

Company Brief

2019-01-31

POSCO(005490)

풍랑은 이미 지나갔다

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	330,000 원(유지)
증가(2019/01/30)	285,000 원

Stock Indicator	
자본금	482십억원
발행주식수	8,719만주
시가총액	24,848십억원
외국인지분율	54.6%
52주 주가	237,000~395,000 원
60일평균거래량	265,579 주
60일평균거래대금	67.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.5	5.7	-18.3	-29.2
상대수익률	3.5	-2.7	-13.5	-14.3



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	60,655	64,978	64,859	65,631
영업이익(십억원)	4,622	5,543	4,616	4,899
순이익(십억원)	2,790	1,691	3,043	3,230
EPS(원)	32,001	19,391	34,899	37,052
BPS(원)	501,600	505,378	524,652	546,079
PER(배)	10.4	13.8	7.7	7.2
PBR(배)	0.7	0.5	0.5	0.5
ROE(%)	6.5	3.9	6.8	6.9
배당수익률(%)	1.1	2.0	2.0	2.0
EV/EBITDA(배)	5.0	3.9	4.5	4.4

주-K-IFRS 연결 요약 재무제표

18.4Q 실적: 영업이익 시장 기대치 부합, 순이익은 손상 차손 등으로 적자 전환

동사의 18.4Q 연결 영업이익은 1,272 조원 [-17.0%, q-q]으로 시장 예상치 [1,275 조원]에 부합했다. <표 1> 다만 전분기 대비 영업이익이 둔화되었는데. 이는 철강 부문 실적 부진에 기인한다. 탄소강 부문 [판매량 감소 및 톤당 약 1만원의 Roll-Margin 감소] 및 스테인리스 부문 실적이 모두 부진하면서, POSCO 별도 영업이익 [8,770 억원]은 전분기 대비 19.9% 감소했다.

주지하다시피 영업외 손익에서 'Big Bath'가 발생했다. 1.5 조원 내외의 대규모 자산손상차손 [SNG(합성천연가스) 설비 관련 약 8,000 억원] 및 주식손상차손 [약 7,300 억원, SS VINA 및 CSP 등 자회사] 인식으로 연결 세전이익은 적자 전환 [2,960 억원 적자]했다. 포스코 에너지 등 일부 계열사 역시 연료 전지 사업 등에 대한 손상차손 인식으로 적자 전환했다. SNG 사업은 이미 철수를 결정했고, 적자 계열사에 대한 보유 주식 가액도 금번 손상 차손 인식으로 큰 폭으로 감소한 만큼, 이후 대규모 손실 발생 가능성은 낮다고 판단한다.

19.1Q 실적은 둔화 불가피. 다만 과도한 원가 상승 우려는 경계

동사의 19.1Q 연결 영업이익은 1.13 조원 [-11.4%, q-q]으로 예상된다. <표 3> 18.4Q와 마찬가지로 중국 업황 급락에 따른 철강 부문 부진이 실적 둔화 배경이다. <그림 1> 19.1Q POSCO 별도 영업이익 [7,260 억원, -17.1% q-q]은 판매량 정상화 및 최근 니켈 가격 상승에 따른 스테인리스 실적 개선에도 불구하고, 톤당 3만원의 Roll-Margin 축소로 둔화된 흐름을 이어갈 것이다. 다만 이러한 실적 부진은 현재의 업황이 아닌 지난해 18.4Q 업황 급락의 영향임을 상기할 필요가 있다.

18년 4분기 강점탄 가격 강세 및 1/25 브라질 Vale의 Feijao 광산 Tailing Dam [광산 채굴 후 찌꺼기 등을 보관하는 Dam] 붕괴 사고로 19년 1분기 원가 상승에 대한 시장의 우려가 존재한다. 특히 브라질 사고 이후 공급 차질 우려로 철광석 가격은 금주 가파르게 상승했다. 당사는 철광석 가격이 '2월 80 달러 → 3월 75 달러'라는 가정하에, 19년 1분기 원가 상승 폭은 1만원 내외로 크지 않을 것으로 예상한다. <그림 2>

첫째, 18년 4분기 급등했던 강점탄 가격 상승세는 일단락되었으며, 원료탄 투입의 70% 이상을 차지하는 반무연탄 및 PCI탄 가격은 큰 변화가 없다. <그림 3>

둘째, Vale가 19년 철광석 생산량 guidance를 기존 4억톤에서 3.6억톤 [18년 생산량 3.9억톤 추산]으로 하향 <그림 4>했고, 이에 따라 Vale로 대표되는 고품위/고순도 철광석의 일시적 공급차질이 나타날 수 있으나, 대규모 공급 충격이 지속될 가능성은 낮아 보인다. 이는 '1) 18년 대비 감소 물량 3천만톤은 글로벌 철광석 물동량 [약 16억톤] 대비 2% 수준, 2) 19년 호주 [BHP 철광석 수송 철도 복구에 따른 물량 정상화] 및 타 지역 [Anglo

American 의 Minas-Rio 등의 철광석 공급량 증가, 3) 중국의 수입산 철광석에 대한 수요 둔화』에 기인한다. <그림 4> 원가 상승에 대해 지나치게 우려할 필요는 없어 보인다.

지금은 바닥 관점에서 접근해야 할 시기: 철강 업종 최선호주

전술한 실적 모멘텀 부재와 더불어, 1분기 내 중국 철강 수급의 의미있는 개선을 기대하기는 어려우나, 『지금은 주가 및 업황 바닥 도달 측면』에서 접근할 필요가 있다.

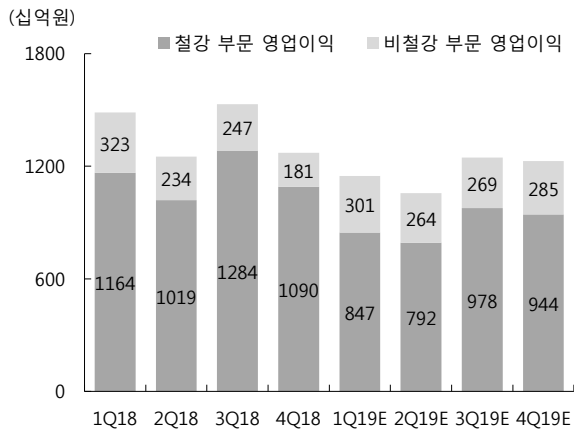
첫째, 최근 중국 철강 가격의 안정화 추이를 감안하면, 18년 이후 하향 조정되어왔던 글로벌 철강업종 ER [Earnings Revision] 역시 18.4Q 실적 발표를 기점으로 안정화될 가능성이 높다. <그림 5> 주지하다시피 주요 제품 중국의 Roll-Margin 역시 바닥 국면에 진입했다. <그림 6>

둘째, 동절기 감산 폭이 완화되었음에도 중국의 재고 수준이 높지 않다. 유통 재고는 전년비 유사한 수준이며, <그림 7> 중대형 철강사 보유 재고는 오히려 부담없는 수준이다. <그림 8> 이는 성수기 진입 및 부양책 등 수요 회복 시 가격이 반등할 수 있는 수급 상황임을 시사한다.

셋째, 중국의 환경 규제 역시 주목해야 한다. 최근 가동률이 높아지면서, 당산시 정부는 긴급 감산 조치는 물론, 동절기 감산 기간을 2분기 또는 3분기까지 연장하는 것을 검토하고 있다.

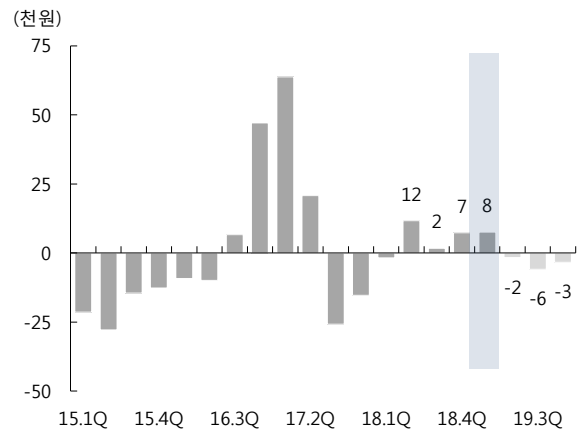
동사에 대해 투자의견 Buy 와 목표주가 33 만원을 유지한다. 제품 Roll-Margin 축소를 반영, 수익 예상을 하향 조정하였으나 <표 4> BPS 등 목표주가에 미치는 영향이 크지 않으므로 기존 목표주가를 유지한다. 철강 업종 최선호주로 추천한다.

그림1. POSCO 부문별 영업이익 추이 및 전망



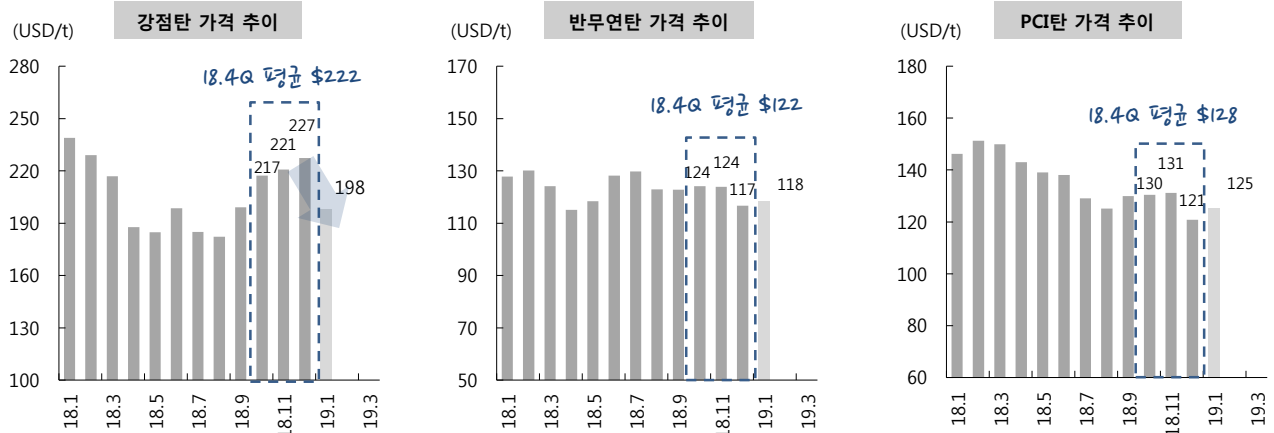
자료: 하이투자증권 리서치센터 추정

그림2. POSCO 분기별 용선원가 변동폭 추이



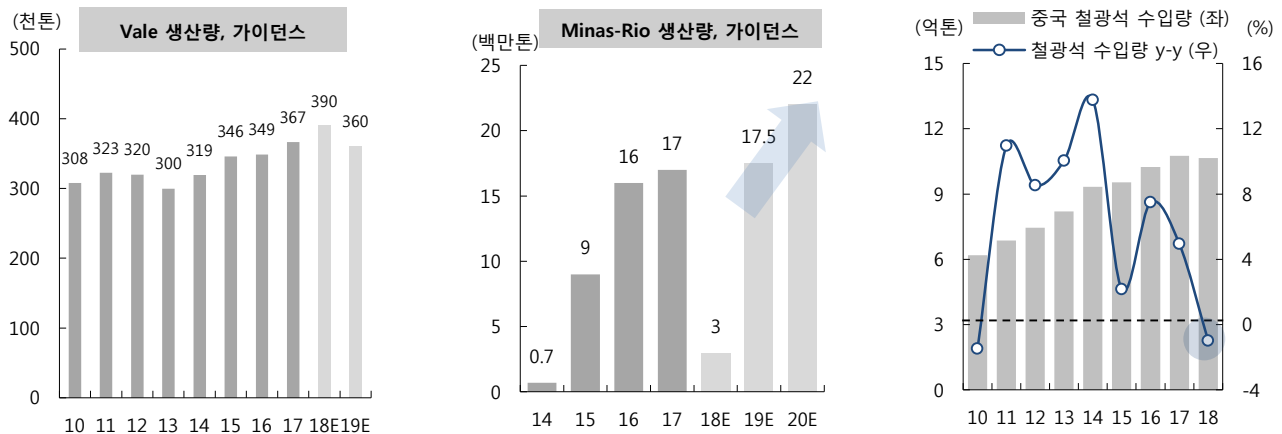
자료: 하이투자증권 리서치센터 추정

그림 3. 18.4Q 원료탄 가격 급등에 따른 원가 상승 우려는 대부분 해소되었다. 나홀로 급등했던 강점탄 가격은 안정화 국면에 접어들었다. Vale의 19년 철광석 생산량 guidance 하향에 따른 단기 충격은 있을 수 있으나, 중기적으로 전반적 수급 상황에는 문제가 없어 보인다. 호주 등 타 지역에서의 생산량 증가는 물론 중국의 수입산 철광석 수요 역시 둔화되고 있기 때문이다



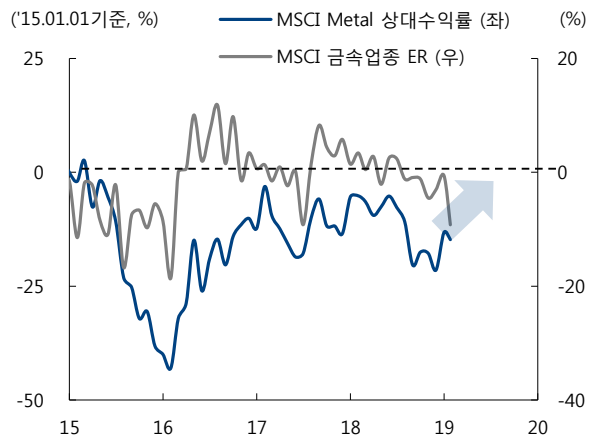
자료: 하이투자증권 리서치센터

그림 4. Vale의 19년 철광석 생산량 guidance 하향에 따른 단기 충격은 있을 수 있으나, 중기적으로 전반적 수급 상황에는 문제가 없어 보인다. 호주 등 타 지역의 생산량 증가는 물론 중국의 수입산 철광석 수요 역시 둔화되고 있기 때문이다.



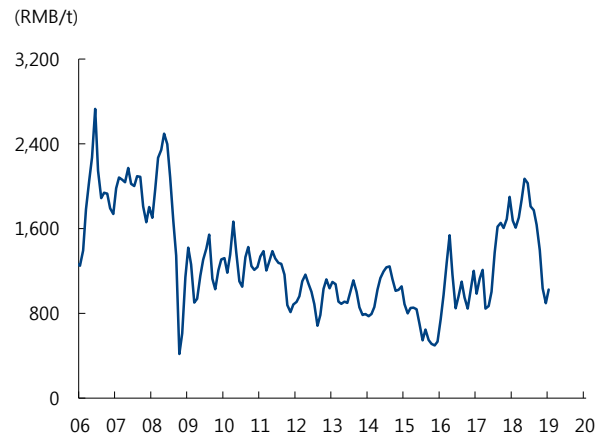
자료: 하이투자증권 리서치

그림 5. 금번 실적 발표를 기점으로 업종 실적 추정치 하향 조정도 마무리 될 것으로 예상한다



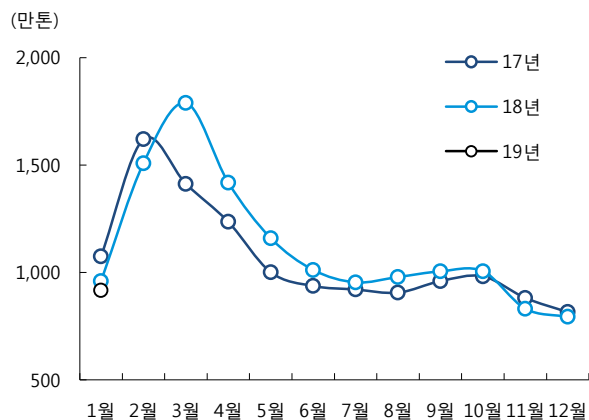
자료: 하이투자증권 리서치센터

그림 6. 중국 중후판 Roll-Margin : 바닥 국면이다



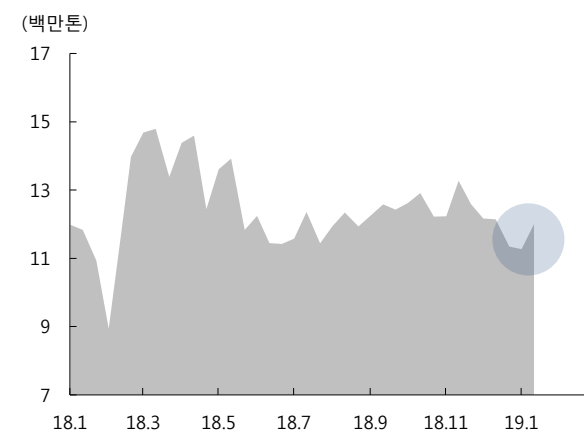
자료: 하이투자증권 리서치센터

그림 7. 동절기 감산 완화에도 중국 유통 재고는 전년비 낮은 수준이다



자료: 하이투자증권 리서치센터

그림 8. 중국 중대형 철강사 철강 재고 역시 전년과 유사하다



자료: 하이투자증권 리서치센터

<표 1> POSCO 18.4Q Review

(단위: 십억원)

	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18(a)	y-y	q-q	하이(b)	컨센서스	차이(a-b)
매출액	14,944	15,036	15,597	15,862	16,622	11.2%	4.8%	15,894	16,296	4.6%
영업이익	979	1,126	1,152	1,488	1,272	29.9%	-14.5%	1,295	1,275	-1.8%
세전이익	773	1,231	850	1,483	-296	적전	적전	138	387	적전
지배주주순이익	513	869	557	994	-867	적전	적전	100	295	적전
영업이익률	6.6%	7.5%	7.4%	9.4%	7.6%			8.1%	7.8%	-0.5%p
세전이익률	5.2%	8.2%	5.4%	9.3%	-1.8%			0.9%	2.4%	-2.6%p
지배주주순이익률	3.4%	5.8%	3.6%	6.3%	-5.2%			0.6%	1.8%	-5.8%p

자료: POSCO, 하이투자증권 리서치

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

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	7,761	7,705	7,906	7,288	30,659	7,641	7,399	7,711	7,592	30,343
영업이익	1,016	822	1,095	877	3,809	726	655	796	762	2,939
영업이익률	13.1%	10.7%	13.8%	12.0%	12.4%	9.5%	8.9%	10.3%	10.0%	9.7%

자료: POSCO, 하이투자증권 리서치

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

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	15,862	16,083	16,411	16,622	64,978	16,268	16,003	16,368	16,219	64,859
영업이익	1,488	1,252	1,531	1,272	5,543	1,126	1,043	1,232	1,214	4,616
세전이익	1,483	929	1,446	-296	3,563	1,069	985	1,175	1,156	4,384
지배주주순이익	994	545	1,020	-867	1,691	742	684	815	802	3,043
영업이익률	9.4%	7.8%	9.3%	7.6%	8.5%	6.9%	6.5%	7.5%	7.5%	7.1%
세전이익률	9.3%	5.8%	8.8%	-1.8%	5.5%	6.6%	6.2%	7.2%	7.1%	6.8%
지배주주순이익률	6.3%	3.4%	6.2%	-5.2%	2.6%	4.6%	4.3%	5.0%	4.9%	4.7%

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)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	64,859	65,631	64,054	63,856	1.3%	2.8%
영업이익	4,616	4,899	4,939	5,127	-6.6%	-4.5%
세전이익	4,384	4,655	4,669	4,861	-6.1%	-4.2%
지배주주순이익	3,043	3,230	3,241	3,374	-6.1%	-4.2%
영업이익률	7.1%	7.5%	7.7%	8.0%	-0.6%p	-0.6%p
세전이익률	6.8%	7.1%	7.3%	7.6%	-0.5%p	-0.5%p
지배주주순이익률	4.7%	4.9%	5.1%	5.3%	-0.4%p	-0.4%p

자료: POSCO, 하이투자증권 리서치

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	31,127	33,430	33,395	33,961
현금 및 현금성자산	2,613	2,255	2,259	2,573
단기금융자산	7,689	8,919	8,919	8,919
매출채권	10,906	11,474	11,455	11,580
재고자산	9,951	10,721	10,702	10,829
비유동자산	47,898	47,627	49,835	51,999
유형자산	31,884	32,660	34,708	36,727
무형자산	5,952	4,912	4,972	5,018
자산총계	79,025	81,056	83,230	85,961
유동부채	18,946	19,967	16,546	16,787
매입채무	3,465	3,712	3,705	3,749
단기차입금	8,175	8,175	8,175	9,175
유동성장기부채	3,100	4,000	700	-
비유동부채	12,615	13,095	16,895	17,395
사채	4,986	986	5,486	5,986
장기차입금	4,803	9,283	8,583	8,583
부채총계	31,561	33,061	33,441	34,182
자배주주지분	43,733	44,062	45,743	47,611
자본금	482	482	482	482
자본잉여금	1,413	1,413	1,413	1,413
이익잉여금	43,057	43,947	46,189	48,618
기타자본항목	-1,219	-1,780	-2,341	-2,902
비자배주주지분	3,731	3,933	4,047	4,168
자본총계	47,464	47,995	49,789	51,779

현금흐름표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	5,607	5,059	7,662	7,662
당기순이익	2,973	1,892	3,157	3,352
유형자산감가상각비	2,888	2,923	2,952	2,981
무형자산상각비	410	400	310	315
지분법관련손실(이익)	11	113	100	100
투자활동 현금흐름	-3,818	-4,387	-5,586	-5,576
유형자산의 처분(취득)	-2,248	-3,700	-5,000	-5,000
무형자산의 처분(취득)	-315	640	-370	-360
금융상품의 증감	994	120	-	-
재무활동 현금흐름	-1,566	890	-150	149
단기금융부채의증감	558	900	-3,300	300
장기금융부채의증감	-1,410	480	3,800	500
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-226	-226	-226	-226
현금및현금성자산의증감	165	-358	4	314
기초현금및현금성자산	2,448	2,613	2,254	2,259
기말현금및현금성자산	2,613	2,254	2,259	2,573

포괄손익계산서

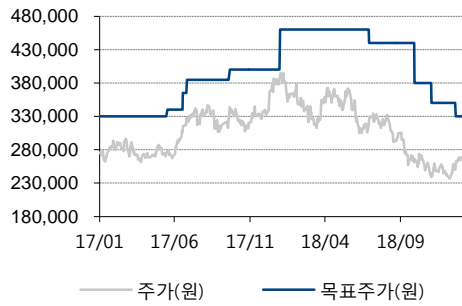
(단위:십억원,%)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	60,655	64,978	64,859	65,631
증가율(%)	14.3	7.1	-0.2	1.2
매출원가	52,299	57,005	57,304	57,750
매출총이익	8,356	7,972	7,555	7,881
판매비와관리비	3,734	2,430	2,940	2,982
연구개발비	126	135	135	136
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	4,622	5,543	4,616	4,899
증가율(%)	62.5	19.9	-16.7	6.1
영업이익률(%)	7.6	8.5	7.1	7.5
이자수익	212	321	321	330
이자비용	653	695	699	723
지분법이익(손실)	11	113	100	100
기타영업외손익	-341	-684	-	-
세전계속사업이익	4,180	3,563	4,384	4,655
법인세비용	1,206	1,671	1,228	1,303
세전계속이익률(%)	6.9	5.5	6.8	7.1
당기순이익	2,973	1,892	3,157	3,352
순이익률(%)	4.9	2.9	4.9	5.1
지배주주귀속 순이익	2,790	1,691	3,043	3,230
기타포괄이익	-561	-561	-561	-561
총포괄이익	2,412	1,331	2,596	2,790
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	32,001	19,391	34,899	37,052
BPS	501,600	505,378	524,652	546,079
CFPS	69,822	57,511	72,309	74,854
DPS	8,000	10,000	10,000	10,000
Valuation(배)				
PER	10.4	13.8	7.7	7.2
PBR	0.7	0.5	0.5	0.5
PCR	4.8	4.7	3.7	3.6
EV/EBITDA	5.0	3.9	4.5	4.4
Key Financial Ratio(%)				
ROE	6.5	3.9	6.8	6.9
EBITDA 이익률	13.1	13.6	12.1	12.5
부채비율	66.5	68.9	67.2	66.0
순부채비율	22.7	23.5	23.6	23.7
매출채권회전율(x)	5.5	5.8	5.7	5.7
재고자산회전율(x)	6.4	6.3	6.1	6.1

자료 : POSCO, 하이투자증권 리서치센터

POSCO
최근 2년간 투자이전 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이전	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
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	-31.8%	-27.9%
2018-11-27	Buy	350,000	1년	-29.0%	-25.9%
2019-01-15	Buy	330,000	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 돕기 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) 종목투자자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- 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 투자비용 등급 공시 2018-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.9%	9.1%	-