

SK COMPANY Analysis



Analyst

권순우

soonwoo@sk.com

02-3773-8882

Company Data

자본금	4,824 억원
발행주식수	8,719 만주
자사주	719 만주
액면가	5,000 원
시가총액	341,772 억원
주요주주	
국민연금공단	11.08%
The Bank of New York(DR)	10.62%
외국인지분률	57.40%
배당수익률	1.50%

Stock Data

주가(18/01/25)	392,000 원
KOSPI	2562.23 pt
52주 Beta	0.62
52주 최고가	392,000 원
52주 최저가	261,500 원
60일 평균 거래대금	821 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	16.3%	10.8%
6개월	21.4%	15.6%
12개월	46.5%	18.2%

POSCO (005490/KS | 매수(유지) | T.P 450,000 원(상향))

Valuation 의 추가 상향을 고민해볼 시기

18 년에도 밀마진 상승과 WP 비중 확대, 감소했던 판매량 회복으로 실적개선 지속 전망
자회사의 실적 회복과 구조조정 마무리, 재무건전성 강화 등 본업의 할인 요인은 희석,
글로벌 인프라 확대와 중국 구조조정은 철강업 전반에 우호적인 환경으로 작용할 전망
지속되는 환경변화와 본업의 개선은 결국 valuation 의 추가 상향을 이끌 것으로 판단
투자의견 매수 유지, 기존 390,000 원에서 450,000 원으로 상향

4Q17 Review

17 년 4 분기 실적은 연결기준 매출액 15 조 5,974 억원, 영업이익 1 조 1,520 억원 (OPM 7.4%), 당기순이익 5,599 억원(NIM 3.6%), 별도기준 매출액 6 조 6,825 억원, 영업이익 8,003 억원(OPM 11.3%), 당기순이익 4,670 억원(NIM 6.6%)을 기록하였다. 별도 기준으로는 제품가격인상과 스프레드 확대에도 불구하고, 고객사의 재고부담으로 인한 판매량 감소와 일부 자회사에서 비용 반영으로 시장 기대치를 하회하였다.

Valuation 의 추가 상향을 고민해볼 시기

2018 년 실적은 연결기준 매출액 61 조 3,551 억원, 영업이익의 5 조 1,467 억원(OPM 8.4%), 당기순이익 3 조 5,332 억원(NIM 5.8%), 별도기준 매출액 27 조 8,041 억원, 영업이익 3 조 6,206 억원(OPM 12.3%), 당기순이익 2 조 7,094 억원(NIM 9.2%)으로 전망한다. 18 년에도 밀마진 상승과 WP 비중 확대, 17 년 감소했던 판매량 회복으로 본업 개선은 지속될 것으로 예상되는 가운데 관심을 가질 부분은 바로 valuation 이다. 당사에 서는 지속되는 환경변화와 본업의 개선은 결국 valuation 의 추가 상향을 이끌 것으로 판단한다. 자회사의 실적 회복과 구조조정 마무리, 부채비율 개선 등 재무건전성 강화를 통해 본업의 할인 요인은 희석되고 있고, 글로벌 인프라 확대에 의한 수요 증가와 중국 구조조정은 철강업 전반에 우호적인 환경으로 작용할 전망이다. 실제로 <그림 3, 4>에서 처럼 17 년 중반 이후 국내와 해외 모두에서 철강섹터의 시장 대비 PBR 할인율이 축소 되고 있다는 점에도 주목해야 한다. 투자의견 매수 유지, 목표주가는 18 년 예상 BPS 에 Target Multiple 0.85 배를 적용하여 기존 390,000 원에서 450,000 원으로 상향한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	650,984	581,923	530,835	604,574	610,103	615,417
yoy	%	52	-10.6	-8.8	13.9	0.9	0.9
영업이익	억원	32,135	24,100	28,443	44,283	45,389	46,386
yoy	%	7.3	-25.0	18.0	55.7	2.5	2.2
EBITDA	억원	64,521	56,283	60,582	76,686	77,095	77,331
세전이익	억원	13,781	1,808	14,329	38,485	43,041	44,635
순이익(지배주주)	억원	6,261	1,806	13,633	26,975	31,919	33,101
영업이익률%	%	4.9	4.1	5.4	7.3	7.4	7.5
EBITDA%	%	9.9	9.7	11.4	12.7	12.6	12.6
순이익률	%	0.9	-0.2	2.0	4.6	5.1	5.2
EPS	원	7,181	2,072	15,637	30,940	36,610	37,966
PER	배	38.4	80.4	16.5	10.8	10.7	10.3
PBR	배	0.6	0.4	0.5	0.7	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	7.8	6.2	6.8	5.9	6.2	5.8
ROE	%	1.5	0.4	3.3	6.3	7.1	7.1
순차입금	억원	221,251	163,114	149,458	120,823	94,826	66,162
부채비율	%	88.2	78.4	74.0	70.0	66.9	63.9

<표 1> POSCO 별도실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	17.1Q	17.2Q	17.3Q	17.4Q	18.1Q(F)	18.2Q(F)	18.3Q(F)	18.4Q(F)	2016	2017(F)	2018(F)
생산매출합계	66,033	66,937	68,533	66,825	68,779	68,850	71,477	68,935	227,482	268,328	278,041
열연	12,860	11,648	12,645	12,944	13,922	12,962	13,785	13,736	42,871	50,097	54,406
후판	7,176	8,152	8,794	9,069	7,992	8,374	9,062	9,114	27,920	33,191	34,543
선재	5,242	5,544	5,319	5,555	5,474	5,594	5,584	5,560	18,147	21,660	22,212
냉연	26,300	26,835	26,640	24,374	27,241	27,084	27,294	25,364	87,686	104,149	106,982
전기강판	2,124	2,350	2,679	2,677	2,430	2,563	2,812	2,704	9,840	9,831	10,509
STS	10,785	10,879	10,570	9,950	10,016	10,621	10,876	10,200	35,725	42,183	41,712
기타	1,547	1,529	1,884	2,256	1,705	1,651	2,064	2,256	5,292	7,217	7,676
매출액	70,675	71,344	72,550	70,970	73,234	73,388	74,891	72,956	243,249	285,538	294,470
영업이익	7,954	5,850	7,218	8,003	9,301	9,100	8,613	9,192	26,353	29,025	36,206
%	11.3	8.2	9.9	11.3	12.7	12.4	11.5	12.6	10.8	10.2	12.3
세전이익	10,707	6,508	9,189	7,144	8,422	8,440	8,987	9,338	21,893	33,547	35,187
%	15.1	9.1	12.7	10.1	11.5	11.5	12.0	12.8	9.0	11.7	11.9
당기순이익	8,396	5,092	7,299	4,670	6,485	6,499	6,920	7,191	17,851	25,457	27,094
%	11.9	7.1	10.1	6.6	8.9	8.9	9.2	9.9	7.3	8.9	9.2

자료: POSCO, SK 증권 추정

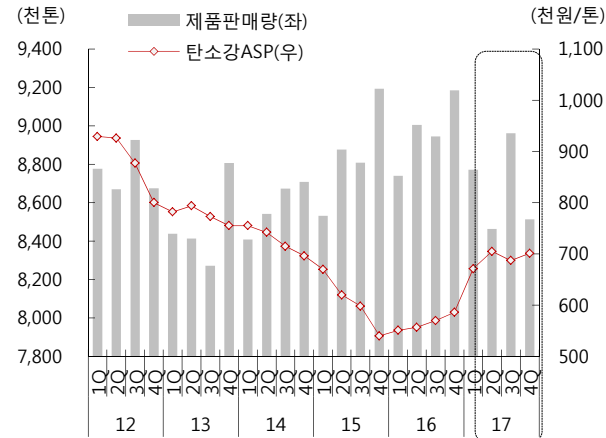
<표 2> POSCO 연결실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	17.1Q	17.2Q	17.3Q	17.4Q	18.1Q(F)	18.2Q(F)	18.3Q(F)	18.4Q(F)	2016	2017(F)	2018(F)
매출액	150,772	149,444	150,361	155,974	147,074	157,030	152,648	156,799	530,835	606,551	613,551
영업이익	13,650	9,791	11,257	11,520	13,219	12,955	12,316	12,977	28,443	46,218	51,467
%	9.1	6.6	7.5	7.4	9.0	8.2	8.1	8.3	5.4	7.6	8.4
세전이익	13,254	7,732	12,313	8,498	13,333	11,647	12,256	11,836	14,329	41,797	49,072
%	8.8	5.2	8.2	5.4	9.1	7.4	8.0	7.5	2.7	6.9	8.0
당기순이익	9,769	5,301	9,066	5,599	9,600	8,386	8,824	8,522	10,482	29,735	35,332
%	6.5	3.5	6.0	3.6	6.5	5.3	5.8	5.4	2.0	4.9	5.8
지배주주	8,509	5,128	8,694	5,569	9,008	7,869	8,280	7,996	13,633	27,901	33,153
%	5.6	3.4	5.8	3.6	6.1	5.0	5.4	5.1	2.6	4.6	5.4

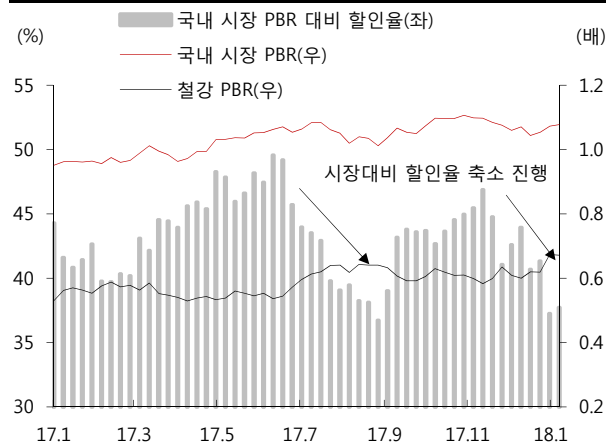
자료: POSCO, SK 증권 추정

<그림 1> 제품판매량 및 탄소강 ASP 추이



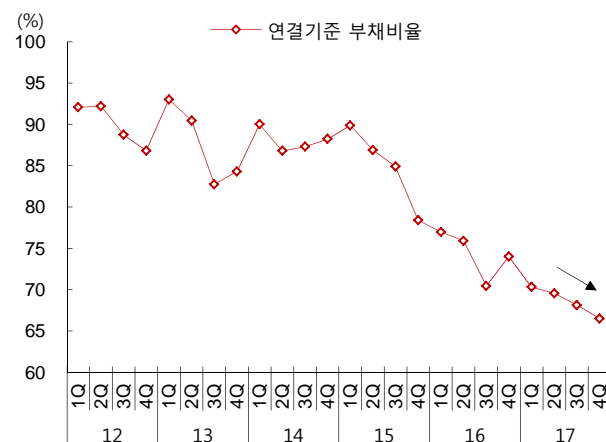
자료: POSCO, SK 증권

<그림 3> 시장대비 PBR 할인율 축소 진행 - Valuation 을 고민할 시점



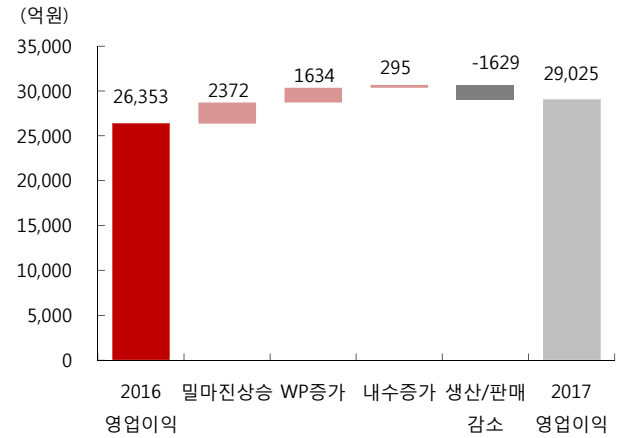
자료: Bloomberg, SK 증권

<그림 5> 연결기준 부채비율 추이



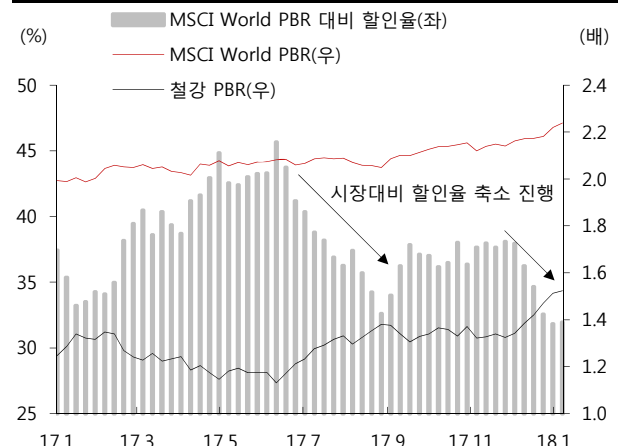
자료: Bloomberg, SK 증권

<그림 2> 2016 년 대비 영업이익 증감요인(별도 기준)



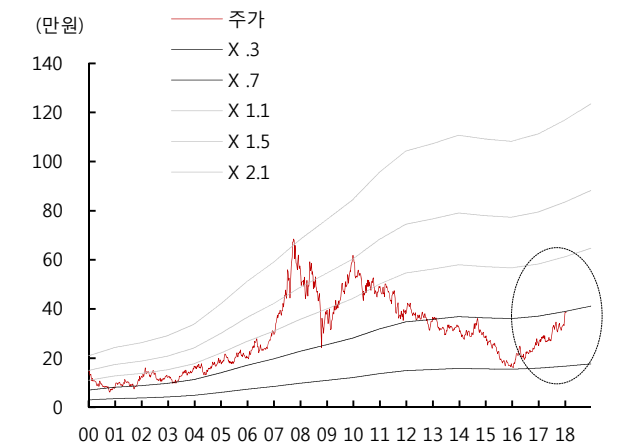
자료: POSCO, SK 증권

<그림 4> 글로벌 관점에서도 시장 대비 PBR 할인율은 축소



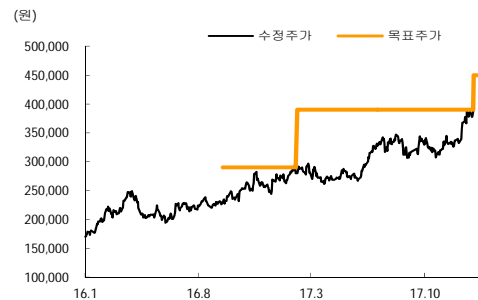
자료: Bloomberg, SK 증권

<그림 6> PBR 밴드차트 - POSCO, Valuation 상향 지속 전망



자료: Bloomberg, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.01.25	매수	450,000원	6개월		
2017.07.21	매수	390,000원	6개월	-20.24%	-0.77%
2017.02.27	매수	390,000원	6개월	-27.88%	-16.15%
2016.10.10	매수	290,000원	6개월	-10.76%	1.21%



Compliance Notice

- 작성자(권순우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018 년 1 월 25 일 기준)

매수	89.4%	중립	10.6%	매도	0%
----	-------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	291,809	293,038	329,202	347,375	367,329
현금및현금성자산	48,702	24,476	35,010	51,008	68,871
매출채권및기타채권	106,233	106,610	121,420	122,530	123,598
재고자산	82,252	90,517	103,091	104,034	104,940
비유동자산	512,279	504,592	480,122	475,930	468,444
장기금융자산	29,426	33,277	32,913	32,913	32,913
유형자산	345,229	337,703	317,095	314,759	309,030
무형자산	64,058	60,887	58,581	56,506	54,586
자산총계	804,088	797,630	809,324	823,304	835,773
유동부채	201,309	189,154	192,341	181,230	169,685
단기금융부채	126,000	103,691	95,019	83,019	70,619
매입채무 및 기타채무	49,209	60,881	69,338	69,972	70,582
단기충당부채	1,023	1,149	1,295	1,306	1,316
비유동부채	152,076	150,092	140,804	148,842	156,255
장기금융부채	129,183	126,814	113,999	115,999	117,599
장기매입채무 및 기타채무	338	513	513	513	513
장기충당부채	2,217	3,377	3,845	3,892	3,918
부채총계	353,385	339,246	333,145	330,072	325,940
지배주주지분	412,354	423,734	439,010	457,524	475,619
자본금	4,824	4,824	4,824	4,824	4,824
자본잉여금	13,836	13,978	14,035	14,035	14,035
기타자본구성요소	-15,544	-15,526	-15,541	-15,541	-15,541
자기주식	-15,339	-15,335	-15,335	-15,335	-15,335
이익잉여금	405,011	411,738	430,723	453,042	474,943
비지배주주지분	38,349	34,650	37,169	35,709	34,214
자본총계	450,702	458,384	476,179	493,232	509,833
부채와자본총계	804,088	797,630	809,324	823,304	835,773

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	79,975	56,013	53,156	63,706	63,569
당기순이익(손실)	-962	10,482	28,019	30,989	32,137
비현금성항목등	59,622	55,809	58,718	46,106	45,194
유형자산감각상각비	28,367	28,358	29,755	28,336	27,729
무형자산감각상각비	3,816	3,780	2,648	3,370	3,216
기타	19,610	18,937	15,739	1,220	1,231
운전자본감소(증가)	27,540	-4,258	-23,834	-1,338	-1,264
매출채권및기타채권의 감소(증가)	16,869	1,812	-18,648	-1,110	-1,067
재고자산감소(증가)	20,957	-7,675	-13,722	-943	-906
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-8,941	7,693	12,175	634	609
기타	-1,345	-6,088	-3,639	81	99
법인세납부	-6,226	-6,020	-9,748	-12,051	-12,498
투자활동현금흐름	-40,988	-33,952	-11,415	-11,026	-4,833
금융자산감소(증가)	-22,091	-14,958	2,163	0	0
유형자산감소(증가)	-25,012	-22,798	-24,000	-26,000	-22,000
무형자산감소(증가)	-2,763	-1,295	-1,295	-1,295	-1,295
기타	8,878	5,098	11,717	16,269	18,463
재무활동현금흐름	-30,732	-46,422	-30,659	-36,683	-40,873
단기금융부채증가(감소)	-8,462	-8,859	-2,674	-12,000	-12,400
장기금융부채증가(감소)	-17,309	-22,862	-11,809	2,000	1,600
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-8,226	-7,090	-9,600	-9,600	-11,200
기타	3,265	-7,612	-12,925	-17,083	-18,873
현금의 증가(감소)	8,490	-24,236	10,559	15,997	17,863
기초현금	40,221	48,712	24,476	35,035	51,033
기말현금	48,712	24,476	35,035	51,033	68,896
FCF	25,972	32,873	21,644	35,753	39,783

자료 : POSCO, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	581,923	530,835	604,574	610,103	615,417
매출원가	516,581	463,940	523,247	527,425	531,389
매출총이익	65,342	66,896	81,327	82,678	84,028
매출총이익률 (%)	11.2	12.6	13.5	13.6	13.7
판매비와관리비	41,242	38,452	37,044	37,289	37,642
영업이익	24,100	28,443	44,283	45,389	46,386
영업이익률 (%)	4.1	5.4	7.3	7.4	7.5
비영업손익	-22,293	-14,115	-5,798	-2,348	-1,752
순금융비용	5,786	4,763	3,252	813	410
외환관련손익	-3,826	-1,423	266	-407	-205
관계기업투자등 관련손익	-4,363	-879	381	92	95
세전계속사업이익	1,808	14,329	38,485	43,041	44,635
세전계속사업이익률 (%)	0.3	2.7	6.4	7.1	7.3
계속사업법인세	2,769	3,847	10,466	12,051	12,498
계속사업이익	-962	10,482	28,019	30,989	32,137
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-962	10,482	28,019	30,989	32,137
순이익률 (%)	-0.2	2.0	4.6	5.1	5.2
지배주주	1,806	13,633	26,975	31,919	33,101
지배주주귀속 순이익률(%)	0.31	2.57	4.46	5.23	5.38
비지배주주	-2,768	-3,151	1,044	-930	-964
총포괄이익	-2,583	15,024	23,683	26,653	27,801
지배주주	330	18,225	23,170	28,113	29,295
비지배주주	-2,913	-3,201	514	-1,460	-1,494
EBITDA	56,283	60,582	76,686	77,095	77,331

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	-10.6	-8.8	13.9	0.9	0.9
영업이익	-25.0	18.0	55.7	2.5	2.2
세전계속사업이익	-86.9	692.7	168.6	11.8	3.7
EBITDA	-12.8	7.6	26.6	0.5	0.3
EPS(계속사업)	-71.2	654.7	97.9	18.3	3.7
수익성 (%)					
ROE	0.4	3.3	6.3	7.1	7.1
ROA	-0.1	1.3	3.5	3.8	3.9
EBITDA마진	9.7	11.4	12.7	12.6	12.6
안정성 (%)					
유동비율	145.0	154.9	171.2	191.7	216.5
부채비율	78.4	74.0	70.0	66.9	63.9
순차입금/자기자본	36.2	32.6	25.4	19.2	13.0
EBITDA/이자비용(배)	7.1	9.2	5.0	4.5	4.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,072	15,637	30,940	36,610	37,966
BPS	472,954	486,007	503,528	524,762	545,517
CFPS	38,984	52,498	68,105	72,975	73,458
주당 현금배당금	8,000	8,000	7,500	8,000	8,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	140.2	18.1	11.2	10.7	10.3
PER(최저)	78.2	10.0	7.9	9.3	8.9
PBR(최고)	0.6	0.6	0.7	0.8	0.7
PBR(최저)	0.3	0.3	0.5	0.7	0.6
PCR	4.3	4.9	4.9	5.4	5.3
EV/EBITDA(최고)	8.1	7.1	6.0	6.2	5.8
EV/EBITDA(최저)	6.1	5.3	4.9	5.6	5.2