

POSCO (005490.KS)

‘金九銀十’을 기다리며

원료가격 하락으로 하반기 ASP 하락 가능성 있으나, 1)9~ 10월 계절적 성수기를 앞둔 시점에서 중국 철강가격 반등이 예상되고, 2)글로벌 경기가 동반 개선되고 있으므로 긴 시각으로 매수할 것을 권고

중국 철강가격 하락에도 불구하고 POSCO 주가는 매우 견고

중국 철강재 유통 가격은 1)원료가격 하락과 2)재고 소진 진행, 3)인민은행의 유동성흡수, 4)부동산 규제책 강화 등으로 인해 2월 21일 고점 대비 15.5% 하락. 반면, POSCO 주가는 올해 주가 고점(296,500원_3월 20일) 대비 5.2% 하락하는데 그쳐

해외 비교 철강기업인 보무강철(600019.SH), NSSMC(5401.JP), US Steel(X.US)의 주가가 최근 고점대비 각각 11.5%, 17.0%, 52.5% 하락한 것에 비해서도 POSCO의 주가 하락폭은 작았음. 올해 영업이익이 52.1% 증가하는 것과, 0.55배 수준의 PBR이 주가 하단을 강하게 지지할 것

Cost Push는 약해지겠지만, 경기회복에 따라 긴 시각에서의 투자 필요

주요 원자재 가격이 2015년 말을 전후로 바닥 가격에서 일제히 반등해 기저가 높아졌고, 최근 철광석과 원료탄 가격이 하락해 Cost Push에 의한 철강 가격 상승은 약화될 것으로 전망

그러나, 올해 세계 철강재 소비가 중국을 제외한 이머징지역과 선진국에서 증가할 것으로 예상되고, 미국뿐만 아니라 유럽과 일본, 중국 등에서 경기회복이 동시에 진행되고 있다는 점에서 이번 철강경기 확장 사이클이 종료되었다고 보기에는 이르다고 판단

9~ 10월은 중국에서 ‘金九銀十(금구은십)’으로 불리는 철강 성수기에 해당. 이시기에 앞서 중국 철강가격은 철근을 중심으로 반등할 것으로 예상

2017년 3분기까지 분기 연결 영업이익 1조원 상회할 것으로 전망

2017년 2분기 연결 영업이익으로 1조46억원(+48.1% y-y) 추정. 1분기 대비 26.4% 감소하는 것인데, 1)철강부문의 스프레드(평균판매단가 - 원료가격)가 축소되고, 2)포항 3고로 개수에 따라 비용이 발생하며, 3)1분기 중 있었던 연결 자회사의 일회성 이익이 2분기에는 없을 것으로 예상하기 때문

3분기에는 원료가격 하락으로 스프레드가 확대되고, 고로 가동이 정상화되어 연결 영업이익은 1조486억원(+1.4% y-y)을 기록할 것으로 전망

Buy (유지)

목표주가	400,000원 (유지)
현재가 (17/05/30)	281,000원
업종	철강금속
KOSPI / KOSDAQ	2,343.68 / 649.06
시가총액(보통주)	24,499.5십억원
발행주식수(보통주)	87.2백만주
52주 최고가('17/03/20)	296,500원
최저가('16/06/24)	194,000원
평균거래대금(60일)	81,904백만원
배당수익률(2017E)	3.11%
외국인지분율	54.2%

주요주주	
국민연금	11.0%
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	5.1%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-0.9	12.6	35.1
상대수익률 (%p)	-11.5	-4.7	13.4

	2016	2017E	2018F	2019F
매출액	53,084	59,421	59,652	61,442
중감률	-8.8	11.9	0.4	3.0
영업이익	2,844	4,326	3,971	4,115
영업이익률	5.4	7.3	6.7	6.7
(지배지분)순이익	1,363	2,512	2,260	2,439
EPS	15,637	28,811	25,921	27,973
중감률	654.7	84.3	-10.0	7.9
PER	16.5	9.8	10.8	10.0
PBR	0.5	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.7	6.0	6.1	5.8
ROE	3.3	5.8	5.0	5.2
부채비율	74.0	75.4	71.6	68.3
순차입금	14,600	14,286	13,416	12,484

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



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

경기회복의 긴 시각에서 매수해야

투자의견 'Buy' 유지
목표주가
400,000원 유지

POSCO에 대한 투자 의견 'Buy'와, 목표주가 400,000원을 유지한다. 목표주가는 2017년 예상 주당순자산가치(BPS: Book value per Share)의 0.8배(2017년 예상 ROE 5.8%)에 해당하며, 글로벌 비교 철강기업의 2017년 평균 PBR인 1.2배 대비 32.2% 할인된 수준이다.

원료가격 하락,
중국의 철강수요 회복
부진

지난 3월 20일자 리포트(POSCO - 지금도 사야 하는 이유들) 이후 고려한 상황 변화는 1)철광석과 원료탄 가격 하락으로 3분기 이후 ASP(Average Sales Price: 평균판매단가)의 하락 가능성이 있고, 2)세계 최대 철강시장인 중국 내 부동산 규제책 등 수요에 대한 우려가 있는 가운데, 조강 생산량이 증가했으며, 3)인플레이션 강도가 약화될 것으로 예상되는 점 등이다.

9~ 10월 계절적 수요,
주요 지역 경제지표
동반 개선

그러나, 글로벌 경기의 회복국면이 이어지고 있고, 국내 주식시장도 업종대표 시가 총액 대형주를 중심으로 상승하고 있다는 점에 주목한다. 철강가격 상승 정도에 대한 기대치는 다소 낮아졌지만, 다가올 9~ 10월 철강수요 성수기에 앞서 중국 철강 가격이 반등할 것으로 예상된다. 그리고, 미국과 유럽, 일본, 중국 등에서 동시에 경제지표가 개선되고 있다는 점에서 이번 철강경기 상승 사이클을 보다 긴 시각에서 볼 필요가 있다는 판단이다.

표1. POSCO 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2016	2017E	2018F	2019F
매출액	- 수정 후	53,083.5	59,420.6	59,652.4	61,441.9
	- 수정 전	-	59,057.0	60,730.1	62,552.0
	- 변동률	-	0.6	-1.8	-1.8
영업이익	- 수정 후	2,844.3	4,326.4	3,970.6	4,114.8
	- 수정 전	-	4,410.6	4,057.8	4,212.6
	- 변동률	-	-1.9	-2.1	-2.3
영업이익률(수정 후)		5.4	7.3	6.7	6.7
EBITDA		6,058.2	7,061.5	6,762.3	6,950.6
(지배지분)순이익		1,363.3	2,512.0	2,260.0	2,438.9
EPS	- 수정 후	15,637	28,811	25,921	27,973
	- 수정 전	-	29,094	26,605	28,576
	- 변동률	-	-1.0	-2.6	-2.1
PER		16.5	9.8	10.8	10.0
PBR		0.5	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA		6.7	6.0	6.1	5.8
ROE		3.3	5.8	5.0	5.2

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

**2017년 2분기 실적
1분기대비 감익 예상**

2017년 2분기 연결기준 실적으로 매출액 14조6,185억원(+ 13.7% y-y), 영업이익 1조46억원(+ 48.1% y-y), 지배주주순이익 4,992억원(+ 71.2% y-y)을 전망한다. 당사 추정치는 시장 컨센서스(매출액 14조6,280억원, 영업이익 1조289억원, 지배주주순이익 6,717억원)대비 매출액은 유사한 수준이고, 영업이익은 2.4% 하회한다.

**철강 원료가격 상승,
포항 3고로 개수 비용
반영**

1분기대비 연결 영업이익이 감소할 것으로 예상하는 것은 1)본사 기준 ASP 상승 폭보다 원료 투입가격의 상승폭이 톤당 약 5천원 가량 커서 이익이 감소할 것으로 예상되며, 2)1분기 있었던 연결대상 자회사들의 일회성 이익이 없을 것이고, 3)포항 제철소내 3고로 개수(2017년 2~ 5월)관련 비용이 발생할 것으로 추정하기 때문이다.

**3분기까지
분기 연결 영업이익
1조원대 전망**

3분기까지는 분기 연결 영업이익이 1조원을 상회할 것으로 전망한다. 1분기 1조 3,650억원에 이어, 2분기 1조46억원, 3분기 1조486억원을 예상한다. 3분기에는 3월 중순 이후 철광석과 강점탄 가격이 하락한 영향으로 스프레드(ASP - 원료가격)가 개선되며, 이익이 증가할 것으로 추정한다.

표2. POSCO 2분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	2Q16	3Q16	4Q16	1Q16	2Q17E					3Q17F
					예상치	y-y	q-q	기준추정	컨센서스	
매출액	12,857	12,748	15,017	15,077	14,618	13.7	-3.0	14,301	14,628	14,636
영업이익	679	1,034	472	1,365	1,004	48.1	-26.4	1,036	1,029	1,049
영업이익률	5.3	8.1	3.1	9.1	6.9			7.2	7.0	7.2
세전이익	268	663	-44	1,325	708	163.8	-46.6	713	866	794
(지배)순이익	292	546	166	850	499	71.2	-41.3	509	672	560

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

표3. 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	15,077	14,619	14,636	15,089	59,421
	영업이익(십억원)	660	679	1,034	472	2,844	1,365	1,005	1,049	908	4,326
	영업이익률(%)	5.3	5.3	8.1	3.1	5.4	9.1	6.9	7.2	6.0	7.3
	세전이익(십억원)	545	268	663	-44	1,433	1,325	708	794	733	3,561
	순이익(십억원)	338	221	476	14	1,048	977	509	571	504	2,561
K-IFRS 개별기준	매출액(십억원)	5,767	6,010	6,107	6,442	24,325	7,067	6,798	7,032	6,909	27,807
	영업이익(십억원)	582	713	852	488	2,635	795	717	856	737	3,105
	영업이익률(%)	10.1	11.9	14.0	7.6	10.8	11.3	10.6	12.2	10.7	11.2
	세전이익(십억원)	561	395	765	467	2,189	1,071	652	748	677	3,147
	순이익(십억원)	446	311	579	450	1,785	840	502	576	521	2,439

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표4. 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	7,067	6,798	7,032	6,909	27,807
탄소강	20,297	4,561	4,732	4,808	5,074	19,176	5,525	5,378	5,565	5,430	21,897
STS	3,612	816	907	916	933	3,573	1,078	1,006	1,044	1,060	4,188
기타	1,699	389	371	383	434	1,577	464	413	424	420	1,721
조강생산량(천톤)	37,965	9,064	9,007	9,800	9,625	37,496	9,081	9,038	9,540	9,615	37,273
제품생산량(천톤)	35,337	8,770	8,861	9,304	9,007	35,942	8,722	8,454	8,950	8,874	34,999
판매량(천톤)	35,337	8,740	9,005	8,945	9,185	35,875	8,722	8,425	8,918	8,839	34,903
열연	9,036	2,259	2,435	2,167	2,416	9,277	2,159	2,142	2,273	2,260	8,834
냉연	13,869	3,417	3,406	3,695	3,559	14,077	3,621	3,348	3,553	3,497	14,018
전기강판	830	229	194	187	190	800	179	192	202	201	775
후판	5,722	1,391	1,416	1,295	1,496	5,598	1,262	1,282	1,368	1,380	5,292
선재	2,786	700	712	701	696	2,809	693	650	693	687	2,723
STS	1,843	463	513	505	483	1,964	483	465	472	470	1,890
기타	1,252	280	329	395	346	1,350	325	347	356	344	1,372
탄소강 ASP(천원/톤)	616	551	557	570	583	565	671	676	659	649	663
매출총이익(십억원)	4,134	1,002	1,159	1,290	971	4,421	1,224	1,152	1,304	1,183	4,863
영업이익(십억원)	2,238	582	713	852	488	2,635	795	717	856	737	3,105
영업이익률(%)	8.7	10.1	11.9	14.0	7.6	10.8	11.3	10.6	12.2	10.7	11.2
세전이익(십억원)	1,668	561	395	765	467	2,189	1,071	652	748	677	3,147
순이익(십억원)	1,318	446	311	579	450	1,785	840	502	576	521	2,439

자료: POSCO, NH 투자증권 리서치본부 전망

표5. POSCO 연결대상 사업부문의 분기별 실적 전망

(단위: 십억원)

		2016					2017E				
		1Q	2Q	3Q	4Q	연간	1Q	2Q	3Q	4Q	연간
철강	매출액	10,052	10,609	10,727	11,519	42,906	12,260	11,982	12,358	12,171	48,771
	영업이익	551	734	1,006	636	2,927	1,023	860	1,057	924	3,865
	순이익	314	170	663	345	1,492	1,009	459	578	507	2,552
E&C	매출액	1,791	1,738	1,903	2,049	7,482	1,737	1,823	1,744	2,323	7,627
	영업이익	7	-171	-103	-360	-626	135	103	95	77	409
	순이익	-23	-162	-170	-1,049	-1,404	91	58	49	32	230
무역	매출액	6,148	6,111	6,364	7,798	26,420	8,279	7,590	7,364	7,383	30,615
	영업이익	109	86	87	79	361	127	119	121	118	485
	순이익	96	32	-5	-70	53	78	101	113	152	445
소재 및 기타	매출액	1,251	1,152	1,172	1,503	5,077	1,322	1,239	1,281	1,473	5,315
	영업이익	63	42	51	122	278	132	87	88	108	414
	순이익	19	-3	13	-55	-26	113	21	25	53	211

자료: POSCO, NH투자증권 리서치본부 전망

표6. Global 주요 철강업체 Peer Group 비교

(단위: 백만달러, 달러, 배, %)

		POSCO	HDS	NSSMC	BAOSTEEL	USS	NUCOR	AMT
시가총액		21,760.9	6,945.8	20,554.1	20,852.2	3,447.8	18,552.9	22,471.7
매출액	2016	45,775	14,394	40,911	27,887	10,261	16,208	56,791
	2017E	52,168	16,515	42,856	45,715	11,777	19,741	63,997
	2018F	52,572	16,645	48,022	47,785	12,201	19,747	63,261
영업이익	2016	2,464	1,246	1,398	1,963	-4	1,452	4,366
	2017E	3,686	1,364	1,056	2,624	520	2,408	4,929
	2018F	3,806	1,406	2,134	2,963	762	2,524	4,761
EBITDA	2016	5,235	2,443	3,997	3,802	503	2,139	7,292
	2017E	6,527	2,613	3,913	5,239	924	3,120	7,922
	2018F	6,668	2,671	5,154	5,814	1,183	3,253	7,840
순이익	2016	1,501	727	1,016	1,580	-247	809	1,677
	2017E	2,255	876	1,086	1,864	199	1,420	2,789
	2018F	2,420	877	1,785	2,135	414	1,452	2,691
EPS	2016	18.4	5.6	1.1	0.1	-1.6	2.5	1.8
	2017E	26.3	6.7	1.2	0.1	1.1	4.2	2.7
	2018F	28.0	6.7	2.0	0.1	2.4	4.4	2.7
BPS	2016	438	101	27	1.1	13.1	24.7	29.6
	2017E	460	114	30	1.0	14.0	27.9	32.0
	2018F	482	120	31	1.0	16.6	31.5	34.0
순부채	2016	10,490	7,956	17,077	7,583	1,516	2,161	10,279
	2017E	12,496	9,495	18,069	8,900	1,403	1,476	10,097
	2018F	10,804	8,905	16,540	7,098	1,113	219	8,110
PER	2016	15.5	9.1	13.6	11.5	--	23.6	11.9
	2017E	9.5	7.9	17.3	10.9	28.0	13.2	8.0
	2018F	8.9	7.9	10.9	9.3	10.2	12.7	8.2
PBR	2016	0.5	0.5	0.7	0.9	2.5	2.4	0.8
	2017E	0.5	0.5	0.8	0.9	1.4	2.1	0.7
	2018F	0.5	0.4	0.7	0.9	1.2	1.8	0.6
EV/EBITDA	2016	6.1	6.1	8.6	6.6	14.4	10.1	4.8
	2017E	5.7	6.4	10.9	6.0	5.3	6.5	4.4
	2018F	5.3	6.0	7.8	5.1	3.9	5.9	4.2
ROE	2016	4.1	5.4	4.2	9.0	-10.5	10.5	6.1
	2017E	5.8	6.0	4.1	9.6	6.4	17.7	8.1
	2018F	5.9	5.7	7.0	9.0	13.1	16.4	7.3

자료: Bloomberg Consensus, NH 투자증권 리서치본부

철강 가격 약세로 POSCO 주가 조정 있었지만 하단은 견고

철강가격 하락했지만 POSCO의 주가 조정은 제한적

POSCO 주가는 지난 2016년 1월 21일 156,000원의 저점에서 2017년 3월 20일 296,500원까지 무려 90.1% 상승한 이후 조정을 보였다. 4월 19일에는 261,500원까지 하락했지만, 5월 25일 287,500원으로 반등했다. 현재 주가는 올해 주가 고점인 3월 20일 증가 대비로는 5.2% 하락했을 뿐이다. 2016년부터 주가가 가파르게 상승한 것에 비하면, 최근 하락은 기간조정이라는 표현이 적절하다.

중국 철강가격과 POSCO 주가의 상관관계 높음

POSCO의 주가는 중국의 철강 유통가격과 매우 밀접한 상관관계(상관계수 0.90, $R^2 = 0.81$)를 보인다. 특히 일부 구간을 제외하면 두 가격 지표는 대부분 같은 방향으로 거의 비슷하게 오르고 내렸다. 중국 열연제품의 내수 유통가격은 지난 2월 21일 고점에서 4월 20일 저점까지 22.2% 하락했다. POSCO 주가는 이와 약 한 달 가량 시차를 두고 빠지기 시작했고, 올해 고점대비 저점까지의 하락률은 11.8%였다.

중국뿐만 아니라 미국을 제외한 대부분 지역에서 올 들어 철강 가격 하락

올해 들어 철강가격이 하락한 것은 비단 중국에 국한되지 않는다. 국내 유통가격도 적게나마 하락했고, 동아시아와 미국, 유럽 등 주요 시장 역시 철강가격이 3월 초를 전후해 하락했다. 미국 열연제품 가격만 연초대비 2.5% 상승했을 뿐, 중국과 동아시아, 유럽시장에서 각각 11.2%, 13.0%, 8.0% 하락했다. 한국의 열연 유통가격은 올해 들어 8.1% 하락했다. 2016년 중국 내수시장에서 열연의 유통가격이 82.2% 상승했고, 동아시아와 유럽, 미국, 한국에서도 각각 84.0%, 75.8%, 53.5%, 23.3% 상승했었던 것과 비교하면, 2017년 상반기에는 분위기가 사뭇 달라졌다.

Cost push 재현될지, 수요 개선이 철강경기 회복세 이어갈지에 대한 검토가 필요한 시점

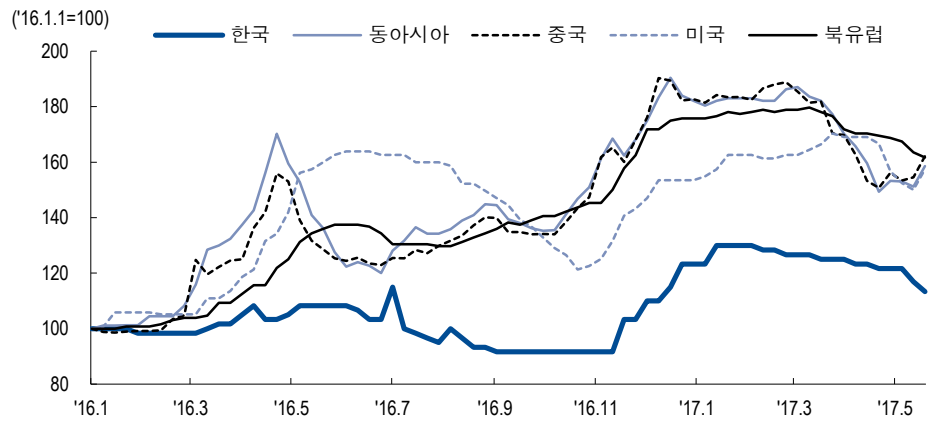
당사는 지난 3월 21일자 리포트(POSCO - 지금도 사야 하는 이유들)에서 1)인플레이션 환경에서의 원자재 가격 상승과 2)중국 철강산업의 지속적인 구조조정에 주목했었다. 지금도 그 가능성은 POSCO의 주가 전망에서 유효하다. 다만, 현재 상황에서 추가적인 주가 상승을 가능하게 할 요소가 무엇이고, 그 강도가 어떨지에 대한 검토가 필요하다는 생각이다. 2016년에는 원가 상승이 철강 가격과 철강업체 주가를 밀어 올렸는데(Cost push), 이런 현상이 올해에도 반복될 수 있을 것인가? 아니면, 경기회복에 따른 철강 수요 개선이 철강가격과 철강기업의 주가 상승을 견인할 것인가?

그림1. POSCO 주가와 중국 철강 유통가격은 높은 상관관계를 보임



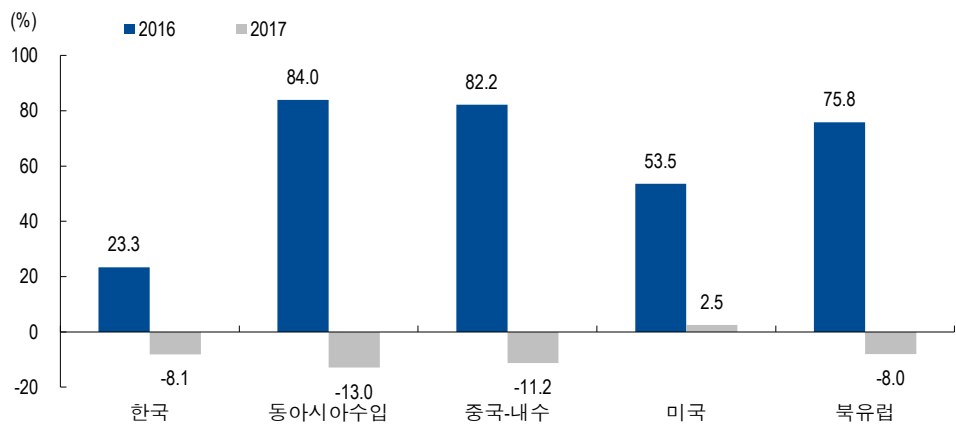
자료: KRX, Mysteel, NH 투자증권 리서치본부

그림2. 철강가격은 2017년 2월 이후 주요 지역에서 하락



자료: SBB, Mysteel, S&M, NH 투자증권 리서치본부

그림3. 2017년 들어 철강가격은 미국을 제외하고 연초 하락



자료: SBB, Mysteel, S&M, NH 투자증권 리서치본부

공급 ① : Cost Push – ‘Base가 높아졌다’ vs ‘여전히 낮은 수준이다’

**원자재 가격 2015년
바닥에서 일제히 반등,
베이스 높아져**

2016년 철강기업의 주가 상승은 원료가격 상승에 따른 철강가격 상승, 즉 ‘Cost push’가 만들었다. 철광석의 톤당 가격은 2015년 12월 11일 37.9달러를 저점으로 2017년 2월 21일 90.3달러로 상승했다. 그리고, 강점탄 톤당 가격은 2015년 11월 30일 72.8달러에서 2016년 11월 8일 311.5달러로 무려 327.9%나 급등했다. 조강(Crude steel)의 원료인 철광석과 원료탄 가격의 상승으로 철강업체는 출고가격을 인상했고, 이것이 이익 증가로 이어졌다. 물론 이익증가에 앞서 주가도 상승했다. 이제는 철광석과 원료탄 등 주요 원자재 가격이 저점에서 일제히 반등해서 베이스(Base)가 높아졌다. 이로써 추가적인 ‘Cost push’의 정도도 약해졌다.

**최근 원자재 가격
조정도 Cost push
기대감 약화시켜**

최근 원자재 가격이 조정을 보이고, 상승강도가 둔화됨에 따라 2016년 ‘Cost push’에 의한 이익증가와 주가 상승이 올해도 반복될 것이라는 기대는 다소 약해질 수 있다. 상품별로 시기에는 차이가 있었지만 대체로 올해 2월을 전후해 주요 원자재 가격이 하락했다. 올해 고점을 기준으로 강점탄 가격이 49.5% 하락했고, 철광석 가격도 39.3% 하락했다. 니켈과 연(납)은 각각 18.5%, 13.7% 하락했다. 이 밖에도 아연과 은, 구리, 유가(WTI) 등의 가격도 고점대비 7~ 10% 가량 하락해, 원자재 전반에서 가격 하락이 나타났다.

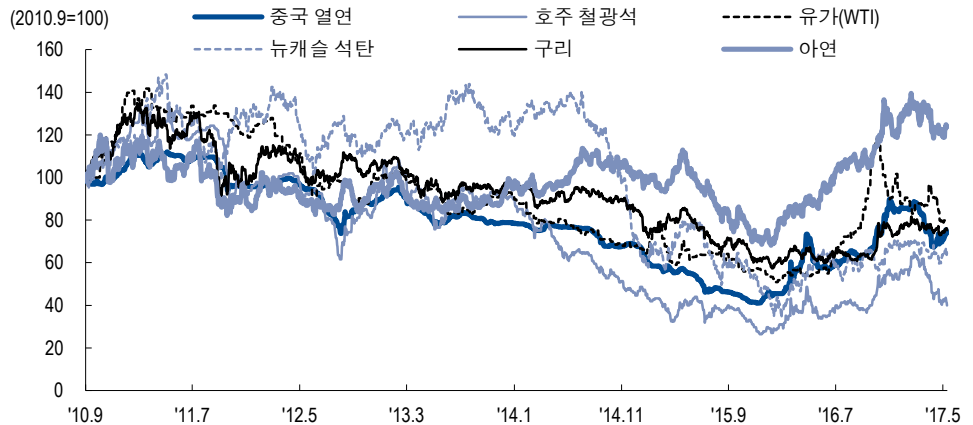
정책측면에서는 미국 트럼프 대통령의 정책 불확실성이 불거졌고, 중국은 지난해 하반기 풀었던 단기 유동성을 올해 1분기에 흡수하며 투기자금을 위축시켰다. 미국의 경기회복 둔화 가능성과 중국의 부동산시장 규제 강화도 원자재 가격 전망에는 부정적인 요소로 작용했다. 원자재 시장의 벤치마크 격인 국제유가가 강세를 보인다면 긍정적인 신호가 될 것이나, 아직은 불확실하다.

**원자재 가격
과거 고점대비로는
여전히 매우 낮은
수준에 불과**

원자재 가격과 관련해서는 다른 시각을 가질 수도 있다. 최근 가격이 바닥 수준에서 제법 반등했지만, 보기에 따라서는 ‘컵에 물이 절반이나 찼다’라고 볼 수도 있고, ‘아직 반 밖에 안찼다’고 볼 수 있을 것이다. 과거 빅 사이클에서의 최고가격과 비교하는 것이 적절한가에 대해서는 이견이 있을 수 있으나, 주요 원자재 가격이 과거 고점대비 여전히 절반 수준이라는 점은 의미가 있다.

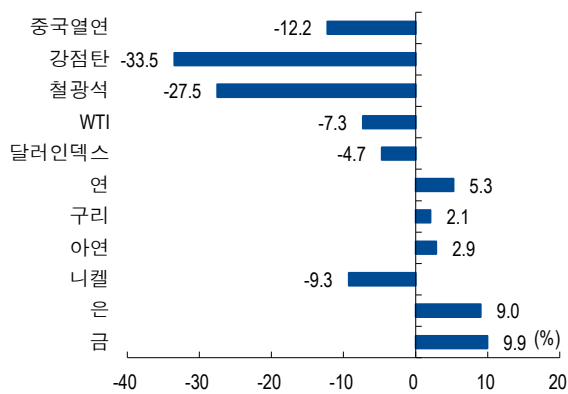
2015년말에서 2016년초를 저점으로 주요 원자재 가격이 반등했지만 여전히 2000년대 들어 가장 높았던 시점과 비교하면 절반 혹은 그 이하 수준이다. 철광석 가격은 2005년 이후 가장 낮은 수준으로 하락했다가 50.3% 반등했지만 여전히 2011년 2월 고점대비로는 70.5% 낮다. 강점탄도 16년만에 가장 낮은 가격으로 떨어졌다가 저점에서 111.5%나 반등했으나, 2011년 1월 고점 대비로는 58.4% 낮은 가격이다. 국제유가(WTI)는 2016년 2월의 26.2달러에서 90.0% 반등했는데, 2008년 7월 145.3달러보다는 65.7% 낮은 가격이다.

그림4. 2015년말을 전후해 상승한 원자재 가격은 2017년 1분기 동반 조정



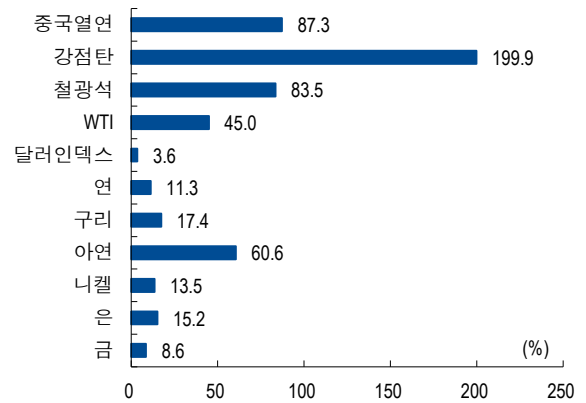
자료: Bloomberg, NH 투자증권 리서치본부

그림5. 2017년 원자재중 강점탄과 철광석 가격 하락 두드러져



자료: Bloomberg, Mysteel, NH 투자증권 리서치본부

그림6. 2016년 모든 원자재 가격 상승



자료: Bloomberg, Mysteel, NH 투자증권 리서치본부

표7. 주요 원자재 가격의 저점대비 상승률과 고점대비 하락률

	현재가	2010년 이후 최저가격	시기	최저가대비 상승률(%)	2005년 이후 최고가격	시기	최고가대비 하락률(%)
철광석(달러/톤)	57.0	37.9	2015.12	50.3	193.0	2011.02	-70.5
강점탄(달러/톤)	154.0	72.8	2015.11	111.5	370.0	2011.01	-58.4
WTI(달러/배럴)	49.8	26.2	2016.02	90.0	145.3	2008.07	-65.7
연(달러/톤)	2104.8	1529.0	2010.06	37.7	3989.0	2007.01	-47.2
구리(달러/톤)	5638.0	4327.5	2016.01	30.3	10179.5	2011.02	-44.6
아연(달러/톤)	2631.0	1454.5	2016.01	80.9	4603.0	2006.11	-42.8
니켈(달러/톤)	9040.0	7561.5	2016.02	19.6	54050.0	2007.05	-83.3
은(달러/온스)	17.4	13.7	2015.12	26.9	48.4	2011.04	-64.2
금(달러/온스)	1266.9	1051.1	2015.12	20.5	1900.2	2011.09	-33.3

자료: Bloomberg, SBB, Mysteel, NH 투자증권 리서치본부

공급 ① : Cost Push – 철광석과 원료탄 가격의 하향 안정 전망이 우세

철광석 가격 하락 강점탄 가격 급등락

철강가격의 Cost push를 약화시키는 직접적인 원인은 철광석과 원료탄 가격의 하락이다. 강점탄 톤당 가격은 호주산 기준 지난 2015년 11월 78달러까지 하락했다가 2016년 11월에는 311.5달러로 급등했다. 이후 153.8달러로 급락했고, 2017년 4월에는 다시 305달러로 급등했다가 최근에는 154달러로 하락하는 등 매우 큰 폭의 가격 변동을 보였다.

강점탄 가격 급등시킨 원인 해소

2016년 강점탄 가격이 바닥에서 급등한 것은 중국의 석탄광산 구조조정을 위한 가동률 제한에서 촉발됐으며, 이후 호주광산에서의 산사태가 비정상적인 수준으로 가격을 상승시켰다. 2017년에는 동호주지방의 자연재해가 가격 급등의 원인으로 작용했으나, 현재는 가격 급등 요인이 사라져 톤당 150~ 160달러 수준에서 안정화될 것으로 예상된다.

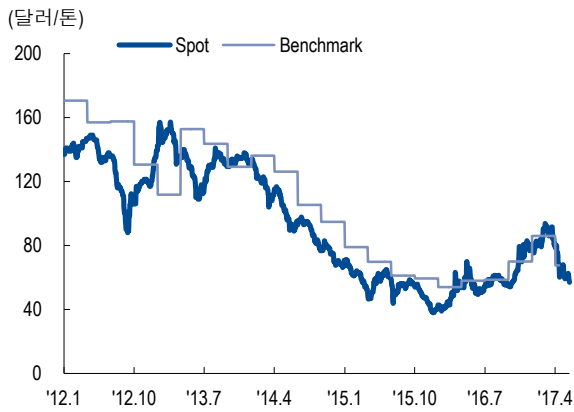
철광석 수급상 요인만으로는 상승 가능성 낮아

중국이 수입하는 호주산 철광석(분광)의 톤당 가격은 지난 2015년 11월 37.9달러까지 하락한 이후 2017년 2월 93달러로 상승했고, 이후 다시 하락해 지난 5월 26일 종가 기준 57.0달러에서 거래되고 있다. 철광석 가격이 93달러까지 상승한 데는 함께 투입되는 주요 원료인 강점탄 가격이 급등한 영향이 작용했다. 이런 영향이 없다면 철광석의 경우 공급초과로 인해 가격 약세를 전망하는 시각이 지배적이다.

대형광산의 신규 프로젝트 가동으로 철광석은 초과 공급 예상

세계 철광석 공급에 있어 최대광산업체인 브라질 Vale는 신규광산 가동으로 생산량을 늘렸다. 2017년 1분기 Vale의 철광석 생산은 8,620만톤 이었는데, 이는 전년 동기대비 11.1% 증가한 것이다. Vale가 증설한 광산의 생산능력은 연간 9,000만톤에 이르고, 실제 생산은 전년대비 1,500만~ 2,000만톤 증가할 전망이다. 또한 호주 로이힐 광산도 연간 1,500만톤 규모의 증산이 예상되어, 철광석시장 전체로는 올해 약 7,000만톤의 공급초과가 예상된다. 따라서, 철광석의 수요와 공급측면만 고려하면 가격 상승 가능성은 낮다. 당사는 올해 연말까지 철광석 가격은 50~ 70달러 수준이 될 것으로 전망한다.

그림7. 철광석(중국 수입 호주산) 가격 2017년 2월 이후 하락



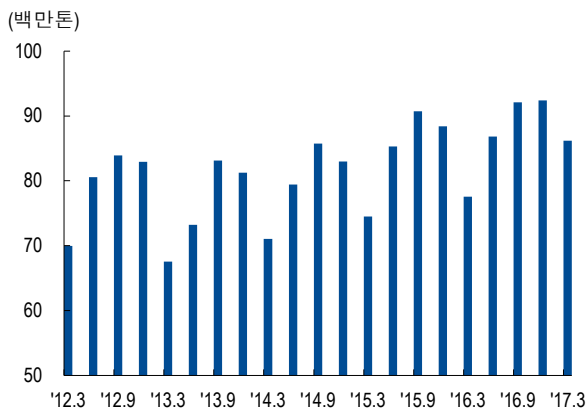
자료: Mysteel, NH 투자증권 리서치본부

그림8. 2016년 하반기부터 강점탄 가격 급등락



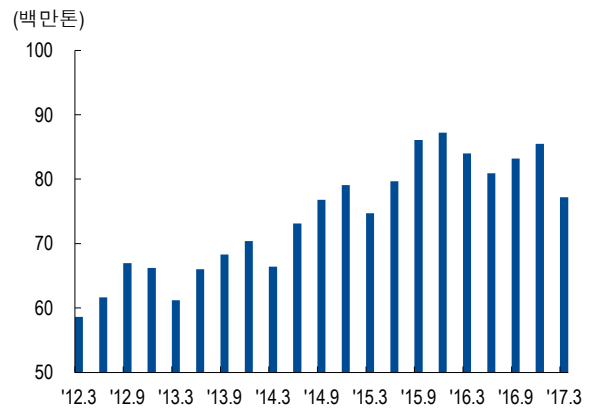
자료: SBB, NH 투자증권 리서치본부

그림9. 신규 프로젝트 가동으로 'Vale'의 철광석 생산 증가



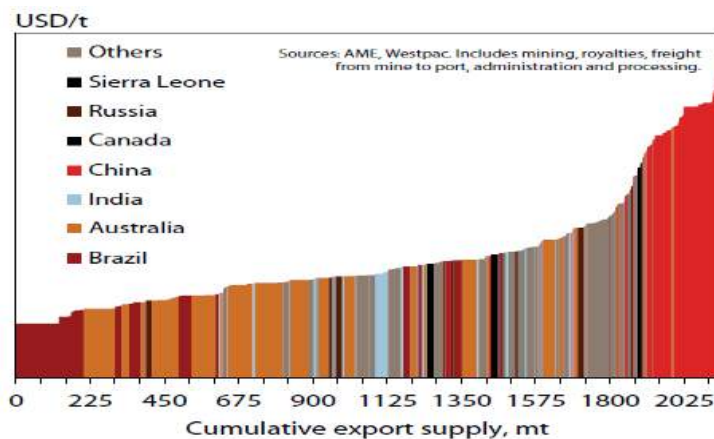
자료: Vale, NH 투자증권 리서치본부

그림10. 호주 'RioTinto'의 분기별 철광석 생산량



자료: Riotinto, NH 투자증권 리서치본부

그림11. 제비용(생산, 운반, 보험 등)을 고려한 지역별 철광석 생산 비용



자료: 호주정부, NH 투자증권 리서치본부

공급 ① : Cost Push – 인플레이션의 기저도 높아졌다

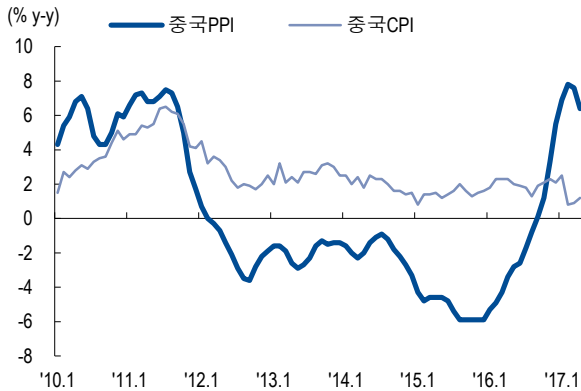
**PPI의 방향성이
우상향일 때 철강가격
상승**

과거 철강가격은 인플레이션의 방향성과 같이 움직이는 경향을 보였다. PPI(생산자 물가지수) ‘음(-)’, ‘양(+)’의 값 자체보다는 ‘음(-)’의 값이 작아질 때, 혹은 ‘양(+)’의 값이 커지는 시기에 철강가격은 상승했다. 중국 PPI는 2015년 12월 -5.9%를 저점으로 반등하기 시작해, 2016년 9월 ‘양(+)’으로 전환했고, 2017년 2월 7.8%로 높아졌다. 중국 열연 가격은 2016년 12월 1,920위안에서 2017년 2월 4,010위안으로 108.9% 상승했다.

**중국 PPI는 2월 Peak
Out, 향후 PPI 증가율
둔화 전망**

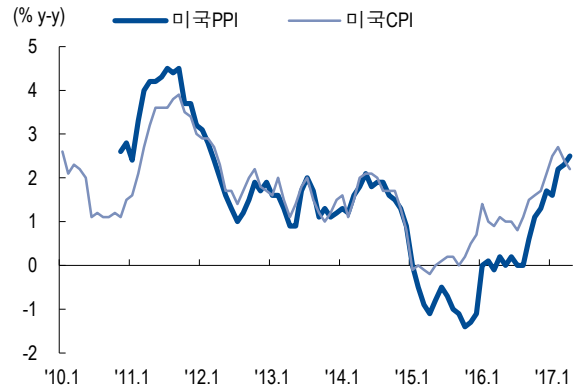
그러나, 중국의 PPI는 3월 7.6%, 4월 6.4%를 기록해 지난 2월을 기점으로 최근 상승 사이클의 고점을 지났다. PPI의 주요 변수인 국제유가(WTI)의 평균가격은 배럴당 2016년 1분기 33.5달러, 2분기 45.4달러, 3분기 45.0달러, 4분기 49.1달러였다. 2017년 1분기 평균 국제유가는 51.9달러였고, 최근 가격은 49.8달러인데 당사는 올해 평균 유가를 WTI 기준 53.5달러로 전망하고 있다. 당사 전망을 기준으로 하면, 올해의 PPI 상승률은 1분기에 가장 높고, 4분기에 가장 낮을 것으로 예상된다.

그림12. 중국 PPI는 2017년 2월을 고점으로 상승률 낮아져



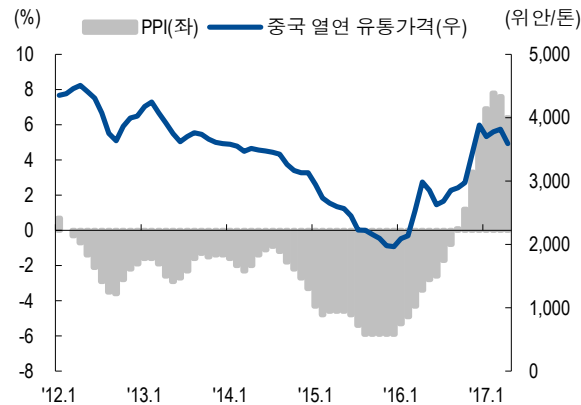
자료: Bloomberg, NH 투자증권 리서치본부

그림13. 미국 PPI는 2017년 4월 2.5%로 전월보다 상승률 높아



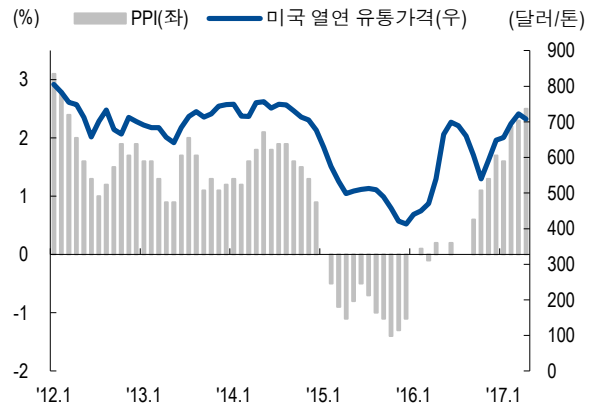
자료: Bloomberg, NH 투자증권 리서치본부

그림14. 중국 PPI 상승률이 우상향 할 때 철강가격 상승



자료: Bloomberg, Mysteel, NH 투자증권 리서치본부

그림15. 미국 PPI가 상승전환 하면서 철강가격 상승



자료: Bloomberg, SBB, NH 투자증권 리서치본부

공급 ② : 중국 구조조정 - 철강기업의 ‘이윤 추구’가 조강생산 증가시켜

4월 조강생산량 사상 최대 기록

2017년 4월 중국 조강생산량은 전년동월대비 4.8% 증가한 7,278만톤을 기록해 월간 생산으로 사상최대를 기록했다. 4월 하순 일평균조강생산량도 186.5만톤을 기록해 사상최대였다. 중국은 지난해부터 철강을 비롯해, 석탄과 화학, 시멘트, 평판 유리산업에 대한 공급측 개혁을 본격화했다. 이런 상황에서 중국 조강생산량이 월간 사상 최대를 기록했다는 것은 철강산업 구조조정 효과에 우려를 갖게 한다.

중국 철강기업은 ‘이윤 극대화’에 충실

중국 정부의 구조조정 실행에도 불구하고 조강생산량이 증가하는 것은 중국 철강업체들이 ‘이윤 극대화’라는 기업 본연의 목적에 충실하기 때문이다. 지난해부터 철강 가격이 상승하면서 중국 철강업체의 수익성이 개선된 영향이 크다.

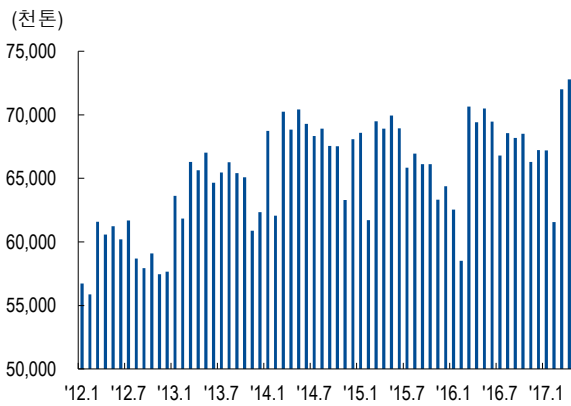
철강가격 상승으로 중국 철강업체 수익성 개선

중국강철협회(CISA)가 집계하는 중대형철강업체의 세전이익률은 2015년 11월 -7.9%로 하락했으나, 2016년 3월 +1.3%로 흑자 전환했고, 이후 2016년 12월을 제외하고 2017년 3월까지 흑자를 유지하고 있다. 조사대상 기업 중 적자기업 비율이 2015년 12월에는 50%이었으나, 2017년 3월에는 19.2%로 떨어졌다.

소형 고로에서 가동률 상승 나타나

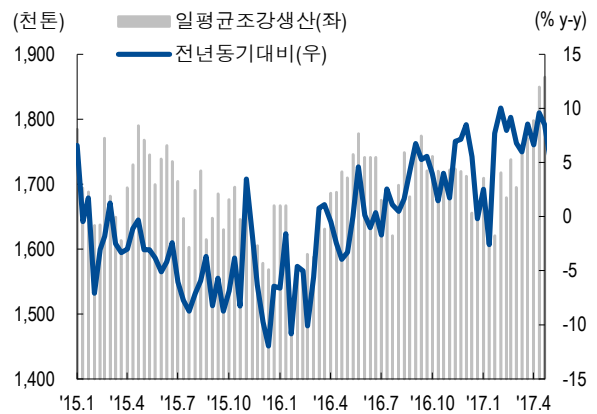
중국 정부의 구조조정이 진행되고 있음에도 불구하고, 철강가격 상승으로 수익성이 개선되면서 철강업체들이 생산을 늘린 것인데, 특히 200만톤급 이하 소형 고로에서 가동률이 높아졌다. 2016년말 중국 고로 가동률은 74.3%에서 74.7%로 0.4%p 상승한 반면에, 같은 기간 200만톤급 이하 소형 고로의 가동률은 55.7%에서 59.8%로 4.1%p 높아졌다.

그림16. 2017년 4월 조강생산량 사상 최대



자료: Mysteel, NH 투자증권 리서치본부

그림17. 2017년 4월 하순 일평균 조강생산량 180만톤 상회



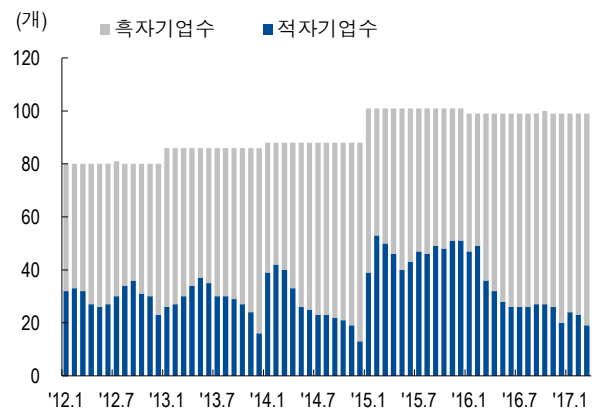
자료: Mysteel, NH 투자증권 리서치본부

그림18. 중국 중대형 철강업체 세전이익률 흑자 전환



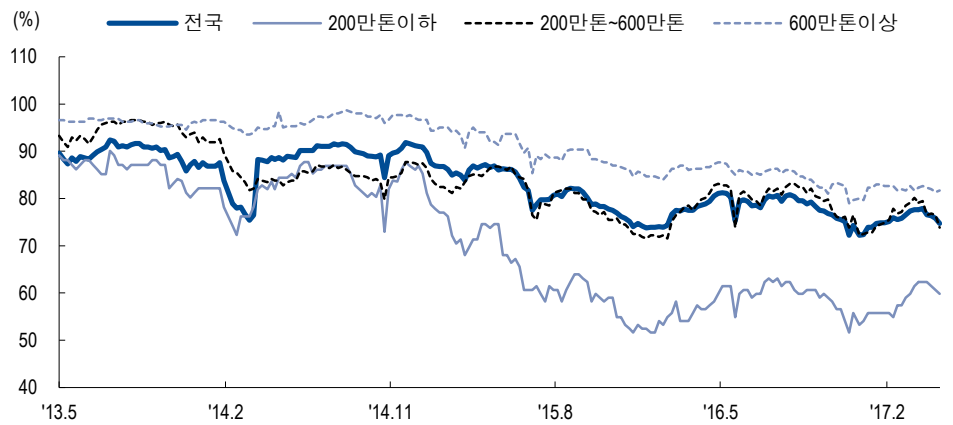
자료: CEIC, NH 투자증권 리서치본부

그림19. 중국 중대형 철강업체 적자기업 수 감소



자료: CEIC, NH 투자증권 리서치본부

그림20. 중국 철강업체의 이윤극대화 과정에서 소형 고로의 가동률 상승



자료: Mysteel, NH 투자증권 리서치본부

공급 ② : 중국 구조조정 - 4월까지 3,170만톤 폐쇄, 달성률 63.4%

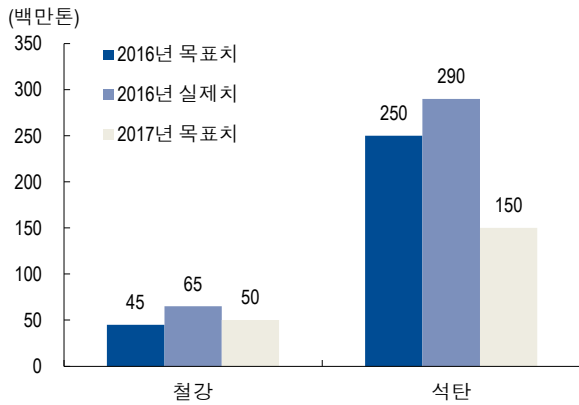
**중국 철강산업
구조조정은
지난해보다 강하게
진행중**

중국은 철강산업에 대한 구조조정을 지난해에 이어 올해도 강하게 추진하고 있다. 2016년 철강생산설비 폐쇄 목표가 4,500만톤이었는데 6,500만톤을 도태시켰다. 2017년 목표는 5,000만톤인데 중국 국무원의 발표에 따르는 지난 4월까지 3,170만톤의 설비 폐쇄가 완료되었다. 4개월 지난 시점에서 달성률이 63.4%에 달해 올해도 목표를 초과할 것으로 예상된다.

**구조조정의 영향이 큰
철근의 가격은 연중
최고 수준**

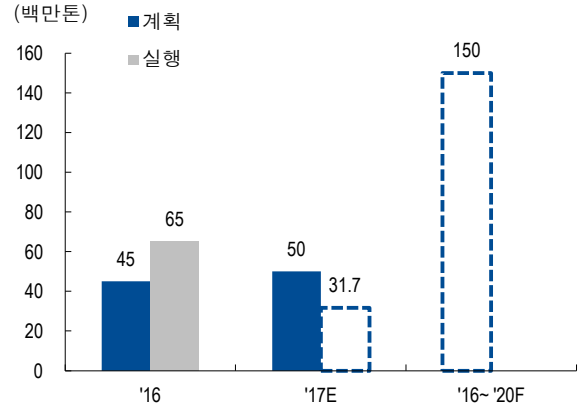
중국의 철강산업 구조조정으로 저품질의 철강재를 생산하는 소규모업체들이 가장 큰 영향을 받는다. 여기에 해당되는 제품이 철근인데, 올해 중국 유통시장에서 철근 가격의 고점대비 하락률은 12.6%로 상대적으로 작았고, 저점대비 상승률은 13.7%로 가장 컸다. 뿐만 아니라, 열연과, 냉연, 후판 가격은 지난 2월 고점대비 낮은 수준에 있으나, 5월 23일 철근가격은 2월의 고점을 넘어 연중 최고치로 올랐다.

그림21. 중국의 공급축 개혁은 2017년에도 지속



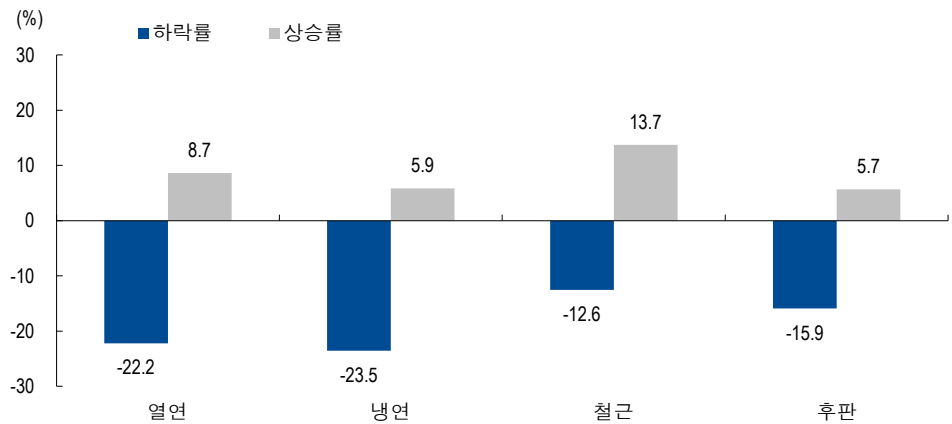
자료: 중국정부 및 언론, NH 투자증권 리서치본부

그림22. 중국 2017년 4월까지 생산설비 3,170만톤 도태



자료: 중국정부 및 언론, NH 투자증권 리서치본부

그림23. 중국 유통시장에서 철근 가격이 가장 적게 빠지고 가장 크게 반등



자료: Mysteel, NH 투자증권 리서치본부

표8. 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: 중국 철강공업협회, NH 투자증권 리서치본부

수요 ① : WSA, 2017년 세계 철강수요 전망 1.3% 증가로 상향

세계철강협회(WSA)는 지난 4월 보고서에서 2017년 전 세계 철강명목소비가 1.3% 증가하고, 2018년에는 0.9% 증가할 것으로 전망했다. 2016년 10월에는 2017년 전 세계 철강수요가 0.5% 증가할 것으로 예상했는데, 4월 전망에서는 보다 긍정적인 시각을 보여준 것이다.

건설과 기계부문 수요 양호, 조선은 부진 전망

산업별로는 선진국을 중심으로 건설부문에서 철강수요가 호조를 보일 것으로 예상했고, 자동차향 수요 증가는 고점을 지나 둔화될 것으로 전망했다. 기계부문은 투자 활성화의 수혜가 예상되는 반면, 조선향은 당분간 수요 부진이 지속될 것으로 전망했다.

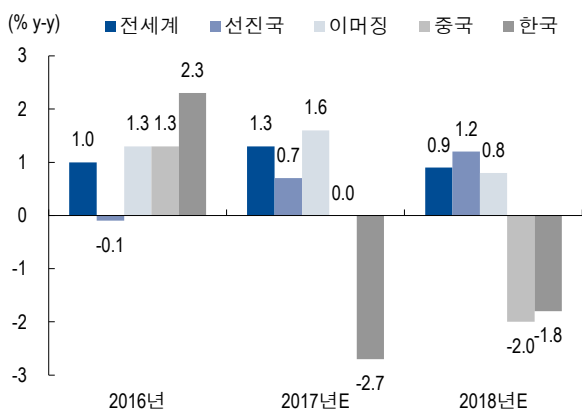
중국의 철강수요는 전년 수준 예상, 이머징의 2017년 철강수요 4.0% 증가 전망

중국의 철강수요는 2016년 1.3% 증가했는데, 2017년에는 전년대비 정체될 것으로 보았고, 2018년에는 2.0% 감소할 것으로 전망했다. 중국 철강수요는 상반기에 견고할 것이나 하반기로 가면서 부동산시장 규제 강화의 영향을 크게 받을 것으로 보았다. 전 세계 철강수요의 30%를 차지하는 이머징지역(중국 제외)의 철강 수요는 2017년과 2018년에 각각 4.0%, 4.9% 증가할 것으로 예상했다. 그리고 선진국지역의 철강 수요 증가율은 2017년 0.7%, 2018년 1.2%로 전망했다.

우리나라 철강 수요 올해와 내년 감소 전망

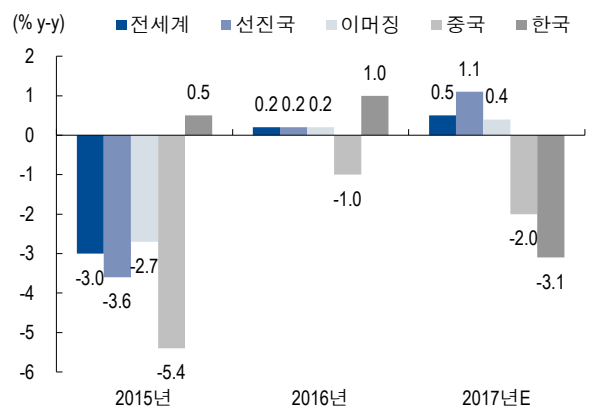
우리나라의 철강수요에 대해서는 2016년에 5,710만톤으로 2.3% 증가했지만, 2017년에는 2.7% 감소하고, 2018년에도 1.8% 감소할 것으로 전망해, 중국과 함께 철강수요가 부진할 것으로 예상했다.

그림24. WSA, 4월 전망에서 세계 철강수요 1.3% 증가로 상향



자료: WSA, NH 투자증권 리서치본부

그림25. WSA, 2016년 10월에 세계 철강수요 0.5% 증가 예상



자료: WSA, NH 투자증권 리서치본부

수요 ② : 중국 철강수요는 부동산규제 우려 속 전년수준 전망

중국 철강 컨설팅업체, 전년 수준의 철강 수요 예상

중국 정부가 지난해 10월부터 대도시를 중심으로 부동산시장 규제를 강화했고, 중국내 2017년 4월 자동차 판매가 전년동월대비 감소하면서 철강수요 개선에 대한 우려는 여전히 남아있다. 세계철강협회는 올해 중국 철강소비가 전년과 같은 수준이 될 것이라고 전망했고, 중국내 철강 컨설팅업체인 ‘Mysteel’과 ‘Custeel’도 비슷한 입장이다.

중국 부동산 규제책의 주요 내용

중국의 주요 부동산 규제책은 1)대형 도시군 범위내 전면적인 구매제한 실행(장진지, 장강삼각주, 주강삼각주 지역), 2)부동산 최소 보유기간 설정(샤먼, 푸저우 등 10여개 도시), 3)2주택 보유 요건 강화(3월 이후 1, 2선 도시 포함한 40개 도시에서 시행), 4)주택 대출금리 상향조정(북경 소재 8개 주요은행, 광주시 소재 일부 은행) 등이다. 지난해 10월부터 부동산 규제가 강화되고 있는데, 부동산과 인프라가 포함된 건설부문은 중국 철강수요의 54%를 차지할 정도로 절대적이다.

1, 2선 도시의 주택가격 상승률 둔화세 뚜렷

중국의 부동산규제 강화 이후 중국 대도시를 중심으로 주택가격 상승률은 뚜렷한 둔화세를 보이고 있다. 1선 도시의 전년동월대비 주택가격 상승률은 2016년 4월에 31.5%를 기록한 이후 10월까지도 28.5%를 유지 했으나, 2017년 3월에는 16.9%로 하락했다. 이는 지난해 3월의 29.5%보다도 크게 둔화된 것이다. 2선 도시 주택가격 상승률은 2016년 11월 18.1%를 고점으로 2017년 3월에는 15.2%로 둔화되었다. 3월 3선도시 주택가격은 전년대비 7.0% 상승한 것으로 나타나 아직은 상승률 고점을 지났는지 확인되지 않는다.

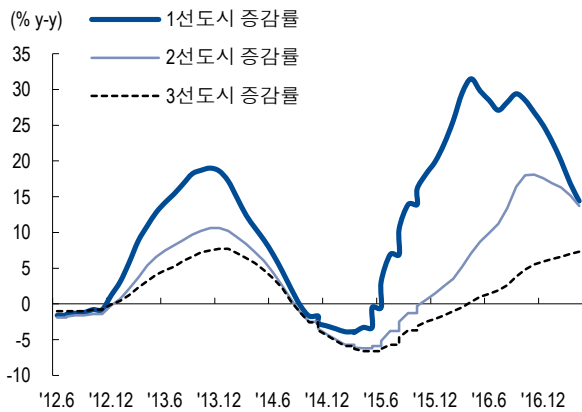
3, 4선 이하 도시의 부동산 경기는 양호할 것으로 기대

중국 부동산시장은 정책 규제가 상대적으로 약한 3, 4선 이하 도시를 중심으로 양호한 흐름을 이어갈 것으로 예상된다. 중국 3, 4선 이하 도시가 전체 부동산 거래에서 차지하는 비중은 약 70%, 부동산 투자에서 차지하는 비중은 약 50%로 추정된다. 2017년 1분기 1, 2선 도시의 부동산 거래 증가율은 6.3%인 반면, 3, 4선 도시의 부동산 거래 증가율은 22.1%를 기록했다. 2017년 1~ 4월 중국 부동산 신규착공면적은 전년대비 11.1% 증가했는데, 중국 부동산 시장은 3, 4선 이하 도시의 호조로 인해 급랭할 가능성은 낮다.

중국 1~ 4월 자동차 판매 증가율 5.1%로 둔화, 가전 판매는 양호

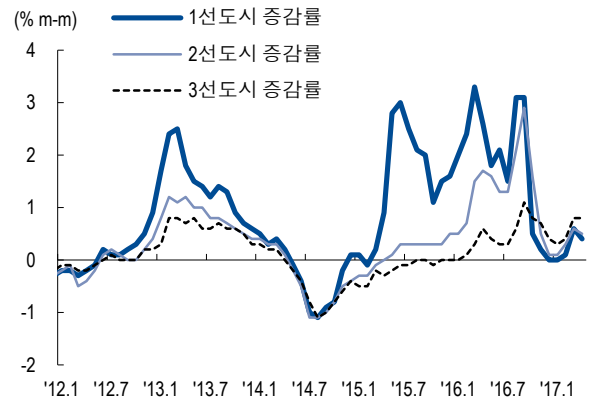
중국의 4월 자동차 판매가 전년동월대비 1.8% 감소한 것은 우려되는 부분이다. 그러나, 2017년 1~ 4월 자동차 판매는 전년동기대비 5.1% 증가했다. 2016년 같은 기간에 자동차 판매가 6.1%(y-y) 증가한 것에 비해 증가율이 낮아진 것인데, 아직은 그 정도가 크지는 않다. 2017년 1~ 4월 가전 판매를 보면 에어컨이 전년동기대비 18.1% 증가했고, 세탁기와 냉장고 판매도 각각 4.1%, 6.1% 증가했다. 반면 TV 판매는 7.3% 감소했다. 에어컨과 세탁기, 냉장고, TV의 판매대수 전체로 보면 올해 1~ 4월 판매는 전년대비 5.4% 증가해 2015년 1.2%, 2016년 2.1%보다 높은 증가율을 보였다.

그림26. 중국 주택가격 상승률은 1선 도시부터 순차적으로 둔화



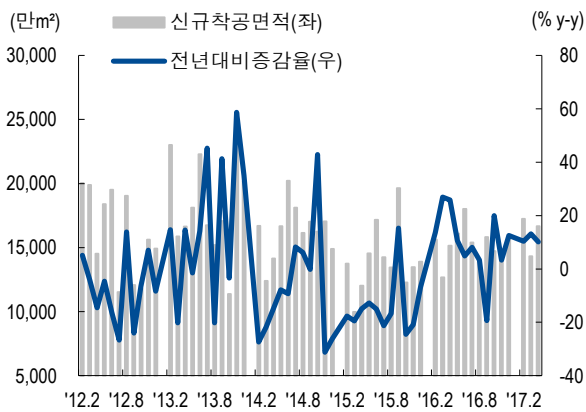
자료: WIND, NH 투자증권 리서치본부

그림27. 중국 전월대비 주택가격 상승률도 둔화세 뚜렷



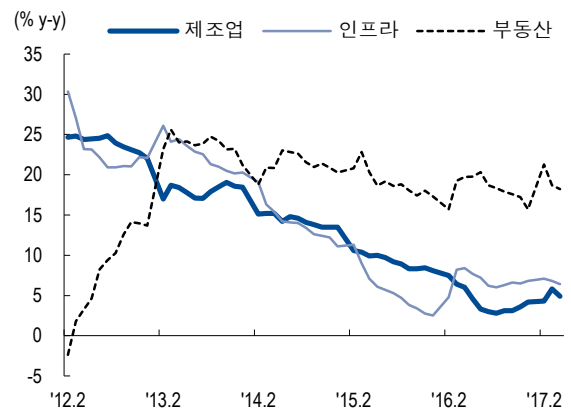
자료: WIND, NH 투자증권 리서치본부

그림28. 2017년 1~ 4월, 중국 부동산 신규착공면적 11.1% 증가



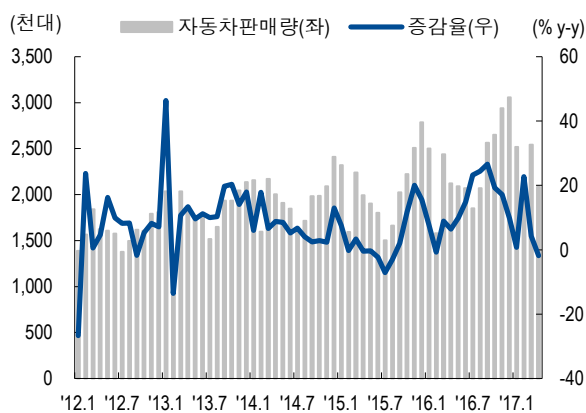
자료: WIND, NH 투자증권 리서치본부

그림29. 중국 제조업, 인프라, 부동산 투자 증감률



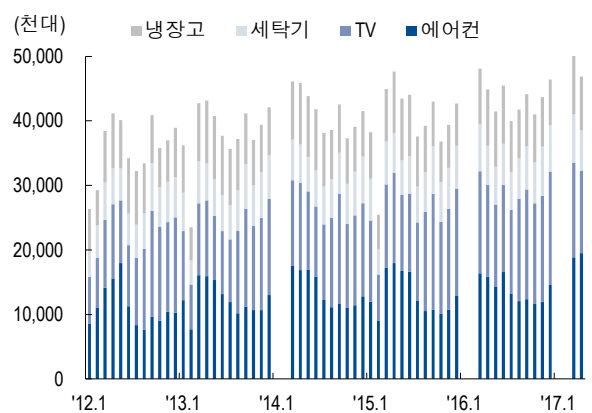
자료: WIND, NH 투자증권 리서치본부

그림30. 2017년 1~ 4월, 중국 자동차 판매량 5.1% 증가



자료: CEIC, NH 투자증권 리서치본부

그림31. 2017년 1~ 4월, 중국 가전 판매량 5.4% 증가



자료: CEIC, NH 투자증권 리서치본부

금구은십(金九銀十)을 기다리며 ① : 가을 성수기 철강가격 반등 예상

**여름 비수기 지나
9~10월 성수기에
앞선 시점에서
철강가격 반등 예상**

중국에서 9월과 10월은 ‘금구은십(金九銀十)’이라 불리는 철강의 계절적 성수기이다. 여름 비수기를 지나 겨울이 오기 전까지 건설활동이 활발해지는 시기이기 때문이다. 과거 철강가격 흐름에서도 6~8월 철강가격 저점보다 9~11월 철강가격 고점이 대부분 높았다. 상반기 철강가격 고점보다 하반기 고점이 높아질 지는 예단하기 어렵지만, 비수가 가격 조정 이후 반등이 나타날 가능성은 높다.

**철근을 중심으로 중국
철강가격 반등,
국내 철강기업의 주가
상승 전망**

중국 철강가격이 최근 바닥에서 반등하기는 했지만, 여름 비수기를 앞두고 있어 상승세가 강하게 이어지지는 못할 것으로 예상된다. 비수기 이후 9~10월 철강재의 계절적 성수기를 앞둔 시점에서 철근을 중심으로 가격 반등이 나타날 것으로 전망된다. 부동산시장에 대한 우려가 있지만 3, 4선 이하 도시의 양호한 건설경기와 공급측 개혁으로 저가 철강재 생산이 줄어든 영향이 철근가격 상승에 긍정적이다. 중국 철강가격이 반등하는 시점에서 POSCO를 비롯한 국내 철강기업의 주가가 상승할 가능성이 높다.

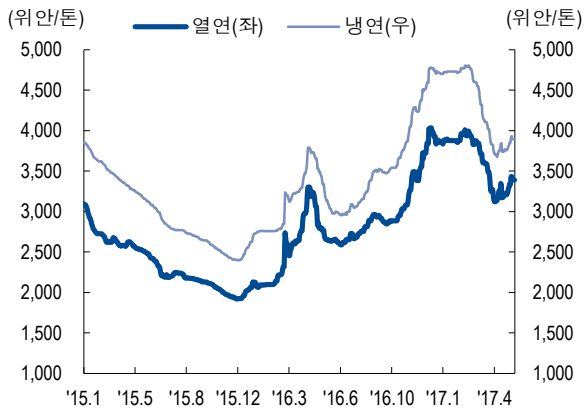
**최근 중국내 철강가격
반등은 일대일로 포럼
준비에 따른 환경감독
강화 영향**

올해 들어 중국 철강 유통가격은 2월 말을 고점으로 두 달여 동안 품목별로 12~23% 하락했으나, 5월 초부터 반등하기 시작해 철근이 바닥에서 13.7% 올랐고, 열연과 냉연, 후판 가격도 각각 8.7%, 5.9%, 5.7% 반등했다. 그러나 최근의 철강가격 반등에는 중국 정부가 일대일로 포럼(2017년 5월 14~15일)을 앞두고 4월말부터 행사가 끝나는 시점까지 환경감독을 강화한 데 따른 영향이 컸다.

**중국 인민은행의
긴축 기조 완화도
철강시장에는 긍정적**

중국 인민은행의 긴축 기조가 상당히 완화된 것도 철강가격 반등에는 긍정적일 것으로 본다. 인민은행은 2016년 하반기에 1조770억 위안의 자금을 공급했으나, 미국이 금리를 인상하고 생산자물가가 급등하자 2017년 1분기에는 1조250억 위안의 자금을 회수했다. 그러나 2분기 들어서는 약 2,600억 위안의 자금을 공급해 긴축은 상당히 완화될 것으로 보인다.

그림32. 중국 열연, 냉연 유통 가격 5월 중순 이후 반등



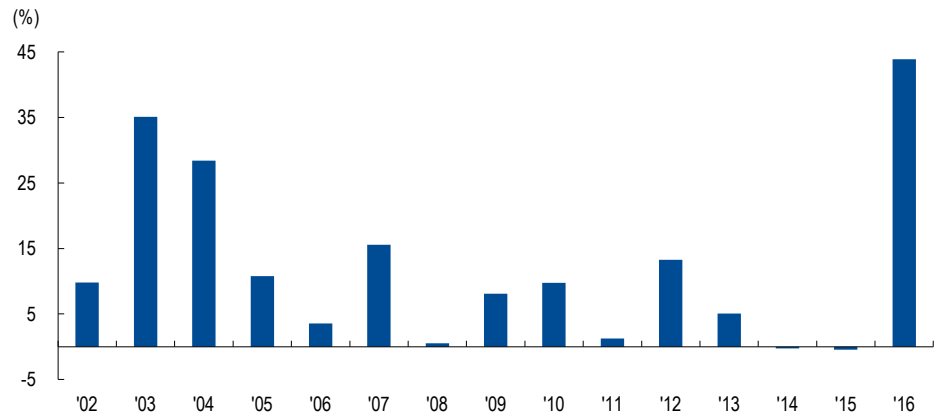
자료: Mysteel, NH 투자증권 리서치본부

그림33. 중국 철근, 후판 유통 가격 5월 중순 이후 반등



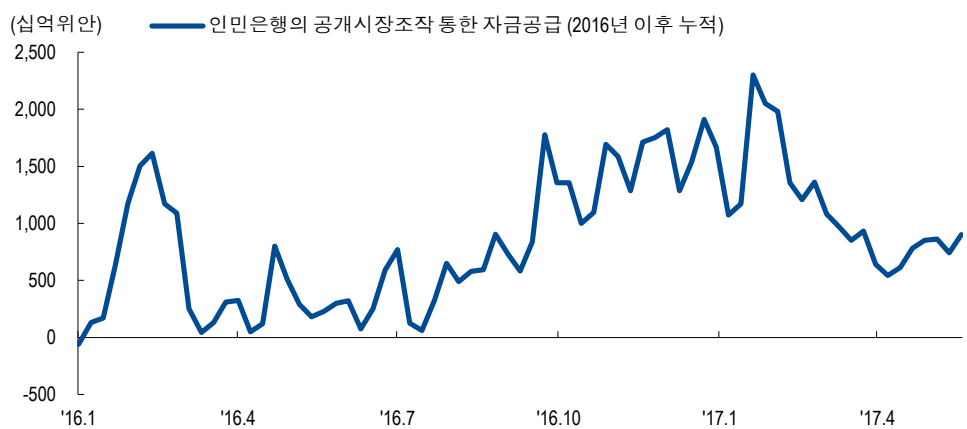
자료: Mysteel, NH 투자증권 리서치본부

그림34. 중국 철강가격의 '6~8월 저점 대비 '9~11월 고점의 상승률



자료: Mysteel, NH 투자증권 리서치본부

그림35. 중국 인민은행은 2016년 하반기 자금 공급, 2017년 1분기 회수



자료: 중국 인민은행, NH 투자증권 리서치본부

금구은십(金九銀十)을 기다리며 ② : POSCO 3분기 별도 이익 5년래 최고 전망

POSCO
올해 연결 영업이익
52.1% 증가 전망

POSCO의 연결영업이익은 2014년 3조2,135억원에서 2015년 2조4,100억원으로 감소했고, 2016년에는 2조8,443억원으로 증가했다. 올해는 철강부문의 이익개선과 건설, 무역, 에너지/소재 등 비철강사업의 수익성 개선에 힘입어 4조3,264억원으로 증가할 것으로 예상된다. 이익증가에는 철강가격 상승에 따른 영향뿐만 아니라 비효율사업의 구조조정과 부실자산 상각, 재무구조 개선 등에 따른 기저효과도 있다.

3분기
별도 영업이익은
2012년 2분기 이후
최대 예상

올해 3분기 POSCO의 별도 영업이익으로 8,559억원을 예상하는데, 이는 2012년 2분기 이후 21개 분기 만에 최고치이다. 2017년 1분기에 별도 영업이익은 7,954억원으로 개선되었는데, 2분기에는 1분기에 원료가격 상승 영향으로 인해 7,175억원으로 줄어들 것이나, 3분기에는 철광석과 원료탄이 최근 하락한 가격으로 투입되며 이익을 증가시킬 것으로 전망된다. 연결 영업이익은 지난 1분기에 2012년 2분기 이후 최고치를 기록했는데, 건설부문의 수익개선과 일부 일회성 요인 등의 영향이 있었다.

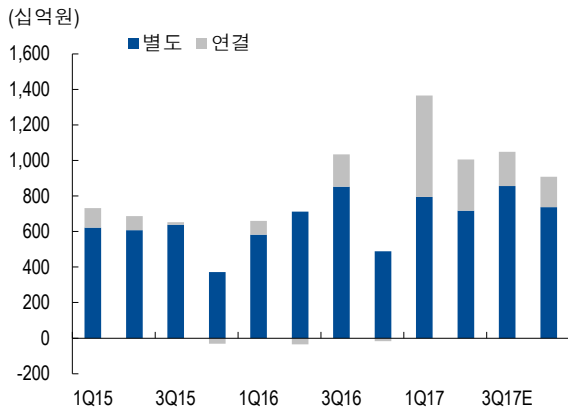
원료가격 하락으로
ASP 하락 가능성이
높아진 점은 우려

실적전망과 관련해서 주목할 점은 ASP(평균판매단가: Average Sales Price)의 향방이다. POSCO의 탄소강 ASP는 2015년 4분기 톤당 54만원을 저점으로 2017년 1분기에 67만1,000원으로 올랐다. 원가 상승을 근거로 제품 출고가격 인상이 지속되었기 때문에 2분기 ASP는 전분기대비 5,000원 오른 67만6,000원이 될 것으로 전망된다. 그러나, 철광석과 강점탄 가격이 각각 3월 20일과 4월 17일 고점 대비 39.3%, 49.5% 하락해 3분기 이후 ASP는 하락할 가능성이 커졌다.

우려되는 부분도
있지만,
경기회복이라는
긴 시각에서 POSCO
투자 권고

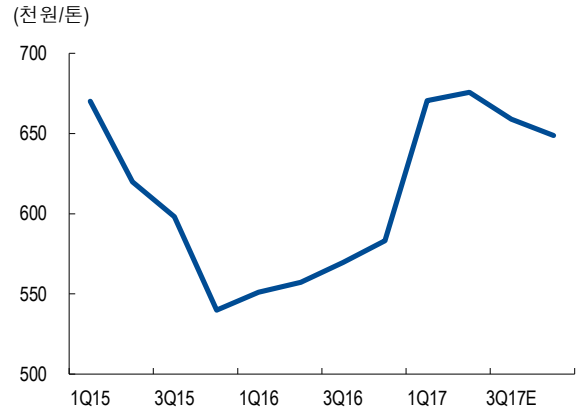
글로벌 경기가 미국과 유럽, 일본, 중국 등 주요 경제지역에서 동시에 개선되는 흐름을 보이고 있어, 수요 증가와 인플레이션에 기반한 원자재가격 상승 가능성은 여전히 남아있다. 2016년만큼 강력하지는 않겠지만, 국제상품시장에서 원자재 가격 강세가 지속된다면, POSCO의 ASP 하락은 단기적이고, 그 폭도 제한적일 것이다. 따라서, 9~10월 철강 계절적 수요기를 앞두고 중국 철강시장내 철근을 중심으로 한 가격상승이 예상되는 만큼 POSCO의 ASP 하락을 우려하기 보다, 짧게 끝나지 않을 이번 경기회복의 긴 시각에서 POSCO 주가를 볼 필요가 있다.

그림36. POSCO 분기 영업이익은 3분기까지 1조원대 전망



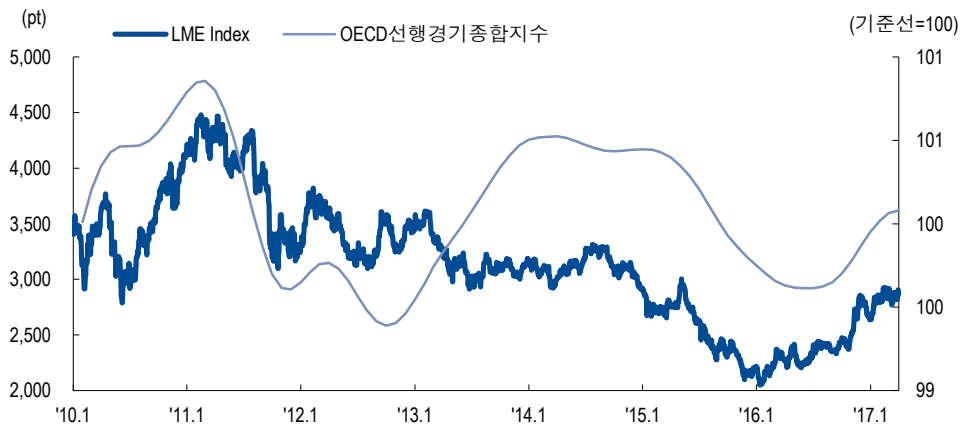
자료: POSCO, NH 투자증권 리서치본부 전망

그림37. POSCO 분기별 ASP는 하반기 하락할 가능성



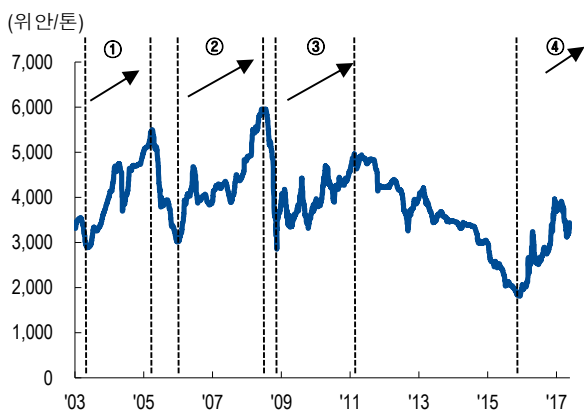
자료: POSCO, NH 투자증권 리서치본부 전망

그림38. OECD 경기선행 지수 상승국면, 글로벌 경기 동반 회복세 이어질 전망



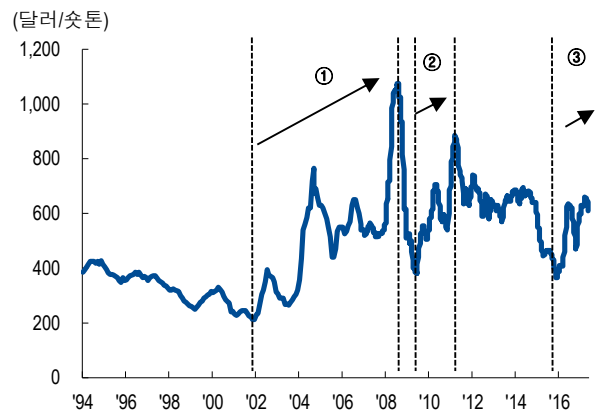
자료: Bloomberg, NH 투자증권 리서치본부

그림39. 과거 중국 철강가격 상승 기간은 20~ 31개월



자료: Mysteel, NH 투자증권 리서치본부

그림40. 미국 철강가격 상승과 하락은 7년 주기



자료: SBB, NH 투자증권 리서치본부

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
매출액	53,084	59,421	59,652	61,442
증감률 (%)	-8.8	11.9	0.4	3.0
매출원가	46,394	51,180	51,671	53,247
매출총이익	6,690	8,241	7,981	8,195
Gross 마진 (%)	12.6	13.9	13.4	13.3
판매비와 일반관리비	3,845	3,915	4,011	4,080
영업이익	2,844	4,326	3,971	4,115
증감률 (%)	18.0	52.1	-8.2	3.6
OP 마진 (%)	5.4	7.3	6.7	6.7
EBITDA	6,058	7,061	6,762	6,951
영업외손익	-1,411	-765	-779	-740
금융수익(비용)	-782	-765	-779	-740
기타영업외손익	-541	0	0	0
종속, 관계기업관련손익	-89	0	0	0
세전계속사업이익	1,433	3,561	3,192	3,375
법인세비용	385	1,000	888	889
계속사업이익	1,048	2,561	2,304	2,486
당기순이익	1,048	2,561	2,304	2,486
증감률 (%)	흑전	144.3	-10.0	7.9
Net 마진 (%)	2.0	4.3	3.9	4.0
지배주주지분 순이익	1,363	2,512	2,260	2,439
비지배주주지분 순이익	-315	49	44	47
기타포괄이익	454	0	0	0
총포괄이익	1,502	2,561	2,304	2,486

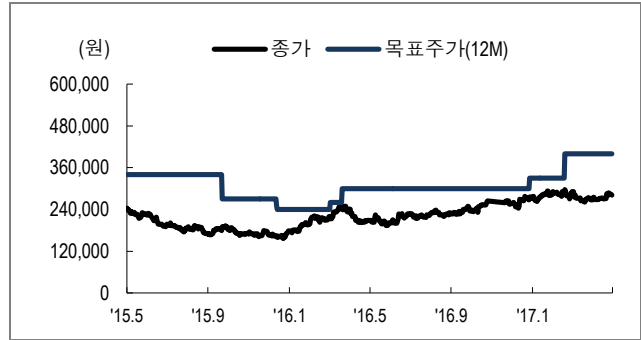
Valuation Profitability Stability				
	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
PER(X)	16.5	9.7	10.6	9.8
PBR(X)	0.5	0.6	0.5	0.5
PCR(X)	3.4	4.0	3.6	3.6
PSR(X)	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(X)	6.7	5.9	6.1	5.8
EV/EBIT(X)	14.2	9.6	10.3	9.7
EPS(W)	15,637	29,094	26,605	28,576
BPS(W)	486,007	507,761	527,025	548,261
SPS(W)	608,848	677,361	696,551	717,448
자기자본이익률(ROE, %)	3.3	5.9	5.1	5.3
총자산이익률(ROA, %)	1.3	3.1	2.7	2.9
투자자본이익률 (ROIC, %)	3.7	6.6	5.7	5.8
배당수익률(%)	3.1	3.1	3.1	3.1
배당성향(%)	46.9	25.2	27.6	25.7
총현금배당금(십억원)	640	640	640	640
보통주 주당배당금(W)	8,000	8,000	8,000	8,000
순부채(현금)자기자본(%)	31.9	30.0	27.6	24.6
총부채/ 자기자본(%)	74.0	78.1	75.6	73.1
이자발생부채	22,705	24,878	24,629	24,403
유동비율(%)	154.9	161.9	163.4	166.2
총발행주식수(mn)	87	87	87	87
액면가(W)	5,000	261,500	261,500	261,500
주가(W)	257,500	281,000	281,000	281,000
시가총액(십억원)	22,451	24,500	24,500	24,500

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
현금및현금성자산	2,448	4,264	4,513	5,072
매출채권	9,330	10,380	10,674	10,994
유동자산	29,304	33,983	35,032	36,462
유형자산	33,770	34,181	34,623	35,209
투자자산	7,115	7,664	8,259	8,543
비유동자산	50,459	51,141	51,917	52,539
자산총계	79,763	85,125	86,949	89,001
단기성부채	10,369	11,478	11,660	11,865
매입채무	4,073	4,532	4,660	4,800
유동부채	18,915	20,986	21,438	21,936
장기성부채	12,681	13,764	13,340	12,915
장기충당부채	461	513	528	544
비유동부채	15,009	16,354	16,003	15,658
부채총계	33,925	37,341	37,440	37,593
자본금	482	482	482	482
자본잉여금	1,398	1,398	1,398	1,398
이익잉여금	41,174	43,070	44,750	46,601
비지배주주지분	3,465	3,514	3,559	3,607
자본총계	45,838	47,784	49,508	51,408

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
영업활동 현금흐름	5,269	3,817	5,253	5,118
당기순이익	1,048	2,586	2,364	2,539
+ 유/무형자산상각비	3,214	2,735	2,792	2,836
+ 종속, 관계기업관련손익	89	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	-559	315	-15
Gross Cash Flow	6,629	6,150	6,779	6,727
- 운전자본의증가(감소)	-426	-1,003	-279	-303
투자활동 현금흐름	-3,755	-3,494	-4,060	-3,637
+ 유형자산 감소	44	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-2,324	-2,868	-2,972	-3,175
+ 투자자산의매각(취득)	107	-549	-595	-283
Free Cash Flow	2,945	949	2,281	1,943
Net Cash Flow	1,515	322	1,193	1,480
재무활동 현금흐름	-3,951	1,494	-944	-921
자기자본 증가	14	0	0	0
부채증감	-3,965	1,494	-944	-921
현금의증가	-2,424	1,816	249	560
기말현금 및 현금성자산	2,448	4,264	4,513	5,072
기말 순부채(순현금)	14,600	14,321	13,645	12,665

투자이건 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자이건	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

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

- 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자이건 분포는 다음과 같습니다. (2017년 5월 26일기준)
 - 투자이건 분포

Buy	Hold	Sell
75.2%	24.8%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자이건은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자이건 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.