



BUY(Maintain)

목표주가: 290,000원

주가(10/24): 223,000원

시가총액: 194,427억원



철강/유틸리티

Analyst 이종형

02) 3787-5023

leejh@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (10/24)		2,085.66pt
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	285,000 원	203,500원
등락률	-21.8%	9.6%
수익률	절대	상대
1W	-4.1%	-3.4%
1M	-13.7%	-9.0%
1Y	-16.2%	-15.7%

Company Data

발행주식수	87,187 천주
일평균 거래량(3M)	223천주
외국인 지분율	52.5%
배당수익률(19E)	4.5%
BPS(19E)	513,169원
주요 주주	국민연금 11.7%

투자지표

(십억원, IFRS **)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	60,655	64,978	65,030	64,674
영업이익	4,622	5,543	4,150	3,926
EBITDA	7,919	8,810	7,250	6,990
세전이익	4,180	3,563	3,751	3,527
순이익	2,973	1,892	2,513	2,469
지배주주지분순이익	2,790	1,691	2,292	2,251
EPS(원)	32,001	19,391	26,288	25,821
증감률(%YoY)	104.7	-39.4	35.6	-1.8
PER(배)	10.4	12.5	8.5	8.6
PBR(배)	0.66	0.49	0.44	0.43
EV/EBITDA(배)	5.5	3.9	6.9	7.0
영업이익률(%)	7.6	8.5	6.4	6.1
ROE(%)	6.5	3.9	5.2	5.0
순부채비율(%)	23.4	20.2	56.6	52.0

Price Trend



✓ 3Q19 실적리뷰

POSCO (005490)

실적은 양호, 필요한건 철강가격 반등



3분기 영업이익은 1.04조원으로 예상보다 견조했습니다. 부진한 업황에도 예상보다 양호했던 본사 판매량과 원가절감 노력이 수익성 방어에 기여했던 것으로 추정합니다. 4분기 실적은 3분기보다 부진이 예상되어 단기적인 주가상승 모멘텀은 아쉽지만 valuation 매력이 높은 만큼 기다리고 있는 중국의 경기부양 시그널이 강화될 경우 철강/비철가격 반등과 함께 주가도 상승반전 할 것으로 판단합니다.

>>> 3Q19 영업이익은 철강업황 부진에도 예상치 상회해 선방

영업이익은 연결 1.04조원(-3%QoQ, -32%YoY)으로 키움증권 추정치와 컨센서스 0.99조원을 5% 상회했다. 별도 영업이익이 0.66조원(-9%QoQ, -40%YoY)으로 키움증권 추정치 0.62조원을 상회했는데 탄소강 마진이 2Q19 대비 약 2만원 하락했음에도 제품 판매량이 895만톤(+2%QoQ, -0%YoY)으로 예상보다 양호했고, 전사적 원가절감 노력이 수익성 방어에 기여했던 것으로 추정된다. 연결 영업이익 중 별도를 제외한 자회사 합계는 0.38조원으로 키움증권 추정치 0.37조원에 부합했다. 포스코인터, 포스코건설, 포스코에너지 등 비철강 자회사들 실적은 예상대로 대부분 양호했다. 순이익은 0.50조원 (-27%QoQ, -53%YoY)으로 당사 예상치 0.63조원, 컨센서스 0.68조원보다 부진했는데 유효법인세율이 41.8%로 일시적으로 상승했기 때문이다.

>>> 4Q19까지 본사 마진 축소, 1Q20부터 안정 기대

중국 철강가격 하락으로 4Q19 본사 탄소강 ASP는 3Q19대비 1~2만원 하락이 예상되지만 투입원가는 3Q19와 유사해 4Q19 마진은 QoQ 축소가 예상된다. 단, 저가원료가 본격적으로 반영되는 1Q20부터는 마진축소가 진정될 것으로 판단한다. 4Q19 연결 영업이익은 0.84조원(-19%QoQ, -34%YoY)으로 전망하며 3Q19 잠정실적과 최근 업황을 반영해 2019E 및 2020E 지배주주 EPS 전망치를 기준보다 각각 -8%, -13% 하향조정한다. 실적전망치 하향에 따라 목표주가를 기존 34만원(12mf PBR 0.6X)에서 29만원(12mf PBR 0.55X)으로 하향한다. 12mf PBR 0.55X는 2015년말 이후 밴드 중단값이다.

>>> 철강가격 및 주가 상승을 위해서는 중국 경기모멘텀 필요

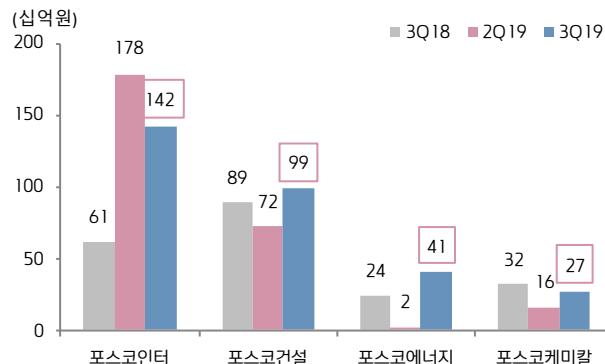
POSCO의 주가는 중국 철강가격에 후행적인 실적보다 철강/비철가격과 동행함을 주목해야 한다. 미-중 무역전쟁 및 중국 경기둔화 우려로 작년 하반기부터 하락반전한 철강/비철가격은 10월초 미-중 무역협상이후 무역전쟁 우려가 일부 완화되고 9월 중국 경기지표가 예상수준에 부합하면서 최근 하락세가 진정되고 있다. 기다리고 있는 중국의 경기부양 시그널이 강화될 경우 철강/비철가격 상승과 함께 향후 POSCO 주가도 동반 상승을 예상한다. 단기적인 주가상승 모멘텀은 부진하지만 현 주가는 12mf PBR 0.4X 수준으로 PBR 밴드 저점에 근접했고 4%대 배당수익률을 감안해 투자의견 Buy를 유지한다.

POSCO 3Q19 잠정실적

(단위: 십억원)	3Q19P	키움 추정	%차이	컨센서스	%차이	2Q19	%QoQ	3Q18	%YoY
매출액	15,988	16,646	-4.0	16,463	-2.9	16,321	-2.0	16,411	-2.6
별도	7,736	7,667	0.9	7,689	0.6	7,476	3.5	7,906	-2.1
별도 외	8,252	8,979	-8.1	8,774	-5.9	8,845	-6.7	8,505	-3.0
영업이익	1,040	987	5.4	987	5.3	1,069	-2.7	1,531	-32.1
별도	663	620	6.8	672	-1.3	724	-8.5	1,095	-39.5
별도 외	377	367	2.9	316	19.5	344	9.6	436	-13.5
영업이익률	6.5	5.9		6.0		6.5		9.3	
별도	8.6	8.1		8.7		9.7		13.8	
별도 외	4.6	4.1		3.6		3.9		5.1	
세전이익	853	855	-0.2	843	1.2	970	-12.1	1,446	-41.0
순이익	497	589	-15.7	628	-20.9	681	-27.1	1,058	-53.0
지배순이익	431	546	-21.1	562	-23.3	612	-29.6	1,020	-57.7
본사 판매량(천톤)	8,952	8,882				8,746	2.4	8,983	-0.3
본사 탄소강 ASP(천원)	735	745				735	0.0	747	-1.6

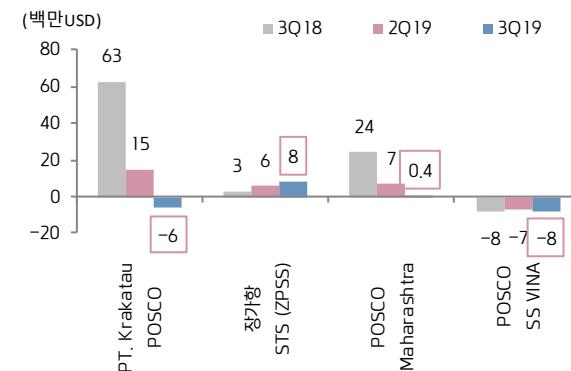
자료: POSCO, 키움증권

국내 자회사 (별도)영업이익 추이



자료: POSCO, 키움증권

해외 자회사 (별도)영업이익 추이



자료: POSCO, 키움증권

POSCO 분기실적 추이

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19E
매출액	15,862	16,083	16,411	16,621	16,014	16,321	15,988	16,706
별도	7,761	7,705	7,906	7,288	7,816	7,476	7,736	7,650
별도 외	8,101	8,378	8,505	9,333	8,198	8,845	8,252	9,056
영업이익	1,488	1,252	1,531	1,272	1,203	1,069	1,040	839
별도	1,016	822	1,095	877	832	724	663	523
별도 외	472	430	436	395	370	344	377	316
영업이익률	9.4	7.8	9.3	7.6	7.5	6.5	6.5	5.0
별도	13.1	10.7	13.8	12.0	10.7	9.7	8.6	6.8
별도 외	5.8	5.1	5.1	4.2	4.5	3.9	4.6	3.5
세전이익	1,483	929	1,446	-296	1,147	970	853	780
순이익	1,084	580	1,058	-829	778	681	497	557
지배순이익	994	545	1,020	-867	741	612	431	508
본사 판매량	9,294	8,959	8,983	8,353	9,283	8,746	8,952	8,943
본사 탄소강 ASP	710	730	747	746	722	735	735	720

자료: POSCO, 키움증권

POSCO 연간실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	58,192	53,084	60,655	64,978	65,030	64,674	65,200
별도	25,607	24,325	28,554	30,659	30,678	30,323	30,848
별도 외	32,585	28,759	32,101	34,318	34,351	34,351	34,351
영업이익	2,410	2,844	4,622	5,543	4,150	3,926	4,367
별도	2,238	2,635	2,902	3,809	2,742	2,556	2,927
별도 외	172	209	1,719	1,733	1,408	1,371	1,439
영업이익률	4.1	5.4	7.6	8.5	6.4	6.1	6.7
별도	8.7	10.8	10.2	12.4	8.9	8.4	9.5
별도 외	0.5	0.7	5.4	5.1	4.1	4.0	4.2
세전이익	181	1,433	4,180	3,563	3,751	3,527	3,970
순이익	-96	1,048	2,973	1,892	2,513	2,469	2,779
지배순이익	181	1,363	2,790	1,691	2,292	2,251	2,534
지배주주 EPS(원)	2,072	15,637	32,001	19,391	26,288	25,821	29,066
지배주주 BPS(원)	472,954	486,007	501,600	497,452	509,701	521,483	536,510
지배주주 ROE(%)	0.4	3.3	6.5	3.9	5.2	5.0	5.5

자료: POSCO, 키움증권

POSCO 실적전망 변경

(단위: 십억원)	변경전		변경후		%차이	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	66,763	69,909	65,030	64,674	-2.6	-7.5
별도	30,888	32,405	30,678	30,323	-0.7	-6.4
별도 외	35,876	37,504	34,351	34,351	-4.2	-8.4
영업이익	4,250	4,442	4,150	3,926	-2.4	-11.6
별도	2,806	2,925	2,742	2,556	-2.3	-12.6
별도 외	1,445	1,517	1,408	1,371	-2.5	-9.6
영업이익률	6.4	6.4	6.4	6.1		
별도	9.1	9.0	8.9	8.4		
별도 외	4.0	4.0	4.1	4.0		
세전이익	3,900	3,987	3,751	3,527	-3.8	-11.5
순이익	2,689	2,791	2,513	2,469	-6.5	-11.5
지배순이익	2,493	2,588	2,292	2,251	-8.1	-13.0
지배주주 EPS(원)	28,596	29,681	26,288	25,821	-8.1	-13.0
지배주주 BPS(원)	511,944	527,521	509,701	521,483	-0.4	-1.1
지배주주 ROE(%)	5.7	5.7	5.2	5.0		

자료: POSCO, 키움증권

중국 열연가격과 POSCO 주가



자료: Bloomberg, 키움증권

비철가격과 POSCO 주가



자료: Bloomberg, 키움증권

철광석, 강점탄 가격



자료: Bloomberg, 키움증권

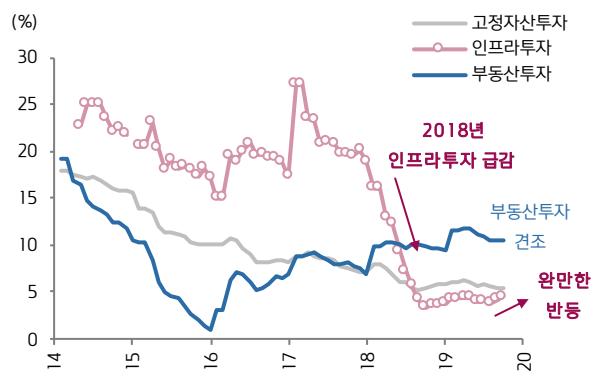
중국 spot 열연마진



주: 재료비는 철광석 1.6톤, 강점탄 0.75톤 가정

자료: Bloomberg, 키움증권

중국 고정자산/부동산/인프라투자



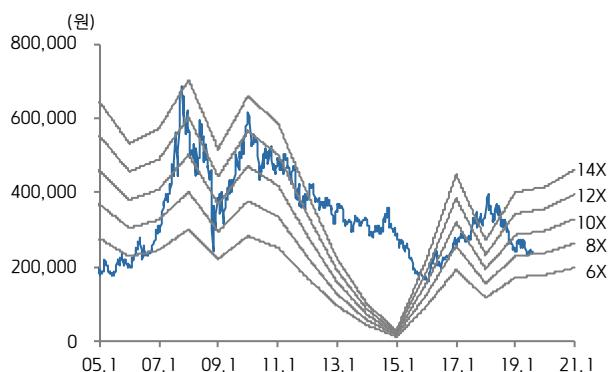
자료: Bloomberg, 키움증권

중국 유동성(M1) 증가율과 열연가격

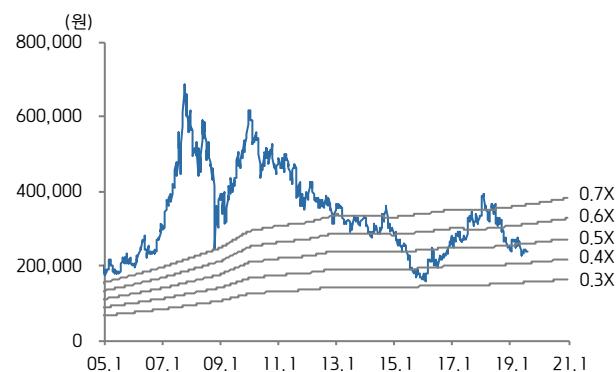


자료: Bloomberg, 키움증권

POSCO 12mf PER 밴드



POSCO 12mf PBR 밴드



POSCO 기관수급 동향



POSCO 외국인수급 동향



포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	60,655	64,978	65,030	64,674	65,200
매출원가	52,299	57,005	58,592	58,473	58,539
매출총이익	8,356	7,972	6,438	6,202	6,661
판관비	3,734	2,430	2,288	2,276	2,295
영업이익	4,622	5,543	4,150	3,926	4,367
EBITDA	7,919	8,810	7,250	6,990	7,397
영업외손익	-442.1	-1,979.8	-398.9	-399.5	-396.8
이자수익	212	337	332	340	342
이자비용	653	741	741	741	741
외환관련이익	1,350	929	537	0	0
외환관련손실	1,180	1,133	578	0	0
증속 및 관계기업손익	11	113	293	243	243
기타	-182	-1,485	-242	-242	-241
법인세차감전이익	4,180	3,563	3,751	3,527	3,970
법인세비용	1,206	1,671	1,238	1,058	1,191
계속사업순손익	2,973	1,892	2,513	2,469	2,779
당기순이익	2,973	1,892	2,513	2,469	2,779
지배주주순이익	2,790	1,691	2,292	2,251	2,534
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	14.3	7.1	0.1	-0.5	0.8
영업이익 증감율	62.5	19.9	-25.1	-5.4	11.2
EBITDA 증감율	30.7	11.2	-17.7	-3.6	5.8
지배주주순이익 증감율	104.7	-39.4	35.5	-1.8	12.6
EPS 증감율	104.7	-39.4	35.6	-1.8	12.6
매출총이익율(%)	13.8	12.3	9.9	9.6	10.2
영업이익률(%)	7.6	8.5	6.4	6.1	6.7
EBITDA Margin(%)	13.1	13.6	11.1	10.8	11.3
지배주주순이익률(%)	4.6	2.6	3.5	3.5	3.9

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	5,607	5,870	9,074	8,164	8,213
당기순이익	2,973	1,892	2,513	2,469	2,779
비현금항목의 가감	5,632	7,344	7,013	6,839	6,936
유형자산감가상각비	2,888	2,911	2,787	2,775	2,764
무형자산감가상각비	410	357	313	289	267
지분법평가손익	-112	-163	-293	-243	-243
기타	2,446	4,239	4,206	4,018	4,148
영업활동자산부채증감	-1,926	-2,053	971	92	-136
매출채권및기타채권의감소	50	-41	200	56	-82
재고자산의감소	-1,057	-1,573	766	59	-87
매입채무및기타채무의증가	-608	380	3	-22	32
기타	-311	-819	2	-1	1
기타현금흐름	-1,072	-1,313	-1,423	-1,236	-1,366
투자활동 현금흐름	-3,818	-2,648	-1,747	-2,674	-2,674
유형자산의 취득	-2,288	-2,136	-2,673	-2,673	-2,673
유형자산의 처분	39	90	0	0	0
무형자산의 순취득	-315	-370	0	0	0
투자자산의감소(증가)	994	393	968	41	41
단기금융자산의감소(증가)	-2,017	-701	0	0	0
기타	-231.0	76.0	-42.0	-42.0	-42.0
재무활동 현금흐름	-1,566	-3,195	-2,043	-2,038	-2,038
차입금의 증가(감소)	-852	-1,228	0	0	0
자본금, 자본잉여금의 증감	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-863	-724	-800	-795	-795
기타	149	-1,243	-1,243	-1,243	-1,243
기타현금흐름	-59	5	-2,851	-1,926	-1,926
현금 및 현금성자산의 순증가	165	31	2,434	1,526	1,575
기초현금 및 현금성자산	2,448	2,613	2,644	5,078	6,604
기말현금 및 현금성자산	2,613	2,644	5,078	6,604	8,178

자료: 키움증권

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산	31,127	33,651	35,119	36,531	38,275
현금 및 현금성자산	2,613	2,644	5,078	6,604	8,178
단기금융자산	7,674	8,375	8,328	8,328	8,328
매출채권 및 기타채권	9,958	10,374	10,174	10,119	10,201
재고자산	9,951	11,500	10,734	10,675	10,762
기타유동자산	8,605	9,133	805.0	805.0	806.0
비유동자산	47,898	44,597	44,422	44,232	44,076
투자자산	6,132	5,851	6,102	6,304	6,505
유형자산	31,884	30,018	29,905	29,804	29,713
무형자산	5,952	5,171	4,857	4,568	4,301
기타비유동자산	3,930	3,557	3,558	3,556	3,557
자산총계	79,025	78,248	79,541	80,763	82,351
유동부채	18,946	18,938	18,941	18,919	18,952
매입채무 및 기타채무	6,245	6,659	6,662	6,641	6,673
단기금융부채	11,434	10,402	20,639.9	20,639.9	20,639.9
기타유동부채	1,267	1,877	-8,361	-8,362	-8,361
비유동부채	12,615	12,551	12,551	12,551	12,551
장기금융부채	9,979	10,068	19,941.6	19,941.6	19,941.6
기타비유동부채	2,636	2,483	-7,391	-7,391	-7,391
부채총계	31,561	31,489	31,492	31,470	31,502
자본지분	43,733	43,371	44,439	45,466	46,777
자본금	482	482	482	482	482
자본잉여금	1,413	1,411	1,411	1,411	1,411
기타자본	-560	-1,354	-1,553	-1,553	-1,553
기타포괄손익누계액	-659	-1,384	-1,812	-2,241	-2,669
이익잉여금	43,057	44,216	45,713	47,168	48,907
비지배지분	3,731	3,388	3,610	3,827	4,072
자본총계	47,464	46,760	48,049	49,293	50,848

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	32,001	19,391	26,288	25,821	29,066
BPS	501,600	497,452	509,701	521,483	536,510
CFPS	98,699	105,931	109,263	106,754	111,425
DPS	8,000	10,000	10,000	10,000	10,000
주가배수(배)					
PER	10.4	12.5	8.5	8.6	7.7
PER(최고)	10.9	20.6	11.0		
PER(최저)	7.5	12.2	7.7		
PBR	0.66	0.49	0.44	0.43	0.42
PBR(최고)	0.70	0.80	0.57		
PBR(최저)	0.48	0.47	0.40		
PSR	0.48	0.33	0.30	0.30	0.30
PCFR	3.4	2.3	2.0	2.1	2.0
EV/EBITDA	5.5	3.9	6.9	7.0	6.4
주요비율(%)					
배당성향(%),보통주,현금)	21.5	42.3	31.7	32.2	28.6
배당수익률(%),보통주,현금)	2.4	4.1	4.5	4.5	4.5
ROA	3.7	2.4	3.2	3.1	3.4
ROE	6.5	3.9	5.2	5.0	5.5
ROIC	6.8	5.4	4.6	4.6	5.2
매출채권회전율	5.8	6.4	6.3	6.4	6.4
재고자산회전율	6.4	6.1	5.8	6.0	6.1
부채비율	66.5	67.3	65.5	63.8	62.0
순차입금비율	23.4	20.2	56.6	52.0	47.3
이자보상배율	7.1	7.5	5.6	5.3	5.9
총차입금	21,413	20,470	40,581	40,581	40,581
순차입금	11,126	9,451	27,176	25,650	24,075
NOPLAT	7,919	8,810	7,250	6,990	7,397
FCF	2,415	1,566	4,178	3,231	3,277

Compliance Notice

- 당사는 10월 24일 현재 'POSCO(003670)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

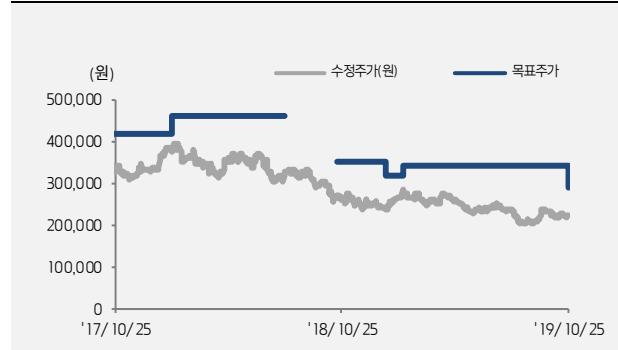
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		
				목표 가격 대상 시점	평균 주가대비	최고 주가대비
POSCO (005490)	2017/10/30	BUY(Maintain)	420,000원	6개월	-23.79	-20.95
	2017/11/20	BUY(Maintain)	420,000원	6개월	-19.35	-7.98
	2018/01/23	BUY(Maintain)	460,000원	6개월	-16.63	-15.87
	2018/01/25	BUY(Maintain)	460,000원	6개월	-24.39	-14.13
담당자변경	2018/10/17	BUY(Re-Initiate)	350,000원	6개월	-23.24	-22.43
	2018/10/23	BUY(Maintain)	350,000원	6개월	-27.16	-21.71
	2019/01/03	BUY(Maintain)	320,000원	6개월	-19.22	-10.94
	2019/01/31	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-22.27	-18.68
	2019/04/25	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-24.38	-18.68
	2019/06/05	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-25.25	-18.68
	2019/07/04	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-25.75	-18.68
	2019/07/24	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-25.97	-18.68
	2019/10/25	BUY(Maintain)	290,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/10/01~2019/09/30)

매수	중립	매도
93.98%	5.42%	0.60%