

POSCO(005490)

매수(유지) / TP: 460,000원(유지)

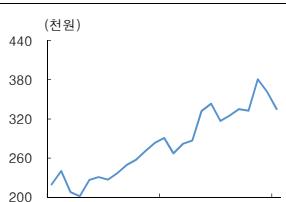
주가(3/28, 원)	335,000
시가총액(십억원)	29,208
발행주식수(백만)	87
52주 최고/최저가(원)	395,000/261,500
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	82,843
유동주식비율(%)	79.0
외국인지분율(%)	57.6
주요주주(%)	국민연금 11.1 BlackRock Fund Advisors 외 13 인 6.2

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2016A	53,084	2,844	1,363	16,627	801.2	6,058	15.5	6.5	0.5	3.3	3.1
2017A	60,655	4,622	2,790	34,464	107.3	7,919	9.6	5.3	0.6	6.5	2.4
2018F	62,332	5,137	3,589	44,867	30.2	8,258	7.5	4.6	0.6	7.9	3.1
2019F	66,345	5,618	3,862	48,272	7.6	8,635	6.9	4.0	0.6	8.0	3.1
2020F	75,808	6,503	4,335	54,189	12.3	9,448	6.2	3.2	0.5	8.4	3.1

주: 순이익은 지분법 적용 순이익

지나친 우려만 반영된 주가

주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(7.3)	6.2	21.6
상대주가(%p)	(7.0)	4.2	9.8

주가추이


재매수하기 좋은 자리, 목표주가 460,000원 유지: POSCO에 대한 투자의견 ‘매수’와 목표주가 460,000원(2018년 BPS에 목표 PBR 0.8배 적용)을 유지한다. 지난해 말부터 중국 철강 감산의 영향으로 철강 업황이 양호해 주가도 40만원에 달했다. 그러나 1) 미국의 강력한 보호 무역 정책, 2) 감산 해제에 따른 업황 훼손 우려, 3) 중국 구조조정 효과 완화 등이 악재로 작용하며 주가가 조정을 받았다. 그런데 우리는 1) 미국 보호 무역의 영향은 미미하고, 2) 감산이 해제되더라도 성수기에 진입하며 수요도 증가해 업황이 훼손되지 않으며, 3) 중국의 구조조정 효과가 지속된다고 판단한다. 최근 미래에 대한 지나친 우려로 PBR이 0.6배 까지 낮아졌다. 재매수하기 좋은 시점이라 판단한다.

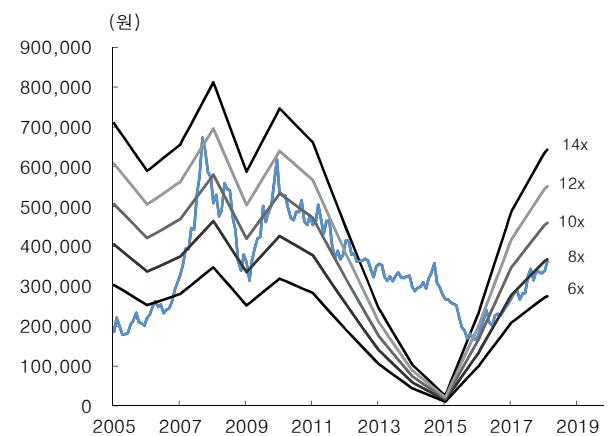
중국 구조조정, 질적인 변화에도 주목: 2018년 중국 철강 설비 폐쇄 규모가 감소해 향후 구조조정 효과가 크지 않을 것이라는 시각이 많다. 곁으로 보면 틀린 시각은 아니다. 그런데 13차 5개년 계획을 다시 보면, 양적인 ‘공급 과잉 해소’뿐만 아니라 ‘대형사 위주의 구조조정’이라는 질적인 공급 개혁 정책이 있다. 2018년은 5개년 계획의 반환점을 도는 시기다. 전반기는 양적인 개혁을 강조했다면 후반기에는 질적인 변화를 추구할 것으로 예상된다. 단순히 설비 폐쇄 규모가 축소된다고 중국의 구조조정 효과가 약화된다고 보면 안 된다.

실적도 양호할 전망: 1분기 연결 영업이익은 1조 3,340억원(+15.8% QoQ, -2.3% YoY)으로 컨센서스 1조 2,540억원을 6.4% 상회할 것으로 예상된다. 중국 가격 상승으로 중국 수입량이 감소해 내수 판매가 양호한 가운데 스프레드도 우호적이어서 전분기보다 이익이 늘 것으로 추정된다. 실적의 변수는 성과급이 될 것으로 보인다. 창립 50주년을 맞이 해 특별 성과급이 1분기에 실행될 것으로 파악된다. 현재 상황에선 얼마나 지급되는지 알 수 없다. 다만 특별한 의미가 있는 만큼 작지 않을 전망이다.

최문선

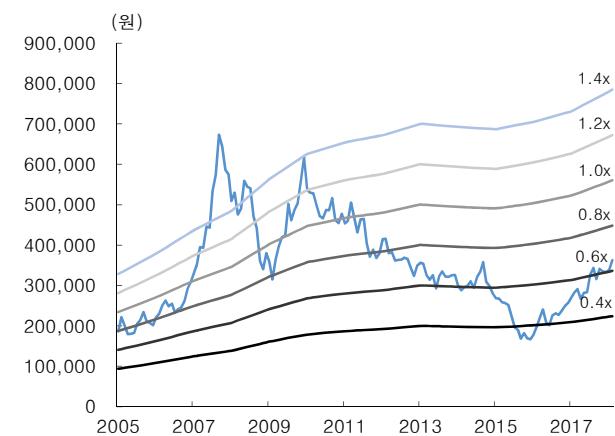
moonsun@truefriend.com

[그림 31] PER band



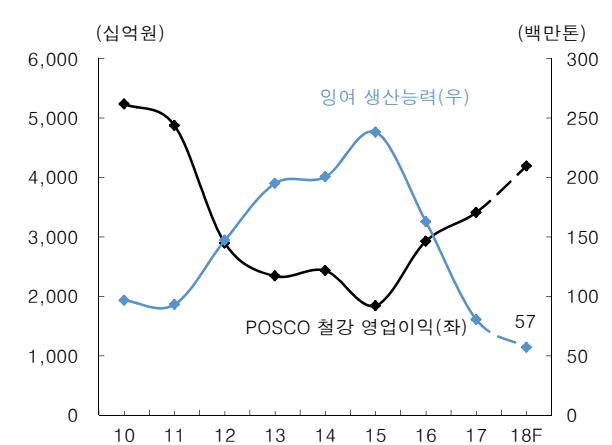
자료: 한국투자증권

[그림 32] PBR band



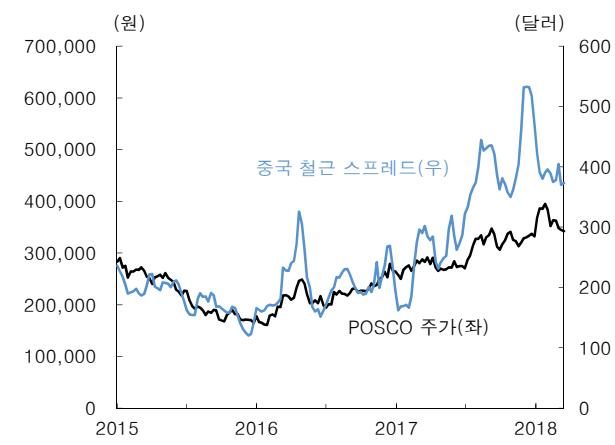
자료: 한국투자증권

[그림 33] 중국 잉여 생산능력 vs. POSCO 철강 영업이익



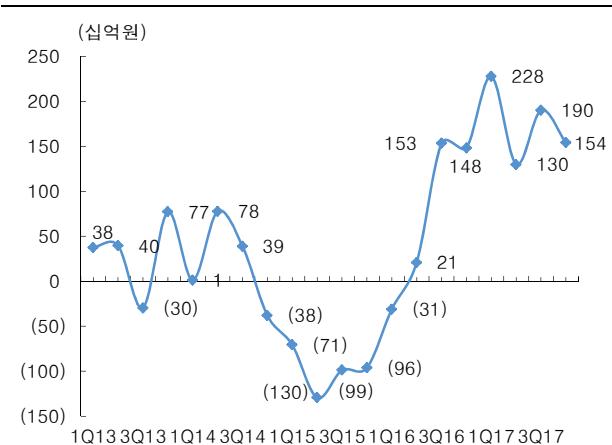
주: 중국 잉여 생산능력은 생산제한 감안한 수치
자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 34] 중국 철근 스프레드 vs. POSCO 주가



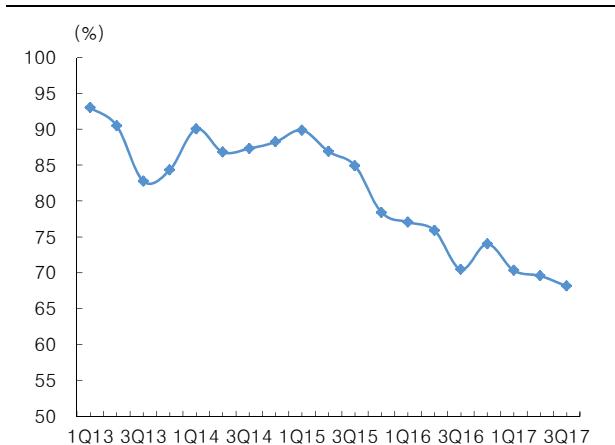
자료: Mysteel, 한국투자증권

[그림 35] 해외 철강 자회사 영업이익 추이



자료: POSCO, 한국투자증권

[그림 36] POSCO 부채비율 추이



자료: POSCO, 한국투자증권

〈표 4〉 별도기준 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017F	2018F	2019F
매출액	7,067	7,134	7,255	7,097	7,614	7,883	7,847	7,912	28,554	31,266	33,394
영업이익	795	585	722	800	903	936	860	886	2,903	3,585	4,131
영업이익률	11.3%	8.2%	9.9%	11.3%	11.9%	11.9%	11.0%	11.2%	10.2%	11.5%	12.4%
법인세차감전이익	1,071	651	919	700	853	886	810	836	3,341	3,385	4,011
당기순이익	840	509	730	467	666	691	730	652	2,546	2,640	3,129
기본가정											
출하량(천톤)	8,722	8,463	8,962	8,564	9,004	9,094	9,254	9,129	34,709	36,480	36,980
톤당 제품 가격(천원/톤)	810	843	810	829	823	846	932	848	823	857	903
톤당 탄소강 가격(천원/톤)	671	705	687	704	724	741	724	744	689	733	781
톤당 원가(천원/톤)	719	774	729	735	739	745	764	755	687	695	739
톤당 영업이익(천원/톤)	91	69	81	93	84	100	111	93	84	98	112
톤당 EBITDA(천원/톤)	153	133	141	157	146	161	171	152	146	159	169

자료: 한국투자증권

〈표 5〉 연결기준 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017F	2018F	2019F
매출액	15,077	14,944	15,036	15,597	15,362	15,660	15,619	15,691	60,655	62,332	66,345
-POSCO	7,067	7,134	7,255	7,097	7,614	7,883	7,847	7,912	28,554	31,256	33,394
-자회사	8,010	7,810	7,781	8,500	7,748	7,776	7,772	7,779	32,101	31,076	32,951
영업이익	1,365	979	1,126	1,152	1,334	1,309	1,241	1,253	4,622	5,137	5,618
-POSCO	795	585	722	800	903	936	860	886	2,903	3,585	4,131
-자회사	570	394	404	352	431	373	381	367	1,719	1,552	1,487
영업이익률	9.1%	6.6%	7.5%	7.4%	8.7%	8.4%	7.9%	8.0%	7.6%	8.2%	8.5%
-POSCO	11.3%	8.2%	9.9%	11.3%	11.9%	11.9%	11.0%	11.2%	10.2%	11.5%	12.4%
-자회사	7.1%	5.0%	5.2%	4.1%	5.6%	4.8%	4.9%	4.7%	5.4%	5.0%	4.5%
법인세차감전이익	1,325	773	1,231	850	1,264	1,259	1,201	1,193	4,180	4,917	5,638
지배지분순이익	851	513	869	557	907	904	862	883	2,790	3,589	3,862

주: 자회사 영업이익은 연결 영업이익에서 별도 영업이익을 단순 차감한 수치

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

POSCO는 포항과 광양 2곳에 일관제철소를 보유하고 있는 조강생산량 기준 세계 4위 규모의 철강사이다. 주요 생산 품목은 열연, 냉연, 후판, 스테인리스, 아연도금강판 등이 있다. 국내에서 고로를 보유하고 있는 회사는 POSCO와 현대제철이 유일하다.

- 열연(HRC, Hot-rolled coil): 슬라브를 높은 온도에서 압연하여 생산. 건축재나 다른 제품의 중간재로 쓰임
- 냉연(CRC, Cold-rolled coil): 열연을 상온에서 압연. 표면이 미려하고 가공성이 우수하여 자동차나 가전 등에 사용
- 후판(Heavy plate): 두께 6mm이상의 두꺼운 열연강판. 주로 선박제조나 건설분야에 사용
- 스테인리스(STS, Stainless): 부식을 방지하기 위해 크롬과 니켈을 첨가한 특수강
- 아연도금강판(GI, Galvanized Iron): 냉연에 아연도금을 입혀서 내식성, 도장성을 개선한 제품. 자동차, 건자재 등으로 사용

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	29,304	31,127	30,986	31,853	34,501
현금성자산	2,448	2,613	4,987	5,308	6,065
매출채권및기타채권	10,895	9,958	10,285	10,947	11,371
재고자산	9,052	9,951	9,038	8,957	9,855
비유동자산	50,459	47,898	46,680	46,933	47,720
투자자산	7,115	6,132	6,301	6,796	7,007
유형자산	33,770	31,884	31,042	30,199	29,357
무형자산	6,089	5,952	5,298	5,639	6,444
자산총계	79,763	79,025	77,665	78,786	82,221
유동부채	18,915	18,946	18,336	17,730	17,960
매입채무및기타채무	7,247	6,245	6,857	7,298	8,339
단기차입금및단기사채	7,980	8,175	7,975	7,775	7,575
유동성장기부채	2,215	3,100	2,525	1,950	1,375
비유동부채	15,009	12,615	9,985	7,456	5,165
사채	6,145	4,986	3,827	2,668	1,509
장기차입금및금융부채	6,536	4,992	3,449	1,905	361
부채총계	33,925	31,561	28,321	25,186	23,125
지배주주지분	42,373	43,733	46,609	49,757	53,379
자본금	482	482	482	482	482
자본잉여금	1,398	1,413	1,413	1,413	1,413
기타자본	(556)	(560)	(560)	(560)	(560)
이익잉여금	41,174	43,057	45,806	48,828	52,323
비지배주주지분	3,465	3,731	3,769	4,032	4,325
자본총계	45,838	47,464	50,378	53,789	57,704

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	5,269	5,607	7,356	6,732	7,449
당기순이익	1,048	2,973	3,619	4,116	4,620
유형자산감가상각비	2,836	2,888	2,760	2,633	2,506
무형자산상각비	378	410	361	384	439
자산부채변동	(426)	(1,926)	730	(483)	(505)
기타	1,433	1,262	(114)	82	389
투자활동현금흐름	(3,755)	(3,818)	414	(2,670)	(3,656)
유형자산투자	(2,324)	(2,288)	(1,980)	(1,862)	(1,735)
유형자산매각	44	39	62	71	71
투자자산순증	(1,662)	(1,131)	127	(148)	(85)
무형자산순증	(130)	(315)	293	(725)	(1,243)
기타	317	(123)	1,912	(6)	(664)
재무활동현금흐름	(3,951)	(1,566)	(4,362)	(4,586)	(4,617)
자본의증가	25	266	0	0	0
차입금의순증	(3,172)	(852)	(3,492)	(3,492)	(3,492)
배당금지급	(709)	(863)	(640)	(840)	(840)
기타	(95)	(117)	(230)	(254)	(285)
기타현금흐름	13	(59)	0	0	0
현금의증가	(2,424)	165	3,408	(524)	(824)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

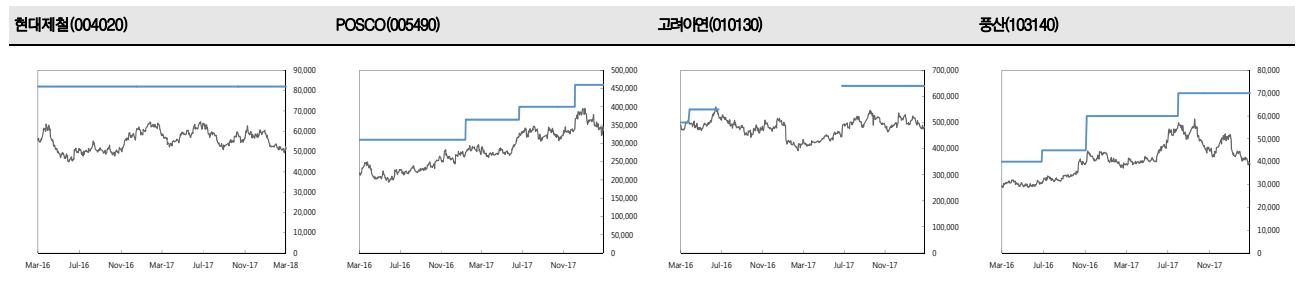
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	53,084	60,655	62,332	66,345	75,808
매출원가	46,394	52,299	53,270	56,569	64,638
매출총이익	6,690	8,356	9,062	9,776	11,170
판매관리비	3,845	3,734	3,925	4,158	4,667
영업이익	2,844	4,622	5,137	5,618	6,503
금융수익	2,232	2,373	2,360	2,200	2,427
이자수익	182	212	243	250	266
금융비용	3,014	2,484	2,640	2,400	2,009
이자비용	659	653	578	421	330
기타영업외손익	(541)	(341)	(80)	0	(426)
관계기업관련손익	(89)	11	170	220	0
세전계속사업이익	1,433	4,180	4,947	5,638	6,494
법인세비용	385	1,206	1,328	1,522	1,874
연결당기순이익	1,048	2,973	3,619	4,116	4,620
지배주주지분순이익	1,363	2,790	3,589	3,862	4,335
기타포괄이익	454	(561)	135	135	135
총포괄이익	1,502	2,412	3,754	4,251	4,755
지배주주지분포괄이익	1,823	2,218	3,589	4,116	4,462
EBITDA	6,058	7,919	8,258	8,635	9,448

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	16,627	34,464	44,867	48,272	54,189
BPS	503,596	519,183	552,170	588,281	629,822
DPS	8,000	8,000	10,500	10,500	10,500
성장성(% YoY)					
매출증가율	(8.8)	14.3	2.8	6.4	14.3
영업이익증가율	18.0	62.5	11.1	9.4	15.8
순이익증가율	654.7	104.7	28.6	7.6	12.3
EPS증가율	801.2	107.3	30.2	7.6	12.3
EBITDA증가율	7.6	30.7	4.3	4.6	9.4
수익성(%)					
영업이익률	5.4	7.6	8.2	8.5	8.6
순이익률	2.6	4.6	5.8	5.8	5.7
EBITDA Margin	11.4	13.1	13.2	13.0	12.5
ROA	1.3	3.7	4.6	5.3	5.7
ROE	3.3	6.5	7.9	8.0	8.4
배당수익률	3.1	2.4	3.1	3.1	3.1
배당성향	46.9	22.9	23.4	21.8	19.4
안정성					
순차입금(십억원)	14,946	11,111	6,847	3,125	(1,554)
차입금/자본총계비율(%)	50.3	45.1	34.9	26.2	18.3
Valuation(X)					
PER	15.5	9.6	7.5	6.9	6.2
PBR	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	6.5	5.3	4.6	4.0	3.2

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과거율		종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과거율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비					평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
현대제철(004020)	2016.03.22	매수	82,000원	-34.2	-21.3	2016.07.22	중립	—	—	—	—
	2017.03.22	1년경과		-30.3	-21.2						
POSCO(005490)	2016.03.22	매수	310,000원	-24.6	-8.9	2017.07.22	1년경과	—	—	—	—
	2017.02.10	매수	365,000원	-23.0	-13.0						
	2017.07.20	매수	400,000원	-17.9	-13.3	2018.03.28	중립	—	—	—	—
	2018.01.03	매수	460,000원	—	—						
고려아연(010130)	2016.01.29	매수	500,000원	-5.6	1.2	2016.02.24	매수	40,000원	-25.3	-20.0	—
	2016.04.25	매수	550,000원	-8.9	1.6						



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 3월 28일 현재 현대제철, POSCO, 고려아연, 풍산 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 현대제철, POSCO, 고려아연 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준입니다

- 매수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2017.12.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.6%	19.9%	0.5%

* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견입니다

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돋기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.