POSCO (005490.KS)

지금도 사야 하는 이유들

NH투자증권

Company Note | 2017. 3. 21

철강 가격의 상승세가 지속될 가능성이 높은 가운데, ASP(평균판매단가) 인상과 비철강부문 실적 개선으로 이익 증가할 것. 이에 따라 목표주가를 40만원(기존 33만원)으로 상향하며, 적극적인 비중확대 권고

2017년과 2018년 EPS 전망치 각각 10.9%, 20.9% 상향

POSCO의 목표주가를 기존 330,000원에서 400,000원으로 상향하며, 투자의견 'Buy' 유지. 국제 철강가격 상승과 비철강부문의 이익개선 전망에 근거해 2017년과 2018년 EPS 전망치를 각각 10.9%, 20.9% 상향. 상향된 목표주가는 2017년 예상 실적기준 PER 16.6배, PBR 0.8배에 해당

인플레이션 시기, 철강 가격은 원자재 가격과 동반 상승할 전망

철강가격은 철광석 및 석탄 가격뿐만 아니라, 유가, 구리 가격 등과 같은 방향성을 보임. 미국의 경기회복과 중국 경제의 안정, 인플레이션 기대 등을 고려하면, 아직은 원자재 가격의 하락 반전을 전망하기에 이른 시기임

과거 중국과 미국의 철강가격은 짧게는 2년 안팎에서 길게는 7년까지 지속 상승. 최근의 철강가격 상승은 지난 2015년 12월 이후부터였고, 1년 3개월간 진행 중으로 상승세는 한동안 더 이어질 것으로 예상

과거 금리인상 시기에 철강가격은 상승. 1990년대 이후 세 번의 미국 금리인상 시기에 철강가격은 모두 상승했고, 2000년대 이후 중국에서도 두 차례의 금리인상 시기에 철강가격 상승. 미국이 2015년 12월 이후 세 번 기준금리를 올리는 동안 미국과 중국 철강가격은 동반 상승

중국 철강산업 구조조정 심화, 수요에 대한 우려도 완화될 것

중국 리커창총리, 양회 경제공작보고에서 2017년 철강 생산능력 5,000만톤 감축 보고. 이는 2016년 설비도태 목표인 4,500만톤(실행 6,500만톤) 대비 높아진 것. 중국은 2017년에도 철강과 석탄 등을 중심으로 과잉산업에 대한 공급측 개혁을 심화, 지속할 전망

한편, 중국 정부는 PPP(Public-Private Partnership, 민관협력사업)를 통해 민간자본의 인프라투자 참여를 유도하며, 1, 2선 도시에 주택부지를 공급하고, 3, 4선 도시에서는 미분양재고 소진을 촉진할 계획이라고 밝힘. 이로써 중국 철강수요 감소를 우려하는 시각은 완화될 것으로 예상

Buy (유지)

목표주가	400,000원 (상향)
현재가 (17/03/20)	296,500원
업종	철강금속
KOSPI / KOSDAQ	2,157.01 / 609.11
시가총액(보통주)	25,850.9십억원
발행주식수(보통주)	87.2백만주
52주 최고가('17/02/22)	296,500원
최저가('16/06/24)	194,000원
평균거래대금(60일)	82,594백만원
배당수익률(2017E)	2.70%
외국인지분율	55.1%
주요주주	
국민연금	10.9%
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	5.1%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	14.5	33.9	37.3
상대수익률 (%p)	8.4	25.7	26.8

	2016	2017E	2018F	2019F
매출액	53,084	58,016	60,730	62,552
증감률	*-8.8*	*9.3*	*4.7*	*3.0*
영업이익	2,844	3,918	3,986	4,138
영업이익률	*5.4*	*6.8*	*6.6*	*6.6*
(지배지분)순이익	1,363	2,051	2,107	2,116
EPS	15,637	23,525	24,164	24,272
증감률	*654.7*	*50.4*	*2.7*	*0.4*
PER	16.5	12.3	12.0	12.2
PBR	0.5	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	6.7	6.6	6.4	6.2
ROE	3.3	4.9	4.8	4.6
부채비율	16.5	12.3	12.0	12.2
순차입금	0.5	0.6	0.6	0.6

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Analyst 변종만
02)768-7597, will.byun@nhqv.com

Analyst 심정훈
02)768-7468, joshuaj.sim@nhqv.com

철강가격 상승과 연결 자회사의 실적 개선으로 이익 증가 예상된다

목표주가 400,000원으로 상향

POSCO 목표주가를 기존 330,000원에서 400,000원으로 21.2% 상향하며, 투자의견 'Buy'를 유지한다. 1)철강가격 상승에 따른 철강사업부문의 이익 증가는 2017년에도 이어질 전망이며, 2)2016년 큰 폭의 손실을 기록했던 건설부문의 이익개선이 예상된다. 이를 반영해 2017년과 2018년 영업이익 전망치를 각각 12.3%, 11.5% 상향하며, EPS(Earnings Per Share: 주당순이익) 전망치도 각각 10.9%, 20.9% 상향한다.

상향된 목표주가는 PBR 0.8배에 해당

상향된 목표주가 400,000원은 2017년 예상 주당순자산가치(BPS: Book value per Share)의 0.8배이며, 이는 과거 2012~ 2016년 최근 5년간 POSCO 주가의 PBR 밴드 상단 평균치에 해당된다. 그리고, 글로벌 비교 철강기업의 2017년 평균 PBR인 1.3배 대비 39.7% 할인된 수준이다.

양호한 2017년 1분기 실적 예상

2017년 1분기 연결기준 실적으로 매출액 14조355억원(+12.6% y-y), 영업이익 8,547억원(+29.5% y-y), 지배주주순이익 4,977억원(+38.4% y-y)을 전망한다. 당사 추정치는 시장 컨센서스(매출액 13조8,688억원, 영업이익 8,095억원, 지배주주순이익 5,105억원)대비 매출액은 유사하고, 영업이익은 5.6% 상회, 지배주주순이익은 2.5% 하회한다.

ASP 상승으로 Spread 확대, 건설부문 이익 개선 추정

양호한 1분기 실적을 예상하는데 이는 1)ASP(Average Sales Price: 평균판매단가) 상승폭이 원가 상승폭보다 톤당 약 2만원 가량 컸고, 2)국제 철강가격 상승으로 해외 철강 자회사들의 실적이 개선되었으며, 3)지난해 대규모 손실을 기록한 바 있는 건설부문에서도 이익 개선이 있었을 것으로 보기 때문이다.

표1. POSCO 실적 전망 (IFRS 연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

		2016	2017E	2018F	2019F
매출액	- 수정 후	53,083.5	58,015.5	60,730.3	62,552.2
	- 수정 전	-	58,980.7	61,758.7	63,611.5
	- 변동률	-	-1.6	-1.7	-1.7
영업이익	- 수정 후	2,844.3	3,917.6	3,986.4	4,137.7
	- 수정 전	-	3,488.7	3,574.1	3,708.5
	- 변동률	-	12.3	11.5	11.6
영업이익률(수정 후)		5.4	6.8	6.6	6.6
EBITDA		6,058.2	6,652.7	6,778.1	6,973.5
(지배지분)순이익		1,363.3	2,102.5	2,157.4	2,117.4
EPS	- 수정 후	15,637	24,115	24,745	24,286
	- 수정 전	-	21,736	20,465	21,374
	- 변동률	-	10.9	20.9	13.6
PER		16.5	12.3	12.0	12.2
PBR		0.5	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA		6.7	6.6	6.4	6.2
ROE		3.3	4.9	4.8	4.6

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. POSCO 1분기 실적 Preview (K-IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E					2Q17F
					예상치	y-y	q-q	기존추정	컨센서스	
매출액	12,461	12,857	12,748	15,017	14,036	12.6	-6.5	13,777	13,869	14,301
영업이익	660	679	1,034	472	855	29.5	81.2	785	810	1,036
영업이익률	5.3	5.3	8.1	3.1	6.1			5.7	*5.8*	7.2
세전이익	545	268	663	-44	735	35.0	흑전	636	701	713
(지배)순이익	360	292	546	166	515	43.2	209.8	436	511	509

주: IFRS 연결기준. 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

표 3. POSCO 분기별 매출 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

		2016					2017E				
		1Q	2Q	3Q	4Q	연간	1Q	2Q	3Q	4Q	연간
K-IFRS 연결기준	매출액(십억원)	12,461	12,857	12,748	15,017	53,084	14,035	14,301	14,600	15,079	58,016
	영업이익(십억원)	660	679	1,034	472	2,844	855	1,036	1,047	981	3,918
	영업이익률(%)	5.3	5.3	8.1	3.1	5.4	6.1	7.2	7.2	6.5	6.8
	세전이익(십억원)	545	268	663	-44	1,433	735	713	689	798	2,935
	순이익(십억원)	338	221	476	14	1,048	525	519	512	587	2,143
K-IFRS 개별기준	매출액(십억원)	5,767	6,010	6,107	6,442	24,325	6,724	6,798	7,169	7,163	27,854
	영업이익(십억원)	582	713	852	488	2,635	706	826	876	827	3,235
	영업이익률(%)	10.1	11.9	14.0	7.6	10.8	10.5	12.2	12.2	11.5	11.6
	세전이익(십억원)	561	395	765	467	2,189	798	794	844	835	3,271
	순이익(십억원)	446	311	579	450	1,785	614	612	650	643	2,519

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표 4. POSCO 주요 실적 지표(별도 기준)

	2015	2016					2017E				
		1Q	2Q	3Q	4Q	소계	1Q	2Q	3Q	4Q	소계
매출액(십억원)	25,607	5,767	6,010	6,107	6,442	24,325	6,724	6,798	7,169	7,163	27,854
탄소강	20,297	4,561	4,732	4,808	5,074	19,176	5,331	5,378	5,693	5,668	22,070
STS	3,612	816	907	916	933	3,573	981	1,006	1,044	1,060	4,091
기타	1,699	389	371	383	434	1,577	412	413	432	435	1,693
조강생산량(천톤)	37,965	9,064	9,007	9,800	9,625	37,496	8,875	9,038	9,540	9,615	37,067
제품생산량(천톤)	35,337	8,770	8,861	9,304	9,007	35,942	8,535	8,454	8,950	8,874	34,812
판매량(천톤)	35,337	8,740	9,005	8,945	9,185	35,875	8,506	8,425	8,918	8,839	34,688
열연	9,036	2,259	2,435	2,167	2,416	9,277	2,184	2,142	2,273	2,260	8,858
냉연	13,869	3,417	3,406	3,695	3,559	14,077	3,330	3,348	3,553	3,497	13,727
전기강판	830	229	194	187	190	800	199	192	202	201	795
후판	5,722	1,391	1,416	1,295	1,496	5,598	1,331	1,282	1,368	1,380	5,361
선재	2,786	700	712	701	696	2,809	672	650	693	687	2,702
STS	1,843	463	513	505	483	1,964	462	465	472	470	1,869
기타	1,252	280	329	395	346	1,350	328	347	356	344	1,375
탄소강 ASP(천원/톤)	616	551	557	570	583	565	663	676	674	677	672
매출총이익(십억원)	4,134	1,002	1,159	1,290	938	4,389	1,141	1,262	1,328	1,278	5,009
영업이익(십억원)	2,238	582	713	852	488	2,635	706	826	876	827	3,235
영업이익률(%)	8.7	10.1	11.9	14.0	7.6	10.8	10.5	12.2	12.2	11.5	11.6
세전이익(십억원)	1,668	561	395	765	467	2,189	798	794	844	835	3,271
순이익(십억원)	1,318	446	311	579	450	1,785	614	612	650	643	2,519

자료: NH 투자증권 리서치본부

표5. Global 주요 철강업체 Peer Group 비교 (단위: 백만달러, 달러, 배, %)

		POSCO	HDS	NSSMC	BAOSTEEL	USS	NUCOR	AMT
시가총액		22,537.8	7,490.8	22,533.4	21,515.5	6,499.3	20,635.9	28,051.4
매출액	2016	45,775	14,394	40,911	26,046	10,261	16,208	56,791
	2017E	50,528	16,073	41,162	27,834	11,934	18,913	63,692
	2018F	51,247	16,270	46,469	44,977	12,133	19,202	62,533
영업이익	2016	2,464	1,246	1,398	510	137	1,452	4,366
	2017E	3,009	1,343	840	1,805	790	2,095	4,615
	2018F	3,237	1,416	2,166	2,341	876	2,205	4,734
EBITDA	2016	5,235	2,443	3,997	2,189	644	2,139	7,292
	2017E	5,932	2,551	3,709	3,711	1,232	2,802	7,397
	2018F	6,180	2,632	5,192	4,731	1,332	2,961	7,559
순이익	2016	1,501	727	1,016	207	-155	809	1,677
	2017E	1,791	811	798	1,246	522	1,301	2,110
	2018F	1,977	872	1,763	1,667	516	1,295	2,527
EPS	2016	18.4	5.6	1.1	0.0	-1.0	2.5	0.6
	2017E	21.0	6.3	0.9	0.1	2.7	3.9	0.7
	2018F	23.0	6.7	2.0	0.1	2.9	4.0	0.8
BPS	2016	438	101	27	1.1	13	25	10
	2017E	452	112	28	1.0	16	27	11
	2018F	469	118	29	1.1	20	30	11
순부채	2016	10,490	7,956	17,077	8,427	1,516	2,161	10,279
	2017E	12,639	9,156	18,062	8,261	1,156	1,541	9,846
	2018F	11,533	8,359	16,880	7,639	738	515	8,485
PER	2016	17.5	10.1	45.2	93.0	--	27.8	18.2
	2017E	12.3	9.0	26.0	13.9	14.5	17.4	11.7
	2018F	11.2	8.3	12.2	11.7	13.4	15.9	10.8
PBR	2016	0.6	0.5	0.8	0.8	2.3	2.7	0.9
	2017E	0.6	0.5	0.8	1.0	2.3	2.4	0.9
	2018F	0.6	0.5	0.8	0.9	1.9	2.2	0.8
EV/EBITDA	2016	6.1	7.2	9.5	11.3	17.5	11.5	6.8
	2017E	6.4	6.6	11.5	8.4	6.2	8.0	5.4
	2018F	6.0	6.1	8.0	6.5	5.4	7.3	5.1
ROE	2016	4.1	5.6	4.8	1.1	-12.0	9.0	5.3
	2017E	4.8	5.7	3.4	7.1	19.1	15.4	6.6
	2018F	5.0	5.7	7.0	8.2	17.5	15.0	6.8

자료: Bloomberg Consensus, NH 투자증권 리서치본부

인플레이션 시기, 원자재 가격 하락 반전을 예상하기에 너무 이르다

의사 결정에는 언제, 얼마 보다는 어떤 상황인지가 중요

POSCO 주가는 지난 2016년 1월 21일 15만6,000원의 저점에서 무려 90.1% 상승했다. 대표적인 굴뚝산업에 속한 철강기업 주가가 바닥에서 이렇게 오르니, 이제는 얼마나 더 오를 수 있을 것인지에 대한 고민도 많아졌다. 이런 고민과 관련 질문을 이렇게 바꿔 보는 게 낫겠다. '어떤 상황이 오면 POSCO 주식의 보유 비중을 줄여야 하는가?'

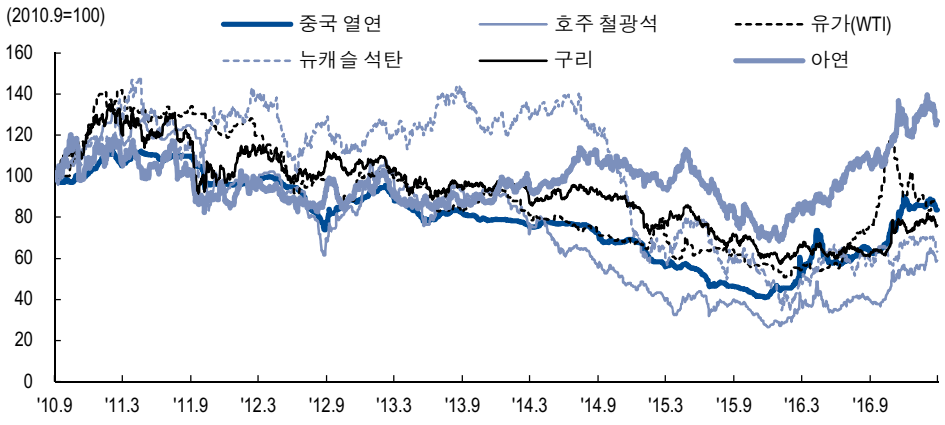
POSCO Valuation 글로벌 Peer Group 대비 여전히 낮아

POSCO 주가는 2017년 당사예상 실적 기준 PER 12.4배, PBR 0.6배, ROE 4.8%에서 거래되고 있다. 주식시장 참여자라면 나름대로 POSCO의 기업가치를 산정하기 위한 지표로 이 정도는 살펴보았을 것이다. 이런 지표로만 보면 POSCO 주가 상승에 다소 회의적인 시각이 생길 수도 있다. 그러나 POSCO를 둘러싼 사업환경을 고려해, 생각을 달리해 볼 것을 권한다. 근거는 1)인플레이션 환경에서의 원자재 가격 상승과 2)중국 철강산업의 지속적인 구조조정이다. 미국 철강업체 US Steel과 Nucor의 PBR은 2.0배를 넘고, 중국 보무강철과 일본 신일본제철스미토모금속(NSSMC)의 PBR도 0.8~ 1.0배 수준이다.

원자재 가격이 하락 반전하는 시기가 오면 비중 축소를 고려하자

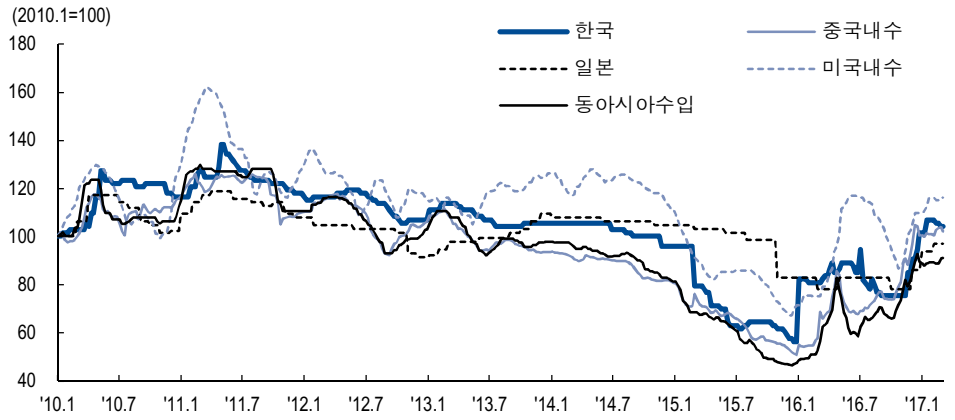
다시 본질적인 질문으로 돌아가보자. POSCO 주식의 보유 비중을 줄여야 하는 경우는 과연 어떤 상황일까? 그것은 바로 국제 원자재시장에서 가격 지표가 하락할 것이라는 전망이 우세해지는 상황일 것이다. 그리고 그런 상황이 그렇게 빨리 올 것 같지는 않다. 적어도 올 해는 아닐 가능성이 높다고 본다.

그림1. 철강 가격은 철광석뿐만 아니라 원유, 석탄, 구리 등 원자재 가격과 동행



자료: Bloomberg, NH 투자증권 리서치본부

그림2. 전 세계 철강(열연코일) 가격은 2015년 12월을 저점으로 반등

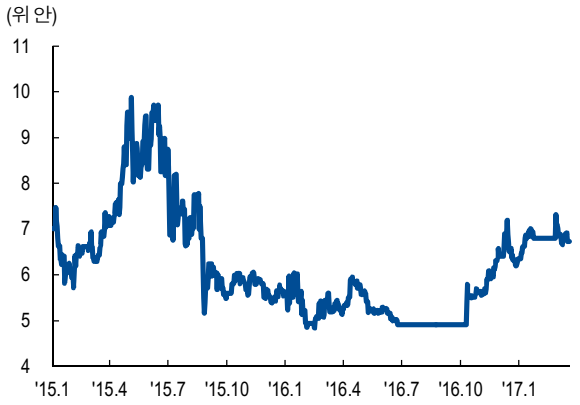


자료: Bloomberg, NH 투자증권 리서치본부

그림3. POSCO 주가 저점에서 90.1% 상승

자료: Bloomberg, NH 투자증권 리서치본부

그림4. 보무강철 주가 저점에서 39.0% 상승



자료: Bloomberg, NH 투자증권 리서치본부

그림5. 신일본제철스미토모(NSSMC) 주가 저점에서 49.8% 상승

자료: Bloomberg, NH 투자증권 리서치본부

그림6. US Steel 주가 저점에서 459.0% 상승

자료: Bloomberg, NH 투자증권 리서치본부

최근 철강 가격의 상승 기간은 1년 3개월에 불과하다

철강 가격 1년 3개월째 상승중

POSCO 주가 상승에 가장 중요한 요소는 철강가격이다. 철강가격은 지난 2015년 12월부터 상승하기 시작해, 1년 3개월째 오름세를 유지 중이다. 이 같은 오름세가 이번 사이클에서 얼마나 진행되었는지 판단하기는 어렵다. 다만, 중국과 미국 철강 가격 추이에서 상승과 하락기간을 비교해 보면 참고가 되지 않을까 한다.

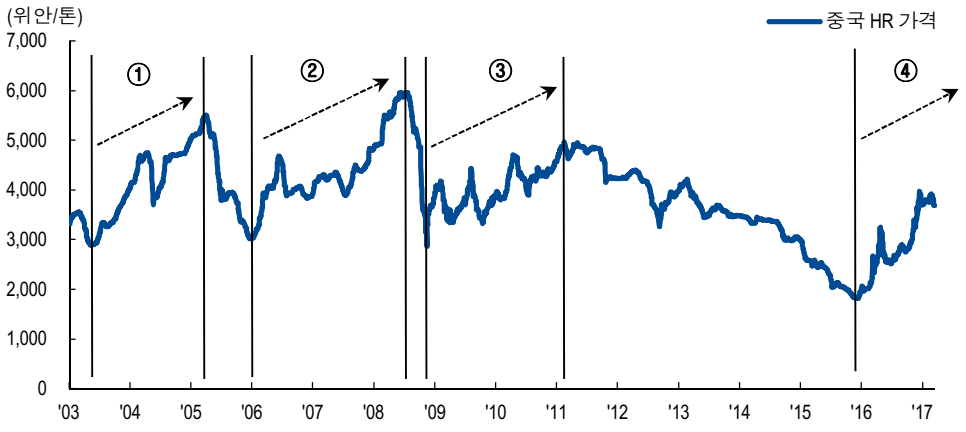
중국에서 과거 철강가격은 약 2년간 상승해

2003년 이후 중국의 열연코일 가격은 2003년 5월부터 2005년 3월까지 상승했고, 2005년 12월까지 급격한 조정을 받았으며, 이후 2008년 7월까지 상승했다. 그리고, 글로벌 금융위기로 2008년 11월까지 급락했고, 2011년 2월까지는 비교적 짧은 등락을 반복하며 상승했다. 이후에는 2015년 12월까지 지루하게 하락했다. 그리고, 최근까지 1년 3개월간 상승중이다. 종합해보면 2003년 이후 세 번의 철강가격 상승기간이 있었는데, 그 기간은 1년 10개월, 2년 7개월, 2년 3개월이었다. 이에 비추어 보면 2015년 12월 이후 1년 3개월이라는 상승 기간은 상대적으로 짧다.

중국 철강가격도 과거 고점보다 낮아

뿐만 아니라 중국 열연코일 가격도 과거 고점보다 낮은 수준이다. 2003년 이후 세 번의 상승기에 열연코일 가격의 고점은 5,000위안에서 6,0000위안이었다. 최근의 상승에도 불구하고 열연가격은 아직 4,000위안을 넘지 못하고 있다.

그림7. 과거 중국 철강가격의 상승 기간은 1년 10개월~ 2년 7개월

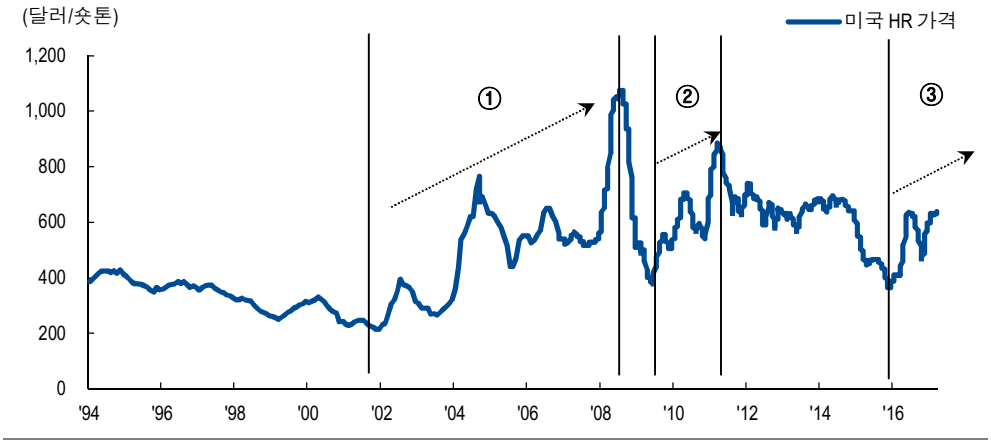


자료: Mysteel, Bloomberg, NH 투자증권 리서치본부

미국 철강가격은 길게는 7년, 짧게 보아도 2년 7개월 상승

미국 철강가격의 상승 주기는 더 길다. 1994년 이후 7년 주기의 상승과 하락이 있었는데, 2001년 12월에서 2008년 8월까지 상승했고, 2015년 12월까지 하락했다. 2008년 금융위기 이후의 하락기를 다시 급락과 급반등 구간으로 나누어 보더라도, 2009년 6월에서 2011년 3월까지 2년 7개월의 상승기간이 있었다. 따라서, 2015년 12월 이후 진행된 1년 3개월의 철강가격 상승 기간은 과거와 비교해보면 아직 완성되었다고 보여지지 않는다.

그림8. 미국 철강가격은 7년 주기로 상승과 하락



자료: SBB, NH 투자증권 리서치본부

금리인상 시기에 철강 가격은 올랐다

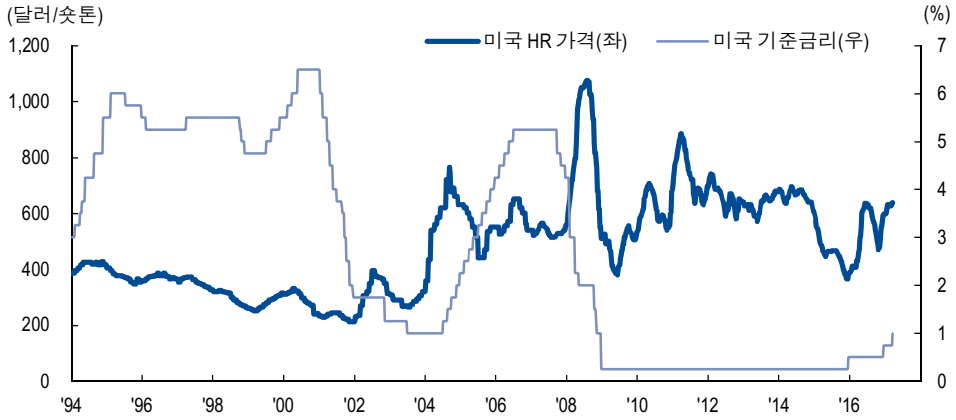
금리인상으로 철강가격 하락할 수 있다는 우려는 기우

미국 Fed(연방준비제도)가 지난 3월 15일 세 번째(2015년 12월 이후) 기준금리 인상을 단행했고, 올 해 추가로 두 차례 더 올릴 것이라는 전망이 우세하다. 철강은 경기에 민감한 업종이기 때문에 미국의 기준금리 인상으로 인한 부정적 영향을 걱정하는 시각이 있지만, 이는 기우이다.

미국 기준금리 인상시기 철강가격은 어김없이 상승

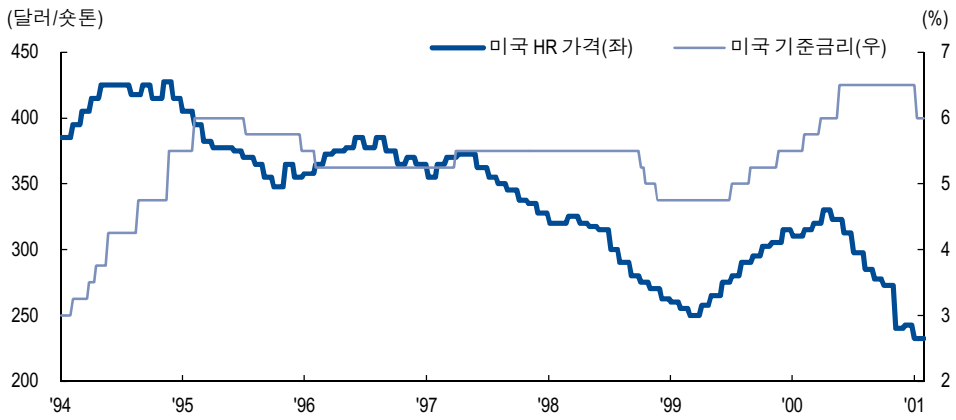
Fed는 1994년 1월 3.0%이던 기준금리를 여섯 차례 올려, 1995년 2월 6.0%까지 높였다. 당시 금리 인상기에 미국의 열연가격은 톤당 385달러에서 425달러로 11.0% 상승했다. 그 다음 기준금리 인상기는 1999년 7월부터 2000년 5월까지로, 기준금리는 5.0%에서 6.0%로 높아졌다. 이 시기 열연가격은 톤당 275달러에서 330달러로 20.0% 상승했다. 이후 2004년 6월 1.0%이던 기준 금리를 2006년 7월 5.25%까지 올렸다. 이때 철강가격은 금리 인상에 앞서 상승했는데 2003년 12월 톤당 320달러에서 2004년 8월에는 720달러로 무려 125%나 급등했다. 그리고, 2015년 12월 이후 Fed가 기준 금리를 세 차례 올리는 동안 미국 열연 가격은 74.7% 상승했다.

그림9. 미국 금리인상 시기를 전후해 철강가격 상승(1994~ 2017년)



자료: Bloomberg, NH 투자증권 리서치본부

그림10. 미국 금리인상 시기를 전후해 철강가격 상승(1994~ 2011년)



자료: Bloomberg, NH 투자증권 리서치본부

중국에서도 기준금리 인상 시기에 철강가격 상승

금리 상승기에 철강가격이 강세를 보인 것은 비단 미국만이 아니다. 중국에서는 금리와 철강가격의 방향성이 더 뚜렷하게 일치한다. 중국은 2006년 8월 2.25%이던 예금 기준금리를 2007년 12월 4.14%까지 꾸준히 올렸다. 이기에 중국 열연 유통가격은 톤당 3,971위안에서 5,951위안으로 50%나 상승했다. 다음 기준금리 인상기는 2010년 10월(2.25%)에서 2011년 7월(3.5%)까지로, 이때도 철강 가격은 13.5% 상승했다.

최근의 유동성 축소 움직임에 대해 걱정할 필요 없다고 판단

아직 중국에서 기준금리 인상 움직임은 없지만, 다소 긴축적인 스탠스를 유지할 가능성은 있다. 지난 3월 16일 인민은행이 역RP 금리를 10bp 인상한 바 있다. 지난 1월말~ 2월초에 이어 한 달만의 정책금리 조정이었다. 다만, 인민은행은 이것이 시중 유동성을 조절하기 위한 수단이지 기준금리 인상으로 이어지지는 않을 것이라고 밝혔다. 부동산 정책, 자동차 구매세 인하 축소, 공급측 개혁 등을 고려할 때 중국이 기준금리를 올릴 가능성은 낮다. 다만 앞서 살펴본 바와 같이 기준 금리 인상 시기에 철강가격이 강세를 보였다는 점을 고려할 때, 긴축적인 스탠스로 인해 철강가격이 하락할 것을 걱정할 필요는 없다.

그림11. 중국 (예금)기준금리 인상시기에 철강가격 상승(2003~ 2017년)

자료: Mysteel, Bloomberg, NH 투자증권 리서치본부

중국의 공급측 개혁은 심화되고, 지속된다

중국은 2017년 철강 생산능력 5,000만톤 감축 계획

중국 리커창 총리는 지난 3월 2일 양회에서 경제공작보고를 통해 공급측 개혁을 지속할 것임을 분명히 했다. 중국 철강 생산능력을 2016년 6,500만톤 줄인데 이어, 2017년에도 5,000만톤 줄이겠다고 보고했다. 2016년 설비감축 목표가 4,500만톤 이었던 점을 감안하면, 2016년 목표를 초과 달성했으며, 2017년 목표는 전년보다 500만톤 증가했다. 한편, '띠티아오강'이라고 불리는 비규격철강제품(Substandard) 생산설비를 2017년 6월까지 모두 폐쇄할 계획인데, 이는 설비 감축 목표와는 별개이다.

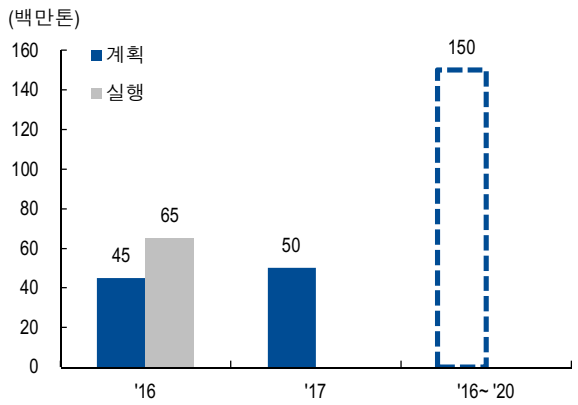
2020년 이전에 철강 생산능력 1억5,000만톤 감축 달성할 것으로 예상

2016년 초에 중국 정부는 2020년까지 철강생산 능력을 1억5,000만톤 줄이겠다는 구조조정 계획을 발표한 바 있다. 5년간의 기간을 고려하면 연간 약 3,000만톤 수준의 설비 감축이 예상되었으나, 이미 지난해에만 6,500만톤을 줄였고, 올 해 목표도 초과 달성할 가능성이 높아 당초 계획했던 1억5,000만톤의 설비 감축은 2020년보다 1~ 2년 앞서 달성될 것으로 전망된다.

공급측 개혁과 국유기업 개혁의 결과 세계 2위의 보무강철 탄생

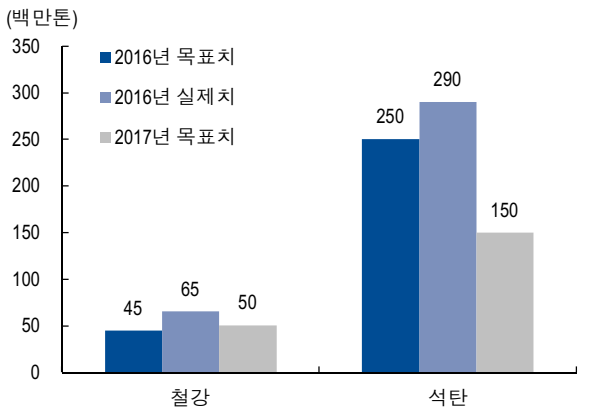
중국의 구조조정은 철강설비 감축뿐만 아니라 대형 업체간 합병으로도 나타났다. 조강생산량 기준 중국내 2위(세계 5위)인 보산강철과 6위(세계 11위)인 무한강철이 지난해 합병했다. 합병 회사의 이름은 보무강철이며, 조강생산량 6,000만톤급으로 커졌다. 이로써, 기존 중국내 조강생산량 기준 1위였던 허베이강철을 넘어, 중국내 1위, 세계 2위의 철강업체가 되었다. 이후로도 중국내 대형 철강사간 인수합병은 이어질 전망이다. 그 대상은 안산강철과 본계강철, 허베이강철과 수도강철 등이 될 것으로 예상된다.

그림12. 2020년까지 철강 생산능력 1.5억톤 감축



자료: 중국공신부, NH 투자증권 리서치본부

그림13. 중국의 공급측 개혁은 2017년에도 지속



자료: 중국공신부, NH 투자증권 리서치본부

표6. 중국 각 성(省)정부의 2017년 공급측 개혁 목표와 주요 내용

지역(국문)	지역(중문)	내용
베이징	北京	- 2020년까지 모든 석탄광산 폐쇄, 800년만에 석탄업 사라질 것
톈진	天津	- 철강산업 구조조정 가속화, 연강생산능력 180만톤 감축, 좀비기업 퇴출, 관련 퇴직자 취업 지원
산시	山西	- 철강생산능력 170만톤 감축 - 석탄 생산능력 2,000만톤 감축
허베이	河北	- 철강생산능력 3,186만톤 감축 - 석탄 생산능력 742만톤 감축 - 시멘트 110만톤 감축 - 평판유리 500만톤 감축
지린	吉林	- 15만톤 이하 규모 석탄광산 폐쇄, 석탄생산능력 315만톤 감축할 것 - 통강그룹 연철생산능력 80만톤 줄일 것 - 아태시멘트 등 기업 구조조정할 것이며, 시멘트 생산능력 500만톤 감축할 것
구이저우	贵州	- 120개 석탄광산 폐쇄하고 생산능력 1,500만톤 감축할 것 - 석탄업체 구조조정하여 기업수 반으로 줄일 것이며, 합병기업의 생산능력은 연 30만톤 이상 되어야할 것
네이멍구	内蒙古	- 철강생산능력 55만톤 감축 - 석탄생산능력 120만톤 감축 - 석탄, 발전, 화공, 금속 기업 전략적 구조조정 격려
허난	河南	- 석탄생산능력 2,000만톤 감축 - 좀비기업 퇴출
후베이	湖北	- 좀비기업 및 낙후설비 2년내 모두 퇴출 시킬 것
저장	浙江	- 300개 좀비기업 퇴출 - 1,000개 기업의 낙후설비 퇴출
산시	陕西	- 기준에 못 미치는 석탄업체 퇴출 - 철강기업 구조조정 격려 - 발전 가능성 없는 시멘트 기업 퇴출
칭하이	青海	- 공급과잉 산업 구조조정 - 부채 상환, 파산기업 처리 가속화 - 132만톤 석탄생산능력 감축
후난	湖南	- 공급과잉기업 시장화 퇴출 기준 마련 - 철강, 석탄 시멘트 산업 공급과잉 해소 - 낙후설비 퇴출에 힘 쓸 것
충칭	重庆	- 철강 및 석탄업체 생산능력, 재고 감축 격려
안후이	安徽	- 2017년 하달된 생산능력 감축 목표 달성할 것 - 감축된 생산능력 회복 불가능하도록 예방할 것 - 관련 퇴직자 취업 지원
스촨	四川	- 철강, 석탄 등 산업 공급과잉 해소할 것 - 합리적으로 좀비기업 퇴출 시킬 것 - 띠티아오강 등 위법행위 엄격하게 단속할 것
윈난	云南	- 2017년 하달된 생산능력 감축 목표 달성할 것
광시	广西	- 2017년 하달된 생산능력 감축 목표 달성할 것 - 좀비기업 데이터베이스 마련하여, 합리적으로 퇴출 시키고, 관련 퇴직자 취업지원 할 것
간수	甘肃	- 2017년 하달된 생산능력 감축 목표 달성할 것 - 신규 생산능력 증가 못하도록 예방할 것
랴오닝	辽宁	- 철강생산능력 602만톤 감축
헤이룽장	黑龙江	- 2017년 하달된 생산능력 감축 목표 달성할 것

자료: 중국언론, NH 투자증권 리서치본부

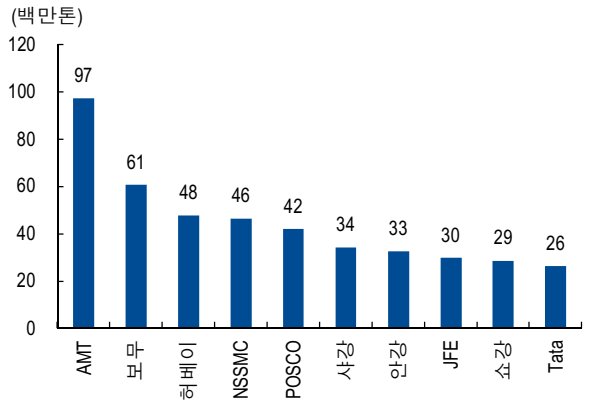
환경문제도 중국이 철강생산을 늘리지 못하는 강력한 이유

중국의 조강생산능력이 공식적으로는 11억5,000만톤이지만, 실제 생산 가능한 설비규모가 12억~ 13억톤으로 추정된다는 점을 고려하면, 중국 정부의 철강설비 1억 5,000만톤 감축 효과에 대해 의문이 들 수 있다. 그러나, 공급측 개혁에 대한 중국 정부의 의지는 확고하고, 대기질 개선 문제도 시급한 상황이므로 철강생산 증가가 억제될 것이라는 점에 주목해야 한다.

철강가격 상승에도 불구하고, 중국 철강 생산 증가는 제한적인 수준에 그침

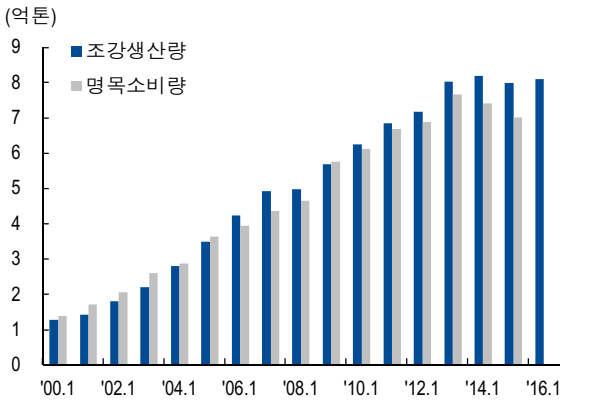
2016년 철강가격이 무려 90% 상승했지만 중국의 조강 생산량은 1.4% 증가하는데 그쳤다. 중국 고로 가동률은 2016년 3월 11일 77.5%에서 2017년 3월 13일 75.6%로 떨어졌다. 특히 600만톤급 이상 대형 고로의 가동률은 4.7%p나 낮아졌다. 중국내 철강설비의 약 30%가 위치하고 있는 허베이성의 고로 가동률은 같은 기간 5.7%p 하락했고, 이 지역 대형 고로의 가동률은 11.3%p나 떨어졌다. 중국 정부의 구조조정에도 불구하고 중국에서 철강 과잉설비 문제가 완전히 해소되기는 현실적으로 어려워 보인다, 다만 중국정부의 1)제조업 개조와 공급측 개혁, 2)국유기업 개혁, 3)대기오염 개선 노력을 고려할 때, 철강 생산량은 계속해서 통제될 것이다.

그림14. 보무강철은 조강생산 세계 2위



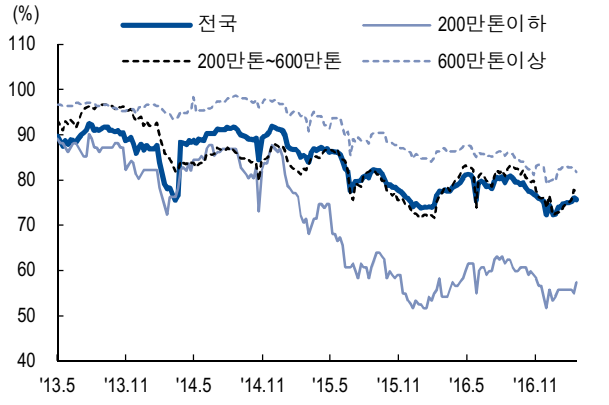
자료: WSA, NH 투자증권 리서치본부

그림15. 중국 2016년 조강생산량 1.4% 증가하는데 그쳐



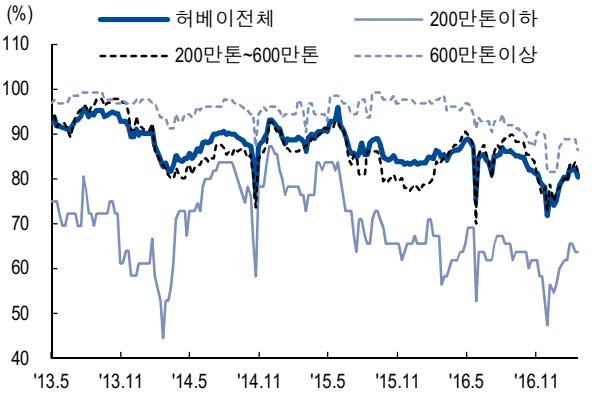
자료: Mysteel, NH 투자증권 리서치본부

그림16. 중국 고로 가동률은 하락



자료: Mysteel, NH 투자증권 리서치본부

그림17. 허베이성 고로 가동률 하락



자료: Mysteel, NH 투자증권 리서치본부

중국 철강 수요에 대한 우려는 완화될 것이다

중국은 PPP를 통해 민간자본을 인프라투자에 활용할 계획

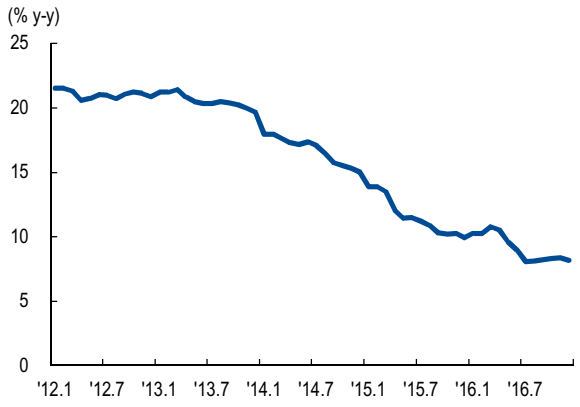
양회 경제공작보고에서 중국 리커창 총리는 2017년 주요 인프라 투자계획과 관련하여 1)철도 건설에 8,000억위안, 2)고속도로 및 해운에 1조8,000억위안을 투자하고, 3)수력 엔지니어링 프로젝트 15개 개설하는 동시에 궤도교통, 민용항공, 통신 인프라 건설을 가속화하며 4)지진, 기상, 지형측량, 지질연구 등 안전인프라를 강화하고, 이를 위해 중앙정부 예산 중 5,076억위안을 배정할 것이라고 보고했다.

인프라투자에 필요한 자금조달 과정에서 정부부담을 덜기 위해 민관참여투자(PPP: Public-Private Partnership) 비중을 높일 전망이다. 2016년 민관참여투자 프로젝트의 평균 수익률이 6% 이었고, 집행률은 31%로 증가해 민간투자가 점차 확대되고 있는 것으로 나타났다. 이러한 추세는 올 해도 이어질 전망이다.

부동산시장은 택지 공급확대와 재고소진의 이원화 정책으로 안정화될 전망

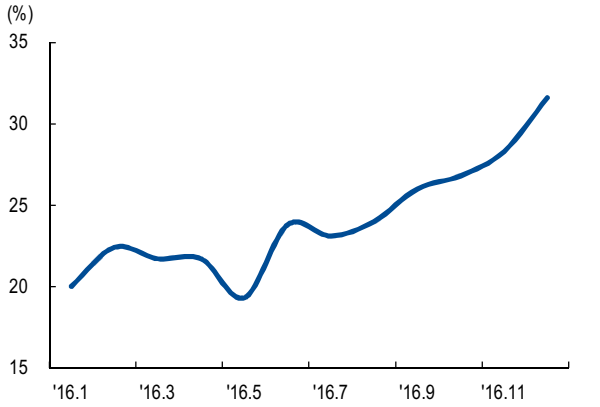
부동산의 경우 지속적인 이원화 정책으로 시장 안정화 유도할 것으로 전망된다. 현재 3~ 4선 도시에는 재고가 많은데, 중국 정부는 주민과, 도시로 이주하는 농촌인구의 수요를 촉진하고 지원할 계획이다. 반면, 부동산 가격 상승압력이 높은 대도시에는 주택용 부지를 합리적으로 늘리고, 개발, 판매, 중개 등의 행위를 관리할 것이라고 밝혔다. 따라서, 부동산시장은 규제로 인해 급격히 위축되기 보다는 지역상황에 맞는 정책으로 안정화될 것으로 예상된다.

그림18. 중국 고정자산투자 증가율은 8%대로 하락



자료: Bloomberg, NH 투자증권 리서치본부

그림19. 민관참여 프로젝트 집행률 31%로 상승



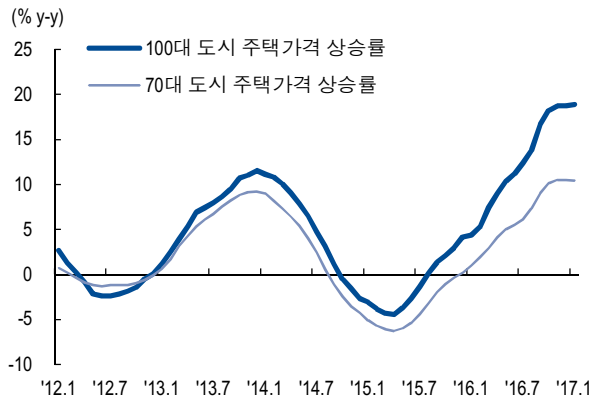
자료: 중국재정부, NH 투자증권 리서치본부

부동산 중심의 중국 철강수요 우려는 완화될 것

중국 철강수요의 약 54%를 건설부문이 차지한다. 이중 2/3 가량이 부동산이고, 나머지 1/3이 인프라투자다. 따라서 중국 부동산시장 안정과 지속적인 인프라투자는 철강 수요에서 매우 중요하다. 중국 정부의 경제운용 방안을 보건 데 철강 수요 위축 우려는 완화될 것으로 예상된다.

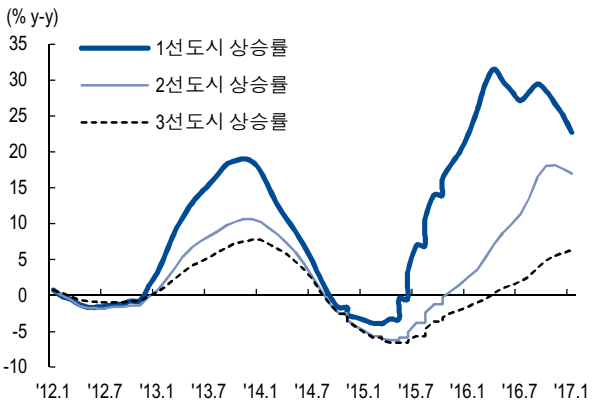
세계철강협회는 지난 2016년 4월 철강수요 전망에서 중국의 철강수요가 2016년에 4% 감소하고 2017년에 3% 감소할 것으로 예상했다. 이후, 2016년 10월에는 중국의 2016년과 2017년 철강수요가 각각 1% 감소, 2% 감소할 것으로 전망치를 수정했다. 만약 중국의 부동산 시장이 안정되고, 인프라투자가 활성화된다면 현재의 중국 철강수요 전망은 보다 낙관적으로 수정될 수 있다.

그림20. 중국 70대, 100대 도시 주택가격 상승률 견고



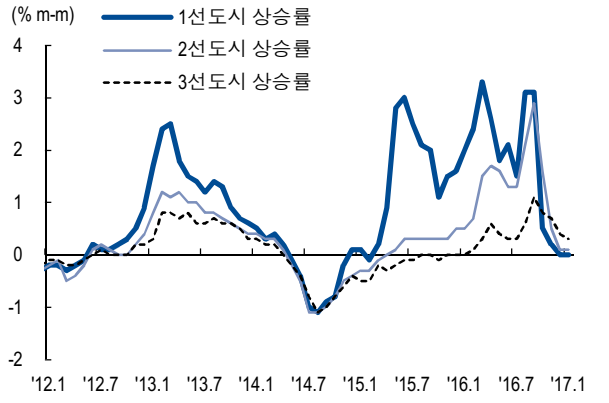
자료: WIND, NH 투자증권 리서치본부

그림21. 중국 주택가격 상승률은 1선도시부터 순차적으로 둔화



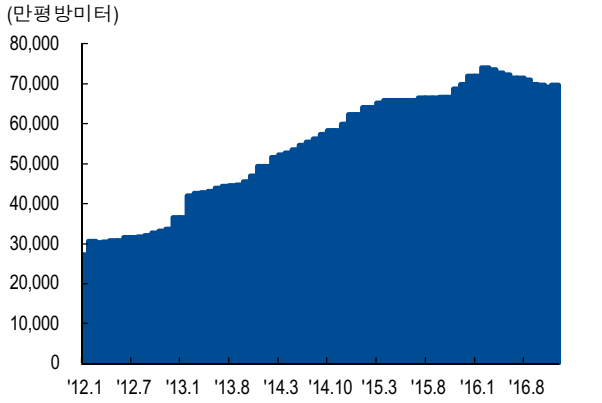
자료: WIND, NH 투자증권 리서치본부

그림22. 중국 전월대비 주택가격 상승률도 둔화세 뚜렷



자료: WIND, NH 투자증권 리서치본부

그림23. 중국 부동산 미분양 면적은 점진적으로 감소



자료: WIND, NH 투자증권 리서치본부

중국의 수입 철광석 재고 증가는 수입 철광석에 대한 선호 변화 때문이다

중국 철광석 수입재고 증가는 철강가격 하락 압력

중국 철광석 수입 재고가 사상 최고치를 기록하고 있는 가운데, 이것이 철광석 가격 하락 압력으로 작용하며 철강가격 하락, 철강업체 주가 하락으로 이어질 것이란 우려가 있다. 그러나, 당사는 이런 시나리오가 현실화 될 가능성은 낮다고 판단한다.

중국의 수입 철광석 재고는 사상 최고치로 증가

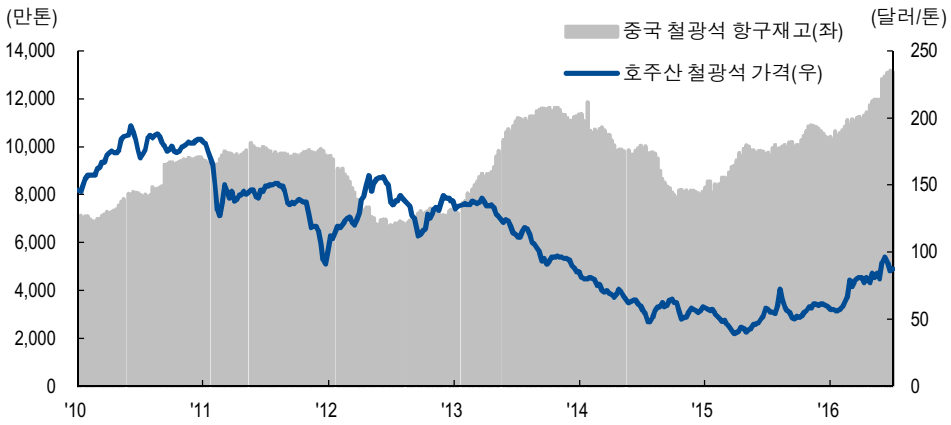
중국 주요 항구에서 집계되는 철광석 재고는 지난 3월 9일 1억3,166만톤으로 사상 최고치를 기록했다. 철광석 항구 재고의 평균치가 2014년 1억940만톤, 2015년 8,916만톤, 2016년 1억388만톤 이었던 것을 고려하면 확실히 높은 수준이다. 평균치뿐만 아니라 특정 시점으로도 중국 수입 철광석 재고는 1억1,000만톤을 대체로 크게 넘지 않았었다.

이렇게 높아진 재고 수준에 대해, 철광석 가격이 급등한 상황에서 이제는 가격 하락 압력으로 작용할 것이라는 시각은 일견 합리적이다. 그러나, 당사는 이것이 단지 가격 상승에 기인한 무리한 재고 증가가 아니라, 철광석에 대한 중국 철강시장의 선호도 변화라고 본다.

중국 철강업체의 수입 철광석에 대한 선호 변화를 반영한 것

중국은 연간 약 8억톤의 조강을 생산하는데, 이에 필요한 철광석의 70~ 80%를 수입에 의존하고 있다. 수입 철광석 중에서는 호주산과 브라질산이 각각 60%, 20% 가량의 비중을 차지한다. 중국에서 생산되는 철광석은 품위가 약 30% 수준으로 수입산의 60%대에 비해 절반밖에 되지 않는다. 중국내 생산 철광석이 품위도 낮고 가격도 싼 것인데, 원료탄 가격이 오르면서 고품위 수입 철광석에 대한 수요가 커진 것으로 판단된다. 따라서, 단순히 중국 항구에 쌓인 철광석 재고의 양으로 철광석 가격 하락 가능성을 예상하는 것은 맞지 않다.

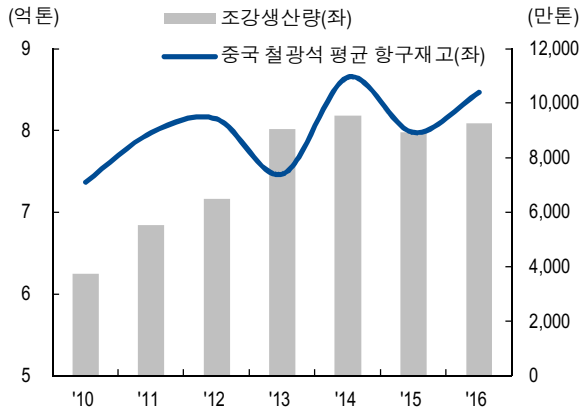
그림24. 중국 항구 철광석 수입재고 사상 최고치로 상승하며 가격 하락 압력 우려키워



자료: Mysteel, NH 투자증권 리서치본부

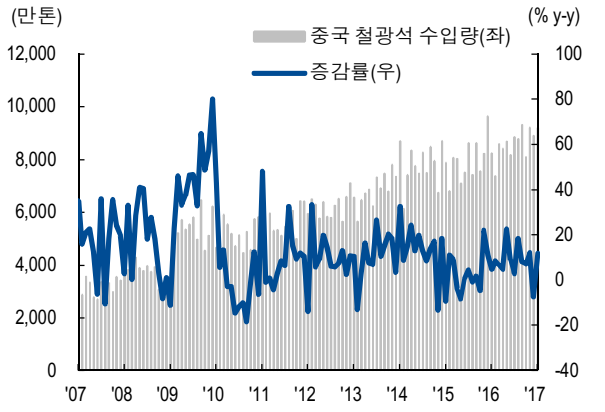
2015년 12월에 40달러를 하회했던 호주산 철광석 가격이 최근 90달러로 반등한 부담이 있고, 철강 수요가 증가하지 않을 것이라는 점에서 철광석의 추가 가격 상승을 예상하는 근거도 약하다. 다만, 글로벌 경기회복에 따라 원자재 가격 상승세가 이어진다면 철광석 가격도 현 수준에서 지지되거나 제한된 범위내에서 강세를 보일 것으로 전망한다.

그림25. 중국 철광석 항구재고상단은 과거 1.0억~ 1.1억톤



자료: Mysteel, NH 투자증권 리서치본부

그림26. 철광석 수입증가도 함께 나타나



자료: WIND, NH 투자증권 리서치본부

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

(십억원)	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
매출액	**53,084**	**58,016**	**60,730**	**62,552**
증감률 (%)	-8.8	9.3	4.7	3.0
매출원가	**46,394**	**50,279**	**52,840**	**54,452**
매출총이익	**6,690**	**7,736**	**7,890**	**8,101**
Gross 마진 (%)	12.6	13.3	13.0	13.0
판매비와 일반관리비	3,845	3,819	3,904	3,963
영업이익	**2,844**	**3,918**	**3,986**	**4,138**
증감률 (%)	18.0	37.7	1.8	3.8
OP 마진 (%)	5.4	6.8	6.6	6.6
EBITDA	**6,058**	**6,653**	**6,778**	**6,974**
영업외손익	**-1,411**	**-983**	**-1,009**	**-1,208**
금융수익(비용)	-782	-983	-1,009	-1,208
기타영업외손익	-541	0	0	0
종속, 관계기업관련손익	-89	0	0	0
세전계속사업이익	**1,433**	**2,935**	**2,977**	**2,930**
법인세비용	**385**	**792**	**778**	**772**
계속사업이익	1,048	2,143	2,199	2,158
당기순이익	**1,048**	**2,143**	**2,199**	**2,158**
증감률 (%)	흑전	104.5	2.6	-1.9
Net 마진 (%)	2.0	3.7	3.6	3.5
지배주주지분 순이익	1,363	2,103	2,157	2,117
비지배주주지분 순이익	-315	41	42	41
기타포괄이익	454	0	0	0
총포괄이익	1,502	2,143	2,199	2,158

Valuation / Profitability / Stability

	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
PER(X)	16.5	12.3	12.0	12.2
PBR(X)	0.5	0.6	0.6	0.6
PCR(X)	3.4	4.2	4.1	4.1
PSR(X)	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(X)	6.7	6.6	6.4	6.2
EV/EBIT(X)	14.2	11.2	10.9	10.4
EPS(W)	15,637	24,115	24,745	24,286
BPS(W)	486,007	502,782	520,187	537,133
SPS(W)	608,848	665,416	696,554	717,451
자기자본이익률(ROE, %)	3.3	4.9	4.8	4.6
총자산이익률(ROA, %)	1.3	2.6	2.6	2.4
투하자본이익률 (ROIC, %)	3.7	5.8	5.7	5.7
배당수익률(%)	3.1	2.7	2.7	2.7
배당성향(%)	46.9	30.4	29.7	30.2
총현금배당금(십억원)	640	640	640	640
보통주 주당배당금(W)	8,000	8,000	8,000	8,000
순부채(현금)/자기자본(%)	31.9	30.8	29.1	27.1
총부채/ 자기자본(%)	74.0	78.1	78.6	77.3
이자발생부채	23,050	25,083	26,000	26,180
유동비율(%)	154.9	160.6	164.1	166.5
총발행주식수(mn)	87	87	87	87
액면가(W)	5,000	296,500	296,500	296,500
주가(W)	257,500	296,500	296,500	296,500
시가총액(십억원)	22,451	25,851	25,851	25,851

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

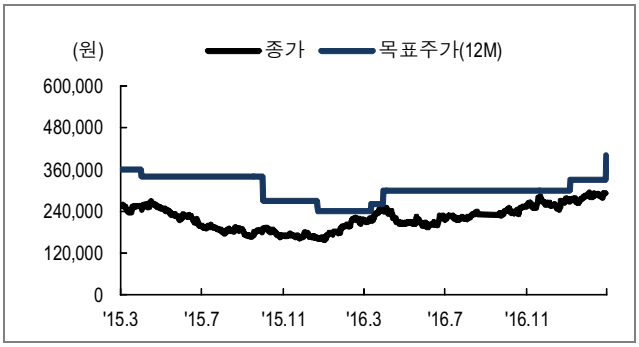
(십억원)	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
현금및현금성자산	2,448	3,961	4,906	5,484
매출채권	9,330	10,197	10,674	10,994
유동자산	**29,304**	**33,182**	**35,425**	**36,873**
유형자산	33,770	34,181	34,623	35,209
투자자산	7,115	7,650	8,259	8,543
비유동자산	**50,459**	**51,127**	**51,917**	**52,539**
자산총계	**79,763**	**84,309**	**87,341**	**89,412**
단기성부채	10,369	11,318	11,811	12,075
매입채무	4,073	4,452	4,660	4,800
유동부채	**18,915**	**20,659**	**21,588**	**22,146**
장기성부채	12,681	13,764	14,189	14,104
장기충당부채	461	504	528	544
비유동부채	**15,009**	**16,308**	**16,852**	**16,847**
부채총계	**33,925**	**36,967**	**38,440**	**38,993**
자본금	482	482	482	482
자본잉여금	1,398	1,398	1,398	1,398
이익잉여금	41,174	42,636	44,154	45,631
비지배주주지분	3,465	3,506	3,547	3,588
자본총계	**45,838**	**47,342**	**48,901**	**50,419**

CASH FLOW STATEMENT

(십억원)	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
영업활동 현금흐름	**5,269**	**4,108**	**4,600**	**4,755**
당기순이익	1,048	2,143	2,199	2,158
+ 유/무형자산상각비	3,214	2,735	2,792	2,836
+ 종속, 관계기업관련손익	89	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	0	0	0
Gross Cash Flow	6,629	6,133	6,252	6,251
- 운전자본의증가(감소)	-426	-828	-453	-303
투자활동 현금흐름	**-3,755**	**-3,929**	**-3,870**	**-3,653**
+ 유형자산 감소	44	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-2,324	-2,868	-2,972	-3,175
+ 투자자산의매각(취득)	107	-535	-609	-283
Free Cash Flow	2,945	1,240	1,628	1,580
Net Cash Flow	1,515	180	730	1,102
재무활동현금흐름	**-3,951**	**1,334**	**215**	**-524**
자기자본 증가	14	0	0	0
부채증감	-3,965	1,334	215	-524
현금의증가	-2,424	1,514	945	578
기말현금 및 현금성자산	2,448	3,961	4,906	5,484
기말 순부채(순현금)	14,600	14,577	14,252	13,653

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
POSCO	005490.KS	2017.03.20	Buy	400,000원(12개월)
		2017.01.26	Buy	330,000원(12개월)
		2016.04.19	Buy	300,000원(12개월)
		2016.04.01	Buy	260,000원(12개월)
		2016.01.12	Buy	240,000원(12개월)
		2016.01.11	Buy	250,000원(12개월)
		2015.10.21	Buy	270,000원(12개월)
		2015.04.21	Buy	340,000원(12개월)
		2014.04.24	Buy	360,000원(12개월)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
   - Buy : 15% 초과
   - Hold : -15% ~ 15%
   - Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2017년 3월 17일기준)
   - 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
75.6%	24.4%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 'POSCO'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 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.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhqv.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.