

POSCO (005490)

철강



이현수

02 3770 5718

hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	360,000원 (M)
현재주가 (7/1)	252,000원
상승여력	43%

시기총액	219,711억원
총발행주식수	87,186,835주
60일 평균 거래대금	591억원
60일 평균 거래량	237,865주
52주 고	334,500원
52주 저	229,000원
외인지분율	54.13%
주요주주	국민연금공단 10.79%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	6.1	(5.4)	(23.4)
상대	1.7	(3.7)	(16.3)
절대(달러환산)	9.4	(7.2)	(26.1)

중국發 업황 개선을 누리는 자

2Q19 Preview: 원가 상승 부담을 ASP 인상으로 일부 만회

별도 영업이익 7,182억원(yoy -13%), 연결 영업이익 1조 1,128억원(yoy -11%) 전망

1Q에 이어 2Q 역시 원재료 투입원가(철광석, 원료탄)가 전분기대비 상승했을 것으로 추정된다. 2Q 원재료 투입원가는 전분기대비 톤당 +2.2만원 상승이 예상되며 이는 대부분 철광석 가격 상승분에 기인한 것으로 판단된다. 중국 철광석 수입가격 상승에 따라 한국 철광석 수입가격 역시 4Q18 톤당 75달러에서 1Q19 79달러, 2Q19(4~5월) 87달러까지 동반 상승했기 때문이다. 2Q 탄소강ASP는 전분기대비 톤당 +1.9만원 상승이 예상된다. 중국 내수 철강제품 가격 약세에 따라 한국 철강제품 가격 역시 지지부진했으나 원화약세(1Q 1,126원/달러 → 2Q 1,167원/달러)가 수출단가에 긍정적 영향을 미친 것으로 판단된다. 이에 따라 전분기대비 탄소강 스프레드는 소폭 하락한 가운데 판매량 감소(1Q 928만톤 → 2QE 897만톤)에 따른 고정비 부담이 발생했을 것으로 사료된다.

하반기 내수 및 수출 판매단가 인상 전망

동사는 유통량 판매보다 실수요향(자동차, 조선, 가전 등) 판매 비중이 높다. 실수요향 판매단가는 주로 분기 및 반기 계약 형태로 이루어지는데 상반기 실수요향 판매단가는 기대 이하의 성적을 거둔 것으로 관측된다. 철광석 가격 상승에 따라 원가 부담이 확대됐지만 이를 판매가격으로 전가시키지 못한 것이다. 지속되고 있는 국내 수요 부진도 한 가지 이유가 될 수가 있지만 가장 큰 이유 중 하나는 중국 내수 철강제품 가격이 1Q의 상승세를 이어가지 못하고 2Q에 하락국면으로 접어들었기 때문이다. 당사는 산업자료(7/2일 발간)에서 밝힌 바와 같이 하반기 중국 철강제품 가격이 다시 한번 상승세를 나타낼 수 있을 것으로 추정한다. 이는 POSCO 등 국내 철강업체들이 이 하반기 국내 및 해외 수요가들에게 제품가격을 올릴 수 있는 계기가 될 것으로 판단한다.

투자의견 BUY, 목표주가 360,000원 유지

1Q는 중국 철강제품 가격 상승에도 불구하고 미·중 무역분쟁 등 매크로 환경이 악화되며 주가에 부정적 영향을 미쳤으며, 2Q는 중국 철강제품 가격 하락이 주가에 부담을 주었다. 하반기는 미·중 무역분쟁에 대한 우려가 상반기 대비 완화될 수 있으며, 중국 철강제품 가격 역시 상승하여 스프레드가 확대될 수 있다고 판단하다. 또한, 6월 발표된 미국의 한국산 열연강판 1차 연례재심 최종에서 상계관세가 큰 폭으로 하락한 것 역시 하반기 전망을 밝게 볼 수 있는 이유이다.

Quarterly earning Forecasts

	2Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비	(억원, %)
매출액	163,940	1.9	2.4	162,890	0.6	
영업이익	11,128	-11.1	-7.5	11,210	-0.7	
세전계속사업이익	10,048	8.1	-12.4	9,471	6.1	
지배순이익	7,154	31.3	-3.5	6,633	7.8	
영업이익률 (%)	6.8	-1.0 %pt	-0.7 %pt	6.9	-0.1 %pt	
지배순이익률 (%)	4.4	+1.0 %pt	-0.2 %pt	4.1	+0.3 %pt	

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	606,551	649,778	660,494	685,466
영업이익	46,218	55,426	46,423	53,478
지배순이익	27,901	16,906	30,050	36,250
PER	9.4	16.5	7.1	5.9
PBR	0.5	0.6	0.4	0.4
EV/EBITDA	5.2	4.6	4.1	3.5
ROE	6.5	3.9	6.7	7.6

자료: 유안타증권

[표-1] POSCO 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

	2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	QoQ	YoY	3Q19E	4Q19E	
매출액	30,659	31,351	32,356	7,761	7,705	7,906	7,288	7,816	7,743	-0.9%	0.5%	7,860	7,932	
	탄소강	24,615	25,505	26,522	6,239	6,156	6,324	5,896	6,336	6,274	-1.0%	1.9%	6,407	6,488
	기타	6,044	5,846	5,834	1,521	1,549	1,581	1,392	1,480	1,469	-0.8%	-5.2%	1,453	1,444
판매량	35,589	36,204	36,424	9,294	8,959	8,983	8,353	9,283	8,966	-3.4%	0.1%	8,971	8,984	
	탄소강	33,588	34,219	34,450	8,784	8,432	8,465	7,907	8,776	8,467	-3.5%	0.4%	8,478	8,498
	기타	2,001	1,985	1,974	510	528	518	446	507	500	-1.5%	-5.3%	493	486
탄소강 ASP(A)	733	745	770	710	730	747	746	722	741	2.6%	1.5%	756	763	
	변동폭	42	12	25	6	20	17	-1	-24	19	-	-	15	8
① 원재료 투입가격(B)	237	275	283	239	240	231	238	252	274	8.6%	14.0%	288	288	
	변동폭	-17	38	8	6	1	-9	7	14	22	-	-	15	0
추정 스프레드(A-B)	496	470	487	471	490	516	508	470	467	-0.5%	-4.6%	467	475	
	변동폭	59	-26	17	1	19	26	-8	-38	-2	-	-	0	8
영업이익	3,809	3,004	3,442	1,016	822	1,095	877	832	718	-13.7%	-12.6%	690	764	
이익률	12.4%	9.6%	10.6%	13.1%	10.7%	13.8%	12.0%	10.7%	9.3%	-1.4%p	-1.4%p	8.8%	9.6%	

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	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E
원/달러 환율 (평균)	1,072	1,080	1,121	1,128	1,126	1,167	1,160	1,160
철광석 구매	62	62	58	60	70	81	89	88
(달러/톤, FOB) 분광 ¹⁾ Index ¹⁾	57	67	60	56	63	70	87	91
	당분기	67	57	57	77	93	90	85
원료탄 구매 (복합)	177	153	150	163	158	156	143	143
(달러/톤, FOB) 강점탄	233	193	189	217	208	206	190	190
	Index ¹⁾	237	196	189	212	211	208	190
	당분기	228	190	189	221	206	203	190
쇳물 1톤 생산기준, 원재료 추정 구매액	232	214	206	217	230	247	249	248
(달러/톤) 철광석 1.6톤 원료탄 0.75톤	99	99	94	95	112	130	142	141
	133	114	113	122	118	117	107	107
쇳물 1톤 생산기준, 원재료 추정 투입액 ²⁾	239	240	231	238	252	274	288	288
(천원/톤) 전분기대비 증감	6	1	-9	7	14	22	15	0
	철광석 1.6톤	105	107	106	106	117	139	158
	전분기대비 증감	-6	2	-1	0	10	22	19
	원료탄 0.75톤	134	133	125	132	135	135	124
전분기대비 증감	12	-1	-8	7	4	-1	-5	-6

자료: 유안타증권 리서치센터

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

주 2) 전분기 구매분 50%, 당분기 구매분 50% 사용 가정

[표-3] POSCO 연결기준

(단위: 십억원)

	2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	QoQ	YoY	3Q19E	4Q19E
매출액	64,978	66,049	68,547	15,862	16,083	16,411	16,621	16,014	16,394	2.4%	1.9%	16,662	16,980
철강	50,421	51,196	52,974	12,508	12,724	12,992	12,197	12,556	12,724	1.3%	0.0%	12,900	13,015
(본사)	30,659	31,351	32,356	7,761	7,705	7,906	7,288	7,816	7,743	-0.9%	0.5%	7,860	7,932
(본사 외)	19,762	19,845	20,619	4,747	5,019	5,086	4,909	4,740	4,981	5.1%	-0.7%	5,041	5,083
무역	38,319	38,166	38,966	9,322	9,507	10,021	9,469	9,371	9,617	2.6%	1.2%	9,623	9,555
E&C	7,321	7,481	7,631	1,592	1,825	1,886	2,018	1,638	1,861	13.6%	2.0%	1,924	2,058
기타	6,198	6,660	7,968	1,429	1,420	1,466	1,883	1,529	1,598	4.5%	12.6%	1,709	1,823
(연결조정)	37,281	37,453	38,992	8,989	9,391	9,955	8,946	9,081	9,406	-	-	9,495	9,472
영업이익	5,543	4,642	5,348	1,488	1,252	1,531	1,272	1,203	1,113	-7.5%	-11.1%	1,098	1,229
이익률	8.5%	7.0%	7.8%	9.4%	7.8%	9.3%	7.6%	7.5%	6.8%	-0.7%p	-1.0%p	6.6%	7.2%
철강	4,513	3,468	4,112	1,184	1,024	1,295	1,010	893	843	-5.6%	-17.7%	790	942
이익률	8.9%	6.8%	7.8%	9.5%	8.0%	10.0%	8.3%	7.1%	6.6%	-0.5%p	-1.4%p	6.1%	7.2%
(본사)	3,809	3,004	3,442	1,016	822	1,095	877	832	718	-13.7%	-12.6%	690	764
(이익률)	12.4%	9.6%	10.6%	13.1%	10.7%	13.8%	12.0%	10.7%	9.3%	-1.4%p	-1.4%p	8.8%	9.6%
(본사 외)	703	464	670	168	201	200	134	61	125	105.1%	-38.2%	101	178
(이익률)	3.6%	2.3%	3.3%	3.5%	4.0%	3.9%	2.7%	1.3%	2.5%	1.2%p	-1.5%p	2.0%	3.5%
무역	491	613	571	160	140	88	103	180	151	-16.3%	7.6%	141	141
이익률	1.3%	1.6%	1.5%	1.7%	1.5%	0.9%	1.1%	1.9%	1.6%	-0.4%p	0.1%p	1.5%	1.5%
E&C	326	298	362	84	86	99	57	25	84	233.6%	-2.6%	96	93
이익률	4.5%	4.0%	4.7%	5.3%	4.7%	5.3%	2.8%	1.5%	4.5%	3.0%p	-0.2%p	5.0%	4.5%
기타	323	383	470	109	67	100	46	109	80	-26.4%	18.6%	109	86
이익률	5.2%	5.8%	5.9%	7.6%	4.7%	6.8%	2.4%	7.1%	5.0%	-2.1%p	0.3%p	6.4%	4.7%
(연결조정)	110	120	167	49	65	51	-56	4	44	-	-	39	33
세전이익	3,563	4,301	5,065	1,483	929	1,446	-296	1,147	1,005	-12.4%	8.1%	1,004	1,145
이익률	5.5%	6.5%	7.4%	9.3%	5.8%	8.8%	-1.8%	7.2%	6.1%	-1.0%p	0.4%p	6.0%	6.7%
지배순이익	1,691	3,005	3,625	994	545	1,020	-867	741	715	-3.5%	31.3%	722	827
이익률	2.6%	4.5%	5.3%	6.3%	3.4%	6.2%	-5.2%	4.6%	4.4%	-0.3%p	1.0%p	4.3%	4.9%

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)



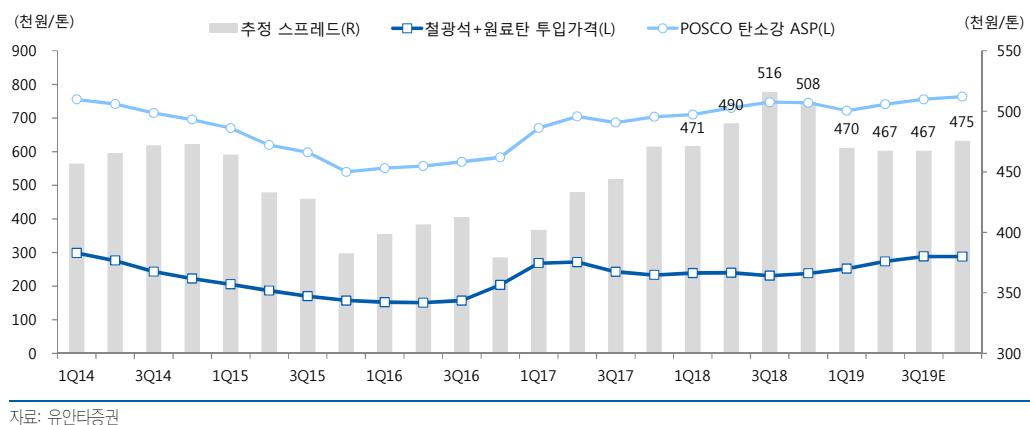
자료: Platts, 주: 주요 원재료(철광석 1.6 톤+원료탄 0.75 톤 가정)

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



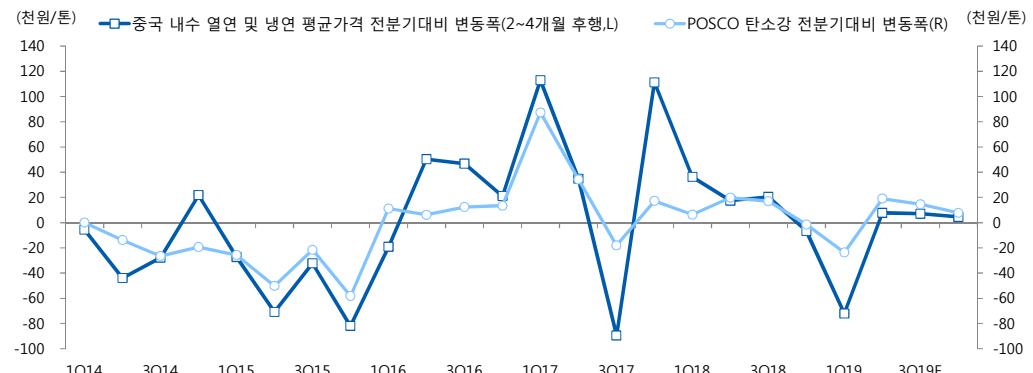
자료: Platts, 유안타증권

[그림-4] POSCO 탄소강 추정 스프레드



자료: 유안타증권

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



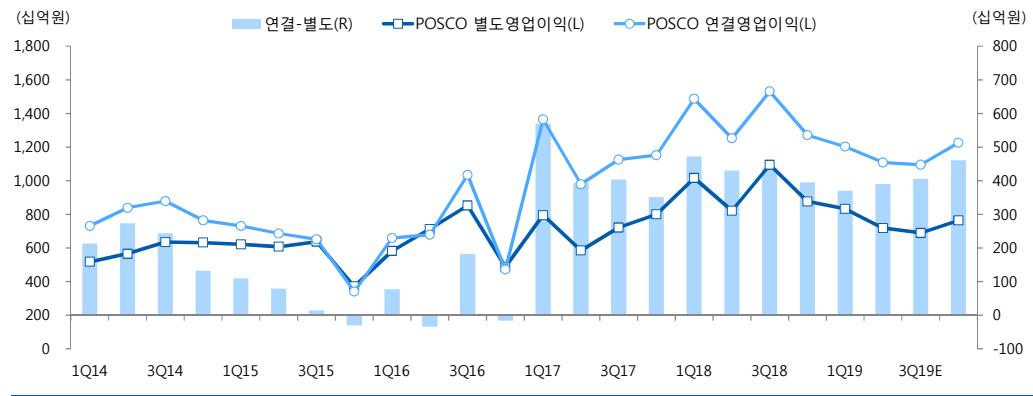
자료: Platts, 유안타증권

[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)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	606,551	649,778	660,494	685,466	701,512
매출원가	522,992	570,054	588,892	605,857	619,786
매출총이익	83,559	79,724	71,602	79,609	81,726
판관비	37,341	24,298	25,179	26,130	26,742
영업이익	46,218	55,426	46,423	53,478	54,984
EBITDA	79,193	88,102	81,092	88,728	90,209
영업외손익	-4,421	-19,798	-3,416	-2,824	-1,855
외환관련손익	1,701	-2,041	-66	0	0
이자손익	-4,407	-4,040	-4,164	-3,447	-2,478
관계기업관련손익	105	1,126	669	0	0
기타	-1,821	-14,843	146	624	624
법인세비용차감전순손익	41,797	35,628	43,008	50,655	53,129
법인세비용	12,062	16,708	12,200	13,677	14,345
계속사업순손익	29,735	18,921	30,807	36,978	38,784
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	29,735	18,921	30,807	36,978	38,784
지배지분순이익	27,901	16,906	30,050	36,250	38,021
포괄순이익	24,123	14,635	32,355	36,978	38,784
지배지분포괄이익	22,183	12,715	31,793	36,413	38,191

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	311,274	336,510	355,693	366,076	377,658
현금및현금성자산	26,125	26,439	30,683	35,411	41,911
매출채권 및 기타채권	99,584	103,740	112,065	115,146	117,426
재고자산	99,510	114,999	117,118	119,691	122,493
비유동자산	478,975	445,973	454,592	459,342	464,117
유형자산	318,835	300,183	311,653	319,861	327,742
관계기업등 지분관련자산	35,579	36,500	37,810	37,810	37,810
기타투자자산	25,738	22,013	5,977	5,977	5,977
자산총계	790,250	782,483	810,285	825,418	841,774
유동부채	189,460	189,380	179,311	164,046	150,393
매입채무 및 기타채무	62,447	66,592	70,756	71,491	77,838
단기차입금	81,748	74,878	58,364	42,364	22,364
유동성장기부채	30,997	28,018	24,571	24,571	24,571
비유동부채	126,149	125,507	135,501	135,501	135,501
장기차입금	48,027	44,687	45,928	45,928	45,928
사채	49,864	54,510	58,454	58,454	58,454
부채총계	315,610	314,887	314,811	299,546	285,893
지배지분	437,329	433,713	460,001	488,239	518,248
자본금	4,824	4,824	4,824	4,824	4,824
자본잉여금	14,126	14,106	14,451	14,451	14,451
이익잉여금	430,566	442,160	463,500	491,738	521,747
비지배지분	37,311	33,883	35,473	37,633	37,633
자본총계	474,640	467,596	495,474	525,872	555,881
순차입금	109,664	93,388	76,583	55,854	29,354
총차입금	212,530	203,580	193,583	177,583	157,583

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	56,073	58,697	77,754	89,775	97,742
당기순이익	29,735	18,921	30,807	36,978	38,784
감가상각비	28,876	29,110	30,855	31,792	32,119
외환손익	0	0	250	0	0
증속,관계기업관련손익	-105	-1,126	-669	0	0
자산부채의 증감	-19,263	-20,525	-15,262	-11,248	-5,062
기타현금흐름	16,830	32,318	31,772	32,252	31,901
투자활동 현금흐름	-38,179	-26,480	-30,138	-31,100	-31,100
투자자산	9,552	-588	-2,156	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-22,876	-21,355	-34,584	-40,000	-40,000
유형자산 감소	392	904	159	0	0
기타현금흐름	-25,247	-5,441	6,444	8,900	8,900
재무활동 현금흐름	-15,655	-31,950	-32,313	-27,861	-31,861
단기차입금	5,581	-8,546	-15,897	-16,000	-20,000
사채 및 장기차입금	-14,100	-3,739	-2,532	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-8,634	-7,239	-7,644	-5,246	-5,246
기타현금흐름	1,499	-12,427	-6,241	-6,614	-6,614
연결범위변동 등 기타	-590	46	-11,059	-26,085	-28,280
현금의 증감	1,649	313	4,244	4,728	6,500
기초 현금	24,476	26,125	26,439	30,683	35,411
기말 현금	26,125	26,439	30,683	35,411	41,911
NOPLAT	46,218	55,426	46,423	53,478	54,984
FCF	23,716	20,230	18,077	23,041	30,301

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

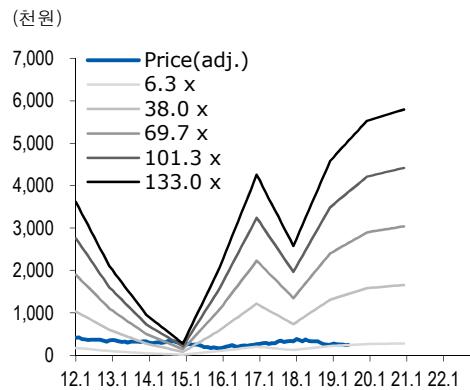
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

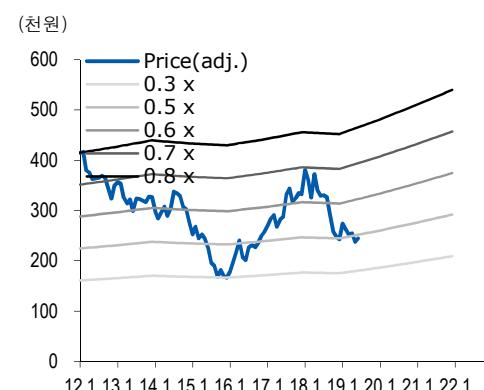
Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	32,001	19,391	34,467	41,577	43,609
BPS	546,664	542,133	574,171	609,418	646,876
EBITDAPS	90,831	101,050	93,010	101,768	103,466
SPS	695,691	745,271	757,561	786,203	804,607
DPS	8,000	10,000	10,000	10,000	10,000
PER	9.4	16.5	7.1	5.9	5.6
PBR	0.5	0.6	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	5.2	4.6	4.1	3.5	3.2
PSR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3

재무비율					
	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	14.3	7.1	1.6	3.8	2.3
영업이익 증가율 (%)	62.5	19.9	-16.2	15.2	2.8
지배순이익 증가율 (%)	104.7	-39.4	77.7	20.6	4.9
매출총이익률 (%)	13.8	12.3	10.8	11.6	11.7
영업이익률 (%)	7.6	8.5	7.0	7.8	7.8
지배순이익률 (%)	4.6	2.6	4.5	5.3	5.4
EBITDA 마진 (%)	13.1	13.6	12.3	12.9	12.9
ROIC	6.3	5.9	6.7	7.7	7.8
ROA	3.5	2.1	3.8	4.4	4.6
ROE	6.5	3.9	6.7	7.6	7.6
부채비율 (%)	66.5	67.3	63.5	57.0	51.4
순차입금/자기자본 (%)	25.1	21.5	16.6	11.4	5.7
영업이익/금융비용 (배)	7.1	7.5	6.1	7.7	8.9

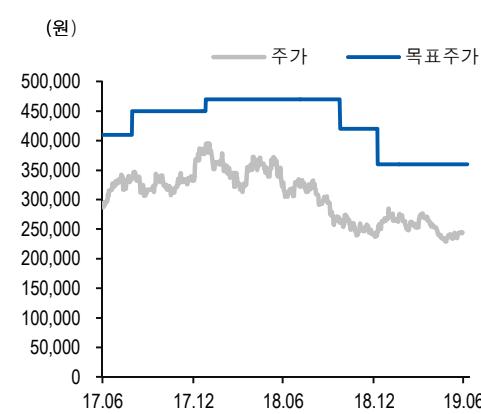
P/E band chart



P/B band chart



POSCO (005490) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를 평균주가 대비	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-07-02	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

자료: 유안타증권

주: 괴리를 $= (\text{실제주가} - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.5
Buy(매수)	87.4
Hold(중립)	12.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-06-29

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 입력이나 간접 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 기준 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 투자 의사결정은 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.