



BUY(Maintain)

목표주가: 300,000원

주가(10/26): 248,000원

시가총액: 216,223억원

철강

Analyst 박종국

02) 3787-5152

jkpark@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (10/26)	2,013.89pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	249,000원	156,000원
등락률	-0.40%	58.97%
수익률	절대	상대
1M	10.7%	12.5%
6M	5.8%	6.1%
1Y	28.5%	30.7%

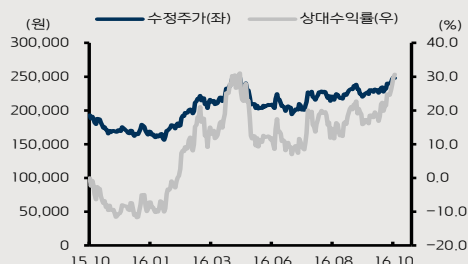
Company Data

발행주식수	87,187천주
일평균 거래량(3M)	268천주
외국인 지분율	50.00%
배당수익률(16.E)	4.80%
BPS(16.E)	474,419원
주요 주주	국민연금 10.11%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2014	2015	2016E	2017E
매출액	650,984	581,923	519,684	575,842
보고영업이익	32,135	24,100	31,595	37,257
핵심영업이익	32,135	24,100	31,595	37,257
EBITDA	64,521	56,283	61,350	67,046
세전이익	13,781	1,808	21,510	34,847
순이익	5,567	-962	14,926	24,393
지배주주지분순이익	6,261	1,806	17,102	26,832
EPS(원)	7,181	2,072	19,615	30,775
증감률(%YoY)	-54.5	-71.1	846.7	56.9
PER(배)	38.4	80.4	8.5	5.4
PBR(배)	0.6	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA(배)	6.7	1.5	4.5	4.2
보고영업이익률(%)	4.9	4.1	6.1	6.5
핵심영업이익률(%)	4.9	4.1	6.1	6.5
ROE(%)	1.2	-0.2	3.3	5.3
순부채비율(%)	48.4	35.6	33.9	32.0

Price Trend



실적리뷰

POSCO (005490)

제철보국



예상을 훌쩍 뛰어넘는 3분기 실적을 발표하였다. 별도 기준 영업이익률 14.0%를 기록하였으며 연결로는 4년만에 1조원대의 영업이익을 기록하였다. 우리의 전망대로 체질개선의 바탕 위에 철강상황이 회복되자 실적이 개선된 것이다. 4분기 스프레드 축소 우려가 있지만, 지금은 철강재 가격 상승에 주목할 시기라 판단한다.

>>> 4년만에 분기 영업이익 1조 달성

3분기 별도 실적은 매출액 6조 1,065억원(QoQ 1.6%, YoY -3.1%), 영업이익 8,524억원(QoQ 19.6%, YoY 33.6%), 연결 실적은 매출액 12조 7,476억원(QoQ -0.9%, YoY -8.9%), 영업이익 1조 343억원(QoQ 52.4%, YoY 58.7%)을 기록하였다. 우리의 전망치와 시장기대치(영업이익 기준 연결 9068억)를 각각 17.6%, 14.1% 상회하는 서프라이즈를 기록하였다.

별도 기준 영업이익률 14.0%로 2Q11 15.2% 이후 가장 높은 이익률을 기록하였는데, 그 배경은 1)3Q16 탄소강 ASP 570천원/톤으로 전분기 대비 13천원/톤 상승, 2)WP제품 비중 확대에 따른 product mix 개선(2Q16 45.3%→3Q16 48.1%), 3)지속적인 체질개선의 효과가 복합적으로 나타난 것으로 판단된다. 연결기준 큰 폭의 영업이익 개선의 배경은 우리의 전망대로 철강재 가격 상승에 따른 전반적인 해외철강자회사들의 실적 상승의 영향에 따른 것으로 판단된다. 3Q16 해외철강법인 합산 영업이익은 1,323억원으로 2Q16 106억원, 3Q15 -1,152억원 대비 드라마틱한 실적 개선을 시현하였다.

>>> 4Q16 스프레드 축소는 불가피

4Q16 영업이익은 별도 기준 6,324억원, 영업이익률 9.6%로 전분기 대비 하락하지만 전년동기대비 개선 될 것으로 전망한다. 영업이익률 하락의 원인은 원료탄 등 원재료 가격 상승에 따른 스프레드 축소 때문이다. 4Q16에도 cost push에 의한 중국 철강재 가격 인상에 따른 국내 철강재 가격 상승으로 동사의 철강재 ASP는 톤당 2~4만원 상승 할 것으로 전망된다. 하지만, 최근 연료탄 가격 급등과 철광석 가격 상승세로 투입원재료가격은 톤당 5~8만원 상승 할 것으로 전망되어 톤당 1만원~6만원 수준의 스프레드 축소는 불가피 할 전망이다.

>>> 지금은 철강재 가격 상승에 주목할 때

우리는 스프레드 축소보다는 철강재 가격 상승에 주목할 때라 판단한다. 그 배경은 1)그간의 체질개선을 통한 효율성 증대로 급격한 마진 축소는 제한적이며, 2)원재료가격 상승분은 동사의 원활한 가격전가를 통해서 상당부분 상쇄 가능 할 것으로 판단하며, 3) 철강재 가격 상승으로 2015년 연간 지속적으로 발생하였던 대규모 일회성 비용은 제한적이기 때문이다.

포스코 실적 추정

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16P	4Q16E	2014	2015	2016E
포스코 별도											
매출	6,788	6,576	6,299	5,945	5,767	6,010	6,107	6,602	29,219	25,607	24,485
총철강재	6,343	6,152	5,889	5,525	5,378	5,639	5,724	6,135	27,451	23,908	22,876
탄소강	5,428	5,213	4,992	4,664	4,561	4,732	4,808	5,235	23,724	20,296	19,336
탄소강ASP(천원/톤)	670	620	598	540	551	557	570	598	727	607	569
탄소강제품판매량(천톤)	8,102	8,410	8,345	8,637	8,277	8,492	8,440	8,750	32,649	33,495	33,959
매출총이익	1,076	1,068	1,119	871	1,002	1,159	1,203	1,122	4,263	4,134	4,486
영업이익	622	608	638	371	582	713	852	632	2,350	2,238	2,780
이익률(%)											
매출총이익률	15.8	16.2	17.8	14.7	17.4	19.3	19.7	17.0	14.6	16.1	18.3
영업이익률	9.2	9.2	10.1	6.2	10.1	11.9	14.0	9.6	8.0	8.7	11.4
YoY(%)											
매출	-7.8	-11.4	-13.6	-16.8	-15.0	-8.6	-3.1	11.0	-4.3	-12.4	-4.4
총철강재	-8.5	-11.7	-14.2	-17.4	-15.2	-8.3	-2.8	11.0	-5.0	-12.9	-4.3
탄소강	-10.0	-13.5	-15.4	-19.1	-16.0	-9.2	-3.7	12.3	-4.9	-14.4	-4.7
탄소강ASP	-11.3	-16.4	-16.3	-22.4	-17.7	-10.1	-4.8	10.8	-6.3	-16.5	-6.2
탄소강제품판매량	1.4	3.5	1.2	4.3	2.2	1.0	1.1	1.3	1.5	2.6	1.4
매출총이익	10.8	4.2	0.5	-24.5	-6.9	8.5	7.5	28.9	5.3	-3.0	8.5
영업이익	20.1	7.5	0.5	-41.3	-6.4	17.3	33.6	70.4	6.1	-4.8	24.2
이익률(%pt)											
매출총이익률	2.7	2.4	2.5	-1.5	1.5	3.0	1.9	2.3	1.3	1.6	2.2
영업이익률	2.1	1.6	1.4	-2.6	0.9	2.6	3.8	3.3	0.8	0.7	2.6
포스코연결											
매출	15,101	15,189	13,996	13,906	12,461	12,857	12,748	13,902	65,098	58,192	51,968
철강	7,347	7,302	7,029	6,615	6,235	6,664	6,738	7,302	31,842	28,293	26,939
비철강	7,754	7,887	6,967	7,291	6,227	6,193	6,009	6,600	33,257	29,900	25,029
영업이익	731	686	652	341	660	679	1,034	787	3,214	2,410	3,160
철강	539	520	545	271	546	755	941	699	2,268	1,876	2,942
비철강	192	166	107	69	114	-77	94	88	946	534	218
영업이익률	4.8	4.5	4.7	2.4	5.3	5.3	8.1	5.7	4.9	4.1	6.1
철강	7.3	7.1	7.8	4.1	8.8	11.3	14.0	9.6	7.1	6.6	10.9
비철강	2.5	2.1	1.5	1.0	1.8	-1.2	1.6	1.3	2.8	1.8	0.9
YoY(%)											
매출	-2.2	-9.1	-14.0	-16.7	-17.5	-15.4	-8.9	0.0	5.2	-10.6	-10.7
철강	0.6	-12.8	-15.0	-16.3	-15.1	-8.7	-4.1	10.4	0.1	-11.1	-4.8
비철강	-4.7	-5.4	-12.9	-17.0	-19.7	-21.5	-13.7	-9.5	0.1	-10.1	-16.3
영업이익	0.0	-18.2	-25.8	-55.5	-9.8	-1.1	58.7	131.1	0.6	-25.0	31.1
철강	6.4	-21.4	-14.9	-40.8	1.3	45.2	72.5	158.0	-4.1	-17.3	56.8
비철강	-14.4	-6.4	-55.1	-77.3	-40.8	적전	-12.1	25.9	14.1	-43.5	-59.2
영업이익률(%pt)	0.1	-0.5	-0.7	-2.1	0.5	0.8	3.5	3.2	-0.2	-0.8	1.9
철강	0.4	-0.8	0.0	-1.7	1.4	4.2	6.2	5.5	-0.3	-0.5	4.3
비철강	-0.3	0.0	-1.4	-2.5	-0.7	-3.3	0.0	0.4	0.3	-1.1	-0.9

자료: POSCO, 키움증권,

3Q16실적 (IFRS연결)

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16P			차이		YoY (%, %p)	QoQ (%, %p)
					실제치	당사추정	컨센서스	당사추정	컨센서스		
별도											
매출액(억원)	6,299	5,945	5,767	6,010	6,107	6,245	6,175	-2.2	-1.1	-3.1	1.6
영업이익(억원)	638	371	582	713	852	780	789	9.3	8.0	33.6	19.6
영업이익률(%)	10.1	6.2	10.1	11.9	14.0	10.9	12.8	3.0	1.2	3.8	2.1
연결											
매출액(억원)	13,996	13,906	12,461	12,857	12,748	13,744	13,407	-7.2	-4.9	-8.9	-0.9
영업이익(억원)	652	341	660	679	1,034	879	881	17.7	17.4	58.7	52.4
영업이익률(%)	4.7	2.4	5.3	5.3	8.1	6.4	6.6	1.7	1.5	3.5	2.8

자료: POSCO, 키움증권

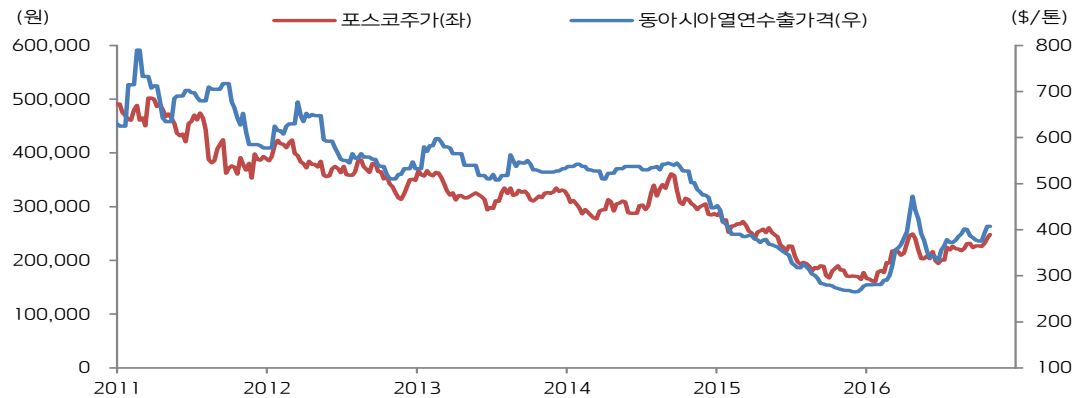
실적 추정치 변경(IFRS연결)

(단위: 십억원, %, %p)

	2015	변경전		변경후		변경률(%,%p)		YoY(%,%p)	
		2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E
매출액	58,192	53,224	58,631	51,968	57,584	-2.4	-1.8	-10.7	10.8
영업이익	2,410	3,008	3,847	3,160	3,726	5.0	-3.2	31.1	17.9
영업이익률	4.1	5.7	6.6	6.1	6.5	0.4	-0.1	1.9	0.4

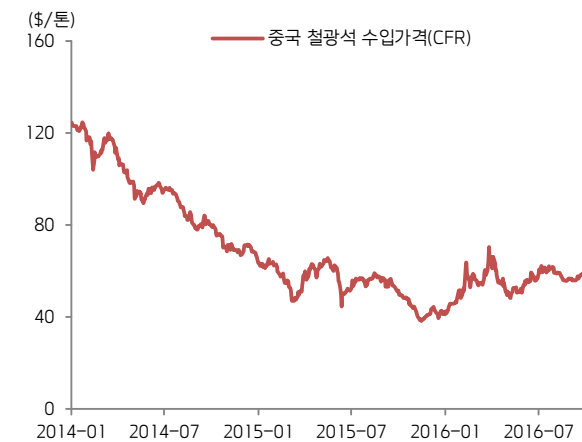
자료: POSCO,키움증권.

철강재 가격과 동행하는 포스코 주가



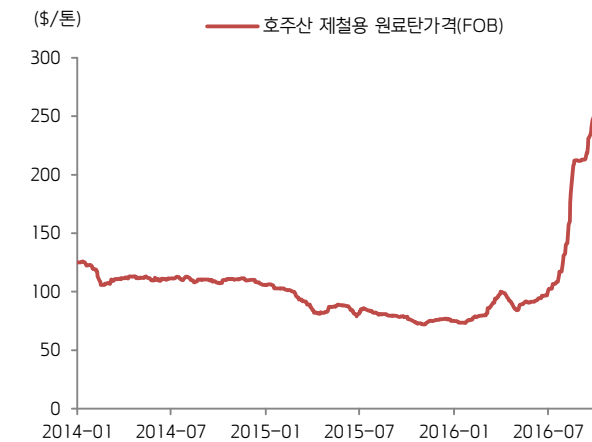
자료: Bloomberg,키움증권

철광석 가격 추이



자료: Bloomberg,키움증권

원료탄 가격 추이



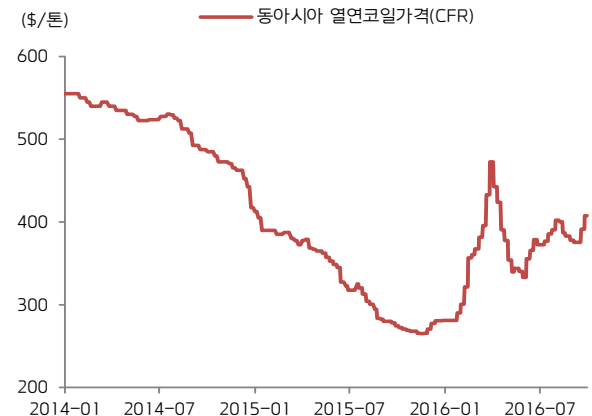
자료: Bloomberg,키움증권

열연, 철광석 선물 가격 추이



자료: Bloomberg,키움증권

열연코일 가격 추이



자료: Bloomberg,키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	650,984	581,923	519,684	575,842	609,214
매출원가	578,150	516,581	451,254	497,774	526,622
매출총이익	72,834	65,342	68,430	78,068	82,592
판매비및일반관리비	40,699	41,242	36,835	40,811	43,176
영업이익(보고)	32,135	24,100	31,595	37,257	39,416
영업이익(핵심)	32,135	24,100	31,595	37,257	39,416
영업외손익	-18,354	-22,293	-10,085	-2,410	-2,184
이자수익	2,283	2,102	1,592	2,080	2,201
배당금수익	478	1,837	382	1,818	1,923
외환이익	14,757	14,913	6,920	0	0
이자비용	7,956	7,888	6,758	6,308	6,308
외환손실	14,626	18,739	8,443	0	0
관계기업지분법손익	-2,612	-4,363	1,673	0	0
투자및기타자산처분손익	2,497	977	-14	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-6,517	-3,498	-2,975	0	0
기타	-6,658	-7,635	-2,461	0	0
법인세차감전이익	13,781	1,808	21,510	34,847	37,232
법인세비용	8,215	2,769	6,584	10,454	11,169
유효법인세율 (%)	59.6%	153.2%	30.6%	30.0%	30.0%
당기순이익	5,567	-962	14,926	24,393	26,062
지배주주지분순이익(억원)	6,261	1,806	17,102	26,832	28,668
EBITDA	64,521	56,283	61,350	67,046	69,235
현금순이익(Cash Earnings)	37,952	31,221	44,681	54,182	55,881
수정당기순이익	7,190	-2,303	17,019	24,393	26,062
증감율(% YoY)					
매출액	5.2	-10.6	-10.7	10.8	5.8
영업이익(보고)	7.3	-25.0	31.1	17.9	5.8
영업이익(핵심)	7.3	-25.0	31.1	17.9	5.8
EBITDA	13.6	-12.8	9.0	9.3	3.3
지배주주지분 당기순이익	-54.5	-71.1	846.7	56.9	6.8
EPS	-54.5	-71.1	846.7	56.9	6.8
수정순이익	-57.6	N/A	N/A	43.3	6.8

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	326,274	291,809	268,597	290,622	310,643
현금및현금성자산	38,112	48,702	51,492	50,056	56,135
유동금융자산	17,414	43,367	38,729	42,914	45,401
매출채권및유동채권	144,750	116,875	104,374	115,653	122,356
재고자산	104,713	82,252	73,455	81,392	86,109
기타유동비금융자산	21,285	613	548	607	642
비유동자산	526,248	512,279	512,907	518,014	523,118
장기매출채권및기타비유동채권	6,325	7,895	7,050	7,812	8,265
투자자산	84,104	79,722	80,085	83,307	86,812
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	781,504	808,636	833,761
유동부채	218,770	201,309	192,822	199,965	204,189
매입채무및기타유동채무	81,174	69,853	62,382	69,123	73,129
단기차입금	92,664	84,426	84,426	84,426	84,426
유동성장기차입금	29,510	39,553	39,553	39,553	39,553
기타유동부채	15,423	7,477	6,462	6,863	7,081
비유동부채	180,838	152,076	139,422	141,420	142,657
장기매입채무및기타유동채무	3,433	1,520	1,357	1,504	1,591
사채및장기차입금	152,576	128,636	118,636	118,636	118,636
기타비유동부채	24,829	21,920	19,429	21,279	22,430
부채총계	399,608	353,385	332,245	341,384	346,847
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	416,257	437,197	459,913
기타자본	-13,233	-12,089	-12,089	-12,089	-12,089
지배주주지분자본총계	415,874	412,353	413,631	434,570	457,286
비지배주주지분자본총계	37,040	38,349	35,629	32,682	29,628
자본총계	452,914	450,702	449,260	467,252	486,915
순차입금	219,224	160,546	152,395	149,646	141,079
총차입금	274,750	252,615	242,615	242,615	242,615

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	32,385	73,023	44,765	41,051	46,468
당기순이익	5,567	-962	14,926	24,393	26,062
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	1,522	0	0
자산처분손익	650	1,245	14	0	0
지분법손익	2,999	5,061	-1,673	0	0
영업활동자산부채 증감	-20,876	24,545	13,558	-12,749	-7,596
기타	11,659	10,952	-13,339	-382	-1,818
투자활동현금흐름	-37,728	-42,749	-23,093	-37,938	-35,139
투자자산의 처분	-312	-20,750	7,810	-7,025	-4,175
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	-903	-913	-965
재무활동현금흐름	3,363	-22,018	-18,891	-4,549	-5,249
단기차입금의 증가	12,391	-8,064	0	0	0
장기차입금의 증가	-2,797	-17,309	-10,000	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-6,770	-8,226	-6,400	-6,400	-6,400
기타	539	11,581	-2,491	1,851	1,151
현금및현금성자산의순증가	-1,864	8,490	2,780	-1,436	6,079
기초현금및현금성자산	42,086	40,221	48,712	51,492	50,056
기말현금및현금성자산	40,221	48,712	51,492	50,056	56,135
Gross Cash Flow	53,261	48,478	31,206	53,800	54,063
Op Free Cash Flow	-13,913	15,538	35,430	13,120	19,815

투자지표

(단위: 원, 배, %)

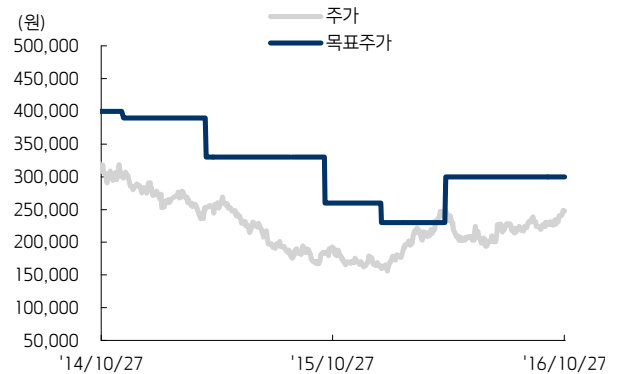
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	7,181	2,072	19,615	30,775	32,882
BPS	476,991	472,954	474,419	498,436	524,490
주당EBITDA	74,003	64,554	70,366	76,899	79,410
CFPS	43,530	35,809	51,248	62,144	64,094
DPS	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000
주가배수(배)					
PER	38.4	80.4	8.5	5.4	5.1
PBR	0.6	0.4	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	6.7	1.5	4.5	4.2	3.9
PCFR	6.3	4.6	3.2	2.7	2.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.9	4.1	6.1	6.5	6.5
영업이익률(핵심)	4.9	4.1	6.1	6.5	6.5
EBITDA margin	9.9	9.7	11.8	11.6	11.4
순이익률	0.9	-0.2	2.9	4.2	4.3
자기자본이익률(ROE)	1.2	-0.2	3.3	5.3	5.5
투자자본이익률(ROIC)	2.3	-2.3	4.3	5.0	5.2
안정성(%)					
부채비율	88.2	78.4	74.0	73.1	71.2
순차입금비율	48.4	35.6	33.9	32.0	29.0
이자보상배율(배)	4.0	3.1	4.7	5.9	6.2
활동성(배)					
매출채권회전율	4.5	4.4	4.7	5.2	5.1
재고자산회전율	6.4	6.2	6.7	7.4	7.3
매입채무회전율	7.8	7.7	7.9	8.8	8.6

- 당사는 10월 26일 현재 'POSCO' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 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
	2016-07-22	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

목표주가 추이



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(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	적용 기준(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 (2015/9/1~2016/9/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	156	95.71%
중립	7	4.29%
매도	0	0.00%