



BUY(Maintain)

목표주가: 350,000원

주가(01/12): 266,500원

시가총액: 232,353억원

철강

Analyst 박종국

02) 3787-5152

jkpark@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (01/12)		2,087.14pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	282,500원	156,000원
등락률	-5.66%	70.83%
수익률	절대	상대
1M	-5.7%	-8.4%
6M	25.4%	19.6%
1Y	66.6%	50.9%

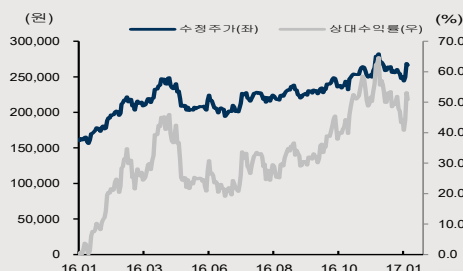
Company Data

발행주식수	87,187천주
일평균 거래량(3M)	387천주
외국인 지분율	53.40%
배당수익률(16E)	4.80%
BPS(16E)	472,764원
주요 주주	국민연금 10.88%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2014	2015	2016E	2017E
매출액	650,984	581,923	514,012	550,857
보고영업이익	32,135	24,100	30,055	35,115
핵심영업이익	32,135	24,100	30,055	35,115
EBITDA	64,521	56,283	59,810	64,904
세전이익	13,781	1,808	19,251	27,737
순이익	5,567	-962	13,559	19,884
지배주주지분순이익	6,261	1,806	15,659	22,817
EPS(원)	7,181	2,072	17,960	26,171
증감률(%YoY)	-54.5	-71.1	766.8	45.7
PER(배)	38.4	80.4	14.8	10.2
PBR(배)	0.6	0.4	0.6	0.5
EV/EBITDA(배)	6.7	1.5	5.9	5.4
보고영업이익률(%)	4.9	4.1	5.8	6.4
핵심영업이익률(%)	4.9	4.1	5.8	6.4
ROE(%)	1.2	-0.2	3.0	4.4
순부채비율(%)	48.4	35.6	33.8	32.1

Price Trend



실적프리뷰

POSCO (005490)

마진축소보다는 인상되는 철강 가격에 주목



4분기 감익은 불가피 할 것으로 판단된다. 작년 10월달부터 급등한 원재료 가격이 본격적으로 실적에 영향을 미칠 것으로 전망되기 때문이다. 원재료 가격 상승과 그에 따른 철강재 가격인상간의 시차는 있겠지만, 2017년 연간으로 별도기준 10%내 외의 건조한 영업이익률을 달성할 것으로 전망한다. Valuation 디스카운트 요인은 점진적으로 해소될 것으로 판단하며, 주가 조정시 매수관점에서의 접근이 유효해 보인다.

>>> 4Q16 마진축소 불가피

4분기 별도 실적은 매출액 6조 4,210억원(QoQ 5.1%, YoY 8.0%), 영업이익 5,916억원(QoQ -30.6%, YoY 59.4%), 연결 실적은 매출액 13조 3,351억원(QoQ 4.6%, YoY -4.1%), 영업이익 6,329억원(QoQ -38.8%, YoY 85.9%)으로 별도와 연결 영업이익 모두 전분기 대비 하락하며 시장기대치에 하회 할 것으로 판단한다.

별도 기준 실적 하락의 주요 원인은 철광석, 원료탄 등 원재료가격 급등에 따른 스프레드 축소가 큰 것으로 판단한다. 4분기 원재료 투입단가가 전분기 대비 약 4만원~5만원/톤 상승한 반면 탄소강 ASP는 약 2.5만원/톤 상승에 그친 것으로 추정되어 마진스프레드는 약 1.5만원~2.5만원/톤 악화된 것으로 판단된다. 또한 4분기 인센티브 지급으로 판관비 증가가 예상되는 점도 영업이익 축소에 영향을 미친 것으로 판단된다.

연결 기준으로도 이익기여가 전분기 대비 감소할 것으로 전망된다. 해외철강 자회사들도 본사와 마찬가지로 원재료가 상승으로 마진이 축소되었을 것으로 판단되며, 건설부문의 경우 구조조정 관련 비용 발생으로 약1000억원대 중후반의 대규모 영업적자를 기록할 것으로 보여진다.

>>>원재료 가격 상승은 가격인상으로

원재료 가격 인상에 따른 마진 스프레드 악화로 실적 우려가 있는 것은 사실이다. 동사의 주가 또한 이러한 우려를 반영하여 2016년 12월 12일 282,500원을 고점 이후 조정을 받고 있다. 우리는 이번 실적악화 우려에 따른 주가 조정이 동사의 매수기회라 판단한다. 그 배경은 1)원재료 가격 상승은 철강재 가격인상의 요인이며, 2) 적극적인 철강재 가격 인상으로 2017년 에도 별도 기준 10%내외의 영업이익률을 기록할 것으로 전망되며, 3) 구조조정이 대부분 마무리 됨에 따라 일회성 비용 발생이 제한적이며, 체질개선의 효과가 본격적으로 나타날 것으로 판단되기 때문이다.

2015년 하반기까지 동사의 주가를 짓눌렀던 것은 원재료 가격 하락에 따른 철강재 가격 하락이었다. 원재료가격 상승시기에 철강재 가격을 인상시키며 적정수준의 마진을 유지한다면, valuation 디스카운트는 해소될 것으로 판단한다.

4Q16 실적 전망(IFRS연결)

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E		차이 (%, %p)	YoY (%, %p)	QoQ (%, %p)
					당사추정	컨센서스			
별도									
매출액	5,945	5,767	6,010	6,107	6,421	6,382	0.6	8.0	5.1
영업이익	371	582	713	852	592	685	-13.7	59.4	-30.6
영업이익률(%)	6.2	10.1	11.9	14.0	9.2	10.7	-1.5	3.0	-4.7
연결									
매출액	13,906	12,461	12,857	12,748	13,335	13,824	-3.5	-4.1	4.6
영업이익	341	660	679	1,034	633	774	-18.3	85.9	-38.8
영업이익률(%)	2.4	5.3	5.3	8.1	4.7	5.6	-0.9	2.3	-3.4

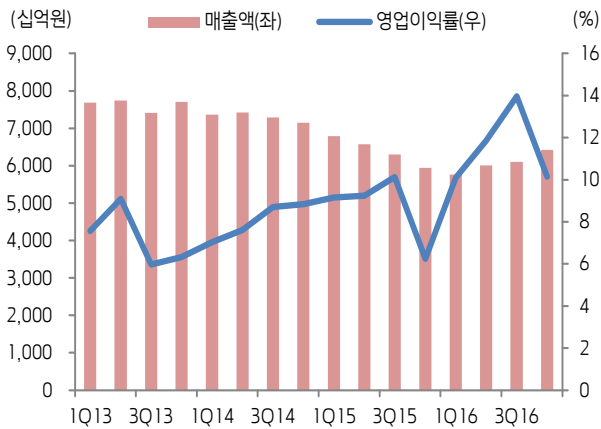
자료: POSCO, 키움증권,

포스코 실적 추정 (단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016E	2017E
포스코 별도											
매출	5,767	6,010	6,107	6,421	6,716	7,252	7,230	7,750	25,607	24,304	28,948
총철강재	5,378	5,639	5,724	6,041	6,316	6,852	6,830	6,954	23,908	22,782	27,298
탄소강	4,561	4,732	4,808	5,141	5,294	5,616	5,614	5,887	20,296	19,242	22,692
탄소강ASP(천원/톤)	551	557	570	594	638	660	664	685	607	568	662
탄소강제품판매량(천톤)	8,277	8,492	8,440	8,650	8,295	8,510	8,459	8,595	33,495	33,859	34,265
매출총이익	1,002	1,159	1,290	1,092	1,075	1,197	1,157	1,317	4,134	4,542	4,745
영업이익	582	713	852	592	655	747	707	817	2,238	2,739	2,925
이익률(%)											
매출총이익률	17.4	19.3	21.1	17.0	16.0	16.5	16.0	17.0	16.1	18.7	16.4
영업이익률	10.1	11.9	14.0	9.2	9.7	10.3	9.8	10.5	8.7	11.3	10.1
YoY(%)											
매출	-15.0	-8.6	-3.1	8.0	16.5	20.7	18.4	20.7	-12.4	-5.1	19.1
총철강재	-15.2	-8.3	-2.8	9.3	17.4	21.5	19.3	15.1	-12.9	-4.7	19.8
탄소강	-16.0	-9.2	-3.7	10.2	16.1	18.7	16.8	14.5	-14.4	-5.2	17.9
탄소강ASP	-17.7	-10.1	-4.8	10.1	15.8	18.4	16.5	15.3	-16.5	-6.4	16.5
탄소강제품판매량	2.2	1.0	1.1	0.1	0.2	0.2	0.2	-0.6	2.6	1.1	1.2
매출총이익	-6.9	8.5	15.3	25.3	7.3	3.3	-10.3	20.7	-3.0	9.9	4.5
영업이익	-6.4	17.3	33.6	59.4	12.4	4.8	-17.1	38.2	-4.8	22.4	6.8
이익률(%pt)											
매출총이익률	1.5	3.0	3.4	2.3	-1.4	-2.8	-5.1	0.0	1.6	2.5	-2.3
영업이익률	0.9	2.6	3.8	3.0	-0.3	-1.6	-4.2	1.3	0.7	2.5	-1.2
포스코연결											
매출	12,461	12,857	12,748	13,335	13,435	13,790	13,736	14,125	58,192	51,401	55,086
철강	10,052	10,609	10,727	11,042	11,247	11,783	11,761	12,281	44,837	42,429	47,073
무역	6,148	6,111	6,364	6,327	6,302	6,412	6,332	6,332	27,008	24,949	25,378
E&C	1,791	1,784	1,903	1,900	1,845	1,845	1,845	1,845	9,868	7,378	7,378
기타	1,251	1,152	1,172	1,247	1,276	1,175	1,195	1,272	5,759	4,822	4,918
연결조정	6,780	6,798	7,418	7,180	7,234	7,425	7,397	7,606	29,280	28,177	29,662
영업이익	660	679	1,034	633	750	893	878	991	2,410	3,006	3,512
철강	551	734	1,006	682	705	797	757	867	1,843	2,972	3,125
무역	109	86	87	99	108	99	103	103	374	381	413
E&C	7	-171	-103	-180	-50	0	20	20	147	-446	-10
기타	63	42	51	37	37	47	48	51	185	193	183
연결조정	71	12	6	5	50	50	50	50	139	95	200
영업이익률(%)	5.3	5.3	8.1	4.7	5.6	6.5	6.4	7.0	4.1	5.8	6.4
철강	5.5	6.9	9.4	6.2	6.3	6.8	6.4	7.1	4.1	7.0	6.6
무역	1.8	1.4	1.4	1.6	1.7	1.5	1.6	1.6	1.4	1.5	1.6
E&C	0.4	-9.6	-5.4	-9.5	-2.7	0.0	1.1	1.1	1.5	-6.0	-0.1
기타	5.1	3.6	4.3	3.0	2.9	4.0	4.0	4.0	3.2	4.0	3.7

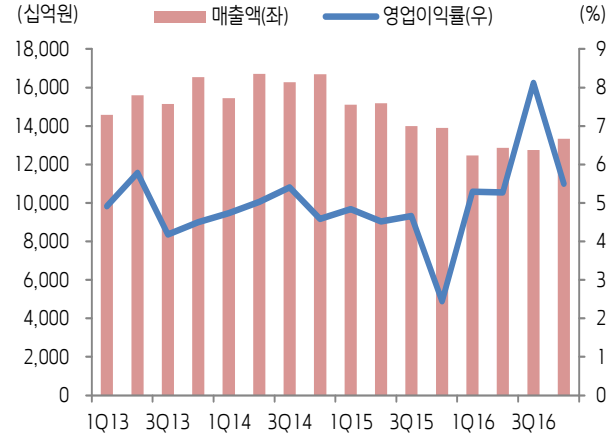
자료: POSCO, 키움증권,

POSCO 분기별 별도실적 추이



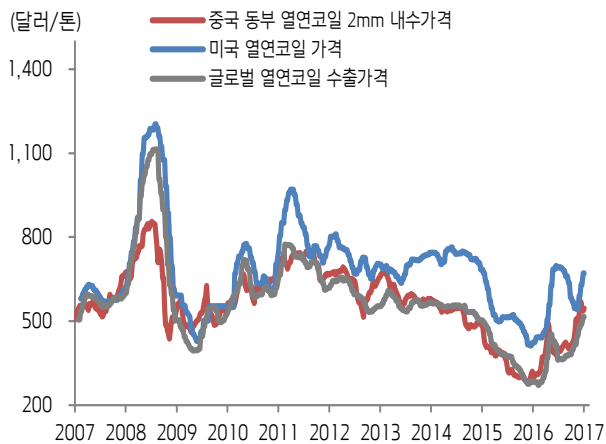
자료: POSCO, 키움증권

POSCO 분기별 연결실적 추이



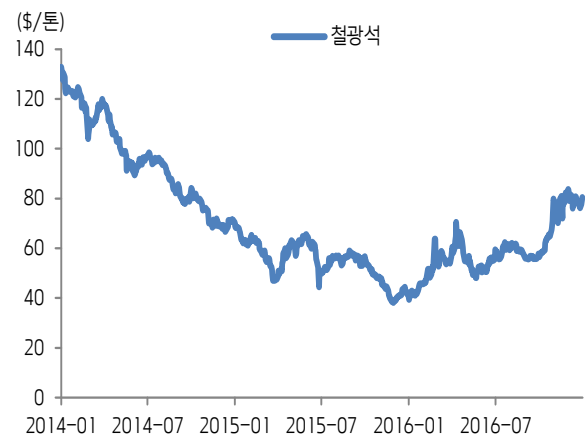
자료: POSCO, 키움증권

지역별 열연 가격 추이



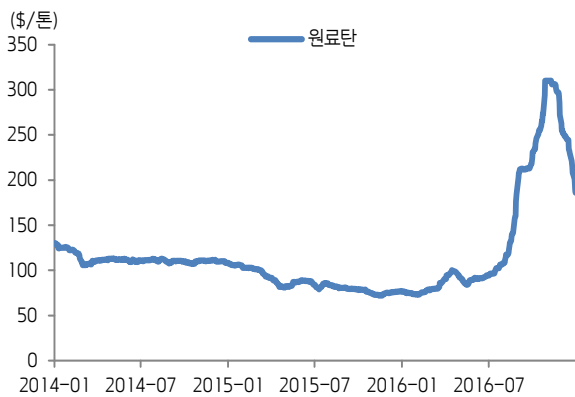
자료: Bloomberg, 키움증권

철광석 가격 추이



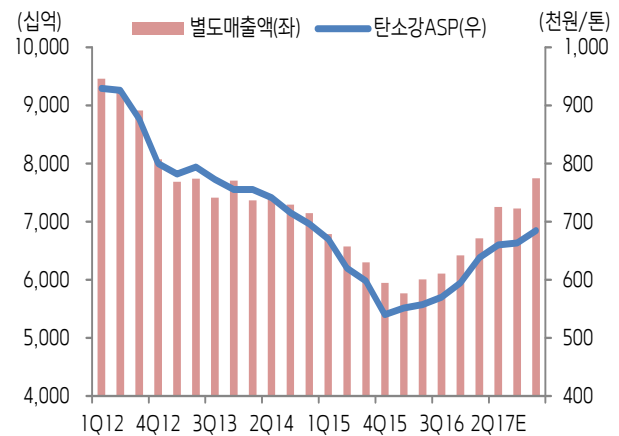
자료: Bloomberg, 키움증권 주: 철광석 분광, 중국 청다오항수입가(CFR)

원료탄 가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 주: 제철용 원료탄, 동호주 항구수출가(FOB)

4Q15 저점으로 탄소강 ASP 상승



자료: POSCO, 키움증권 주: 4Q16 이후는 당사 전망

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	650,984	581,923	514,012	550,857	579,629
매출원가	578,150	516,581	447,500	477,182	502,106
매출총이익	72,834	65,342	66,512	73,675	77,524
판매비및일반관리비	40,699	41,242	36,457	38,560	40,574
영업이익(보고)	32,135	24,100	30,055	35,115	36,950
영업이익(핵심)	32,135	24,100	30,055	35,115	36,950
영업외손익	-18,354	-22,293	-10,804	-7,379	-1,864
이자수익	2,283	2,102	1,802	1,620	2,094
배당금수익	478	1,837	375	189	1,830
외환이익	14,757	14,913	11,355	0	0
이자비용	7,956	7,888	6,859	6,916	5,788
외환손실	14,626	18,739	12,524	0	0
관계기업지분손익	-2,612	-4,363	984	0	0
투자및기타자산처분손익	2,497	977	-64	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-6,517	-3,498	-3,802	0	0
기타	-6,658	-7,635	-2,069	-2,272	0
법인세차감전이익	13,781	1,808	19,251	27,737	35,085
법인세비용	8,215	2,769	5,692	7,853	10,526
유효법인세율 (%)	59.6%	153.2%	29.6%	28.3%	30.0%
당기순이익	5,567	-962	13,559	19,884	24,560
지배주주지분순이익(억원)	6,261	1,806	15,659	22,817	27,015
EBITDA	64,521	56,283	59,810	64,904	66,769
현금순이익(Cash Earnings)	37,952	31,221	43,314	49,673	54,379
수정당기순이익	7,190	-2,303	16,266	19,884	24,560
증감율(% YoY)					
매출액	5.2	-10.6	-11.7	7.2	5.2
영업이익(보고)	7.3	-25.0	24.7	16.8	5.2
영업이익(핵심)	7.3	-25.0	24.7	16.8	5.2
EBITDA	13.6	-12.8	6.3	8.5	2.9
지배주주지분 당기순이익	-54.5	-71.1	766.8	45.7	18.4
EPS	-54.5	-71.1	766.8	45.7	18.4
수정순이익	-57.6	N/A	N/A	22.2	23.5

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	32,385	73,023	45,727	41,079	47,772
당기순이익	5,567	-962	13,559	19,884	24,560
감가상각비	28,946	28,367	26,213	26,500	26,766
무형자산상각비	3,439	3,816	3,542	3,289	3,053
외환손익	0	0	1,170	0	0
자산처분손익	650	1,245	64	0	0
지분법손익	2,999	5,061	-984	0	0
영업활동자산부채 증감	-20,876	24,545	15,149	-8,219	-6,418
기타	11,659	10,952	-12,986	-375	-189
투자활동현금흐름	-37,728	-42,749	-22,434	-35,522	-34,564
투자자산의 처분	-312	-20,750	8,594	-4,609	-3,599
유형자산의 처분	628	590	0	0	0
유형자산의 취득	-35,055	-25,602	-30,000	-30,000	-30,000
무형자산의 처분	-3,348	-2,763	0	0	0
기타	359	5,776	-1,028	-913	-965
재무활동현금흐름	3,363	-22,018	-39,087	-5,216	-5,408
단기차입금의 증가	12,391	-8,064	-10,000	0	0
장기차입금의 증가	-2,797	-17,309	-20,000	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-6,770	-8,226	-6,400	-6,400	-6,400
기타	539	11,581	-2,687	1,184	992
현금및현금성자산의순증가	-1,864	8,490	-15,794	341	7,800
기초현금및현금성자산	42,086	40,221	48,712	32,918	33,259
기말현금및현금성자산	40,221	48,712	32,918	33,259	41,059
Gross Cash Flow	53,261	48,478	30,578	49,298	54,190
Op Free Cash Flow	-13,913	15,538	35,942	16,151	19,266

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	326,274	291,809	247,654	263,388	283,208
현금및현금성자산	38,112	48,702	32,918	33,259	41,059
유동금융자산	17,414	43,367	38,306	41,052	43,196
매출채권및유동채권	144,750	116,875	103,235	110,635	116,414
재고자산	104,713	82,252	72,653	77,861	81,928
기타유동비금융자산	21,285	613	542	580	611
비유동자산	526,248	512,279	511,854	515,716	518,895
장기매출채권및기타비유동채권	6,325	7,895	6,973	7,473	7,864
투자자산	84,104	79,722	79,109	81,347	82,991
유형자산	352,412	345,229	349,016	352,515	355,749
무형자산	68,850	64,058	60,515	57,227	54,174
기타비유동자산	14,557	15,376	16,240	17,153	18,118
자산총계	852,522	804,088	759,508	779,104	802,103
유동부채	218,770	201,309	182,404	187,236	191,008
매입채무및기타유동채무	81,174	69,853	61,701	66,124	69,578
단기차입금	92,664	84,426	74,426	74,426	74,426
유동성장기차입금	29,510	39,553	39,553	39,553	39,553
기타유동부채	15,423	7,477	6,724	7,133	7,452
비유동부채	180,838	152,076	129,211	130,491	131,558
장기매입채무및비유동채무	3,433	1,520	1,343	1,439	1,514
사채및장기차입금	152,576	128,636	108,636	108,636	108,636
기타비유동부채	24,829	21,920	19,233	20,416	21,408
부채총계	399,608	353,385	311,616	317,727	322,567
자본금	4,824	4,824	4,824	4,824	4,824
주식발행초과금	4,638	4,638	4,638	4,638	4,638
이익잉여금	409,676	405,011	414,815	431,742	452,805
기타자본	-13,233	-12,089	-12,089	-12,089	-12,089
지배주주지분자본총계	415,874	412,353	412,188	429,116	450,179
비지배주주지분자본총계	37,040	38,349	35,704	32,261	29,357
자본총계	452,914	450,702	447,892	461,377	479,536
순차입금	219,224	160,546	151,391	148,304	138,360
총차입금	274,750	252,615	222,615	222,615	222,615

투자지표

(단위: 원, 배, %)

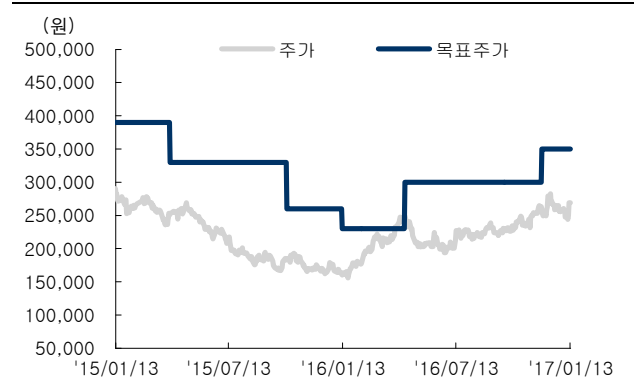
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	7,181	2,072	17,960	26,171	30,986
BPS	476,991	472,954	472,764	492,180	516,338
주당EBITDA	74,003	64,554	68,600	74,443	76,581
CFPS	43,530	35,809	49,680	56,973	62,370
DPS	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000
주가배수(배)					
PER	38.4	80.4	14.8	10.2	8.6
PBR	0.6	0.4	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.7	1.5	5.9	5.4	5.2
PCFR	6.3	4.6	5.4	4.7	4.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.9	4.1	5.8	6.4	6.4
영업이익률(핵심)	4.9	4.1	5.8	6.4	6.4
EBITDA margin	9.9	9.7	11.6	11.8	11.5
순이익률	0.9	-0.2	2.6	3.6	4.2
자기자본이익률(ROE)	1.2	-0.2	3.0	4.4	5.2
투자자본이익률(ROIC)	2.3	-2.3	4.1	4.8	5.0
안정성(%)					
부채비율	88.2	78.4	69.6	68.9	67.3
순차입금비율	48.4	35.6	33.8	32.1	28.9
이자보상배율(배)	4.0	3.1	4.4	5.1	6.4
활동성(배)					
매출채권회전율	4.5	4.4	4.7	5.2	5.1
재고자산회전율	6.4	6.2	6.6	7.3	7.3
매입채무회전율	7.8	7.7	7.8	8.6	8.5

- 당사는 01월 12일 현재 'POSCO' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
POSCO (005490)	2013-10-25	BUY(Maintain)	373,000원
	2013-11-07	BUY(Maintain)	400,000원
	2013-11-14	BUY(Maintain)	400,000원
	2014-01-29	BUY(Maintain)	400,000원
담당자 변경	2014-11-30	BUY(Reinitiate)	390,000원
담당자 변경	2015-04-20	BUY(Reinitiate)	330,000원
	2015-04-22	BUY(Maintain)	330,000원
	2015-06-23	BUY(Maintain)	330,000원
	2015-06-29	BUY(Maintain)	330,000원
	2015-07-16	BUY(Maintain)	330,000원
	2015-08-12	BUY(Maintain)	330,000원
	2015-10-15	BUY(Maintain)	260,000원
	2015-10-21	BUY(Maintain)	260,000원
	2015-11-24	BUY(Maintain)	260,000원
	2016-01-12	BUY(Maintain)	230,000원
	2016-01-29	BUY(Maintain)	230,000원
	2016-04-22	BUY(Maintain)	300,000원
	2016-05-09	BUY(Maintain)	300,000원
	2016-06-08	BUY(Maintain)	300,000원
	2016-07-14	BUY(Maintain)	300,000원
	2016-09-08	BUY(Maintain)	300,000원
	2016-10-12	BUY(Maintain)	300,000원
	2016-10-27	BUY(Maintain)	300,000원
	2016-11-28	BUY(Maintain)	350,000원
	2017-01-13	BUY(Maintain)	350,000원

목표주가 추이



투자 의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2016/01/01~2016/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	175	95.15%
중립	7	3.85%
매도	0	0.00%