

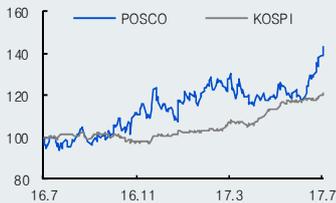
철강

Company Report
 2017.7.21

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	400,000
현재주가(17/07/20, 원)	327,000
상승여력	22%

영업이익(17F, 십억원)	4,472
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	4,422
EPS 성장률(17F, %)	96.1
MKT EPS 성장률(17F, %)	42.7
P/E(17F, x)	10.7
MKT P/E(17F, x)	10.2
KOSPI	2,441.84
시가총액(십억원)	28,510
발행주식수(백만주)	87
유동주식비율(%)	78.9
외국인 보유비중(%)	55.2
베타(12M) 일간수익률	0.93
52주 최저가(원)	214,000
52주 최고가(원)	327,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	20.7	19.8	49.7
상대주가	17.1	1.3	23.5



[철강/비철금속]

이재광
 02-3774-6022
 jkrhee@miraeasset.com

POSCO (005490)

철강 가격, 등락은 있겠으나 점진적으로 우상향 할 것

2Q17 Review: 별도기준 예상치 부합, 연결기준 예상치 상회

POSCO 2분기 별도기준 영업이익은 5,580억원(-26.5% QoQ, -17.9% YoY)로 우리 예상치에 부합했으나 컨센서스는 하회하였다. 전분기 이익 감소는 **설비 수리 영향으로 판매량이 감소**했고, 판매가격은 톤당 3.3만원 상승했으나 투입 원가 역시 톤당 5.5만원 상승, **롤마진이 2.2만원 하락**한 것에 기인한다. 반면, 연결기준 영업이익은 9,790억원(-28.3% QoQ, +44.3% YoY)로 우리 예상치 및 컨센서스를 상회했다. 이는 **무역부문 및 E&C부문의 실적 호조 영향** 때문으로 판단된다. 무역부문은 철강 판매량 증가, E&C부문은 공정 촉진 영향으로 실적 개선이 이루어진 것으로 보인다.

3Q17 Outlook: 판매량 증가 및 롤마진 개선으로 실적 개선 전망

3분기 별도기준 영업이익은 7,690억원으로 2분기대비 31.4% 증가할 전망이다. 이유는 **주요 설비 수리 종료로 판매량 증가가 기대되고, 3분기 투입원가 하락에 따른 롤마진 개선이 가능할 것으로 예상**되기 때문이다. 또, POSCO는 3년 전부터 시행해온 총 142건의 구조조정 계획 중 133건이 완료되었기 때문에 지난 3년 간 있어왔던 대규모 일회성 비용 발생 가능성도 제한적일 것으로 판단된다.

철강 가격, 등락은 있겠으나 점진적으로 우상향 할 것

우리는 지난 보고서(5/25, '속도는 느리지만 변화는 일어나고 있다')에서 밝힌 바와 같이 **향후 철강 가격은 등락은 있겠으나 점진적으로 우상향 할 것으로 예상**한다. 이유는 공급과잉의 진원지였던 중국의 철강산업 구조조정 기조가 유지될 것으로 보여 과잉설비는 점차 감소할 것으로 예상되고, 정부 주도의 인프라 및 부동산 투자는 철강 수요를 지지해 줄 것으로 판단하기 때문이다.

실제로 중국 정부는 상반기에 그동안 저급 철강재로 시장가격을 교란했던 유도로 설비를 폐쇄하였다. 이에 대한 효과는 전년비 상승한 철강 가격 그리고 중국의 철강재 수출량 감소가 보여주고 있다고 본다.

투자이견 유지, 목표주가 상향

철강가격 상승 및 구조조정에 따른 비철강 부문 실적 안정화로 17년 예상 영업이익은 11년 이후 최고치를 기록할 것으로 예상되기 때문에 투자이견 매수를 유지한다. 목표주가는 실적추정치 상향(영업이익 17E +8.6%, 18E +8.6%)으로 기존 365,000원에서 400,000원으로 9.6% 상향한다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	65,098	58,192	53,084	56,136	58,453	60,831
영업이익 (십억원)	3,214	2,410	2,844	4,472	4,591	4,713
영업이익률 (%)	4.9	4.1	5.4	8.0	7.9	7.7
순이익 (십억원)	626	181	1,363	2,674	2,855	2,940
EPS (원)	7,181	2,072	15,637	30,667	32,743	33,725
ROE (%)	1.5	0.4	3.3	6.2	6.4	6.3
P/E (배)	38.4	80.4	16.5	10.7	10.0	9.7
P/B (배)	0.6	0.3	0.5	0.6	0.6	0.6
배당수익률 (%)	2.9	4.8	3.1	2.9	2.9	2.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: POSCO, 미래에셋대우 리서치센터

POSCO

철강 가격, 등락은 있겠으나 점진적으로 우상향 할 것

표 1. 주요 영업 지표

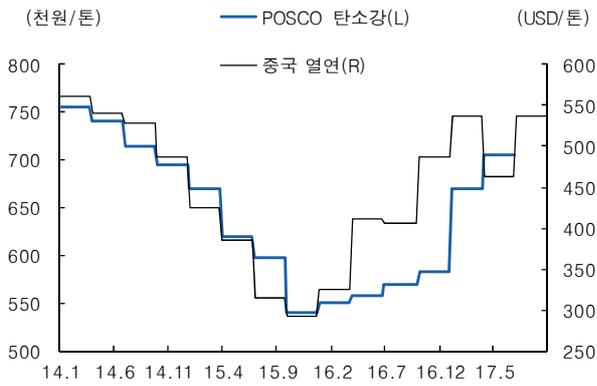
(천톤, 십억원, 천원/톤)

(별도기준)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17P	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
품목별 판매량(천톤)											
탄소강	8,277	8,492	8,440	8,702	8,239	7,953	8,400	8,500	33,911	33,039	33,369
STS	463	513	505	483	483	509	500	500	1,964	1,923	1,942
합계	8,740	9,005	8,945	9,185	8,722	8,463	8,900	9,000	35,875	34,962	35,311
품목별 매출액(십억원)											
탄소강	4,561	4,732	4,808	5,074	5,525	5,606	5,753	5,821	19,176	21,903	22,343
STS	816	907	916	933	1,078	1,088	1,018	1,018	3,573	4,009	4,090
부산물	389	371	383	434	464	441	441	441	1,577	1,856	1,912
합계	5,767	6,010	6,107	6,442	7,067	7,134	7,212	7,280	24,325	27,768	28,345
품목별 ASP(천원/톤)											
탄소강	551	557	570	583	671	705	685	685	565	686	693
STS	1,764	1,767	1,814	1,931	2,235	2,137	2,037	2,037	1,819	2,110	2,131
합계	660	667	683	701	810	843	810	809	678	818	827
톤당 원가	593	588	587	648	719	774	724	724	605	735	742
톤당 영업이익	67	79	95	53	91	69	86	85	73	83	84

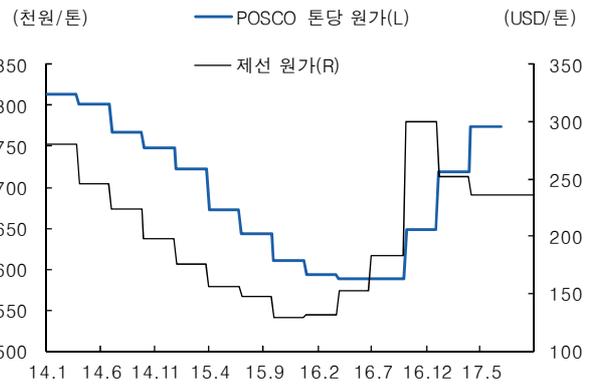
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. POSCO 탄소강 가격 및 중국 열연 가격

그림 2. POSCO 톤당 원가 및 제선 원가



자료: 미래에셋대우 리서치센터



자료: 미래에셋대우 리서치센터

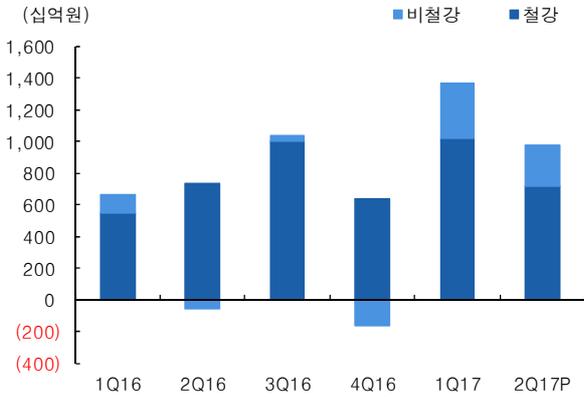
표 2. 부문별 실적 추정

(십억원, %)

(연결기준)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17P	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
사업부문별 매출액											
철강	10,052	10,609	10,727	11,519	12,260	11,598	11,723	11,834	42,906	47,414	48,397
무역	6,148	6,500	6,364	7,408	8,279	9,586	6,428	7,482	26,420	31,775	32,728
E&C	1,791	1,784	1,903	2,004	1,737	1,809	1,922	2,024	7,482	7,491	7,716
에너지	456	326	378	591	463	356	382	597	1,751	1,798	1,852
ICT	209	218	193	261	231	218	195	264	882	908	935
소재 등	586	608	600	650	628	639	606	656	2,444	2,529	2,605
연결조정	(6,780)	(7,187)	(7,418)	(7,416)	(8,520)	(9,260)	(9,000)	(9,000)	(28,802)	(35,780)	(35,780)
매출액	12,461	12,857	12,748	15,017	15,077	14,944	12,256	13,858	53,084	56,136	58,453
사업부문별 영업이익											
철강	551	734	1,006	636	1,023	715	881	879	2,927	3,498	3,587
무역	109	86	87	79	127	103	84	97	361	411	423
E&C	7	(171)	(103)	(360)	135	65	19	20	(626)	239	246
에너지	43	(9)	4	59	75	31	38	24	98	168	173
ICT	10	11	12	20	16	11	14	18	53	59	61
화학/소재	11	39	35	43	41	43	30	33	128	147	151
연결조정	(71)	(12)	(6)	(6)	(52)	11	(5)	(5)	(96)	(51)	(51)
영업이익	660	679	1,034	472	1,365	979	1,061	1,066	2,844	4,472	4,591
사업부문별 영업이익률											
철강	5.5	6.9	9.4	5.5	8.3	6.2	7.5	7.4	6.8	7.4	7.4
무역	1.8	1.3	1.4	1.1	1.5	1.1	1.3	1.3	1.4	1.3	1.3
E&C	0.4	(9.6)	(5.4)	(17.9)	7.7	3.6	1.0	1.0	(8.4)	3.2	3.2
에너지	9.4	(2.7)	1.1	10.0	16.2	8.8	10.0	4.0	5.6	9.4	9.4
ICT	4.7	5.2	5.9	7.6	7.1	5.0	7.0	7.0	6.0	6.5	6.5
화학/소재	1.8	6.4	5.8	6.6	6.5	6.7	5.0	5.0	5.2	5.8	5.8
합계	5.3	5.3	8.1	3.1	9.1	6.6	8.7	7.7	5.4	8.0	7.9

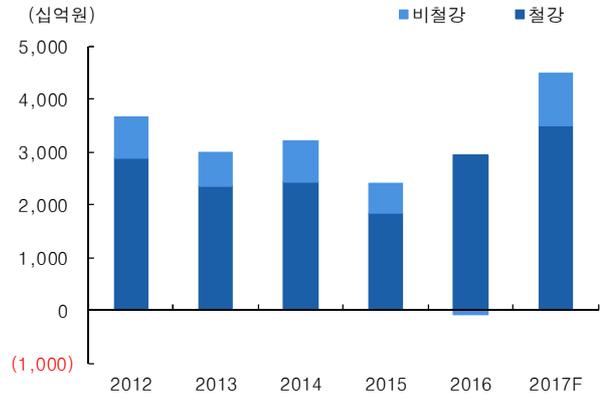
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 분기별 부문 영업이익



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 연도별 부문 영업이익



자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 분기별 실적 추정

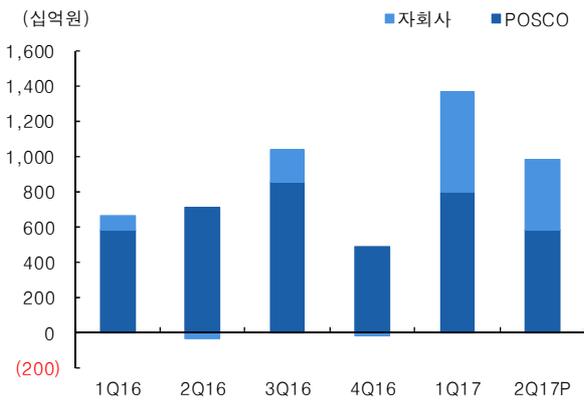
(십억원, %)

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17P	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	12,461	12,857	12,748	15,017	15,077	14,944	12,256	13,858	53,084	56,136	58,453
POSCO(별도)	5,767	6,010	6,107	6,442	7,067	7,134	7,212	7,280	24,325	28,693	29,288
자회사	6,694	6,848	6,641	8,576	8,010	7,810	5,045	6,578	28,759	27,443	29,166
영업이익	660	679	1,034	472	1,365	979	1,061	1,066	2,844	4,472	4,591
POSCO(별도)	582	713	852	488	795	585	769	765	2,635	2,914	2,990
자회사	78	(34)	182	(16)	570	394	293	302	209	1,558	1,601
영업외손익	(115)	(410)	(371)	(516)	(40)	(206)	(128)	(128)	(1,411)	(502)	(513)
이자손익	(125)	(126)	(121)	(105)	(128)	(128)	(128)	(128)	(476)	(513)	(513)
외환손익	(41)	(112)	35	(25)	125	(26)	0	0	(142)	99	0
지분법손익	50	112	(71)	(179)	72	(65)	0	0	(89)	7	0
기타	1	(285)	(214)	(206)	(108)	13	0	0	(704)	(95)	0
세전이익	545	268	663	(44)	1,325	773	933	938	1,433	3,970	4,078
순이익	360	292	546	166	851	513	653	657	1,363	2,674	2,855
수익성(%)											
영업이익률	5.3	5.3	8.1	3.1	9.1	6.6	8.7	7.7	5.4	8.0	7.9
POSCO(별도)	10.1	11.9	14.0	7.6	11.3	8.2	10.7	10.5	10.8	10.2	10.2
자회사	1.2	(0.5)	2.7	(0.2)	7.1	5.0	5.8	4.6	0.7	5.7	5.5
세전이익률	4.4	2.1	5.2	(0.3)	8.8	5.2	7.6	6.8	2.7	7.1	7.0
순이익률	2.9	2.3	4.3	1.1	5.6	3.4	5.3	4.7	2.6	4.8	4.9

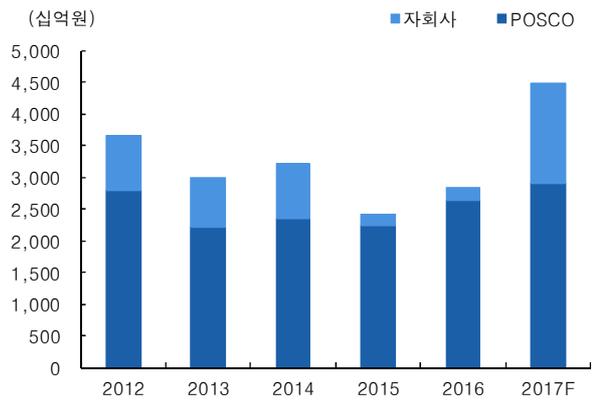
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 분기별 회사 영업이익

그림 6. 연도별 회사 영업이익



자료: 미래에셋대우 리서치센터



자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 4. 2Q17 review

(십억원, %)

	2Q16	1Q17	2Q17P			성장률	
			잠정치	미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	12,857	15,077	14,944	14,267	14,762	16.2	-0.9
영업이익	679	1,365	979	922	917	44.3	-28.3
영업이익률 (%)	5.3	9.1	6.6	6.5	6.2		
세전이익	268	1,325	773	800	749	188.0	-41.7
순이익	292	851	513	560	592	75.8	-39.7

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 5. 실적 추정 변경

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률	
	17F	18F	17F	18F	17F	18F
매출액	58,376	60,604	56,136	58,453	-3.8	-3.5
영업이익	4,116	4,226	4,472	4,591	8.6	8.6
영업이익률 (%)	7.1	7.0	8.0	7.9		
세전이익	3,632	3,742	3,970	4,078	9.3	9.0
순이익	2,587	2,619	2,674	2,855	3.4	9.0

자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. P/B



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 시가총액 및 영업이익



자료: 미래에셋대우 리서치센터

POSCO (005490)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액	53,084	56,136	58,453	60,831
매출원가	46,394	48,339	50,400	52,515
매출총이익	6,690	7,797	8,053	8,316
판매비와관리비	3,845	3,325	3,462	3,603
조정영업이익	2,844	4,472	4,591	4,713
영업이익	2,844	4,472	4,591	4,713
비영업손익	-1,411	-502	-513	-512
금융손익	-476	-513	-513	-513
관계기업등 투자손익	-89	72	0	0
세전계속사업손익	1,433	3,970	4,078	4,201
계속사업법인세비용	385	1,153	1,223	1,260
계속사업이익	1,048	2,817	2,855	2,940
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	1,048	2,817	2,855	2,940
지배주주	1,363	2,674	2,855	2,940
비지배주주	-315	143	0	0
총포괄이익	1,502	2,383	2,855	2,940
지배주주	1,823	2,063	2,472	2,546
비지배주주	-320	320	383	395
EBITDA	6,058	7,816	7,954	8,093
FCF	2,945	3,784	1,873	2,303
EBITDA 마진을 (%)	11.4	13.9	13.6	13.3
영업이익률 (%)	5.4	8.0	7.9	7.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.6	4.8	4.9	4.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	29,304	30,403	30,990	33,244
현금 및 현금성자산	2,448	5,530	4,437	5,679
매출채권 및 기타채권	10,201	9,342	10,175	10,589
재고자산	9,052	8,521	9,149	9,521
기타유동자산	7,603	7,010	7,229	7,455
비유동자산	50,459	49,297	49,435	49,555
관계기업투자등	3,882	3,704	3,704	3,704
유형자산	33,770	33,229	33,731	34,185
무형자산	6,089	5,761	5,397	5,063
자산총계	79,763	79,700	80,425	82,799
유동부채	18,915	18,297	16,926	17,120
매입채무 및 기타채무	4,928	4,223	4,764	4,958
단기금융부채	10,369	10,102	8,190	8,190
기타유동부채	3,618	3,972	3,972	3,972
비유동부채	15,009	14,086	14,086	14,086
장기금융부채	12,681	11,700	11,700	11,700
기타비유동부채	2,328	2,386	2,386	2,386
부채총계	33,925	32,382	31,012	31,206
지배주주지분	42,373	43,562	45,657	47,837
자본금	482	482	482	482
자본잉여금	1,398	1,404	1,404	1,404
이익잉여금	41,174	42,734	44,828	47,009
비지배주주지분	3,465	3,756	3,756	3,756
자본총계	45,838	47,318	49,413	51,593

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
영업활동으로 인한 현금흐름	5,269	6,952	5,373	5,803
당기순이익	1,048	2,817	2,855	2,940
비현금수익비용가감	5,581	4,933	4,887	4,940
유형자산감가상각비	2,836	2,947	2,998	3,045
무형자산상각비	378	397	364	334
기타	2,367	1,589	1,525	1,561
영업활동으로인한자산및부채의변동	-426	409	-919	-592
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	181	475	-745	-379
재고자산 감소(증가)	-768	416	-628	-372
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	769	-418	491	158
법인세납부	-602	-995	-1,223	-1,260
투자활동으로 인한 현금흐름	-3,755	-2,789	-3,720	-3,725
유형자산처분(취득)	-2,280	-3,159	-3,500	-3,500
무형자산감소(증가)	-130	-62	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-1,633	351	-220	-225
기타투자활동	288	81	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-3,951	-1,025	-2,747	-835
장단기금융부채의 증가(감소)	-2,468	-1,249	-1,912	0
자본의 증가(감소)	14	6	0	0
배당금의 지급	-709	-640	-760	-760
기타재무활동	-788	858	-75	-75
현금의 증가	-2,424	3,083	-1,093	1,242
기초현금	4,871	2,448	5,530	4,437
기말현금	2,448	5,530	4,437	5,679

자료: POSCO, 미래에셋대우 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

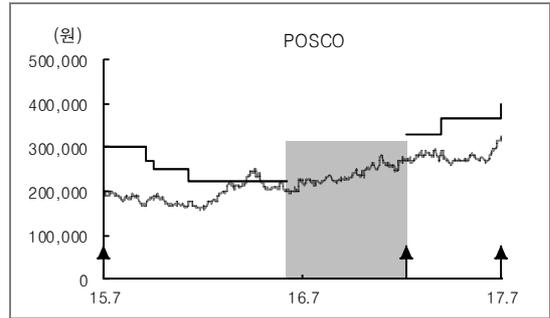
	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	16.5	10.7	10.0	9.7
P/CF (x)	3.4	3.7	3.7	3.6
P/B (x)	0.5	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA (x)	6.7	5.5	5.3	5.0
EPS (원)	15,637	30,667	32,743	33,725
CFPS (원)	76,033	88,893	88,794	90,390
BPS (원)	503,596	517,231	541,257	566,265
DPS (원)	8,000	9,500	9,500	9,500
배당성향 (%)	61.1	27.0	26.6	25.8
배당수익률 (%)	3.1	2.9	2.9	2.9
매출액증가율 (%)	-8.8	5.7	4.1	4.1
EBITDA증가율 (%)	7.6	29.0	1.8	1.7
조정영업이익증가율 (%)	18.0	57.2	2.7	2.7
EPS증가율 (%)	654.7	96.1	6.8	3.0
매출채권 회전을 (회)	5.8	6.3	6.5	6.4
재고자산 회전을 (회)	6.1	6.4	6.6	6.5
매입채무 회전을 (회)	12.9	12.9	13.8	13.2
ROA (%)	1.3	3.5	3.6	3.6
ROE (%)	3.3	6.2	6.4	6.3
ROIC (%)	3.9	6.1	6.2	6.3
부채비율 (%)	74.0	68.4	62.8	60.5
유동비율 (%)	154.9	166.2	183.1	194.2
순차입금/자기자본 (%)	32.6	23.1	20.1	16.4
조정영업이익/금융비용 (x)	4.3	6.6	6.8	7.0

POSCO

철강 가격, 등락은 있겠으나 점진적으로 우상향 할 것

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자 의견	목표주가(원)
POSCO(005490)	2017.07.20	매수	400,000원
	2017.03.31	매수	365,000원
	2017.01.26	매수	330,000원
		분석 대상 제외	
	2015.12.22	매수	225,000원
	2015.10.20	매수	250,000원
	2015.10.07	매수	270,000원
	2015.07.16	매수	300,000원



투자 의견 분류 및 적용 기준

기업

매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
 Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
 비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상

산업

비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
 비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 추가(→), 목표주가(←), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
69.67%	17.06%	13.27%	0.00%

* 2017년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 POSCO(으)로부터 자사주 금전신탁 위탁을 받아 업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.