

POSCO(005490)

오해가 부른 비이성적 저평가

우려가 낳은 주가 조정

9월 들어 주가가 10.6%나 하락했다. 향후 5년간 45조원에 달하는 대규모 투자 계획 발표에 따른 우려와 중국 동절기 철강 감소 규제 완화 가능성이 대두되면서 단기 낙폭이 확대되었다. 특히 과거의 2배가 넘고 EBITDA를 상회하는 투자 확대에 대해 외국인 투자자의 시선이 싸늘해 진 것으로 보인다. 배당에 대한 기대감도 낮아질 수밖에 없다. 그러나 45조원 투자는 오해의 소지가 있다.

45조원 투자의 허실

신임 회장이 취임한지 채 두 달이 넘지 않았다. 그 짧은 시간에 이런 대규모의 투자 의사 결정을 내리긴 어렵다. 최근 대기업들이 정부의 일자리 창출 정책에 부응하기 위해 투자 계획을 앞다퉈 발표했다. 이런 시류에 다소 공격적인 계획이 발표된 것으로 보인다. 우리가 추가로 파악한 바에 의하면 45조원 중 예비비가 15조원이다. 나머지 30조원도 계획이며 확정된 것은 아니다. 이를 기반으로 하더라도 향후 연간 투자액은 6조원으로 2017년 EBITDA 7.9조원을 하회한다. 우리는 2018년 EBITDA를 8.6조원으로 추정한다. 차입을 할 필요가 없으며 배당을 늘릴 여력도 있다. 철강 생산능력을 확대하는 것도 아니다. 공급 증가를 우려할 필요도 없다. 투자가 늘지만 연간 9조원을 가정한 시장의 우려는 지나치다.

공급 감소 방향성엔 변함 없다, 목표주가 460,000원 유지

다음 달 1일에 시행 예정인 중국 동절기 감산이 연기 또는 규모가 완화될 것이라는 예상이 나오고 있다. 전일 주가 하락의 원인으로 작용했다. 이것이 사실이라면 4분기와 내년 1분기 중국 공급 감소폭이 당초 예상보다 낮아진다. 그러나 분명한 것은 공급이 감소한다는 방향성에는 변함 없다는 것이다. 연기가 되든 완화가 되든 공급은 감소하고 철강 수급은 더 타이트해질 것이다. 현재도 철강 업황은 호조세이며 동절기에 진입하면서 확산될 것이다. 양호한 업황과 PBR 0.5배에 근접한 valuation을 감안하면 현재 주가는 비이성적으로 저평가되어 있다. 투자의견 ‘매수’와 목표주가 460,000원(목표 PBR 0.7배)를 유지한다.

매수(유지)

목표주가: 460,000원(유지)

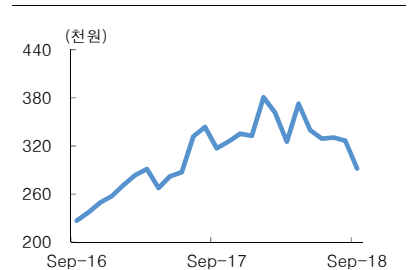
Stock Data

KOSPI(9/11)	2,283
주가(9/11)	292,000
시가총액(십억원)	25,459
발행주식수(백만)	87
52주 최고/최저(원)	395,000/292,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	76,856
유동주식비율/외국인지분율(%)	79.3/56.2
주요주주(%)	국민연금 10.8
	BlackRock Fund Advisors 외 13인 6.2

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(11.0)	(15.4)	(13.2)
KOSPI 대비(%p)	(11.0)	(8.2)	(10.0)

주가추이



자료: WISEfn

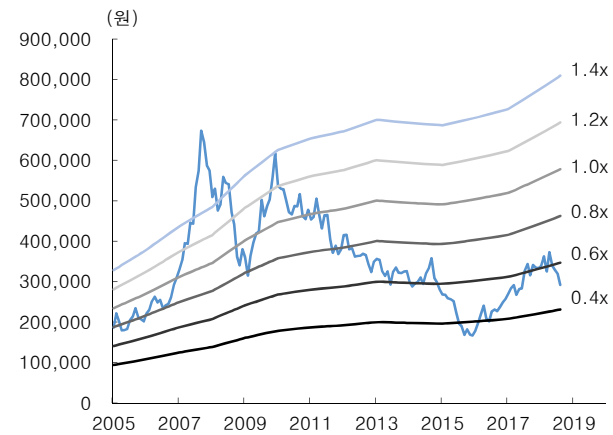
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	53,084	2,844	1,363	16,627	801.2	6,058	15.5	6.5	0.5	3.3	3.1
2017A	60,655	4,622	2,790	34,464	107.3	7,919	9.6	5.3	0.6	6.5	2.4
2018F	62,303	5,496	3,588	44,845	30.1	8,617	6.8	4.1	0.6	7.9	3.3
2019F	65,866	5,984	4,295	53,691	19.7	8,998	5.7	3.6	0.5	8.9	3.3
2020F	75,261	6,915	4,815	60,191	12.1	9,856	5.1	2.8	0.5	9.2	3.3

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

최문선

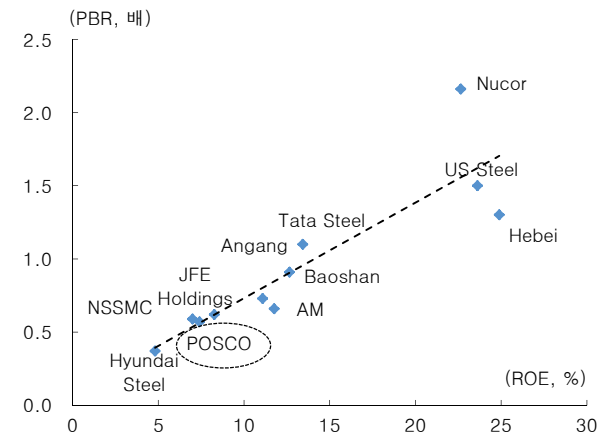
moonsun@truefriend.com

[그림 1] PBR band

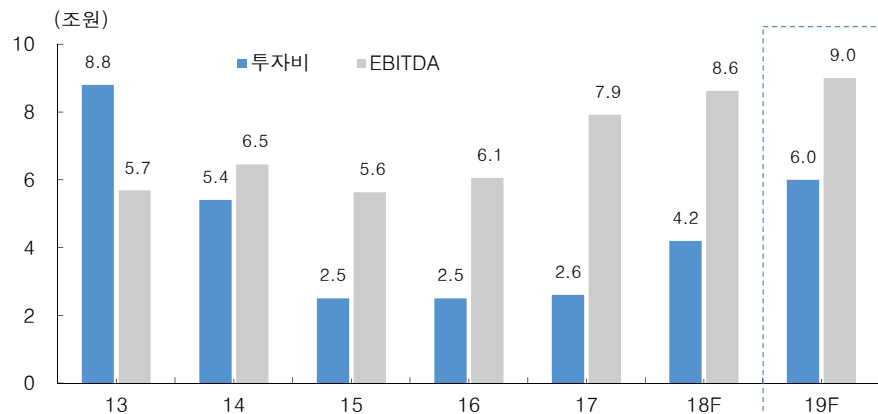


자료: 한국투자증권

[그림 2] 글로벌 주요 철강사 ROE-PBR(2018F)

주: 9월 11일 종가 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 3] 연간 6조원 투자면 EBITDA를 하회

주: 1. Capex가 아닌 POSCO가 공표한 투자비, 2. 18년은 2분기 실적 발표 자료에 기재된 전망치
자료: 한국투자증권

〈표 1〉 별도기준 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	7,067	7,134	7,255	7,097	7,761	7,705	7,543	7,789	28,554	30,575	32,960
영업이익	795	585	722	800	1,016	822	948	1,020	2,902	3,806	4,403
영업이익률	11.3%	8.2%	9.9%	11.3%	13.1%	10.7%	12.6%	13.1%	10.2%	12.4%	13.4%
법인세차감전이익	1,071	651	919	714	1,053	789	898	970	3,355	3,709	4,283
당기순이익	840	509	730	467	769	580	730	756	2,546	2,893	3,341
기본가정											
출하량(천톤)	8,722	8,463	8,962	8,564	9,294	8,960	9,254	9,129	34,709	36,771	36,980
톤당 제품 가격(천원/톤)	810	843	810	829	835	860	815	853	823	831	891
톤당 탄소강 가격(천원/톤)	671	705	687	704	710	715	694	733	689	712	772
톤당 원가(천원/톤)	719	774	729	735	726	768	713	741	687	665	721
톤당 영업이익(천원/톤)	91	69	81	93	109	92	102	112	84	103	119
톤당 EBITDA(천원/톤)	153	133	142	158	168	153	162	172	147	163	176

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 연결기준 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	15,077	14,944	15,036	15,597	15,862	16,083	14,997	15,360	60,655	62,303	65,866
-POSCO	7,067	7,134	7,255	7,097	7,761	7,705	7,543	7,789	28,554	30,797	32,960
-자회사	8,010	7,810	7,781	8,500	8,101	8,379	7,454	7,571	32,101	31,506	32,906
영업이익	1,365	979	1,126	1,152	1,488	1,252	1,355	1,402	4,622	5,496	5,984
-POSCO	795	585	722	800	1,016	822	948	1,020	2,902	3,806	4,403
-자회사	570	394	404	352	472	430	407	382	1,719	1,691	1,581
영업이익률	9.1%	6.6%	7.5%	7.4%	9.4%	7.8%	9.0%	9.1%	7.6%	8.8%	9.1%
-POSCO	11.3%	8.2%	9.9%	11.3%	13.1%	10.7%	12.6%	13.1%	10.2%	12.4%	13.4%
-자회사	7.1%	5.0%	5.2%	4.1%	5.8%	5.1%	5.5%	5.0%	5.4%	5.4%	4.8%
법인세차감전이익	1,325	773	1,231	850	1,483	1,004	1,313	1,340	4,180	5,139	6,004
지배지분순이익	851	513	869	557	994	582	981	1,032	2,790	3,588	4,295

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 철강사. 주요 생산 품목은 열연, 냉연, 후판, 스테인리스, 아연도금강판 등. 국내에서 고로를 보유하고 있는 회사는 POSCO와 현대제철이 유일.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	29,304	31,127	32,217	33,599	34,252
현금성자산	2,448	2,613	4,984	5,269	6,021
매출채권및기타채권	10,895	9,958	10,280	10,868	11,289
재고자산	9,052	9,951	10,280	10,868	9,784
비유동자산	50,459	47,898	46,672	46,813	47,588
투자자산	7,115	6,132	6,298	6,747	6,957
유형자산	33,770	31,884	31,042	30,199	29,357
무형자산	6,089	5,952	5,296	5,599	6,397
자산총계	79,763	79,025	78,889	80,411	81,839
유동부채	18,915	18,946	18,344	18,696	18,170
매입채무및기타채무	7,247	6,245	6,853	7,245	8,279
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	9,984	7,436	5,141
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	28,328	26,132	23,311
지배주주지분	42,373	43,733	46,653	50,280	54,428
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	45,844	49,339	53,355
비지배주주지분	3,465	3,731	3,909	3,999	4,100
자본총계	45,838	47,464	50,562	54,280	58,528

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	5,269	5,607	6,556	7,193	8,777
당기순이익	1,048	2,973	3,763	4,383	4,914
유형자산감가상각비	2,836	2,888	2,760	2,633	2,506
무형자산상각비	378	410	360	381	435
자산부채변동	(426)	(1,926)	(498)	(111)	726
기타	1,433	1,262	171	(93)	196
투자활동현금흐름	(3,755)	(3,818)	283	(2,528)	(3,635)
유형자산투자	(2,324)	(2,288)	(1,980)	(1,862)	(1,735)
유형자산매각	44	39	62	71	71
투자자산순증	(1,662)	(1,131)	(10)	(96)	(77)
무형자산순증	(130)	(315)	296	(684)	(1,234)
기타	317	(123)	1,915	43	(660)
재무활동현금흐름	(3,951)	(1,566)	(4,468)	(4,380)	(4,391)
자본의증가	25	266	0	0	0
차입금의순증	(3,172)	(852)	(3,492)	(3,492)	(3,492)
배당금지급	(709)	(863)	(640)	(800)	(800)
기타	(95)	(117)	(336)	(88)	(99)
기타현금흐름	13	(59)	0	0	0
현금의증가	(2,424)	165	2,372	285	752

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

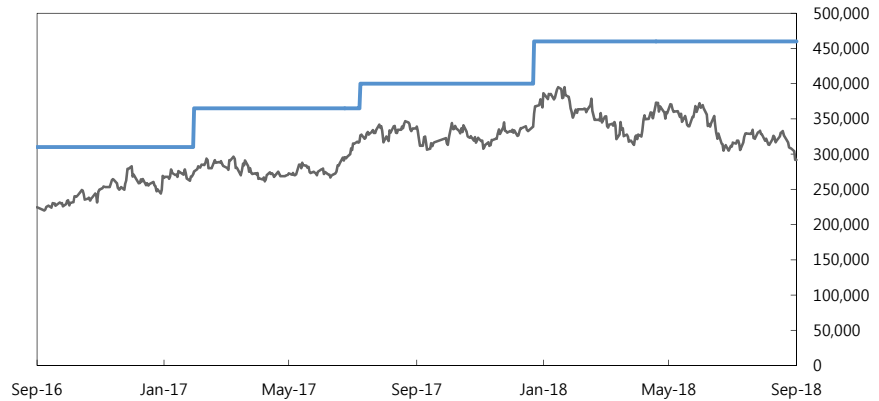
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	53,084	60,655	62,303	65,866	75,261
매출원가	46,394	52,299	53,035	55,759	63,713
매출총이익	6,690	8,356	9,267	10,106	11,548
판매관리비	3,845	3,734	3,771	4,122	4,633
영업이익	2,844	4,622	5,496	5,984	6,915
금융수익	2,232	2,373	2,726	2,200	2,425
이자수익	182	212	243	249	264
금융비용	3,014	2,484	3,005	2,400	2,009
이자비용	659	653	578	421	330
기타영업외손익	(541)	(341)	(103)	0	(423)
관계기업관련손익	(89)	11	24	220	0
세전계속사업이익	1,433	4,180	5,139	6,004	6,907
법인세비용	385	1,206	1,376	1,621	1,993
연결당기순이익	1,048	2,973	3,763	4,383	4,914
지배주주지분순이익	1,363	2,790	3,588	4,295	4,815
기타포괄이익	454	(561)	135	135	135
총포괄이익	1,502	2,412	3,898	4,518	5,049
지배주주지분포괄이익	1,823	2,218	3,588	4,383	4,948
EBITDA	6,058	7,919	8,617	8,998	9,856

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	16,627	34,464	44,845	53,691	60,191
BPS	503,596	519,183	552,673	594,280	641,852
DPS	8,000	8,000	10,000	10,000	10,000
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(8.8)	14.3	2.7	5.7	14.3
영업이익증가율	18.0	62.5	18.9	8.9	15.6
순이익증가율	654.7	104.7	28.6	19.7	12.1
EPS증가율	801.2	107.3	30.1	19.7	12.1
EBITDA증가율	7.6	30.7	8.8	4.4	9.5
수익성(%)					
영업이익률	5.4	7.6	8.8	9.1	9.2
순이익률	2.6	4.6	5.8	6.5	6.4
EBITDA Margin	11.4	13.1	13.8	13.7	13.1
ROA	1.3	3.7	4.8	5.5	6.1
ROE	3.3	6.5	7.9	8.9	9.2
배당수익률	3.1	2.4	3.3	3.3	3.3
배당성향	46.9	22.9	22.3	18.6	16.6
안정성					
순차입금(십억원)	14,946	11,111	6,852	3,204	(1,466)
차입금/자본총계비율(%)	50.3	45.1	34.7	25.9	18.1
Valuation(X)					
PER	15.5	9.6	6.8	5.7	5.1
PBR	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.5	5.3	4.1	3.6	2.8

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
POSCO(005490)	2016.08.30	매수	310,000원	-19.4	-8.9
	2017.02.10	매수	365,000원	-23.0	-13.0
	2017.07.20	매수	400,000원	-17.9	-13.3
	2018.01.03	매수	460,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 9월 12일 현재 POSCO 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 POSCO 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 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 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

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

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 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 돕기 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.