



2017/03/31

POSCO(005490)

어닝 서프라이즈 vs 업황 모멘텀 둔화

■ CEO 포럼 후기: 2019년 연결 영업이익 5조원 목표 제시

동사는 19년 연결 영업이익 목표 5조원 [철강 부문 3.5조원 / 비철강 부문 1.5조원]을 제시했다. 당사가 예상한 17년 연결 영업이익은 4.13조원 수준이다. 구체적으로 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 19년 철강 부문의 영업이익 목표는 3.5조원 수준이다. 참고로 당사의 17년 철강 부문 영업이익 전망치는 3.16조원이다. WP [World Premium] 제품 비중 확대 등 『고부가가치화를 통한 수익성 개선』이 근저에 자리한다. 그러나 철강 부문 실적 개선에 무엇보다 중요한 것은 적자 철강 해외 법인 [PT-KP SS-VINA] 흑자 전환이다. <그림 1> PT-KP의 하공정 증설 등 자체적 노력은 물론 업황도 일정 뒷받침 되어야 한다.

둘째, 19년 비철강 부문의 영업이익 목표는 1.5조원이다. 이는 당사의 17년 비철강 부문 영업이익 전망치 [9,900억원] 대비 약 5,000억원이 늘어난 수치이다. 구체적으로 포스코 대우는 19년 6,000억원의 영업이익 목표를 제시했다. [17년 목표 영업이익 4,000억원]. 포스코 에너지의 19년 영업이익 목표는 17년 대비 약 1,000억원 늘어난 2,200억원이다. [16년 영업이익 900억원 / 17년 당사 추정 영업이익 1,200억원]. <그림 2,3> 포스코 건설은 16년 5,040억 원의 연결 영업적자를 시현하였으나, 향후 매출 7조원 / 영업이익률 4~5%의 목표를 제시했다. <그림 4>

■ 17.1Q 어닝 서프라이즈. 2Q 양호하나 원료탄 가격이 변수

동사의 17.1Q 잠정 연결기준 영업이익은 1.2조원 [+154.4%, q-q]으로 시장 컨센서스 [8,920억원]을 큰 폭으로 상회했다. 이는 1) 16.4Q 대규모 영업 적자를 시현했던 건설 부문의 흑자 전환 [16.4Q 3,595억원 적자 → 17.1Q 1,100억원 영업이익], 2) POSCO 본사를 포함한 철강 부문의 실적 개선 [16.4Q 6,320억원 → 17.1Q 9,050억원. 당사 추정치] 때문이다. 2분기 동사의 연결 영업이익은 17.1Q 대비 소폭 감소한 1.07조원 [-10.75%, q-q]으로 예상된다. 비철강 부문 [건설 및 에너지] 실적이 소폭 감소하고, 3월 중순 이후 중국 내수 가격 하락세를 반영, 철강 부문 실적 역시 17.1Q 대비 500억원 정도 감소할 것이기 때문이다. 여기에 최근 호주 사이클론 영향으로 원료탄 공급 차질이 현실화 될 경우, 17.2Q 예상치 못한 원가 상승 압력에 직면할 수 있다.

철강/비철금속 김윤상

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

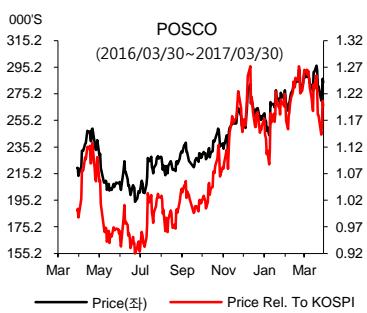
Buy (Maintain)

목표주가(6M)	330,000원
종가(2017/03/30)	284,000원

Stock Indicator

자본금	482십억원
발행주식수	8,719만주
시가총액	24,761십억원
외국인지분율	54.6%
배당금(2016)	8,000원
EPS(2017)	29,912원
BPS(2017)	513,789원
ROE(2017)	6.0%
52주 주가	194,000~296,500원
60일평균거래량	320,097주
60일평균거래대금	88.3십억원

Price Trend



■ 17.2Q 철강 업황은 둔화 국면 진입

17.2Q 중국 철강 업황은 둔화 국면에 진입할 것으로 전망한다.

첫째, 냉연의 경우, 선물 시장이 존재치 않아 투기적 수요 영향이 미미한 품목이다. 최근 중국 냉연 Roll-Margin은 축소되고 있다. <그림 5>에는 중국 내 자동차, 가전 등 실수요가 좋지 않은 상황임을 의미한다.

둘째, 중국 봉형강은 『과열 국면』에 진입했고, 추후 가격 하락이 불가피하다. 투기적 수요 여파로 이미 『지나치게』 확대된 중국 철근 Roll-Margin은 물론이거니와, <그림 6> 리먼 사태 이후 역사적 최대치에 도달한 『철근 – 열연 가격 격차』 역시 향후 중국 봉형강 가격의 약세를 시사한다. <그림 7>

셋째, 호주 사이클론 여파로 원료탄 가격이 급등할 경우, 철강 제품 가격은 표면적으로 상승할 수 있다. 다만 같은 공급 충격에 따른 가격 상승은 역사적으로 철강 주가에 부정적으로 작용했음을 유념하여야 한다. 원가 상승 압력이 가중되기 때문이다. <그림 8>

■ 투자의견 Buy, 목표주가 33만원 유지

동사에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 33만원을 유지한다. 수익 예상을 상향 조정하였으나, 실제 목표 주가에 미치는 영향이 미미하므로 기존 목표주가를 유지한다. [무위험 이자율 상승에 따른 COE 상승 때문] 업황 모멘텀 둔화에도 불구하고, 동사 주가는 철강 업종 내 상대적으로 양호한 흐름을 보일 전망이다. 이는 『1) 업종 내 Valuation 매력이 가장 높다는 점, 2) 특정 회사 및 업종 비중이 높지 않아, 안정적 실적 시현이 가능하다는 점』 때문이다.

<표 1> POSCO 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 별도 기준)

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E
매출액	5,767	6,010	6,107	6,442	24,325	6,990	6,783	6,637	6,624	27,035
영업이익	582	713	852	488	2,635	740	728	625	563	2,656
영업이익률	10.1%	11.9%	14.0%	7.6%	10.8%	10.6%	10.7%	9.4%	8.5%	9.8%

자료: POSCO, 하이투자증권 리서치

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

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E
매출액	12,461	12,857	12,748	15,017	53,084	14,600	14,938	14,747	15,338	59,623
영업이익	660	679	1,034	472	2,844	1,200	1,072	947	909	4,128
세전이익	545	268	663	-44	1,433	1,152	890	765	727	3,535
지배주주순이익	360	292	546	166	1,363	850	657	565	536	2,608
영업이익률	5.3%	5.3%	8.1%	3.1%	5.4%	8.2%	7.2%	6.4%	5.9%	6.9%
세전이익률	4.4%	2.1%	5.2%	-0.3%	2.7%	7.9%	6.0%	5.2%	4.7%	5.9%
지배주주순이익률	2.9%	2.3%	4.3%	1.1%	2.6%	5.8%	4.4%	3.8%	3.5%	4.4%

자료: POSCO, 하이투자증권 리서치

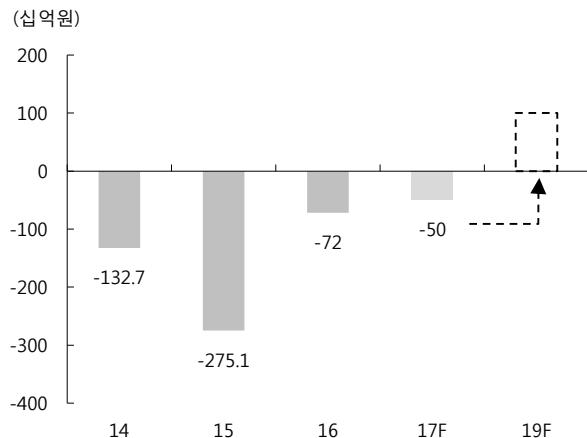
<표 3> POSCO 수익추정 변경 요약 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

항목	신규추정(a)		기존추정(b)		GAP(a/b-1)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	59,623	59,142	53,092	54,593	12.3%	8.3%
영업이익	4,128	4,137	3,723	3,867	10.9%	7.0%
세전이익	3,535	3,427	3,376	3,555	4.7%	-3.6%
지배주주순이익	2,608	2,528	2,490	2,623	4.7%	-3.6%
영업이익률	6.9%	7.0%	7.0%	7.1%	-0.1%p	-0.1%p
세전이익률	5.9%	5.8%	6.4%	6.5%	-0.4%p	-0.7%p
지배주주순이익률	4.4%	4.3%	4.7%	4.8%	-0.3%p	-0.5%p

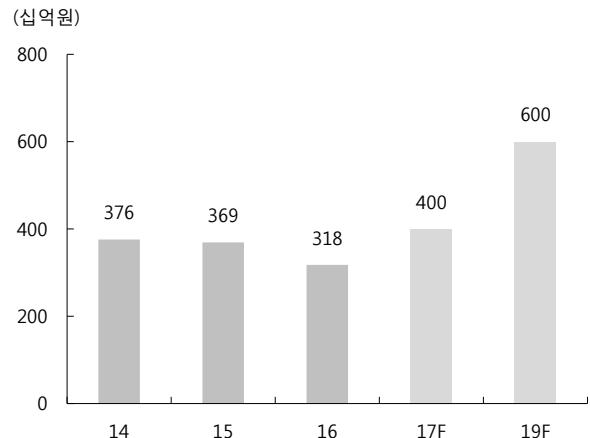
자료: POSCO, 하이투자증권 리서치

<그림 1> PT-KP 영업이익 추이 : 철강 부문의 실적 개선을 위해서는 적자 해외 법인의 실적 개선이 중요한데, 일정 수준의 업황 개선이 전제가 되어야 한다.



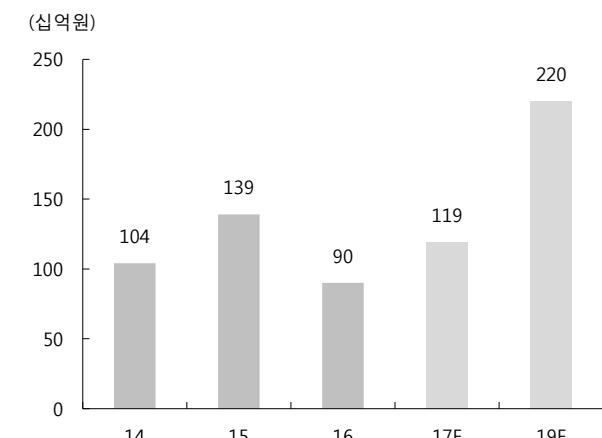
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 2> 포스코 대우는 기존 자원 개발 및 철강 무역은 물론 식량, 차 부품 및 IPP(민자발전사업)을 통해 19년 6,000 억원의 영업이익률을 달성한다는 계획이다.



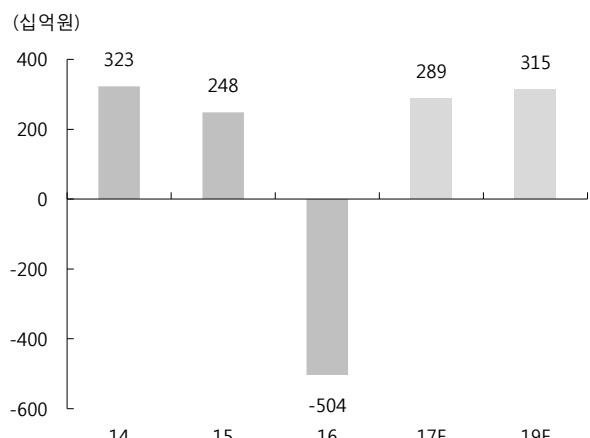
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 3> 포스코 에너지는 기존 LNG 발전의 수익성 부진을 해외 사업 비중 확대 [보츠나와 발전소, 기존 12% (560MW)→30%] 및 신재생 에너지 비중 확대 [ESS, 마이크로그리드, 1~2%→20%]를 통해 19년 영업이익 2,200 억원을 달성한다는 계획이다. 이 외에도 풍력 / 태양광을 전남 신안에 설치하고 있다.



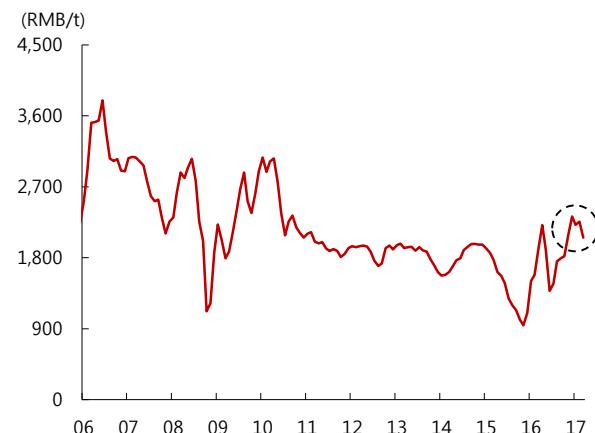
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 4> 포스코 건설은 수익성 높은 국가 및 상품에 집중하는 선별 수주로 수익성 개선에 초점을 맞출 계획이다. 매출 7조원 / 영업이익률 4~5%의 안정적 실적 달성이 목표이다.



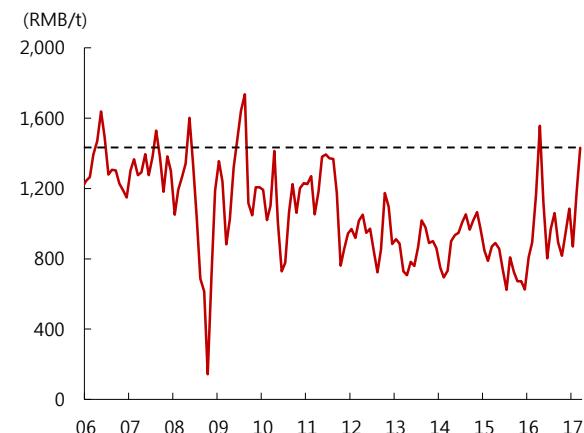
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 5> 중국 냉연 Roll-Margin 추이 : 최근 축소 국면



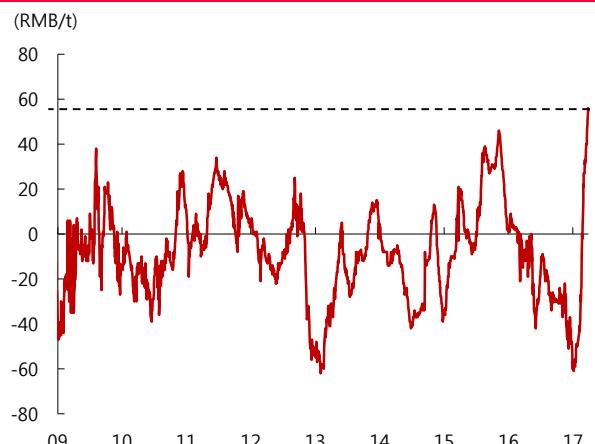
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 6> 중국 철근 Roll-Margin은 과열 국면 진입



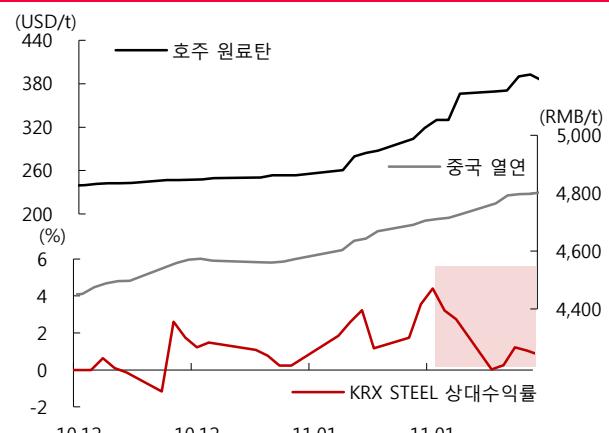
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 7> 중국 철근 – 열연강판 가격 스프레드는 리먼 사태 이후 역사적 최대치. 철근 가격이 과열 국면임을 시사



자료: 하이투자증권 리서치

<그림 8> 2011년 호주 퀸즈랜드 대규모 사이클론 발생시 원료탄 가격 및 철강 제품 가격은 상승했으나, 철강업종 주가는 큰 변화가 없었다. 원가 상승 우려를 자아냈기 때문이다.



자료: 하이투자증권 리서치

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표				
	2015	2016	2017E	(단위:십억원) 2018E
유동자산	29,181	29,304	30,051	31,002
현금 및 현금성자산	4,870	2,448	644	1,474
단기금융자산	4,337	5,657	5,657	5,657
매출채권	11,232	11,122	12,464	12,529
재고자산	8,225	9,052	10,136	10,054
비유동자산	51,228	50,459	50,863	51,268
유형자산	34,523	33,770	34,406	35,013
무형자산	6,406	6,089	5,711	5,363
자산총계	80,409	79,763	80,914	82,271
유동부채	20,131	18,915	18,599	18,563
매입채무	3,125	4,073	4,472	4,436
단기차입금	8,416	7,980	7,980	7,980
유동성장기부채	3,955	2,215	1,500	1,500
비유동부채	15,208	15,009	14,209	13,409
사채	6,111	6,145	5,845	5,545
장기차입금	6,738	6,365	5,865	5,365
부채총계	35,339	33,925	32,808	31,972
지배주주지분	41,235	42,373	44,796	47,138
자본금	482	482	482	482
자본잉여금	1,384	1,398	1,398	1,398
이익잉여금	40,501	41,174	43,142	45,030
기타자본항목	-1,132	-681	-226	228
비지배주주지분	3,835	3,465	3,310	3,161
자본총계	45,070	45,838	48,106	50,298

포괄손익계산서				
	2015	2016	2017E	(단위:십억원) 2018E
매출액	58,192	53,084	59,623	59,142
증가율(%)	-10.6	-8.8	12.3	-0.8
매출원가	51,658	46,394	51,457	50,966
매출총이익	6,534	6,690	8,165	8,176
판매비와관리비	4,124	3,845	4,038	4,039
연구개발비	136	121	119	118
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	2,410	2,844	4,128	4,137
증가율(%)	-25.0	18.0	45.1	0.2
영업이익률(%)	4.1	5.4	6.9	7.0
이자수익	210	182	142	161
이자비용	789	659	615	593
지분법이익(손실)	-506	-89	-20	-20
기타영업외손익	-893	-541	-190	-300
세전계속사업이익	181	1,433	3,535	3,427
법인세비용	277	385	1,082	1,049
세전계속이익률(%)	0.3	2.7	5.9	5.8
당기순이익	-96	1,048	2,453	2,378
순이익률(%)	-0.2	2.0	4.1	4.0
지배주주귀속 순이익	181	1,363	2,608	2,528
기타포괄이익	-162	454	454	454
총포괄이익	-258	1,502	2,908	2,832
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표				
	2015	2016	2017E	(단위:십억원) 2018E
영업활동 현금흐름	7,602	5,269	5,867	7,675
당기순이익	-96	1,048	2,453	2,378
유형자산감가상각비	2,837	2,836	2,864	2,893
무형자산상각비	382	378	378	348
지분법관련손실(이익)	-506	-89	-20	-20
투자활동 현금흐름	-4,535	-3,755	-3,352	-3,352
유형자산의 처분(취득)	-2,501	-2,280	-3,500	-3,500
무형자산의 처분(취득)	-276	-130	-	-
금융상품의 증감	-59	-339	-166	-166
재무활동 현금흐름	-2,242	-3,951	-2,225	-1,510
단기금융부채의증감	-846	-886	-715	-
장기금융부채의증감	-1,731	-2,286	-800	-800
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-238	-153	-153	-153
현금및현금성자산의증감	1,061	-2,424	-1,804	830
기초현금및현금성자산	3,811	4,870	2,448	644
기말현금및현금성자산	4,870	2,448	644	1,474

주요투자지표				
	2015	2016	2017E	(단위:억원) 2018E
주당지표(원)				
EPS	2,072	15,637	29,912	28,993
BPS	472,954	486,007	513,789	540,652
CFPS	38,984	52,498	67,099	66,161
DPS	8,000	8,000	8,000	8,000
Valuation(배)				
PER	80.4	16.5	9.5	9.8
PBR	0.4	0.5	0.6	0.5
PCR	4.3	5.4	4.2	4.3
EV/EBITDA	5.4	6.7	5.4	5.2
Key Financial Ratio(%)				
ROE	0.4	3.3	6.0	5.5
EBITDA 이익률	9.7	11.4	12.4	12.5
부채비율	78.4	74.0	68.2	63.6
순부채비율	35.5	31.9	31.0	26.4
매출채권회전율(x)	4.6	4.7	5.1	4.7
재고자산회전율(x)	6.2	6.1	6.2	5.9

자료 : POSCO, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가와의 추이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2017-01-17	Buy	330,000
2016-11-30	Buy	310,000
2016-09-21(담당자변경)	Buy	285,000
2016-05-10(담당자변경)	Buy	295,000
2015-10-20	Buy	230,000
2015-06-05(담당자변경)	Buy	290,000

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 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 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 돋기 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 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2014년 5월 12일부터 적용)

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

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

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

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2017-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	87.3 %	12.7 %	-