

철강

이현수



02 3770 5718
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	360,000원 (M)
현재주가 (1/30)	285,000원
상승여력	26%

시가총액	248,482억원
총발행주식수	87,186,835주
60일 평균 거래대금	683억원
60일 평균 거래량	268,773주
52주 고	395,000원
52주 저	237,000원
외인지분율	54.70%
주요주주	국민연금 10.72%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	17.3	12.2	(24.9)
상대	8.5	2.5	(12.6)
절대(달러환산)	17.2	14.5	(27.8)

4Q18 Review: 앓던 이를 빼고 다시 시작

4Q18 잠정실적: 별도 영업이익 8,766억원, 연결 영업이익 1조 2,715억원

연결 영업이익, 당사 추정(1조 2,584억원) 및 Consensus(1조 2,803억원) 부합

별도기준 4Q18 제품 판매량은 당사 추정(856만톤)에 미치지 못한 835만톤을 기록했다. 일부 물량이 1Q19로 이연된 것으로 파악된다. 탄소강 ASP는 중국 내수 철강재가격 하락 영향으로 전분기대비 소폭(-0.1만원/톤) 하락했다. 주요 원재료 투입원가(철광석, 원료탄)는 전분기대비 0.7만원 수준의 상승요인이 발생했던 것으로 추정된다. 이에 따라 탄소강 스프레드는 톤당 1만원 내외의 축소가 나타났을 것으로 판단된다. 영업이익에 영향을 미친 일회성 요인으로는 탄소배출권 충당금 환입이 1,000억원 발생했던 것으로 파악된다. 연결기준 주요 사업부문별로는 기타 철강사업부문(본사 제외), E&C, 에너지, ICT가 전분기대비 수익성이 악화됐으며 무역, 화학/소재가 개선된 것으로 나타났다. 영업외손익에서는 대규모 자산 손상차손을 기록하며 세전적자를 기록했다. 2016년 포스코 본사가 흡수합병한 (구)포스코 그린가스텍 SNG 사업의 청산을 결정하며 약 8,000억원 가량의 손상차손을 인식했다.

1Q19, 영업이익 감소하나 폭은 제한적일 것으로 전망

별도기준, 탄소강 스프레드 축소(전분기대비 -2.4만원/톤)되나 판매량은 큰 폭으로 회복

원재료 투입원가가 4Q18에 이어 1Q19까지 상승할 것으로 전망된다. 반면, 탄소강 ASP는 4Q18에 하락한 중국 내수 철강재가격 영향으로 하락하며 전분기대비 2.4만원/톤 수준의 스프레드 축소가 예상된다. 다만, 전분기에서 이연된 물량을 포함하여 1Q19에는 판매량이 900만톤 수준까지 회복되어 영업이익 축소 폭이 제한적으로 나타날 것으로 판단된다. 1Q19 별도 영업이익 7,730억원, 연결 영업이익 1조 2,250억원이 예상된다.

투자 의견 BUY, 목표주가 360,000원 유지

4Q18은 예상보다 큰 규모의 일회성 손실이 아쉬운 부분이지만 2019년을 부담 없이 시작할 수 있다는 면은 긍정적이라 할 수 있다. 지난해 우려를 자아냈던 대규모 투자비에 대한 부분도 2019년의 경우 예비비를 제외할 경우 연결기준 5.1조원으로 합리적인 수준이라 판단한다. 2018년 영업이익은 전년 대비 증가했지만 일회성 손실로 인해 당기순이익은 오히려 감소했다. 그러나, 기말 주당 배당금 5,000원(2017년말 3,500원)을 결정하며 당사 추정(4,000원)을 넘어섰으며 연간 주당 배당금은 2011년 이후 7년만에 10,000원을 회복했다. 중국 내수 철강재가격 또한 저점을 확인하며 춘절 이후 회복에 대한 기대감이 형성되고 있는 바 대외적인 환경 역시 개선의 여지가 높다는 판단이다.

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	4Q18P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	166,213	6.6	1.3	161,776	2.7
영업이익	12,715	10.4	-17.0	12,803	-0.7
세전계속사업이익	-2,963	적전	적전	4,676	-163.4
지배순이익	-8,695	적전	적전	3,488	-349.3
영업이익률 (%)	7.6	+0.2 %pt	-1.7 %pt	7.9	-0.3 %pt
지배순이익률 (%)	-5.2	적전	적전	2.2	-7.4 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018P	2019F
매출액	530,835	606,551	649,776	658,574
영업이익	28,443	46,218	55,426	50,800
지배순이익	13,633	27,901	16,886	32,252
PER	14.1	9.4	12.5	7.3
PBR	0.4	0.5	0.4	0.5
EV/EBITDA	6.2	5.2	4.5	4.6
ROE	3.3	6.5	3.9	7.2

자료: 유안타증권

[표-1] POSCO 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

	2017	2018P	2019E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	QoQ	YoY	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	28,554	30,659	30,894	7,761	7,705	7,906	7,288	-7.8%	2.7%	7,641	7,650	7,752	7,851
탄소강	22,614	24,615	25,090	6,239	6,156	6,324	5,896	-6.8%	3.7%	6,183	6,193	6,302	6,413
기타	5,939	6,044	5,804	1,521	1,549	1,581	1,392	-12.0%	-1.2%	1,458	1,457	1,450	1,438
판매량	34,709	35,588	35,624	9,294	8,959	8,983	8,352	-7.0%	-2.5%	8,979	8,900	8,885	8,860
탄소강	32,712	33,587	33,652	8,784	8,432	8,465	7,906	-6.6%	-2.1%	8,479	8,402	8,394	8,377
기타	1,997	2,001	1,972	510	528	518	446	-13.9%	-7.9%	500	498	490	484
탄소강 ASP(A)	691	733	746	710	730	747	746	-0.2%	5.9%	729	737	751	766
변동폭	126	42	13	6	20	17	-1	-	-	-17	8	14	15
¹⁾ 원재료 투입가격(B)	254	237	248	239	240	231	238	3.1%	2.1%	246	248	249	250
변동폭	88	-17	11	6	1	-9	7	-	-	8	2	2	1
추정 스프레드(A-B)	437	496	497	471	490	516	508	-1.7%	7.8%	483	489	501	516
변동폭	38	59	1	1	19	26	-9	-	-	-24	6	12	14
영업이익	2,902	3,809	3,269	1,016	822	1,095	877	-19.9%	9.5%	773	797	854	845
이익률	10.2%	12.4%	10.6%	13.1%	10.7%	13.8%	12.0%	-1.8%p	0.8%p	10.1%	10.4%	11.0%	10.8%

자료: 유안타증권, 주 1) 철광석(1.6 톤)+원료탄(0.75 톤) 가정

[표-2] POSCO 별도기준, 주요 원재료 추정 투입액 추이

			1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
원/달러 환율 (평균)			1,072	1,080	1,121	1,128	1,130	1,130	1,130	1,130
철광석 구매			62	62	58	60	65	66	67	67
(달러/톤, FOB)	분광	Index ¹⁾	57	67	60	56	63	66	67	67
		당분기	67	57	57	63	67	67	67	67
원료탄 구매 (복합)			177	153	150	163	152	152	152	152
(달러/톤, FOB)	강점탄		233	193	189	217	200	200	200	200
		Index ¹⁾	237	196	189	212	200	200	200	200
		당분기	228	190	189	221	200	200	200	200
숯물 1톤 생산기준, 원재료 추정 구매액			232	214	206	218	218	220	221	221
(달러/톤)	철광석	1.6톤	99	99	94	95	104	106	107	107
	원료탄	0.75톤	133	114	113	122	114	114	114	114
숯물 1톤 생산기준, 원재료 추정 투입액 ²⁾			239	240	231	238	246	248	249	250
(천원/톤)		전분기대비 증감	6	1	-9	7	8	2	2	1
	철광석	1.6톤	105	107	106	106	112	119	121	121
		전분기대비 증감	-6	2	-1	0	6	6	2	1
	원료탄	0.75톤	134	133	125	132	133	129	129	129
		전분기대비 증감	12	-1	-8	7	1	-4	0	0

자료: 유안타증권 리서치센터

주 1) 철광석 4Q의 경우 6~8월 평균, 강점탄 4Q의 경우 9~11월 평균

주 2) 전분기 구매분 50%, 당분기 구매분 50% 사용 가정

[표-3] POSCO 연결기준

(단위: 십억원)

	2017	2018P	2019E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	QoQ	YoY	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	60,655	64,978	65,857	15,862	16,083	16,411	16,621	1.3%	6.6%	16,137	16,198	16,626	16,896
철강	47,611	50,421	51,036	12,508	12,724	12,992	12,197	-6.1%	3.1%	12,567	12,647	12,819	13,003
(본사)	28,554	30,659	30,894	7,761	7,705	7,906	7,288	-7.8%	2.7%	7,641	7,650	7,752	7,851
(본사 외)	19,058	19,762	20,142	4,747	5,019	5,086	4,909	-3.5%	3.6%	4,926	4,997	5,067	5,152
무역	34,878	38,319	39,005	9,322	9,507	10,021	9,469	-5.5%	10.9%	9,772	9,564	9,912	9,758
E&C	7,286	7,321	7,467	1,592	1,825	1,886	2,018	7.0%	5.2%	1,624	1,861	1,924	2,058
기타	5,285	6,198	6,866	1,429	1,420	1,466	1,883	28.4%	33.6%	1,689	1,613	1,724	1,841
(연결조정)	34,405	37,281	38,517	8,989	9,391	9,955	8,945	-	-	9,515	9,486	9,753	9,764
영업이익	4,622	5,543	5,080	1,488	1,252	1,531	1,272	-17.0%	10.4%	1,225	1,240	1,300	1,315
이익률	7.6%	8.5%	7.7%	9.4%	7.8%	9.3%	7.6%	-1.7%p	0.3%p	7.6%	7.7%	7.8%	7.8%
철강	3,605	4,513	3,974	1,184	1,024	1,295	1,010	-22.0%	5.9%	940	977	1,027	1,030
이익률	7.6%	8.9%	7.8%	9.5%	8.0%	10.0%	8.3%	-1.7%p	0.2%p	7.5%	7.7%	8.0%	7.9%
(본사)	2,902	3,809	3,269	1,016	822	1,095	877	-19.9%	9.5%	773	797	854	845
(이익률)	10.2%	12.4%	10.6%	13.1%	10.7%	13.8%	12.0%	-1.8%p	0.8%p	10.1%	10.4%	11.0%	10.8%
(본사 외)	702	703	705	168	201	200	134	-33.0%	-13.2%	167	180	172	185
(이익률)	3.7%	3.6%	3.5%	3.5%	4.0%	3.9%	2.7%	-1.2%p	-0.5%p	3.4%	3.6%	3.4%	3.6%
무역	423	491	540	160	140	88	103	16.4%	2.8%	148	128	123	142
이익률	1.2%	1.3%	1.4%	1.7%	1.5%	0.9%	1.1%	0.2%p	-0.1%p	1.5%	1.3%	1.2%	1.5%
E&C	289	326	356	84	86	99	57	-42.5%	-1.0%	73	93	87	103
이익률	4.0%	4.5%	4.8%	5.3%	4.7%	5.3%	2.8%	-2.4%p	-0.2%p	4.5%	5.0%	4.5%	5.0%
기타	381	323	396	109	67	100	46	-54.6%	-8.1%	112	84	112	88
이익률	7.2%	5.2%	5.8%	7.6%	4.7%	6.8%	2.4%	-4.4%p	-1.1%p	6.6%	5.2%	6.5%	4.8%
(연결조정)	75	110	186	49	65	51	-56	-	-	48	43	48	47
세전이익	4,180	3,562	4,559	1,483	929	1,446	-296	적전	적전	1,110	1,104	1,155	1,190
이익률	6.9%	5.5%	6.9%	9.3%	5.8%	8.8%	-1.8%	-10.6%p	-7.2%p	6.9%	6.8%	6.9%	7.0%
지배순이익	2,790	1,689	3,225	994	545	1,020	-869	적전	적전	773	778	823	852
이익률	4.6%	2.6%	4.9%	6.3%	3.4%	6.2%	-5.2%	-11.4%p	-8.8%p	4.8%	4.8%	4.9%	5.0%

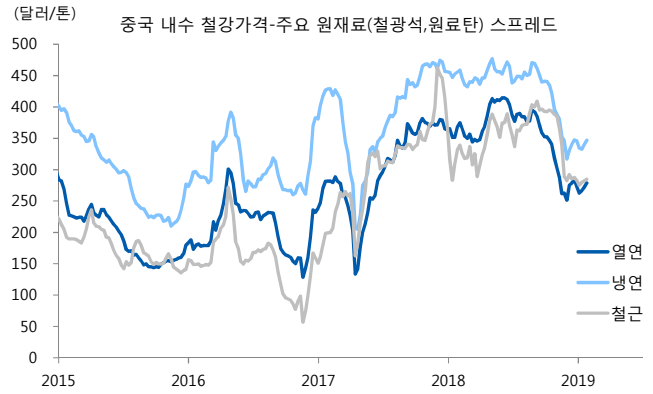
자료: 유안타증권, 주 1) 연결조정은 차감항목, 주 2) 부문별 영업이익률은 단순합산 기준

[그림-1] 중국 주요제품 내수가격(incl. 17% vat)



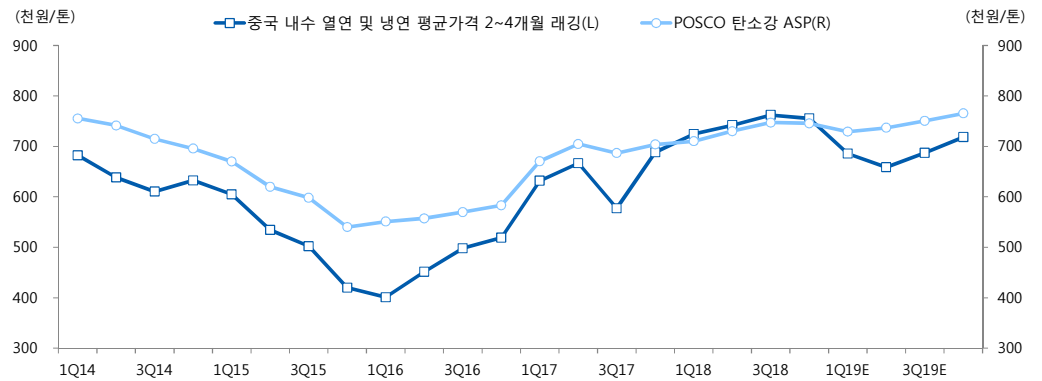
자료: Platts

[그림-2] 중국 주요제품 스프레드(제품가격-주요 원재료가격)



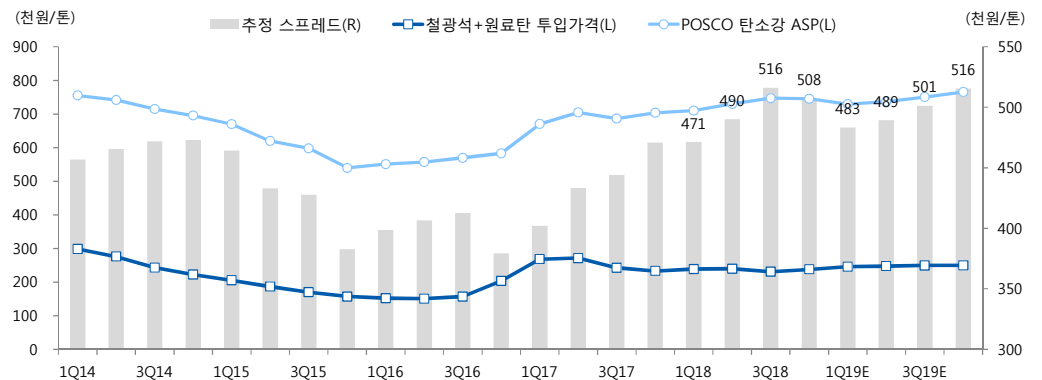
자료: Platts, 주: 주요 원재료(철광석 1.6 톤+원료탄 0.75 톤 가정)

[그림-3] 중국 HR 및 CR 내수 평균가격과 POSCO 탄소강 ASP



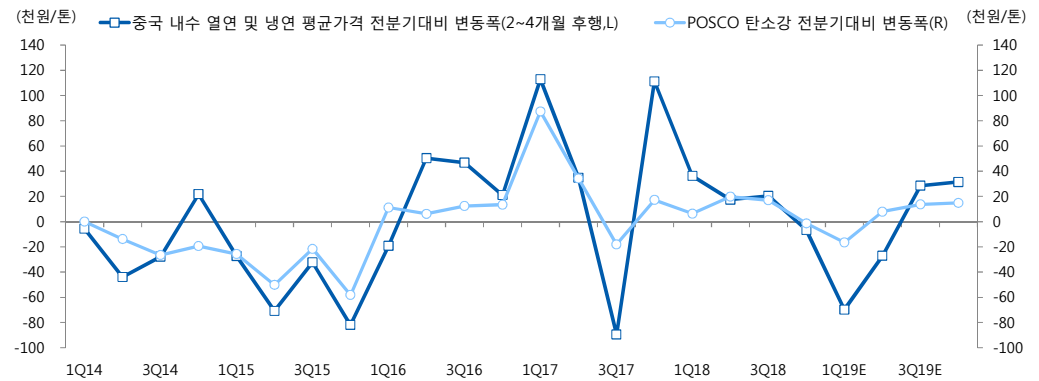
자료: Platts, 유안타증권

[그림-4] POSCO 탄소강 추정 스프레드



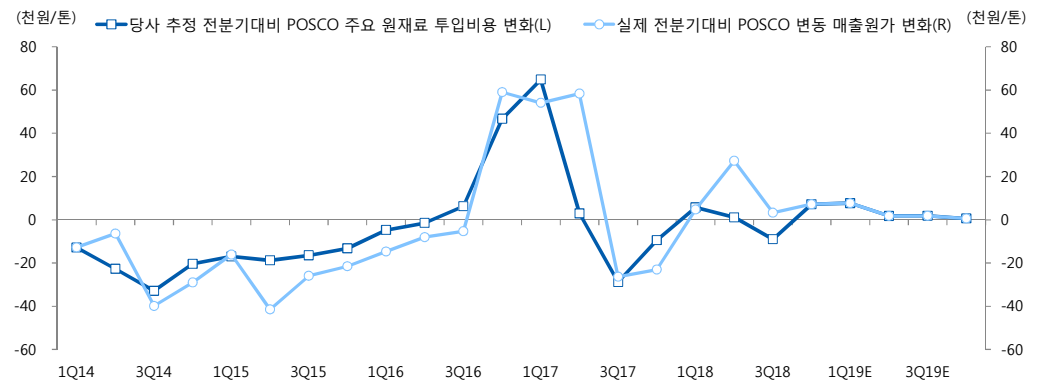
자료: 유안타증권

[그림-5] 중국 내수 열연 및 냉연 평균가격 전분기대비 변동폭과 POSCO 탄소강 전분기대비 변동폭 (분기)



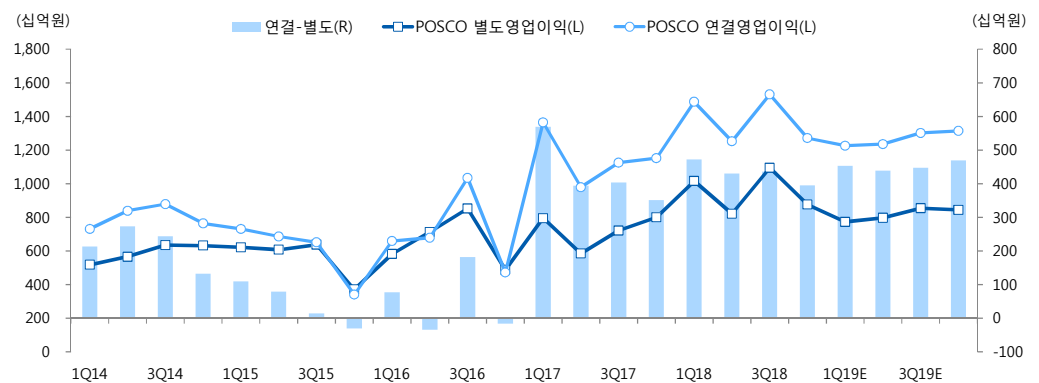
자료: Platts, 유안타증권

[그림-6] POSCO 주요 원재료 투입비용 및 변동 매출원가 변화(전분기대비)



자료: 유안타증권

[그림-7] POSCO 연결 영업이익과 별도 영업이익 스프레드



자료: 유안타증권

POSCO (005490) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	530,835	606,551	649,776	658,574	677,532
매출원가	463,940	522,992	557,892	570,806	585,388
매출총이익	66,896	83,559	91,884	87,768	92,144
판매비	38,452	37,341	36,458	36,967	38,032
영업이익	28,443	46,218	55,426	50,800	54,113
EBITDA	60,582	79,193	87,755	83,709	90,189
영업외손익	-14,115	-4,421	-19,805	-5,212	-4,668
외환관련손익	-1,423	1,701	-2,418	0	0
이자손익	-4,763	-4,407	-3,905	-3,914	-3,371
관계기업관련손익	-887	105	755	0	0
기타	-7,042	-1,821	-14,237	-1,298	-1,298
법인세비용차감전순이익	14,329	41,797	35,621	45,588	49,445
법인세비용	3,847	12,062	16,719	12,765	13,844
계속사업순이익	10,482	29,735	18,902	32,824	35,600
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	10,482	29,735	18,902	32,824	35,600
지배지분순이익	13,633	27,901	16,886	32,252	34,980
포괄순이익	15,024	24,123	15,977	26,828	29,605
지배지분포괄이익	18,225	22,183	15,043	25,173	27,779

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	293,038	311,274	343,148	347,677	355,099
현금및현금성자산	24,476	26,125	23,288	23,456	24,939
매출채권 및 기타채권	108,946	99,584	110,306	112,231	114,974
재고자산	90,517	99,510	108,588	111,022	114,218
비유동자산	504,592	478,975	461,559	478,651	492,574
유형자산	337,703	318,835	313,162	332,845	349,081
관계기업 등 자본관련자산	38,824	35,579	36,307	36,307	36,307
기타투자자산	32,327	25,738	24,538	24,538	24,538
자산총계	797,630	790,250	804,707	826,328	847,673
유동부채	189,154	189,460	201,074	197,794	189,978
매입채무 및 기타채무	72,473	62,447	63,433	64,153	71,337
단기차입금	79,797	81,748	79,910	75,910	60,910
유동성장기부채	22,151	30,997	36,944	36,944	36,944
비유동부채	150,092	126,149	131,041	131,041	131,041
장기차입금	63,648	48,027	102,832	102,832	102,832
사채	61,454	49,864	0	0	0
부채총계	339,246	315,610	332,115	328,835	321,020
지배지분	423,734	437,329	436,646	460,090	487,059
자본금	4,824	4,824	4,824	4,824	4,824
자본잉여금	13,978	14,126	14,108	14,108	14,108
이익잉여금	411,738	430,566	443,024	466,469	493,437
비지배지분	34,650	37,311	35,946	37,402	39,595
자본총계	458,384	474,640	472,592	497,493	526,653
순차입금	147,715	109,513	107,343	103,174	86,691
총차입금	228,762	212,530	221,418	217,418	202,418

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	52,694	56,073	47,709	71,090	81,920
당기순이익	10,482	29,735	18,902	32,824	35,600
감가상각비	28,358	28,876	28,915	30,316	33,764
외환손익	0	0	0	0	0
종속, 관계기업 관련손익	887	-105	-755	0	0
자산부채의 증감	-4,258	-19,263	-18,328	-9,711	-4,825
기타현금흐름	17,225	16,830	18,974	17,661	17,381
투자활동 현금흐름	-37,546	-38,179	-35,699	-45,953	-45,953
투자자산	-2,139	9,552	-884	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-23,241	-22,876	-23,544	-50,000	-50,000
유형자산 감소	443	392	617	0	0
기타현금흐름	-12,609	-25,247	-11,889	4,047	4,047
재무활동 현금흐름	-39,510	-15,655	-15,482	-27,911	-38,116
단기차입금	-8,859	5,581	-2,944	-4,000	-15,000
사채 및 장기차입금	-22,862	-14,100	10,479	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-7,090	-8,634	-7,736	-8,140	-7,345
기타현금흐름	-699	1,499	-15,282	-15,771	-15,771
연결범위변동 등 기타	126	-590	635	2,943	3,631
현금의 증감	-24,236	1,649	-2,838	169	1,483
기초 현금	48,712	24,476	26,125	23,288	23,456
기말 현금	24,476	26,125	23,288	23,456	24,939
NOPLAT	28,443	46,218	55,426	50,800	54,113
FCF	25,446	23,716	19,870	9,774	20,213

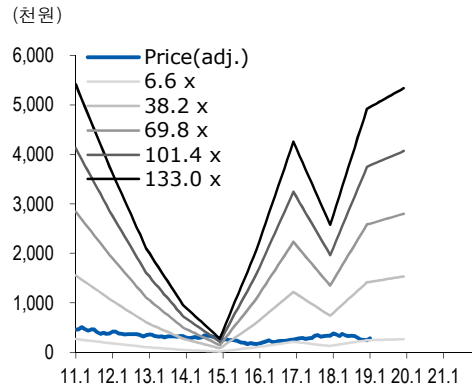
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

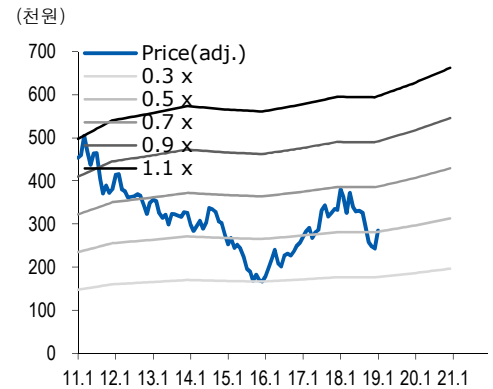
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	15,637	32,001	19,367	36,991	40,121
BPS	529,683	546,664	545,799	574,283	607,944
EBITDAPS	69,485	90,831	100,652	96,010	103,444
SPS	608,848	695,691	745,269	755,360	777,104
DPS	8,000	8,000	10,000	10,000	10,000
PER	14.1	9.4	12.5	7.3	6.7
PBR	0.4	0.5	0.4	0.5	0.4
EV/EBITDA	6.2	5.2	4.5	4.6	4.2
PSR	0.4	0.4	0.3	0.4	0.3

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	-8.8	14.3	7.1	1.4	2.9
영업이익 증가율 (%)	18.0	62.5	19.9	-8.3	6.5
지배순이익 증가율 (%)	654.7	104.7	-39.5	91.0	8.5
매출총이익률 (%)	12.6	13.8	14.1	13.3	13.6
영업이익률 (%)	5.4	7.6	8.5	7.7	8.0
지배순이익률 (%)	2.6	4.6	2.6	4.9	5.2
EBITDA 마진 (%)	11.4	13.1	13.5	12.7	13.3
ROIC	3.9	6.3	5.8	7.0	7.3
ROA	1.7	3.5	2.1	4.0	4.2
ROE	3.3	6.5	3.9	7.2	7.4
부채비율 (%)	74.0	66.5	70.3	66.1	61.0
순차입금/자기자본 (%)	34.9	25.0	24.6	22.4	17.8
영업이익/금융비용 (배)	4.3	7.1	7.8	7.0	8.0

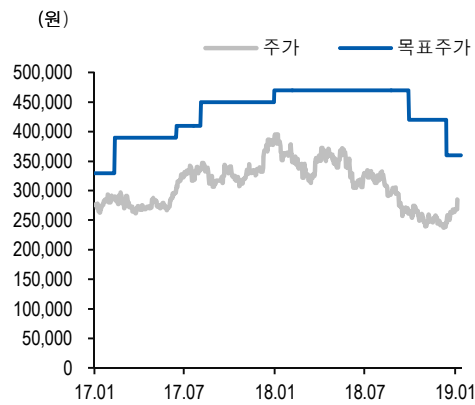
P/E band chart



P/B band chart



POSCO (005490) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-01-31	BUY	360,000	1년		
2019-01-08	BUY	360,000	1년		
2018-10-24	BUY	420,000	1년	-39.79	-34.76
2018-01-25	BUY	470,000	1년	-29.22	-15.96
2017-08-29	BUY	450,000	1년	-25.45	-14.00
2017-07-11	BUY	410,000	1년	-20.02	-16.59
2017-03-08	BUY	390,000	1년	-28.84	-23.08
2016-10-27	BUY	330,000	1년	-20.03	-11.06

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.5
Buy(매수)	86.1
Hold(중립)	13.4
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-01-28

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이현수)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.