

2017/10/16

POSCO(005490)

철강/비철금속 김윤상

(2122-9205) yoonsang.kim@hi-ib.com

기분 좋은 『불확실성』, 그리고 실적 모멘텀

Buy (Maintain)

■ 지금은 예상치 못한 중국 철강 가격 상승 가능성에 대비해야.

적어도 11월 중순까지는 예상치 못한 중국 철강 가격 상승에 대비해야 한다. 허베이성 인근 28개 市에서 동절기 감산이 시작되는 11월 중순 이전에는 각 지역별로 발표되는 감산 일정이 앞당겨지거나, 규모가 확대되어 철강 가격이 상승할 가능성이 있기 때문이다.

10/12 (목) 허베이성 당산시가 철광석 펠렛 및 소결 공정 감산 [50% 감산] 시작일을 당초 11월 15일에서 10월 12일로 앞당긴 소식이 전해지면서, 중국 철강 선물 가격은 큰 폭으로 상승했다. <그림1> 여기에 감산 대상 지역의 감산 내용이 구체적으로 발표되기 시작했다. 허베이성 우안(Wu'an)市 정부는 역내 위치한 총 14개 철강사에 대한 구체적인 감산 규모를 발표했다. [도심에 위치한 4개 철강사 55%, 나머지 10개 철강사 50% 감산] 참고로 구체적 감산 계획이 발표된 곳은 천진, 안양, 한단 등 소수 지역에 불과하다. 최대 철강 생산 지역인 당산시의 고로 감산 계획은 아직 구체화 된 것이 없다.

당 대회사 'Blue sky'를 위한 철강사의 감산도 현재 진행 중이다. 10/13 중국 철강사 가동률[Mysteel 163개 철강사 대상 설문 조사]은 국경절 연휴 전 대비 1.66%p 하락했고, 허베이성 철강사 가동률[Mysteel 72개 철강사 대상 설문 조사] 하락 폭은 4.44%p에 달했다. <그림2>

지금은 감산 기대감으로 철강 가격이 단기적으로 상승할 가능성이 높다. . 이 것이 철강 대형주 투자 전략이 여전히 유효한 이유이다.

■ 4분기까지 편안한 실적 흐름 지속

주지하다시피 동사의 영업이익 개선세는 4분기까지 이어질 것이다.

동사의 17.3Q 연결 영업이익은 1.145조원 [+17.0%, q-q]으로 시장 예상치 [컨센서스 1.1조원]를 상회할 전망이다. <표1,3>

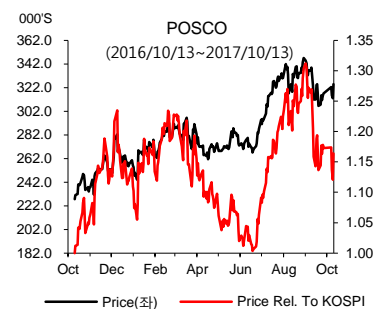
실적 호조는 철강 부문 실적 호조에 기인한다. <그림3> POSCO 별도 기준 영업이익(7,490억원)은 『1) 원가 하락에 따른 탄소강 Roll-Margin 톤당 1.3만 원 확대, 2) 니켈 가격 상승에 따른 STS 부문 실적 개선』으로 전분기 대비 28.1% 증가할 것이다.<표2> 해외 철강 자회사 실적 개선 또한 명약관화하다.

목표주가(12M)	400,000원
종가(2017/10/13)	325,000원

Stock Indicator

자본금	482십억원
발행주식수	8,719만주
시가총액	28,336십억원
외국인지분율	55.3%
배당금(2016)	8,000원
EPS(2017E)	32,153원
BPS(2017E)	516,030원
ROE(2017E)	6.4%
52주 주가	227,500~347,000원
60일평균거래량	231,773주
60일평균거래대금	75.5십억원

Price Trend

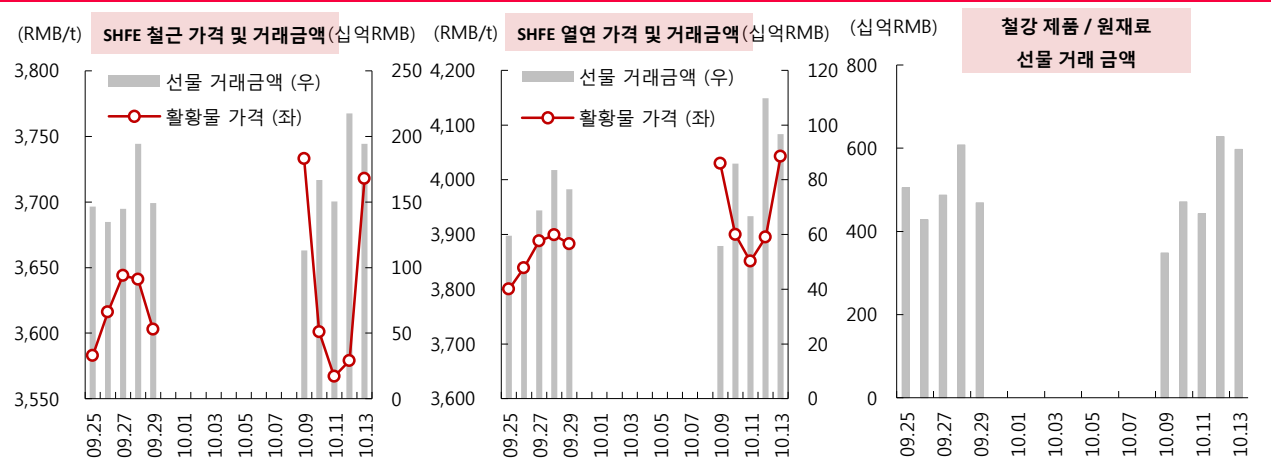


연말 인식하는 1회성 비용 등을 감안하더라도 17.4Q 영업이익 역시 개선세를 이어갈 것이다. <표2,3> 원가 하락 지속은 물론, 판매 가격 상승으로 탄소강 톤당 Roll-Margin이 3분기 대비 3만원 이상 확대 되기 때문이다.

■ 철강업종 최선호주. 목표주가 40만원

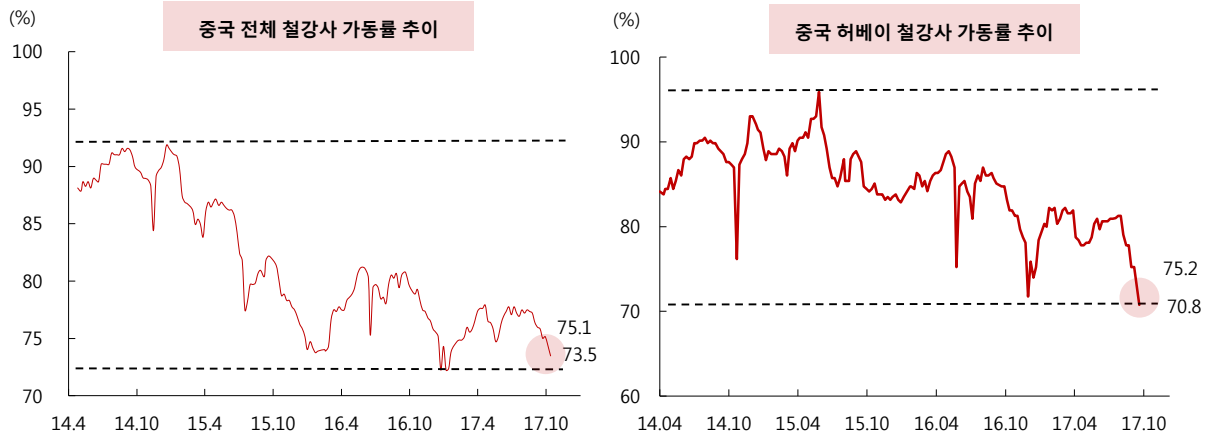
동사에 대한 투자 의견 Buy를 유지하고, 수익 예상 조정을 반영, <표4> 목표 주가를 기존 38.5만원에서 40만원으로 상향 조정한다. 수익 예상 조정은 17.3Q 철강 가격 상승으로 평균 판매 가격을 상향 조정했기 때문이다. 목표 주가는 12개월 Forward 예상 BPS 532,995원에 Target PBR 0.75x [12개월 예상 Forward ROE 6.7%, COE 9%]를 적용하여 산출했다. 철강업종 최선호주로 제시한다.

<그림 1> 당산시 감산 일정이 당겨졌다는 소식에 중국 철강 선물 가격은 급등했고, 거래 금액 역시 늘어났다. 최소 11월 중순까지는 동절기 감산에 대한 강화된 정책 발표에 따른 철강 선물 가격 강세 가능성이 열려있다.



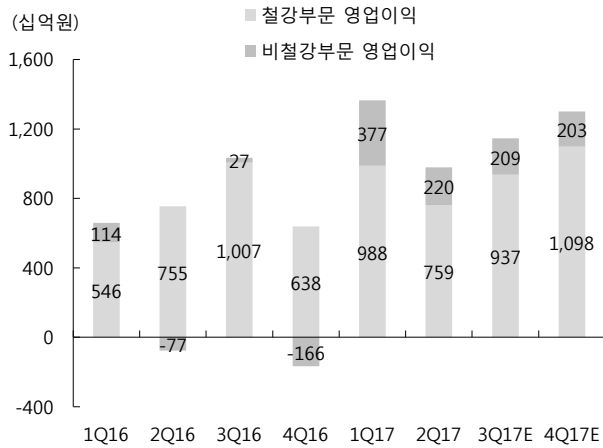
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 2> 당대회가 임박한 현재, 중국 철강사 감산이 진행 중이다.



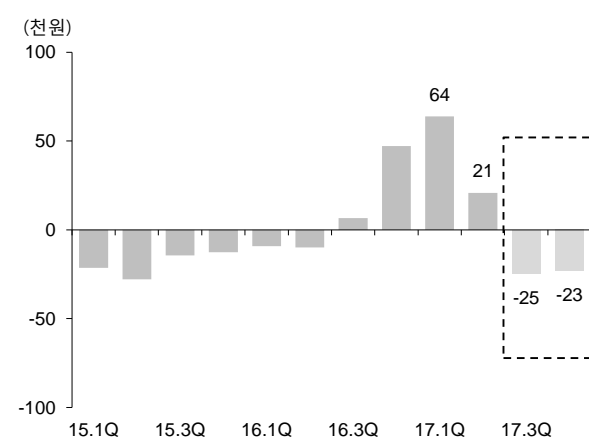
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 3> POSCO 철강 및 비철강 부문 영업이익 추이 : 하반기 실적 개선의 키는 철강 부문 실적 개선이다.



자료: 하이투자증권 리서치

<그림 4> POSCO 원가 분기별 증감폭 추이 : 동사 용선원가는 4 분기에도 하락 기조를 이어갈 것이다.



자료: 하이투자증권 리서치

<표 1> POSCO 17.3Q Preview

(단위: 십억원)

	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E(a)	y-y	q-q	컨센서스	차이(a-b)
매출액	12,748	15,017	15,077	14,944	14,423	13.1%	-3.5%	15,168	-4.9%
영업이익	1,034	472	1,365	979	1,145	10.7%	17.0%	1,104	3.7%
세전이익	663	-44	1,325	773	990	49.2%	28.0%	891	11.1%
지배주주순이익	546	166	851	513	705	29.2%	37.5%	667	5.7%
영업이익률	8.1%	3.1%	9.1%	6.6%	7.9%			7.3%	0.7%p
세전이익률	5.2%	-0.3%	8.8%	5.2%	6.9%			5.9%	1.0%p
지배주주순이익률	4.3%	1.1%	5.6%	3.4%	4.9%			4.4%	0.5%p

자료: POSCO, 하이투자증권 리서치

<표 2> POSCO 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 별도 기준)

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2017E
매출액	5,767	6,010	6,107	6,442	24,325	7,067	7,134	7,431	7,801	29,435
영업이익	582	713	852	488	2,635	795	585	749	902	3,032
영업이익률	10.1%	11.9%	14.0%	7.6%	10.8%	11.3%	8.2%	10.1%	11.6%	10.3%

자료: POSCO, 하이투자증권 리서치

<표 3> POSCO 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2017E
매출액	12,461	12,857	12,748	15,017	53,084	15,077	14,944	14,423	14,936	59,380
영업이익	660	679	1,034	472	2,844	1,365	979	1,145	1,301	4,791
세전이익	545	268	663	-44	1,433	1,325	773	990	1,077	4,165
지배주주순이익	360	292	546	166	1,363	851	513	705	735	2,803
영업이익률	5.3%	5.3%	8.1%	3.1%	5.4%	9.1%	6.6%	7.9%	8.7%	8.1%
세전이익률	4.4%	2.1%	5.2%	-0.3%	2.7%	8.8%	5.2%	6.9%	7.2%	7.0%
지배주주순이익률	2.9%	2.3%	4.3%	1.1%	2.6%	5.6%	3.4%	4.9%	4.9%	4.7%

자료: POSCO, 하이투자증권 리서치

<표 4> POSCO 수익추정 변경 요약 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

항목	신규추정(a)		기존추정(b)		GAP(a/b-1)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	59,380	58,435	60,390	60,426	-1.7%	-3.3%
영업이익	4,791	4,831	4,494	4,516	6.6%	7.0%
세전이익	4,165	4,428	4,050	4,017	2.8%	10.2%
지배주주순이익	2,803	3,144	2,883	2,896	-2.8%	8.6%
영업이익률	8.1%	8.3%	7.4%	7.5%	0.6%p	0.8%p
세전이익률	7.0%	7.6%	6.7%	6.6%	0.3%p	0.9%p
지배주주순이익률	4.7%	5.4%	4.8%	4.8%	-0.1%p	0.6%p

자료: POSCO, 하이투자증권 리서치

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	29,304	31,786	32,703	32,838
현금 및 현금성자산	2,448	3,437	4,628	4,599
단기금융자산	5,657	5,657	5,657	5,657
매출채권	11,122	12,104	11,915	11,967
재고자산	9,052	9,501	9,350	9,391
비유동자산	50,459	50,929	51,398	51,863
유형자산	33,770	34,434	35,070	35,677
무형자산	6,089	5,728	5,395	5,088
자산총계	79,763	82,715	84,101	84,701
유동부채	18,915	18,858	19,785	19,806
매입채무	4,073	4,572	4,500	4,520
단기차입금	7,980	7,980	7,980	7,980
유동성장기부채	2,215	1,500	2,500	2,500
비유동부채	15,009	15,209	12,709	10,209
사채	6,145	6,845	4,845	2,845
장기차입금	6,365	5,865	5,365	4,865
부채총계	33,925	34,067	32,495	30,015
지배주주지분	42,373	44,991	47,949	51,030
자본금	482	482	482	482
자본잉여금	1,398	1,398	1,398	1,398
이익잉여금	41,174	43,337	45,841	48,467
기타자본항목	-681	-226	228	682
비지배주주지분	3,465	3,657	3,657	3,657
자본총계	45,838	48,648	51,606	54,686

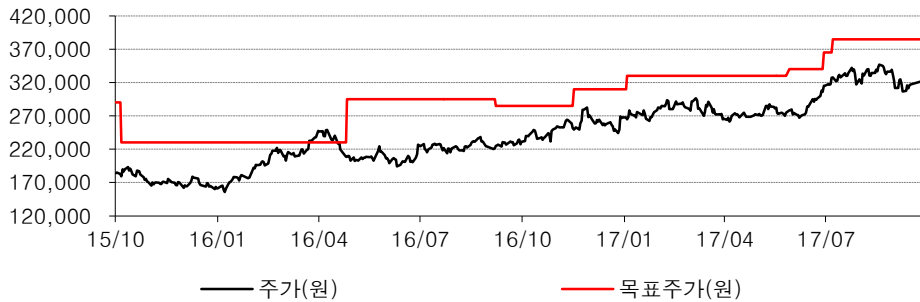
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	53,084	59,380	58,435	58,697
증가율(%)	-8.8	11.9	-1.6	0.4
매출원가	46,394	50,964	49,959	50,128
매출총이익	6,690	8,416	8,476	8,569
판매비와관리비	3,845	3,625	3,646	3,669
연구개발비	121	119	117	117
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	2,844	4,791	4,831	4,900
증가율(%)	18.0	68.4	0.8	1.4
영업이익률(%)	5.4	8.1	8.3	8.3
이자수익	182	205	232	231
이자비용	659	644	601	530
지분법이익(손실)	-89	-	-	-
기타영업외손익	-541	-202	-130	-100
세전계속사업이익	1,433	4,165	4,428	4,600
법인세비용	385	1,170	1,284	1,334
세전계속이익률(%)	2.7	7.0	7.6	7.8
당기순이익	1,048	2,995	3,144	3,266
순이익률(%)	2.0	5.0	5.4	5.6
지배주주귀속 순이익	1,363	2,803	3,144	3,266
기타포괄이익	454	454	454	454
총포괄이익	1,502	3,449	3,598	3,720
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	5,269	7,934	8,551	8,380
당기순이익	1,048	2,995	3,144	3,266
유형자산감가상각비	2,836	2,836	2,864	2,893
무형자산상각비	378	360	333	307
지분법관련손실(이익)	-89	-	-	-
투자활동 현금흐름	-3,755	-3,352	-3,352	-3,352
유형자산의 처분(취득)	-2,280	-3,500	-3,500	-3,500
무형자산의 처분(취득)	-130	-	-	-
금융상품의 증감	-339	-166	-166	-166
재무활동 현금흐름	-3,951	-1,225	-2,210	-3,210
단기금융부채의증감	-886	-715	1,000	-
장기금융부채의증감	-2,286	200	-2,500	-2,500
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-153	-153	-153	-153
현금및현금성자산의증감	-2,424	989	1,191	-28
기초현금및현금성자산	4,870	2,448	3,437	4,628
기말현금및현금성자산	2,448	3,437	4,628	4,599

주요투자지표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	15,637	32,153	36,061	37,460
BPS	486,007	516,030	549,960	585,290
CFPS	52,498	68,813	72,730	74,165
DPS	8,000	8,000	8,000	8,000
Valuation(배)				
PER	16.5	10.1	9.0	8.7
PBR	0.5	0.6	0.6	0.6
PCR	4.9	4.7	4.5	4.4
EV/EBITDA	6.1	5.2	4.8	4.5
Key Financial Ratio(%)				
ROE	3.3	6.4	6.8	6.6
EBITDA 이익률	11.4	13.5	13.7	13.8
부채비율	74.0	70.0	63.0	54.9
순부채비율	31.9	26.9	20.2	14.5
매출채권회전율(x)	4.7	5.1	4.9	4.9
재고자산회전율(x)	6.1	6.4	6.2	6.3

자료 : POSCO, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(POSCO)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2015-10-20	Buy	230,000	6개월	-17.8%	8.0%
2016-05-10(담당자변경)	Buy	295,000	6개월	-26.9%	-19.2%
2016-09-21(담당자변경)	Buy	285,000	6개월	-15.5%	-7.2%
2016-11-30	Buy	310,000	6개월	-15.8%	-8.9%
2017-01-17	Buy	330,000	6개월	-16.0%	-10.2%
2017-06-12	Buy	340,000	6개월	-16.6%	-9.4%
2017-07-13	Buy	365,000	1년	-12.7%	-10.4%
2017-07-21	Buy	385,000	1년	-14.7%	-9.9%
2017-10-16	Buy	400,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 김윤상)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	88.3 %	11.7 %	-