.82배 적용하여 산정
- Target multiple 0.82배는 글로벌 peer 평균 대비 -17% 할인한 수준(2019E ROE는 풍산 8.9% vs 글로벌 peer 평균 10%)
- 낮아진 방산 사업부 수익성으로 역대 최저 수준의 밸류에이션 기록 중이지만 방산 수익성 회복 불가능하더라도 높아지는 동 가격으로만 2019E ROE 8.9%까지 회복 가능

매크로 변수에 민감한 동이지만 2019년은 수급으로 가격 오를 수 있다

- 과거 전년대비 초과수요가 50~60만톤 심화했던 '07년 '10년에는 기대인플레이션 유가의 영향 없이 동 가격 상승했었음 2019년 예상 초과수요 전년대비 증분은 61.6만톤
- 증가하는 수요 대비 동 생산을 늘릴 수 없기 때문. i) 세계 주요 동광산들은 공통적으로 동광석 품위 하락을 언급하고 있으며(2007년 1.6~1.7%였던 세계 최대 동광산인 Escondida 광산의 동광석 품위는 4Q18 현재 0.87%), ii) 이미 경제성 있는 노천광산 투자는 대부분 이뤄졌기 때문에 이제부터 투자 가능한 광산은 생산하는데 걸리는 시간인 lead time이 7~8년 걸리는 지하광산(세계 2위 동광산인 인도네시아 그라스버그 광산도 노천광이 고갈되어 지하광으로 전환하는 작업 중. 2019년 생산량 전년대비 43% 하락 전망). 2019년 세계 동 공급은 전년대비 0.3% 증가한 2,433만톤 예상
- 반면 중국 부동산 경기 호조 예상되고, 세계 탈탄소화 흐름에 따라 기존에 없던 수요 추가되면서(2019년 전기차용 동수요 전년대비 20만톤 증가. 2040년까지 신재생에너지용 동수요도 연간 50만톤씩 추가될 가능성 높음. 최근 5개년 전년대비 동수요 증분 평균은 약 40만톤) 세계 동 수요는 전년대비 3.3% 증가한 2,506만톤 예상
- '19년말 LME 동 가격이 약 6,900\$/톤 기록할 시 연결 OP YoY 증가율은 84%로 전망

낮아진 방산 사업부 수익성으로 과거 수준의 실적 회복은 어려움. 다만 지금은 저점

- 동사 방산사업부가 2012년부터 2016년까지 10%를 상회하는 세전이익률 기록했던 가장 큰 원인은 '미국 총규제 도입 우려로 인한 민간의 총기/탄약 가수요'. 2017년 총기 규제에 보수적인 트럼프 당선 이래로 이 가수요는 지속 감소
- 3Q18 방산 사업부 세전이익률은 9.6%로 미국 가수요 영향 없던 2011년 9.8% 수준까지 하락. 향후 방산 사업부 실적은 추가 악화 가능성도, 반등 가능성도 낮다고 판단
- 방산 사업부 실적 변동성 축소로 동사는 동 가격에 대한 실적 민감도가 높아짐 동 가격 상승에 따라 동사의 역사상 저점 수준인 밸류에이션도 회복 가능하다는 판단

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	2,832	2,945	2,774	2,623	2,738
영업이익	218	241	108	198	210
세전순이익	182	205	75	171	184
총당가순이익	138	151	55	126	135
지배지분순이익	138	151	55	126	135
EPS	4,910	5,372	1,964	4,479	4,811
PER	8.2	8.8	14.5	6.4	5.9
BPS	43,990	46,640	48,715	52,212	56,260
PBR	0.9	1.0	0.6	0.5	0.5
ROE	11.8	11.9	4.1	8.9	8.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

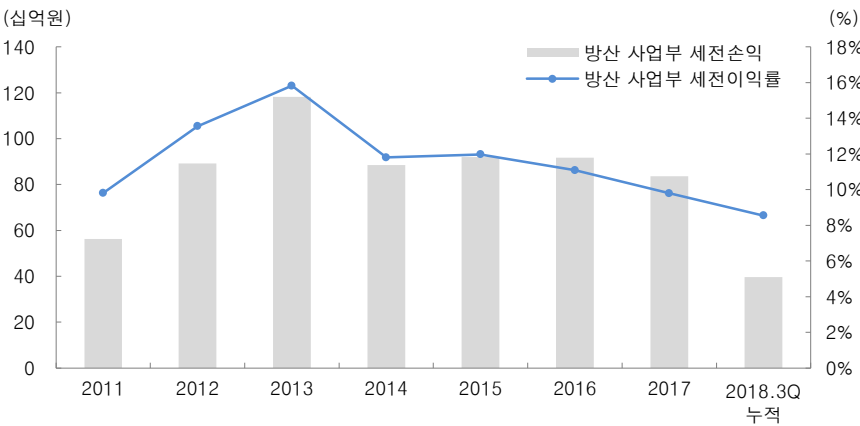
자료: 풍산, 대신증권 Research&Strategy본부

표 22.풍산 상세 실적표

	(단위)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018P	2019E
LME 동 가격_기간 평균	(달러/톤)	6,969	6,825	6,423	6,160	6,349	6,539	6,729	6,919	6,594	6,634
LME 동 가격_기간 말	(달러/톤)	6,679	6,625	6,264	5,949	6,332	6,526	6,723	6,919	5,949	6,919
별도 매출액	(십억원)	517	556	491	596	512	529	537	541	2,160	2,119
YoY	(%)	-2.0%	3.4%	-5.6%	-11.3%	-1.0%	-4.8%	9.3%	-9.2%	-4.3%	-1.9%
QoQ	(%)	-23.0%	7.5%	-11.6%	21.3%	-14.1%	3.3%	1.5%	0.8%		
신동 매출액	(십억원)	374	390	342	353	362	379	387	391	1,458	1,519
신동 출하량	(천톤)	49	51	47	50	49	49	49	49	197	196
신동 ASP	(천원/톤)	7,638	7,630	7,249	7,060	7,420	7,761	7,912	7,994	7,396	7,772
방산 매출액	(십억원)	144	166	147	243	150	150	150	150	700	600
별도 영업이익	(십억원)	36	26	22	23	46	42	37	48	108	198
YoY	(%)	-44.7%	-48.0%	-39.7%	-37.3%	28.1%	60.7%	68.8%	107.3%	-55.4%	84.4%
QoQ	(%)	-4.0%	-26.9%	-15.6%	5.9%	96.1%	-8.3%	-11.4%	30.1%		
별도 OPM	(%)	6.9%	4.7%	4.5%	3.9%	8.9%	7.9%	6.9%	8.9%	5.0%	9.4%
YoY 동가격 변동분	(달러/톤)	863	698	(169)	(1,258)	(347)	(99)	459	970	(1,258)	970
QoQ 동가격 변동분	(달러/톤)	(528)	(54)	(362)	(315)	383	194	196	196		
연결 매출액	(십억원)	670	709	658	738	634	655	664	670	2,774	2,623
YoY	(%)	-5.3%	1.5%	-5.4%	-12.5%	-5.4%	-7.7%	1.0%	-9.2%	-5.8%	-5.5%
QoQ	(%)	-20.5%	5.9%	-7.2%	12.1%	-14.1%	3.3%	1.5%	0.8%		
연결 영업이익	(십억원)	45	32	11	19	52	48	43	55	108	198
YoY	(%)	-44.7%	-47.2%	-77.2%	-60.9%	15.9%	52.2%	271.4%	186.5%	-55.4%	84.4%
QoQ	(%)	-8.5%	-30.2%	-63.7%	68.6%	171.0%	-8.3%	-11.4%	30.1%		
연결 OPM	(%)	6.7%	4.4%	1.7%	2.6%	8.3%	7.3%	6.4%	8.3%	3.9%	7.6%

자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 146. 2011 년 수준으로 회귀한 방산 사업부 실적: 추가 악화 가능성은 제한적



자료: 풍산 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 147. 방산 사업부 실적 둔화 우려로 글로벌 peer 평균 p/b 의 40% 할인 거래 중인
풍산

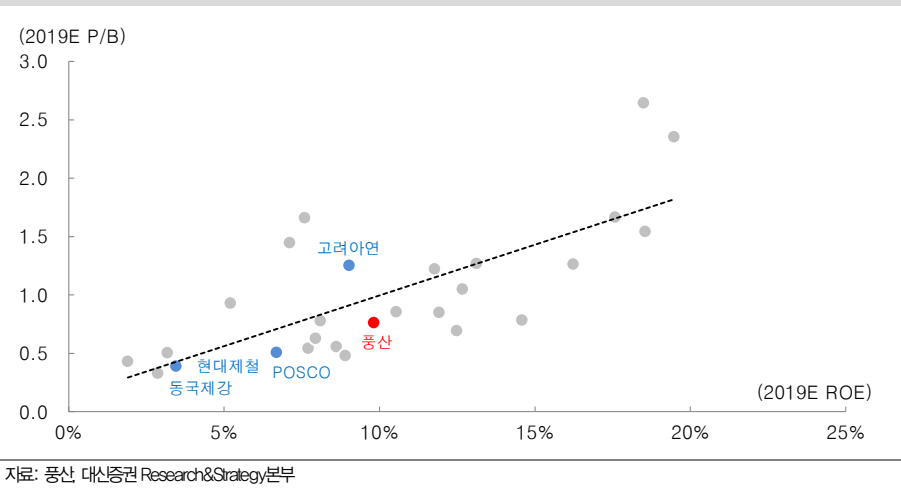


그림 148. 과거 p/b 추이 보더라도 역사상 저점 수준. Target multiple 은 2017~2018 평균

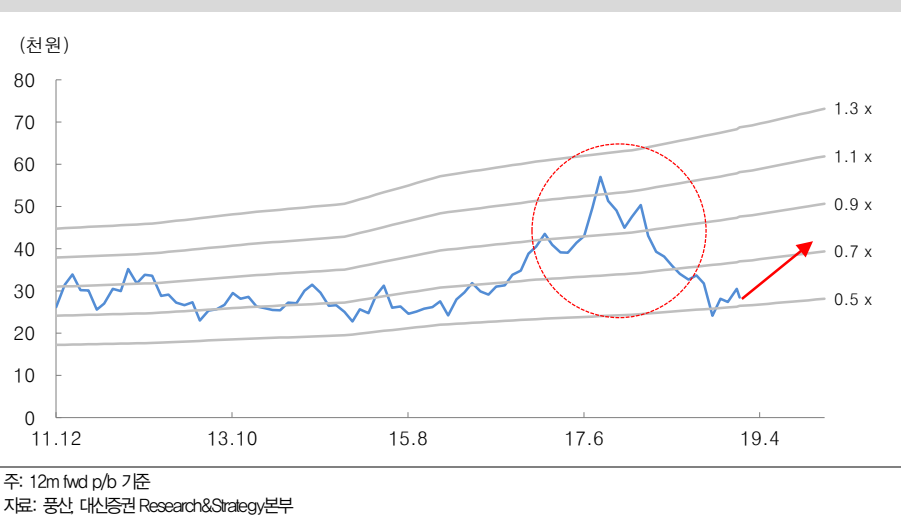
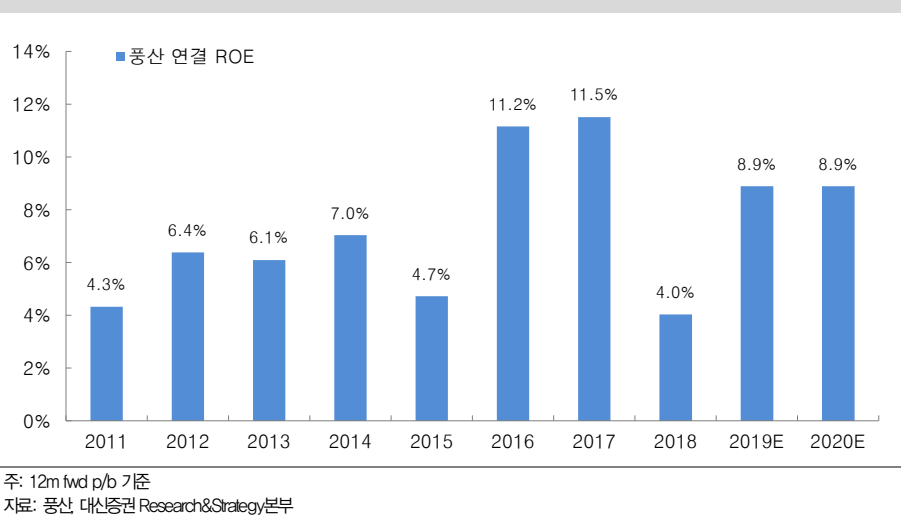


그림 149. 반면, 방산 사업부 우려에도 불구하고 동가격 상승으로 2019E ROE 반등할 전망



1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

- 대표이사는 한국비철금속협회장 출신인 류진
- 2018년 연결 매출액 2.7조, 연결 영업이익 1,075억원 기록
- 2018년 자산은 2.7조, 부채는 1.3억원, 자본은 1.4조
- 발행주식 수: 28,024,278주 (지각주식수: 11,707주)

매출 비중

구분	비중
신동	68%
방산	32%

주가 변동요인

- LME 동 가격

자료: 풍산 대신증권 Research&Strategy본부

주: 2018년 별도 기준
자료: 풍산 대신증권 Research&Strategy본부

2. Earnings Driver

그림 1. LME 동 가격

구분	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
LME 동 가격	9,500	9,200	9,100	7,800	8,000	8,200	7,500	8,000	8,000	7,500	7,000	7,200	7,200	6,800	7,000	6,800	6,000	6,100	5,500	5,000	4,500	4,800	4,800	5,000	5,800	5,800	6,200	7,000	7,000	6,800	6,200	

자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 2. US 10yr Break even rate: 기대 인플레이션이 동 가격의 핵심 factor

구분	00.1	01.1	02.1	03.1	04.1	05.1	06.1	07.1	08.1	09.1	10.1	11.1	12.1	13.1	14.1	15.1	16.1	17.1	18.1	19.1
10ye us be rate	2.2	1.8	1.5	1.8	2.2	2.5	2.5	2.5	2.5	0.1	1.8	2.2	2.2	2.5	2.2	2.0	1.5	1.8	2.0	1.8

자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	2,832	2,945	2,774	2,623	2,738
매출원가	2,461	2,537	2,523	2,300	2,399
매출총이익	371	408	251	323	339
판매비와관리비	153	167	144	124	130
영업이익	218	241	108	198	210
영업외수익	7.7	8.2	3.9	7.6	7.7
EBITDA	302	330	190	280	291
영업외손익	-36	-36	-33	-27	-26
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	7	4	4	4	4
외환평가이익	48	42	33	32	33
금융비용	-39	-33	-29	-24	-23
외환평가손실	7	6	6	6	6
기타	-4	-7	-7	-7	-7
법인세비용차감전순이익	182	205	75	171	184
법인세비용	-44	-54	-20	-45	-49
계속사업순이익	138	151	55	126	135
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	138	151	55	126	135
당기순이익률	4.9	5.1	2.0	4.8	4.9
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	138	151	55	126	135
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	2	-6	3	-1	0
포괄순이익	156	94	81	121	136
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	156	94	81	120	136

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	4,910	5,372	1,964	4,479	4,811
PER	8.2	8.8	14.5	6.4	5.9
BPS	43,990	46,640	48,715	52,212	56,260
PBR	0.9	1.0	0.6	0.5	0.5
EBITDAPS	10,773	11,758	6,787	10,009	10,398
EV/EBITDA	6.8	6.6	8.0	4.8	4.4
SPS	101,047	105,086	99,003	93,583	97,700
PSR	0.4	0.5	0.3	0.3	0.3
CFPS	11,061	12,716	7,578	10,772	11,175
DPS	700	800	800	800	800

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성					
매출액 증/감	0.4	4.0	-5.8	-5.5	4.4
영업이익 증/감	96.1	10.7	-55.4	84.4	5.7
순이익 증/감	166.6	9.4	-63.4	128.0	7.4
수익성					
ROIC	7.4	7.9	3.6	6.9	7.3
ROA	8.2	8.9	4.0	7.6	8.1
ROE	11.8	11.9	4.1	8.9	8.9
안정성					
부채비율	119.9	108.5	94.3	75.2	66.9
순차입금비율	75.1	65.4	52.1	37.8	30.6
이자보상비율	6.8	8.7	4.6	10.8	12.4

자료: 풍산 대산증권 Research&Strategy 본부

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,381	1,422	1,355	1,269	1,342
현금및현금성자산	73	57	77	56	70
매출채권 및 기타채권	545	499	469	445	464
재고자산	741	839	771	729	761
기타유동자산	21	28	38	40	47
비유동자산	1,334	1,307	1,302	1,299	1,294
유형자산	1,186	1,156	1,153	1,150	1,147
관계기업투자지급	0	0	1	1	1
기타비유동자산	148	151	149	148	147
자산총계	2,715	2,729	2,657	2,568	2,636
유동부채	964	986	855	697	691
매입채무 및 기타채무	275	289	278	268	275
차입금	393	355	290	145	135
유동상대채	198	252	200	201	202
기타유동부채	99	91	87	83	79
비유동부채	517	434	435	405	365
차입금	419	318	318	287	246
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	98	116	117	118	120
부채총계	1,480	1,420	1,290	1,102	1,057
자본부분	1,233	1,307	1,365	1,463	1,577
자본금	140	140	140	140	140
자본잉여금	495	495	495	495	495
이익잉여금	585	683	715	819	931
기타자본변동	13	-10	15	10	11
비재계분	2	2	2	2	3
자본총계	1,235	1,309	1,367	1,466	1,579
순차입금	927	856	713	554	483

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	246	137	254	361	179
당기순이익	138	151	55	126	135
비현금항목의 가감	172	206	157	176	178
감가상각비	84	88	83	82	82
외환손익	-7	8	2	1	2
자본평가손익	0	0	0	0	0
기타	96	110	72	93	94
자산부채의 증감	11	-123	46	8	-93
기타현금흐름	-74	-95	-4	51	-42
투자활동 현금흐름	-101	-88	-82	-81	-82
투자자산	-8	-9	-1	-1	0
유형자산	-97	-79	-78	-78	-78
기타	4	0	-4	-3	-4
재무활동 현금흐름	-129	-57	-139	-197	-72
단기차입금	-32	-22	-65	-145	-10
사채	100	100	0	-30	-40
장기차입금	103	27	0	-1	-1
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	-22	-22	-22
기타	-299	-162	-52	1	1
현금의 증감	20	-16	20	-21	14
기초 현금	54	73	57	77	56
기말 현금	73	57	77	56	70
NOPLAT	165	177	79	146	154
FCF	149	183	82	148	156

[Daishin House View 4차 산업혁명 / 안전등급]

- 대신증권 Research&Strategy 본부 소속의 각 분야 및 기업 담당 애널리스트의 분석을 기초로 토론 과정을 거쳐 산업 및 기업별 안전등급 최종 확정
- 4차 산업혁명 전개 과정에서 산업 및 종목에 미치는 영향을 파악, 긍정, 중립, 부정적 영향에 따라 Sky Blue, Neutral Green, Dark Gray 등급 부여

Dark Gray (하위)	Neutral Green (보통)	Sky Blue (뛰음)
----------------	--------------------	---------------

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이원주)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research&Strategy본부의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자등급관련사항]

산업 투자의견	기업 투자의견
Overweight(비중확대): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상	Buy(매수): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
Neutral(중립): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상	Marketperform(시장수익률): :향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
Underweight(비중축소): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상	Underperform(시장수익률 하회): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상

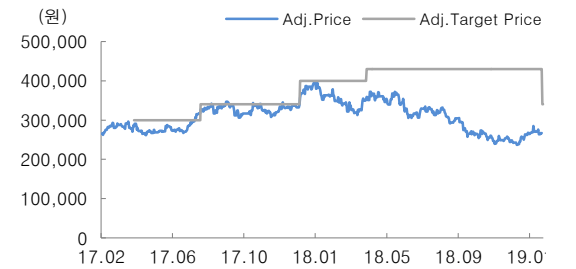
[투자의견 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	85.8%	13.2%	1.1%

(기준일자: 20190104)

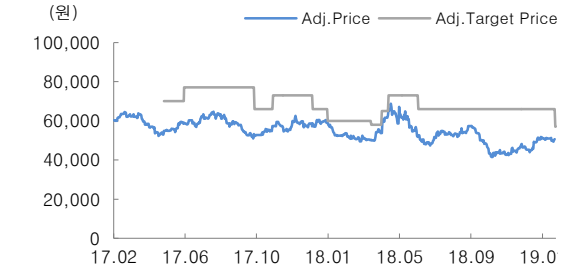
[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

POSCO(005490) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



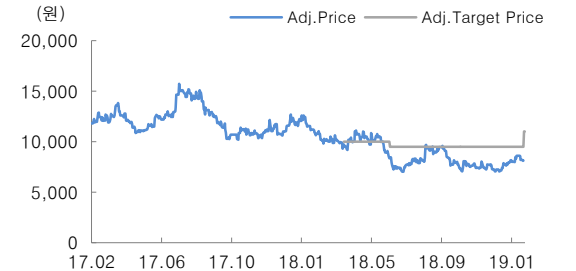
제시일자	19.02.14		18.10.25	18.06.29	18.04.25	18.04.11
투자의견	Buy	담당자 변경	6개월 강파	Buy	Buy	Marketperform
목표주가	340,000		430,000	430,000	430,000	400,000
과다율(평균%)			(40.33)	(24.94)	(17.47)	(11.03)
과다율(최대/최소%)			(33.72)	(13.37)	(13.37)	(1.25)
제시일자	18.02.27	18.01.31	18.01.25	18.01.03	17.12.19	17.11.15
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	400,000	400,000	400,000	400,000	340,000	340,000
과다율(평균%)	(10.39)	(6.34)	(4.93)	(5.55)	(3.42)	(3.58)
과다율(최대/최소%)	(1.25)	(1.25)	(1.25)	(3.25)	2.06	2.06
제시일자	17.10.26	17.10.17	17.09.27	17.07.20	17.07.11	17.07.10
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	340,000	340,000	340,000	340,000	300,000	300,000
과다율(평균%)	(3.37)	(3.10)	(3.32)	(2.91)	(6.79)	(7.97)
과다율(최대/최소%)	2.06	(9.85)	2.06	2.06	(12.83)	0.00
제시일자	17.04.18	17.03.30				
투자의견	Marketperform	Marketperform				
목표주가	300,000	300,000				
과다율(평균%)	(8.09)	(8.75)				
과다율(최대/최소%)	(1.33)	(3.00)				

현대제철(004020) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



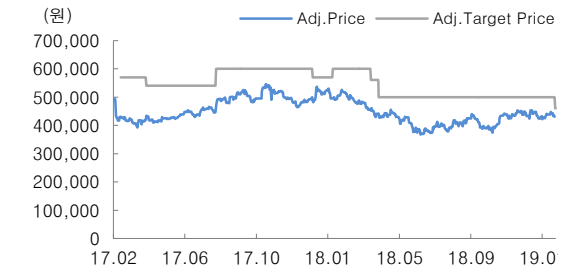
제시일자	19.02.14		18.12.29	18.06.29	18.06.07	18.05.10
투자의견	Buy	담당자 변경	6개월 강파	Buy	Buy	Buy
목표주가	57,000		66,000	66,000	73,000	73,000
과다율(평균%)			(24.94)	(25.51)	(17.16)	(12.96)
과다율(최대/최소%)			(21.67)	(13.18)	(5.89)	(5.89)
제시일자	18.04.29	18.04.11	18.03.28	18.01.28	18.01.03	17.12.19
투자의견	Buy	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Buy
목표주가	65,000	58,000	60,000	60,000	66,000	73,000
과다율(평균%)	(6.31)	(8.83)	(12.69)	(11.93)	(10.25)	(20.88)
과다율(최대/최소%)	(3.54)	(3.97)	(3.50)	(3.50)	(8.33)	(14.25)
제시일자	17.11.15	17.10.28	17.10.17	17.09.27	17.07.30	17.07.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	73,000	73,000	66,000	66,000	77,000	77,000
과다율(평균%)	(20.83)	(20.75)	(17.21)	(18.55)	(23.24)	(20.94)
과다율(최대/최소%)	(14.25)	(18.49)	(13.03)	(15.45)	(16.10)	(16.10)
제시일자	17.07.10	17.06.01	17.04.28			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	77,000	77,000	70,000			
과다율(평균%)	(22.40)	(22.48)	(18.80)			
과다율(최대/최소%)	(17.66)	(17.66)	(15.00)			

동국제강(001230) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	19.02.14		18.12.29	18.06.29	18.05.13	18.04.11
투자의견	Buy	담당자 변경	6개월 강파	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	11,000		9,500	9,500	10,000	10,000
과다율(평균%)			(16.74)	(16.14)	0.36	1.50
과다율(최대/최소%)			(9.47)	1.89	(16.50)	11.00
제시일자	18.01.03	17.07.25	17.03.30	17.02.15		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	570,000	600,000	540,000	570,000		
과다율(평균%)	(9.77)	(16.42)	(19.28)	(27.26)		
과다율(최대/최소%)	(5.79)	(9.00)	(13.70)	(24.56)		
제시일자	18.01.03	17.07.25	17.03.30	17.02.15		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	570,000	600,000	540,000	570,000		
과다율(평균%)	(9.77)	(16.42)	(19.28)	(27.26)		
과다율(최대/최소%)	(5.79)	(9.00)	(13.70)	(24.56)		
제시일자	18.01.03	17.07.25	17.03.30	17.02.15		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	570,000	600,000	540,000	570,000		
과다율(평균%)	(9.77)	(16.42)	(19.28)	(27.26)		
과다율(최대/최소%)	(5.79)	(9.00)	(13.70)	(24.56)		

고려아연(010130) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	19.02.14		18.10.24	18.04.24	18.04.11	18.02.06
투자의견	Marketperform	담당자 변경	6개월 강파	Buy	Buy	Buy
목표주가	460,000		500,000	500,000	560,000	600,000
과다율(평균%)			(14.11)	(18.84)	(21.08)	(18.36)
과다율(최대/최소%)			(9.30)	(9.00)	(17.68)	(12.50)
제시일자	18.01.03	17.07.25	17.03.30	17.02.15		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	570,000	600,000	540,000	570,000		
과다율(평균%)	(9.77)	(16.42)	(19.28)	(27.26)		
과다율(최대/최소%)	(5.79)	(9.00)	(13.70)	(24.56)		
제시일자	18.01.03	17.07.25	17.03.30	17.02.15		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	570,000	600,000	540,000	570,000		
과다율(평균%)	(9.77)	(16.42)	(19.28)	(27.26)		
과다율(최대/최소%)	(5.79)	(9.00)	(13.70)	(24.56)		

풍산(103140) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

