



2018/10/24

POSCO(005490)

어닝 서프라이즈 vs 업종 모멘텀 둔화

■ 3분기 실적 서프라이즈 시현. 4분기 실적 역시 양호

동사의 18.3Q 연결 영업이익은 1.53조원[-15.8% q-q]으로 시장 기대치 [1.44조원]를 상회했다. <표1>

어닝 서프라이즈의 핵심 이유는 본사 영업이익[1.095조원, +33.2% q-q]이 『1) 톤당 1.5만원 수준의 탄소강 Roll-Margin 확대, 2) 전분기 대비 약 1,200억원의 1회성 비용 소멸 효과, 3) STS 부문 실적 개선』로 시장 기대치 [1.04조원]을 큰 폭으로 상회했기 때문이다. <표2, 그림1> 참고로 금번 연결 실적은 11년 이후 최대 실적이다.

동사의 18.4Q 연결 영업이익은 전분기 대비 둔화 [1.2조원, -21.2% q-o]될 전망이다. <표2,3> 이는 『1) 판매량 감소 [18.3Q 898만톤 → 18.4Q 858만톤], 2) 수선비 등 1회성 비용 발생, 3) 니켈 가격 하락에 따른 STS 부진』에 따른 본사 영업이익 [8,710억원, -20.4% q-q] 부진 때문이다. <표2, 그림1> 비철강 부문 실적 역시 에너지, E&C 부문 부진으로 3분기 대비 소폭 둔화될 것이다. <그림2>

참고로 강점탄 급등에 따른 원가 상승 우려에도 동사의 4분기 탄소강 Roll-Margin은 견조할 것이다. 이는 원료탄 투입의 70% 이상을 차지하는 반무연탄, PCI탄 가격이 강점탄과는 달리 약세를 보이고 있기 때문이다. <그림1> 호주 퀸즈랜드 지역에서의 추가적인 공급 차질만 없다면, 4분기 용선 원가는 3분기와 큰 차이가 없을 것이다. <그림3>

■ 철강 업종에 대한 모멘텀 둔화는 일정 불가피하나...

양호한 실적에도 불구하고, 19년 1분기까지 철강 업종에 대한 모멘텀 둔화는 일정 불가피하다. 근거는 다음과 같다.

첫째, 당분간 글로벌 철강 가격 상승 모멘텀은 크지 않을 것이다.

중국의 경우 11월 중반부터 업황 둔화가 예상된다. 이는 『1) 상해 수입품 박람회 [11/5~10] 전후 동절기 감산 전 재고 비축 수요 종료, 2) 17년 대비 크게 않은 동절기 감산 규모』 때문이다. 동절기 감산이 처음 시행되었던 17년에도 감산이 시작되니 이후 수요가 급감했다. <그림4> 비수기 진입은 물론, 감산 전 재고 비축 수요가 마무리 되었기 때문이다. 또한 철강사의 대기 오염

철강/비철금속 김윤상

(2122-9205) yoonsang.kim@hi-ib.com

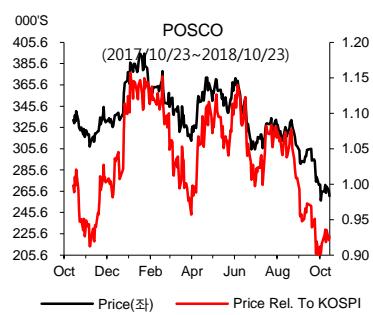
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	380,000원
종가(2018/10/23)	261,000원

Stock Indicator

자본금	482십억원
발행주식수	8,719만주
시가총액	22,756십억원
외국인지분율	55.0%
배당금(2017)	8,000원
EPS(2018E)	37,815원
BPS(2018E)	525,638원
ROE(2018E)	7.4%
52주 주가	257,000~395,000원
60일평균거래량	288,126주
60일평균거래대금	86.9십억원

Price Trend



방지 설비 확충으로 동절기 감산 효과 역시 17년 대비 미미할 것이다. <그림5> 일괄적으로 감산 규모를 지정했던 17년과는 달리 18년 동절기 감산은 대기 오염 물질 방출 정도로 철강사를 등급별로 구분, 차등하여 감산이 시행된다.

미국 철강 가격 역시 최근 조정 중이다. <그림6> 이는 수입 철강재에 대한 관세 부과로 철강 가격이 급등한 이후 미국 내 철강사 가동률이 가파르게 상승했기 때문이다. <그림7>

통화 가치 급락에 직면한 EM [Emerging Market] 철강사의 수출 확대 가능성 역시 잠재적 위협 요인이다. 위안화 약세는 최근 중국 수출량 증가의 주요 원인 중 하나이다. <그림8> 인도 철강재 역시 루피화 급락으로 수출 시장에서 경쟁력을 회복하고 있다. <그림9> 지난주 베트남 Formosa는 열연강판 수출 가격을 무려 35달러 [600달러 → 565달러] 인하했다. 베트남 통화 '동' 가치 하락이 인하 배경 중 하나임은 물론이다.

둘째, 전술한 업황 하에서는 철강사 실적 모멘텀은 둔화될 수밖에 없다. 최근 MSCI 철강업종 ER [Earnings Revision] 역시 둔화 추세이다. <그림10>

셋째, 주지하다시피, 3분기 중국 철강 가격의 가파른 상승에도 철강업종 수익률은 『무역 전쟁 및 강달러』라는 외부 환경으로 인해 부진했다. <그림12> 그러나 외부 환경 위협은 아직 해소되지 않았다.

■ 그럼에도 여전히 업종 내 최선의 대안: 목표주가 38만원

전술한 업종 모멘텀 둔화에도 불구하고, 중기 관점에서 동사가 업종 내 최선의 대안임은 분명하다. 첫째, 내수 특정 산업 의존도가 높지 않고, 높은 고급 제품 비중으로 안정적 실적 시현이 가능하다. 둘째, 현 주가 수준 [현재 PBR 0.46x]에서 하락 가능성은 제한적이다. <그림11> 셋째, 금번 컨퍼런스콜에서 도 언급했듯이 배당 확대 등 주주 친화 정책을 기대해 봄직하다.

동사에 대한 투자의견 Buy을 유지하고, 수익 예상 조정 <표4> 및 19년 이후 Capex 상향 조정 [기존 연간 4.2조원 → 5.0조원]에 따른 BPS 하락 분을 반영, 목표주가를 기존 44만원에서 38만원으로 하향 조정한다. 목표주가는 12개월 Forward 예상 BPS 546,569원에 Target PBR 0.7x [12개월 Forward ROE 7.0%, COE 11%]를 적용하여 산출했다.

<표 1> POSCO 18.3Q Review

(단위: 십억원)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18(a)	y-y	q-q	하이(b)	컨센서스	차이(a-b)
매출액	14,944	15,036	15,597	15,862	16,411	9.8%	3.5%	15,687	15,938	4.6%
영업이익	979	1,126	1,152	1,488	1,531	56.4%	2.9%	1,353	1,441	13.2%
세전이익	773	1,231	850	1,483	1,446	87.1%	-2.5%	1,250	1,300	15.7%
지배주주순이익	513	869	557	994	1,020	98.7%	2.6%	836	907	21.9%
영업이익률	6.6%	7.5%	7.4%	9.4%	9.3%			8.6%	9.0%	0.7%p
세전이익률	5.2%	8.2%	5.4%	9.3%	8.8%			8.0%	8.2%	0.8%p
지배주주순이익률	3.4%	5.8%	3.6%	6.3%	6.2%			5.3%	5.7%	0.9%p

자료: POSCO, 하이투자증권 리서치

<표 2> POSCO 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 별도 기준)

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E
매출액	7,067	7,134	7,255	7,097	28,554	7,761	7,705	7,906	7,469	30,840
영업이익	795	585	722	800	2,903	1,016	822	1,095	871	3,804
영업이익률	11.3%	8.2%	9.9%	11.3%	10.2%	13.1%	10.7%	13.8%	11.7%	12.3%

자료: POSCO, 하이투자증권 리서치

<표 3> POSCO 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E
매출액	15,077	14,944	15,036	15,597	60,655	15,862	16,083	16,411	15,834	64,190
영업이익	1,365	979	1,126	1,152	4,622	1,488	1,252	1,531	1,207	5,478
세전이익	1,325	773	1,231	850	4,179	1,483	929	1,446	1,048	4,907
지배주주순이익	851	513	869	557	2,790	994	545	1,020	739	3,297
영업이익률	9.1%	6.6%	7.5%	7.4%	7.6%	9.4%	7.8%	9.3%	7.6%	8.5%
세전이익률	8.8%	5.2%	8.2%	5.4%	6.9%	9.3%	5.8%	8.8%	6.6%	7.6%
지배주주순이익률	5.6%	3.4%	5.8%	3.6%	4.6%	6.3%	3.4%	6.2%	4.7%	5.1%

자료: POSCO, 하이투자증권 리서치

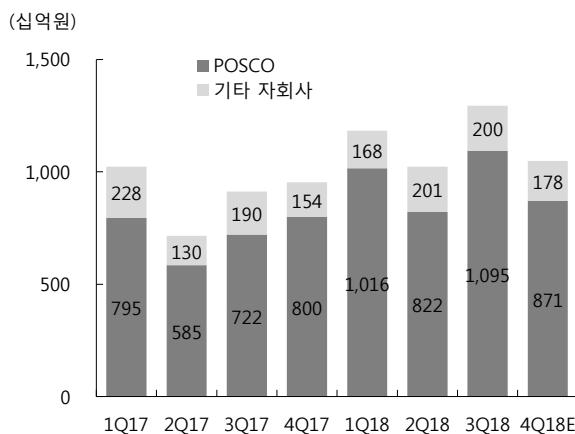
<표 4> POSCO 수익 추정 변경 요약 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

항목	신규추정(a)		기존추정(b)		GAP(a/b-1)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	64,190	64,400	63,313	62,451	1.4%	3.1%
영업이익	5,478	5,406	5,359	5,457	2.2%	-0.9%
세전이익	4,907	5,165	4,900	5,214	0.1%	-0.9%
지배주주순이익	3,297	3,634	3,192	3,491	3.3%	4.1%
영업이익률	8.5%	8.4%	8.5%	8.7%	0.1%p	-0.3%p
세전이익률	7.6%	8.0%	7.7%	8.3%	-0.1%p	-0.3%p
지배주주순이익률	5.1%	5.6%	5.0%	5.6%	0.1%p	0.1%p

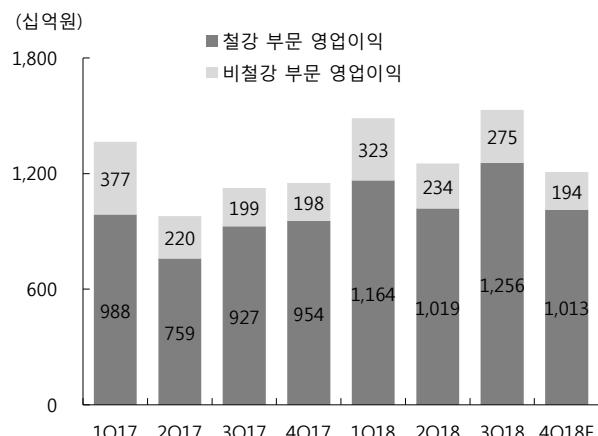
자료: POSCO, 하이투자증권 리서치

<그림 1> POSCO 철강 부문 영업이익 추이 및 전망



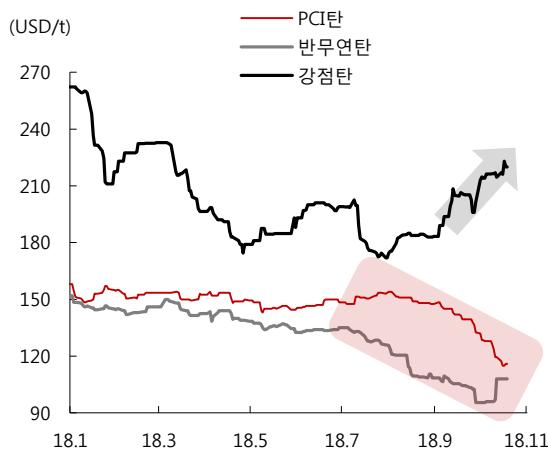
주: 내부 거래 제거 후 수치
자료: 하이투자증권 리서치 추정

<그림 2> POSCO 부문별 영업이익 추이 및 전망



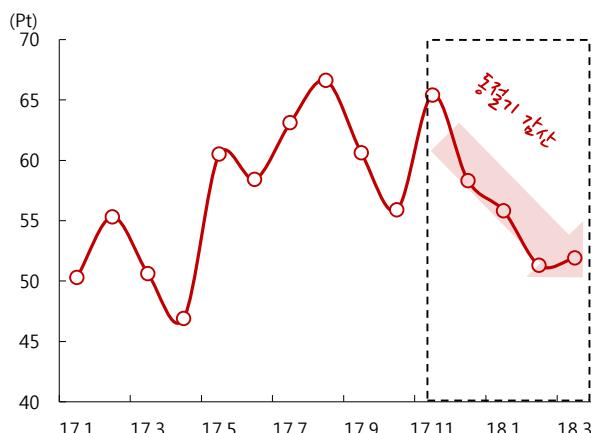
주: 내부 거래 제거 후 수치
자료: 하이투자증권 리서치 추정

<그림 3> 최근 강점탄 가격 급등에도 동사의 4 분기 용선 원가는 3 분기 대비 큰 차이가 없을 것이다. 이는 원료탄 투입의 70% 이상의 차지하는 반무연탄, PCI 탄 가격이 최근 약보합세를 보이고 있기 때문이다



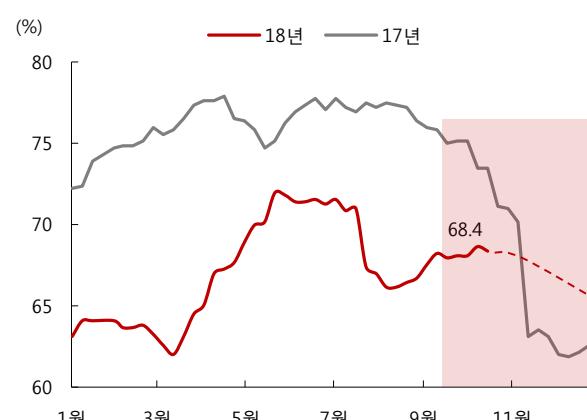
자료: 하이투자증권 리서치 추정

<그림 4> 중국 철강 PMI 중 신규 주문 추이 : 17년 11월 감산 시작 시기를 정점으로 이듬해 3월까지 감소



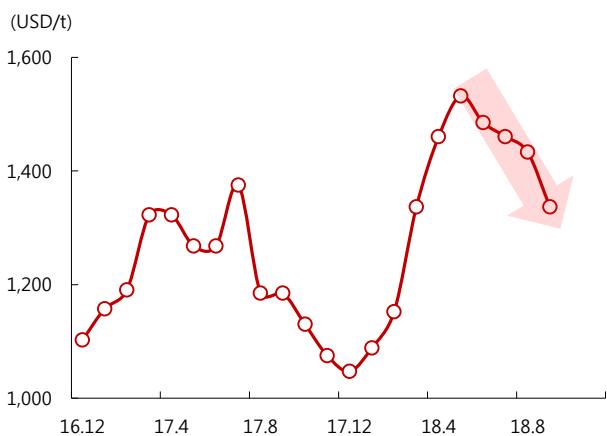
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 5> 18년 중국 동절기 감산 규모는 철강사의 대기 오염 방지 시설 확충 영향으로 17년 대비 감소할 것이다



자료: 하이투자증권 리서치

<그림 6> 미국 내수 유정용 강관 [OCTG] 가격 추이



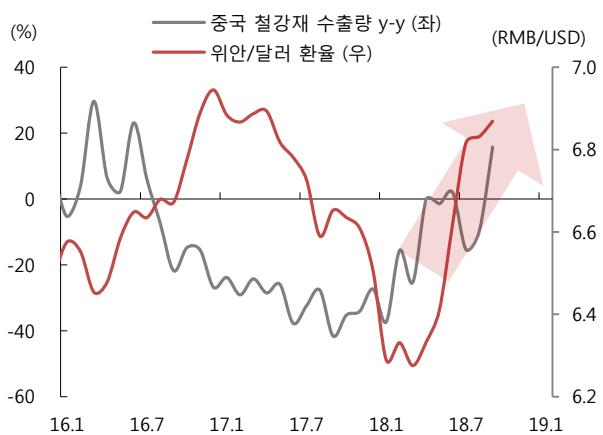
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 7> 미국 철강 가동률 추이 : 14년 3월 이후 최고치



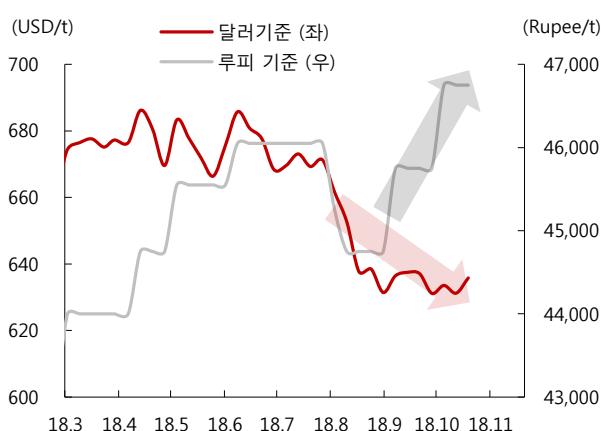
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 8> 위안화 통화가치 하락과 더불어 중국 철강재 수출량 역시 전년비 증가하고 있다



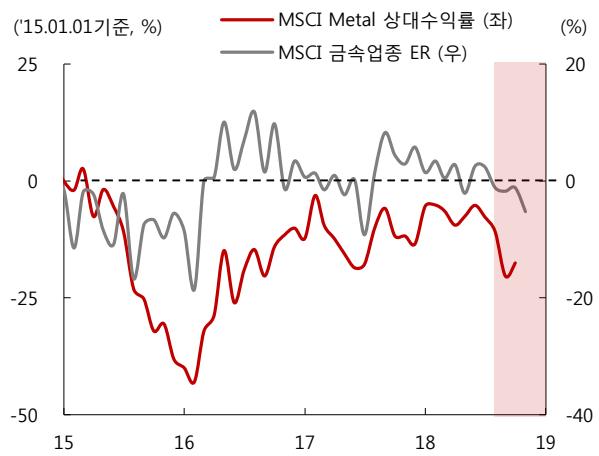
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 9> 인도 내수 철강 가격 통화별 비교 : 루피화 기준 가격 인상에도 달러 환산 가격은 하락하고 있다



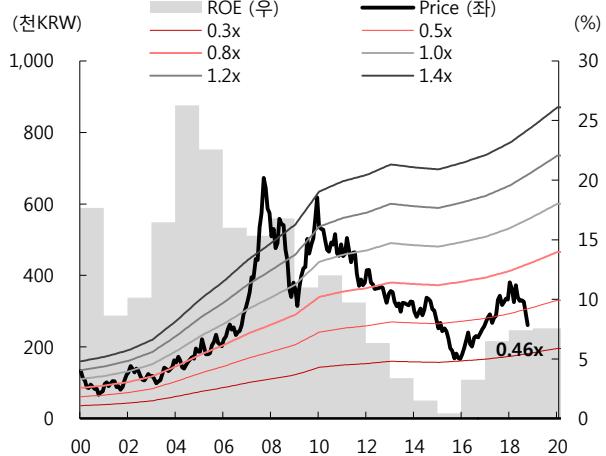
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 10> MSCI 금속업종 ER [Earnings Revision] : 최근 둔화



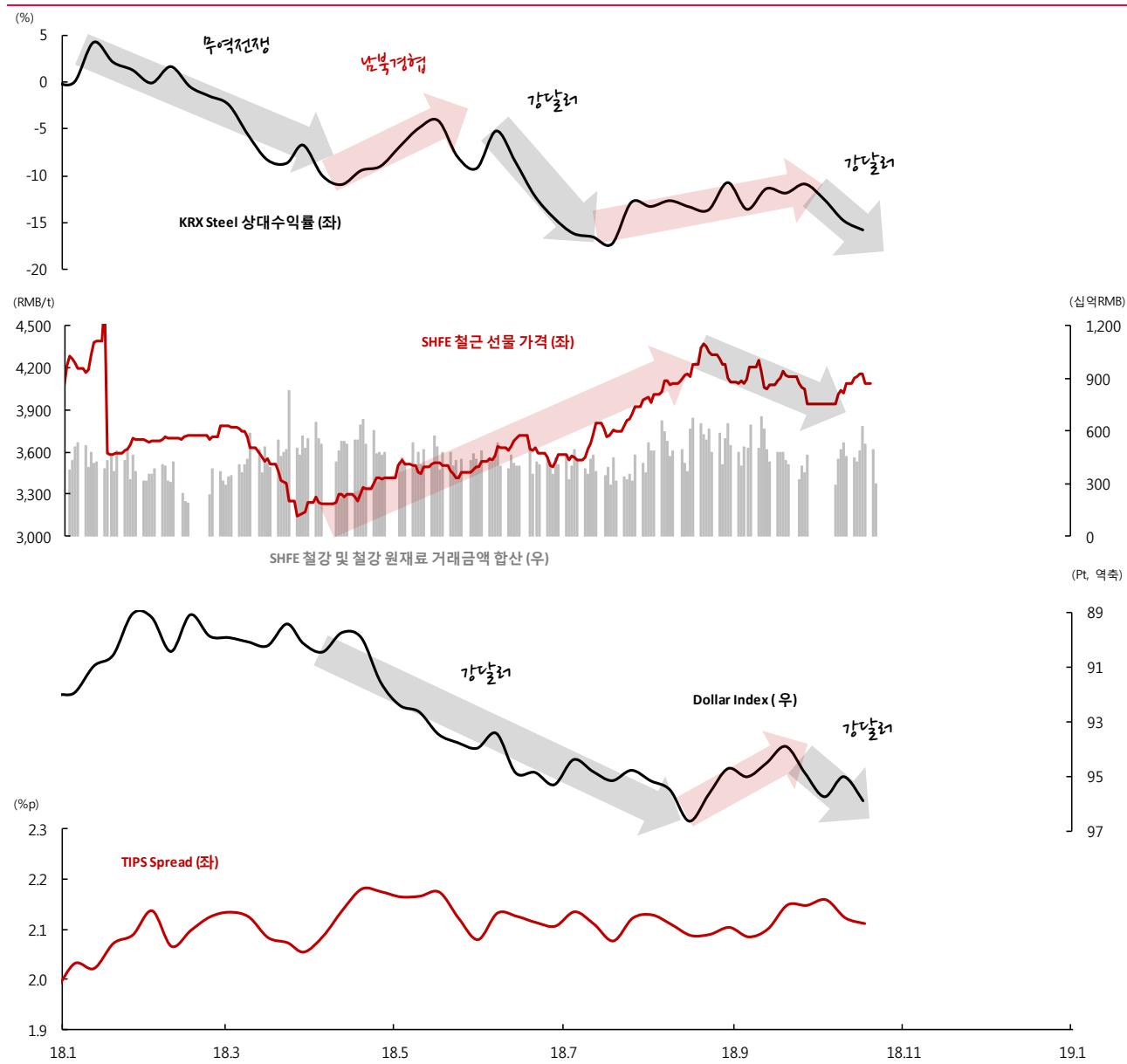
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 11> POSCO PBR/ROE BAND CHART



자료: 하이투자증권 리서치

<그림 12> 3분기 철강 가격 상승 및 강한 실적 모멘텀에도 철강 업종 주가는 『무역 전쟁 및 강달러』 요인으로 부진했다. 그러나 이 두 가지 요인에 대한 위협은 여전하다



자료: 하이투자증권 리서치

K-IFRS 연결 요약 재무제표

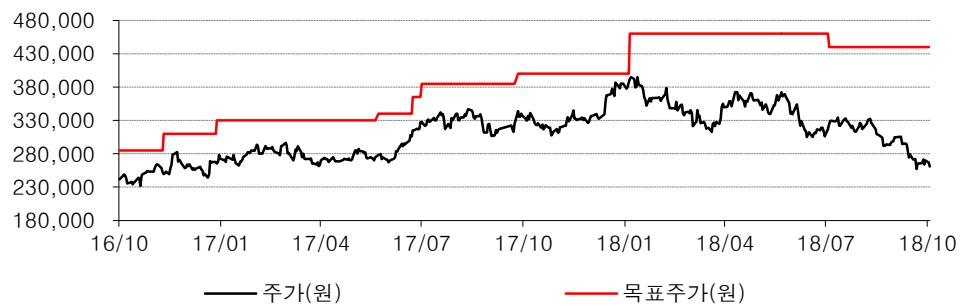
재무상태표		(단위:십억원)				포괄손익계산서		(단위:십억원%)			
		2017	2018E	2019E	2020E			2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	31,127	32,707	31,966	31,951		매출액	60,655	64,190	64,400	64,796	
현금 및 현금성자산	2,613	3,200	2,314	2,091		증가율(%)	14.3	5.8	0.3	0.6	
단기금융자산	7,689	7,766	7,844	7,922		매출원가	52,299	55,086	55,249	55,554	
매출채권	10,906	11,347	11,381	11,445		매출총이익	8,356	9,104	9,151	9,242	
재고자산	9,951	10,335	10,368	10,432		판매비와관리비	3,734	3,625	3,745	3,770	
비유동자산	47,898	47,580	49,788	51,953		연구개발비	126	133	134	134	
유형자산	31,884	32,660	34,708	36,727		기타영업수익	-	-	-	-	
무형자산	5,952	4,912	4,972	5,018		기타영업비용	-	-	-	-	
자산총계	79,025	80,288	81,755	83,903		영업이익	4,622	5,478	5,406	5,472	
유동부채	18,946	16,922	16,769	17,240		증가율(%)	62.5	18.5	-1.3	1.2	
매입채무	3,465	3,667	3,679	3,702		영업이익률(%)	7.6	8.5	8.4	8.4	
단기차입금	8,175	8,175	8,175	9,175		이자수익	212	315	292	287	
유동성장기부채	3,100	1,000	950	500		이자비용	653	620	579	581	
비유동부채	12,615	13,615	12,665	12,165		지분법이익(손실)	11	120	100	100	
사채	4,986	5,986	5,736	5,736		기타영업외순익	-341	0	-100	-100	
장기차입금	4,803	4,803	4,103	3,603		세전계속사업이익	4,180	4,907	5,165	5,227	
부채총계	31,561	30,536	29,434	29,404		법인세비용	1,206	1,418	1,395	1,411	
지배주주지분	43,733	45,829	48,262	50,303		세전계속이익률(%)	6.9	7.6	8.0	8.1	
자본금	482	482	482	46		당기순이익	2,973	3,488	3,771	3,816	
자본잉여금	1,413	1,413	1,413	1,413		순이익률(%)	4.9	5.4	5.9	5.9	
이익잉여금	43,057	45,714	48,708	51,746		지배주주귀속 순이익	2,790	3,297	3,634	3,678	
기타자본항목	-1,219	-1,780	-2,341	-2,902		기타포괄이익	-561	-561	-561	-561	
비지배주주지분	3,731	3,922	4,059	4,196		총포괄이익	2,412	2,927	3,209	3,254	
자본총계	47,464	49,751	52,321	54,499		지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-	

현금흐름표		(단위:십억원)			
		2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	5,607	7,277	8,188	8,229	
당기순이익	2,973	3,488	3,771	3,816	
유형자산감가상각비	2,888	2,923	2,952	2,981	
무형자산상각비	410	400	310	315	
지분법관련손실(이익)	11	120	100	100	
투자활동 현금흐름	-3,818	-3,179	-5,664	-5,655	
유형자산의 처분(취득)	-2,248	-3,700	-5,000	-5,000	
무형자산의 처분(취득)	-315	640	-370	-360	
금융상품의 증감	994	174	-	-	
재무활동 현금흐름	-1,566	-1,590	-1,490	-876	
단기금융부채의증감	558	-2,100	-50	550	
장기금융부채의증감	-1,410	1,000	-950	-500	
자본의증감	-	-	-	-436	
배당금지급	-226	-226	-226	-226	
현금및현금성자산의증감	165	587	-886	-222	
기초현금및현금성자산	2,448	2,613	3,200	2,314	
기말현금및현금성자산	2,613	3,200	2,314	2,091	

주요투자지표		(단위:억원)			
		2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS		32,001	37,815	41,685	42,182
BPS		501,600	525,638	553,547	576,952
CFPS		69,822	75,936	79,096	79,983
DPS		8,000	8,000	8,000	8,000
Valuation(비)					
PER		10.4	6.9	6.3	6.2
PBR		0.7	0.5	0.5	0.5
PCR		4.8	3.4	3.3	3.3
EV/EBITDA		5.0	3.6	3.6	3.6
Key Financial Ratio(%)					
ROE		6.5	7.4	7.7	7.5
EBITDA 이익률		13.1	13.7	13.5	13.5
부채비율		66.5	61.4	56.3	54.0
순부채비율		22.7	18.1	16.8	16.5
매출채권회전율(x)		5.5	5.8	5.7	5.7
재고자산회전율(x)		6.4	6.3	6.2	6.2

자료 : POSCO, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(POSCO)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	고리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-11-30	Buy	310,000	6개월	-15.8%	-8.9%
2017-01-17	Buy	330,000	6개월	-16.0%	-10.2%
2017-06-12	Buy	340,000	6개월	-16.6%	-9.4%
2017-07-13	Buy	365,000	1년	-12.7%	-10.4%
2017-07-21	Buy	385,000	1년	-14.7%	-9.9%
2017-10-16	Buy	400,000	1년	-15.2%	-3.3%
2018-01-25	Buy	460,000	1년	-24.7%	-14.1%
2018-07-24	Buy	440,000	1년	-30.7%	-24.0%
2018-10-24	Buy	380,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자 : 김윤상\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.1 %	9.9 %	-