

2019. 4. 25



▲ 철강

Analyst 민사영

02. 6098-6652

sayeong.min@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 360,000 원

현재주가 (4.24) 258,500 원

상승여력 39.3%

KOSPI 2,201.03pt

시가총액 225,378억원

발행주식수 8,719만주

유동주식비율 79.52%

외국인비중 54.91%

52주 최고/최저가 372,500원/237,000원

평균거래대금 662.1억원

주요주주(%)

국민연금 10.79

BlackRock Fund Advisors 외 13인 5.22

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 -0.2 -2.8 -27.0

상대주가 -0.8 -7.4 -18.2

주가그래프



POSCO 005490

1Q Review: 실적과 지표 사이

- ✓ 1Q19 Review: 물량 효과에 의한 호실적
- ✓ 2분기 롤마진은 1분기 수준 전망, 물량 감소로 감익 불가피
- ✓ 철강산업의 세 가지 주요 지표는 긍정적: 1) 중국 가격, 2) 조강생산량, 3) 착공면적
- ✓ 주가의 급반등은 어려우나 하반기 업황 고려 시 주가가 조정된 현재가 매수 적기
- ✓ POSCO에 대해선 투자의견 Buy, 적정주가 360,000원 유지

1Q19 Review: 물량 효과에 의한 호실적

POSCO의 1분기 연결 영업이익은 1조 2,029억원으로 컨센서스 1조 1,600억원을 상회했다. 철강 판매량이 928만톤으로 시장의 예상보다 많았기 때문이다. 표면적으로 호실적처럼 보이나 판가가 예상보다 낮아 롤마진 관점에서 기대를 하회했다.

2분기에는 물량효과가 사라지는 만큼 QoQ 감익은 피할 수 없다. 2분기 원재료 가격은 톤당 3만원 가량 상승할 것으로 추정되는데, 탄소강 판가 역시 3만원 정도 인상이 기대돼 롤마진이 개선되기 어렵다. 여기에 설비 보수 등이 집중되며 판매량 둔화가 예상되기 때문에 롤마진 개선이 없다면 감익이 나타날 수 밖에 없다.

주요 지표는 기대치 충족 중

2분기 감익에도 불구하고 하반기 업황 개선을 고려하면 동사의 투자 매력은 높다. 당사는 4월 초 Preview 자료를 작성하며 철강산업에서 주목해야 할 세 가지 지표를 제시했다. 현재까지 세 가지 모두 긍정적이다.

철강가격의 경우 동절기 감산 종료, VAT 인하라는 악재에도 불구하고 가격 강세가 유지되고 있다. 공급 역시 적어도 4월 초순까진 긍정적이다. 건축공사 관련 고정자산투자 증가율 역시 증가세가 나타나 건설 수요의 회복을 가리키고 있다.

단기적으로 주가의 급반등을 기대하기는 어렵지만 하반기 실적 회복을 고려한다면 주가가 조정된 현재시점이 매수 적기라 판단된다. POSCO에 대해선 투자의견 Buy, 적정주가 360,000원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	60,655.1	4,621.8	2,790.1	32,002	183.7	501,600	10.4	0.7	5.5	6.5	66.5
2018	64,977.8	5,542.6	1,690.6	19,391	-36.4	497,452	12.5	0.5	3.9	3.9	67.3
2019E	66,406.3	4,764.9	2,936.2	33,677	63.3	521,940	7.7	0.5	4.4	6.6	64.4
2020E	67,330.3	4,625.2	2,827.0	32,424	-3.7	545,175	8.0	0.5	4.3	6.1	61.5
2021E	67,876.4	4,496.9	2,729.4	31,305	-3.5	567,291	8.3	0.5	4.3	5.6	60.2

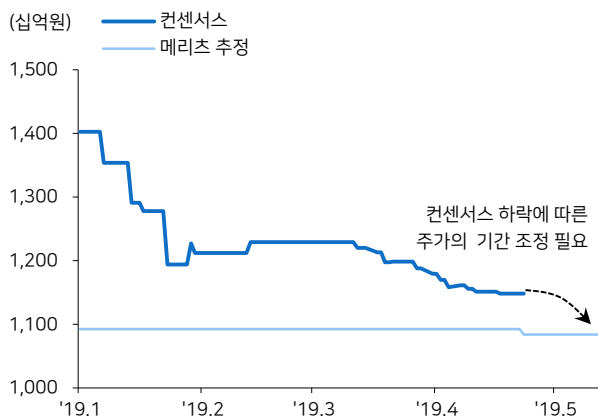
1Q19 Review: 물량 효과에 의한 호실적

POSCO의 1분기 연결 영업이익은 1조 2,029억원으로 컨센서스 1조 1,600억원을 상회했다. 철강 판매량이 928만톤으로 시장의 예상보다 많았기 때문이다. 표면적으로 호실적처럼 보이지만 판가가 예상보다 낮아 몰마진 관점에선 시장의 기대를 하회했다.

2분기에는 물량효과가 사라지는 만큼 QoQ 감익은 피할 수 없다. 2분기 원재료 가격은 톤당 3만원 가량 상승할 것으로 추정되는데, 탄소강 판가 역시 3만원 정도 인상이 기대돼 몰마진이 개선되기 어렵다. 여기에 설비 보수 등이 집중되며 판매량 둔화가 예상되기 때문에 몰마진 개선이 없다면 감익이 나타날 수 밖에 없다.

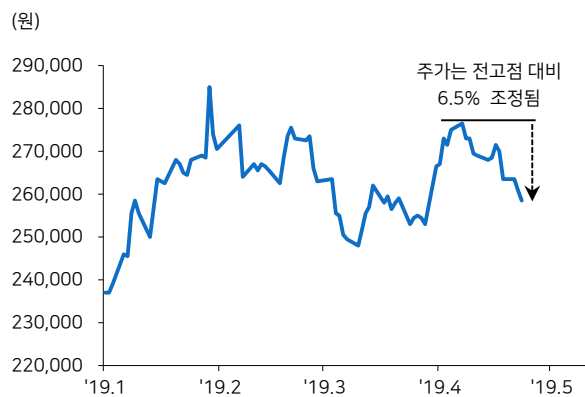
단기적으로 컨센서스의 조정기간이 지속되며 주요 지표가 나오기 전까진 주가의 강한 반등을 기대하기 어려울 전망이다. 2분기 영업이익 컨센서스는 연초 1조 4천억원에서 현재 1조 1,500억원 수준까지 조정된 상황이나 당사 실적 추정치에 따르면 여전히 500억원 정도의 추가 조정이 필요해 보인다. 컨센서스가 시장에 온전히 받아들여지는 과정에서 주가의 기간조정이 지속될 가능성이 높다. 단, 주가는 이미 6.5% 가량 조정을 받은 상황이기 때문에 추가 낙폭은 제한적이라 판단된다.

그림1 POSCO의 2분기 영업이익 전망치 추이



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 POSCO의 주가 추이



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

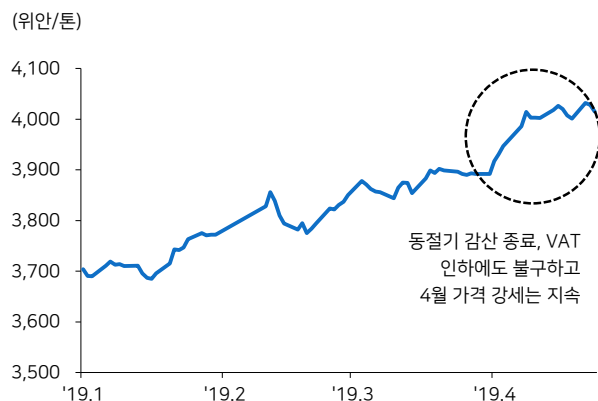
주요 지표는 기대치 충족 중

2분기 감익에도 불구하고 하반기 업황 개선을 고려하면 동사의 투자 매력은 높다. 당사는 4월 초 Preview 자료를 작성하며 철강산업에서 주목해야 할 세 가지 지표 (중국 철강 내수가, 조강 생산량, 주택 착공면적)를 제시했다. 현재까지 세 가지 모두 긍정적이다.

철강가격의 경우 동절기 감산 종료, VAT 인하라는 악재에도 불구하고 가격 강세가 유지되고 있다. 최근 가격이 횡보하고 있으나 원료탄 가격이 하향 안정화되고 있다는 점을 고려하면 물마진 개선 추세는 지속되고 있다. 체증할 재정정책의 효과를 고려하면 하반기 물마진은 추가적으로 확대될 가능성이 높다.

공급 역시 적어도 4월 초순까진 긍정적이다. Mysteel 집계한 중국의 4월 초순 일 평균 조강생산량은 241만톤으로 전년과 동일한 수준이다. 공급 증가세 둔화가 통계청 데이터로 확인된다면 가격이 강한 모멘텀으로 작용할 것이다.

그림3 중국 열연강판 스파트 가격 추이



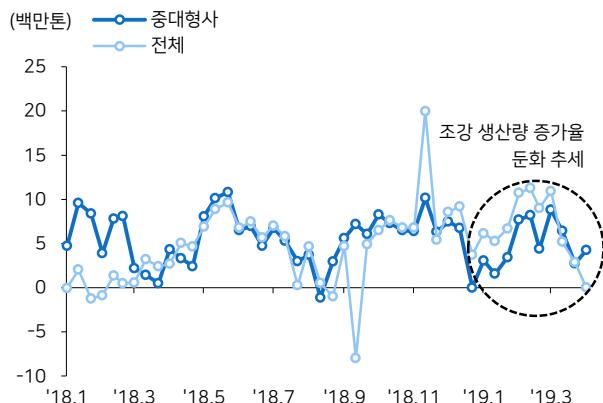
자료: Antaika, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 중국 주요 5개 철강 품종 재고 추이



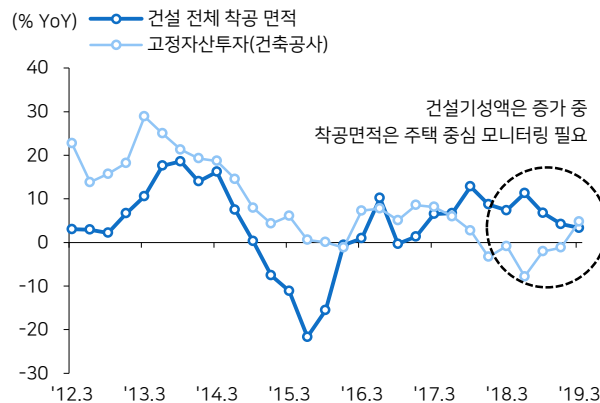
주: 열연, 냉연, 선재, 중판, 철근
자료: Steelhome, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 중국 일 평균 조강생산량 증가율 추이



주: 일 평균 조강생산량은 각 월별로 상, 중, 하순으로 나누어 평균한 값
자료: CISA, Mysteel, CEIC, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 건설 착공 면적과 건축공사 FAI 증가율 추이



자료: NBS, CEIC, 메리츠증권증권 리서치센터

건설기성액의 프록시라 볼 수 있는 건축공사 관련 고정자산투자 증가율 역시 증가세가 나타나 건설 수요의 회복을 가리키고 있다. 다만 착공면적 증가율은 둔화세가 이어지고 있어 반등세가 나타나는지 모니터링이 필요하다.

철강업종의 주요 지표들은 명확한 개선세를 보여주고 있다. 단기적으로 주가의 급반등을 기대하기는 어렵지만 하반기 실적 회복을 고려한다면 주가가 조정된 현재 시점이 매수 적기라 판단된다. POSCO에 대해선 투자의견 Buy, 적정주가 360,000원을 유지한다.

표1 POSCO 1Q19 실적 Review

(십억원)	1Q19P	1Q18	(% YoY)	4Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	16,014.2	15,862.3	1.0	16,621.5	-3.7	16,514.9	-3.0	16,744.6	-4.4
영업이익	1,202.9	1,487.7	-19.1	1,271.5	-5.4	1,159.9	3.7	1,148.0	4.8
세전이익	1,146.9	1,483.0	-22.7	-295.6	흑전	1,071.9	7.0	1,075.9	6.6
순이익	741.2	993.5	-25.4	-867.5	흑전	733.2	1.1	725.7	2.1
영업이익률(%)	7.5	9.4		7.6		7.0		6.9	
순이익률(%)	4.6	6.3		-5.2		4.4		4.3	

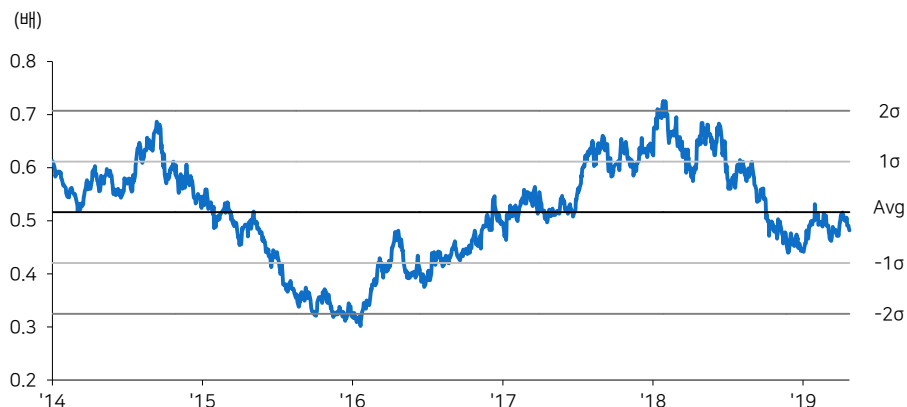
자료: 회사명, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	67,557.3	68,183.1	66,406.3	67,330.3	-1.7	-1.3
영업이익	4,622.7	4,562.3	4,764.9	4,625.2	3.1	1.4
세전이익	4,265.5	4,224.9	4,544.7	4,376.1	6.5	3.6
지배순이익	2,877.0	2,849.7	2,936.2	2,827.0	2.1	-0.8

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 POSCO PBR Valuation 추이



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 POSCO Valuation Table

(십억원)	3개년 평균	2018	2019E	2020E	2021E
지배주주 순이익	2,830.8	1,690.6	2,936.2	2,827.0	2,729.4
지배주주 자본총계	47,499.6	43,371.3	45,506.3	47,532.1	49,460.3
ROE (%)	6.0	3.9	6.6	6.1	5.6
COE (%)	8.9	11.6	8.9	8.9	8.9
Rf(5년물 국채금리)	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
52주 β	1.1	1.2	1.1	1.1	1.1
Rm	8.3	10.0	8.3	8.3	8.3
성장률(g)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Fair PBR (배)	0.67	0.34	0.74	0.68	0.63
적정 시가총액	31,641.3	14,566.4	33,606.9	32,286.1	31,113.9
Current PBR	0.47	0.49	0.50	0.47	0.46
현재 시가총액	22,537.8	21,186.4	22,537.8	22,537.8	22,537.8
적정주가 (원, 천원미만 절사)	360,000	160,000	380,000	370,000	350,000
증가 (원)	258,500	243,000	258,500	258,500	258,500
Upside (%)	39.3	-31.2	47.0	43.1	35.4

자료: 메리츠증권 리서치센터

POSCO (005490)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	60,655.1	64,977.8	66,406.3	67,330.3	67,876.4
매출액증가율 (%)	14.3	7.1	2.2	1.4	0.8
매출원가	52,299.2	57,005.4	59,155.2	60,198.3	60,851.3
매출총이익	8,355.9	7,972.4	7,251.1	7,132.0	7,025.1
판매관리비	3,734.1	2,429.8	2,486.2	2,506.8	2,528.2
영업이익	4,621.8	5,542.6	4,764.9	4,625.2	4,496.9
영업이익률	7.6	8.5	7.2	6.9	6.6
금융손익	-111.6	-538.5	-181.6	-328.8	-365.5
종속/관계기업손익	10.5	112.6	230.1	171.4	200.7
기타영업외손익	-341.1	-1,554.0	-268.7	-91.6	-107.1
세전계속사업이익	4,179.7	3,562.8	4,544.7	4,376.1	4,225.1
법인세비용	1,206.2	1,670.8	1,455.8	1,400.4	1,352.0
당기순이익	2,973.5	1,892.1	3,088.9	2,975.8	2,873.1
지배주주지분 순이익	2,790.1	1,690.6	2,936.2	2,827.0	2,729.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	5,607.3	5,869.7	6,099.4	6,501.6	6,124.3
당기순이익(손실)	2,973.5	1,892.1	3,088.9	2,975.8	2,873.1
유형자산상각비	2,887.7	2,911.1	2,956.8	3,146.0	3,317.7
무형자산상각비	409.8	356.6	362.4	357.4	358.8
운전자본의 증감	-1,926.3	-2,052.5	-88.1	183.8	-235.2
투자활동 현금흐름	-3,817.9	-2,648.0	-5,132.3	-5,186.1	-5,158.1
유형자산의증가(CAPEX)	-2,287.6	-2,135.6	-5,000.0	-5,000.0	-5,000.0
투자자산의감소(증가)	993.9	393.1	230.1	171.4	200.7
재무활동 현금흐름	-1,565.5	-3,195.1	-890.2	-811.1	-311.9
차입금의 증감	-1,637.7	-942.4	0.0	0.0	500.0
자본의 증가	14.8	-2.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	164.9	31.3	76.9	504.4	654.3
기초현금	2,447.6	2,612.5	2,643.9	2,720.8	3,225.2
기말현금	2,612.5	2,643.9	2,720.8	3,225.2	3,879.5

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	31,127.4	33,651.0	33,978.5	34,218.6	35,211.2
현금및현금성자산	2,612.5	2,643.9	2,720.8	3,225.2	3,879.5
매출채권	8,583.3	8,648.3	8,755.9	8,651.5	8,785.2
재고자산	9,951.0	11,499.9	11,643.1	11,504.2	11,682.0
비유동자산	47,897.5	44,597.3	46,640.5	48,494.5	50,176.8
유형자산	31,883.5	30,018.3	32,061.5	33,915.5	35,597.8
무형자산	5,952.3	5,170.8	5,170.8	5,170.8	5,170.8
투자자산	6,131.7	5,851.3	5,851.3	5,851.3	5,851.3
자산총계	79,025.0	78,248.3	80,618.9	82,713.1	85,388.0
유동부채	18,946.0	18,938.0	19,020.9	18,940.5	19,043.4
매입채무	3,465.2	4,006.1	4,056.0	4,007.6	4,069.6
단기차입금	8,174.8	7,487.8	7,487.8	7,487.8	7,487.8
유동성장기부채	3,099.7	2,801.8	2,801.8	2,801.8	2,801.8
비유동부채	12,614.9	12,550.7	12,550.7	12,550.7	13,050.7
사채	4,986.4	5,451.0	5,451.0	5,451.0	5,451.0
장기차입금	4,802.7	4,468.7	4,468.7	4,468.7	4,968.7
부채총계	31,561.0	31,488.7	31,571.6	31,491.2	32,094.2
자본금	482.4	482.4	482.4	482.4	482.4
자본잉여금	1,412.6	1,410.6	1,410.6	1,410.6	1,410.6
기타포괄이익누계액	-658.6	-1,383.9	-1,383.9	-1,383.9	-1,383.9
이익잉여금	43,056.6	44,216.0	46,351.0	48,376.9	50,305.1
비지배주주지분	3,731.1	3,388.3	3,541.0	3,689.8	3,833.5
자본총계	47,464.0	46,759.6	49,047.3	51,221.9	53,293.8

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	695,691	745,271	761,655	772,253	778,516
EPS(지배주주)	32,002	19,391	33,677	32,424	31,305
CFPS	98,699	105,931	89,761	91,031	91,342
EBITDAPS	90,831	101,050	92,721	93,232	93,745
BPS	501,600	497,452	521,940	545,175	567,291
DPS	8,000	10,000	10,000	10,000	10,000
배당수익률(%)	2.4	4.1	3.9	3.9	3.9
Valuation(Multiple)					
PER	10.4	12.5	7.7	8.0	8.3
PCR	3.4	2.3	2.9	2.8	2.8
PSR	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
EBITDA	7,919.3	8,810.2	8,084.1	8,128.6	8,173.4
EV/EBITDA	5.5	3.9	4.4	4.3	4.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.5	3.9	6.6	6.1	5.6
EBITDA 이익률	13.1	13.6	12.2	12.1	12.0
부채비율	66.5	67.3	64.4	61.5	60.2
금융비용부담률	1.1	1.1	1.0	1.0	1.1
이자보상배율(x)	7.1	7.5	7.5	6.9	6.2
매출채권회전율(x)	6.8	7.5	7.6	7.7	7.8
재고자산회전율(x)	6.4	6.1	5.7	5.8	5.9

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 4월 25일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 4월 25일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 4월 25일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:민사영)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	97.7%
중립	2.3%
매도	0.0%

2019년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

POSCO (005490) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.11.08	산업분석	Buy	360,000	민사영	-30.5	-25.8	
2019.01.08	산업브리프	Buy	360,000	민사영	-29.5	-20.8	
2019.01.31	기업브리프	Buy	360,000	민사영	-28.5	-20.8	
2019.03.19	산업분석	Buy	360,000	민사영	-28.4	-20.8	
2019.04.05	산업브리프	Buy	360,000	민사영	-28.1	-20.8	
2019.04.25	기업브리프	Buy	360,000	민사영	-	-	