

철강



이현수
02 3770 5718
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	360,000원 (D)
현재주가 (1/7)	246,000원
상승여력	46%

시가총액	214,480억원
총발행주식수	87,186,835주
60일 평균 거래대금	702억원
60일 평균 거래량	276,109주
52주 고	395,000원
52주 저	237,000원
외인지분율	54.58%
주요주주	국민연금 11.05%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(1.4)	(11.8)	(33.2)
상대	0.5	(1.9)	(18.0)
절대(달려환산)	(1.3)	(10.9)	(36.5)

실적의 저점과 업황의 변화가 같은 시기에

4Q18 Preview: 스프레드 축소와 비용 증가

별도 영업이익 8,350억원(yoy +4%), 연결 영업이익 1조 2,580억원(yoy +9%) 전망

4Q 별도 제품 판매량은 전분기(898만톤) 대비 감소한 858만톤 수준을 나타낼 것으로 예상되며 탄소강 ASP는 전분기대비 0.2만원/톤 하락했을 것으로 전망된다. 4Q 중국의 내수 및 수출 제품가격이 급락함에 따라 동사 역시 판매가격에서 일부 영향을 받았을 것으로 추정된다. 제품 판매량은 내수보다 수출부문이 부진했을 것으로 예상된다. EU의 수입산 철강재 쿼터 영향에 따라 3Q에 집중됐던 수출이 4Q에는 기저효과에 따라 감소했을 것으로 판단되기 때문이다. 주요 원재료 투입원가는 전분기대비 0.7만원/톤 상승했을 것으로 추정된다. 철광석 투입원가는 전분기와 유사했을 것으로 사료되나 원료탄은 당분기와 Index 구매분이 동시에 상승하여 투입원가가 0.7만원/톤 상승했을 것으로 판단된다. 이에 따라 4Q 탄소강 스프레드(ASP-주요 원재료)는 전분기대비 톤당 0.9만원 수준의 축소가 나타날 것으로 전망된다. 판매관리비 역시 계절성에 따라 전분기대비 700억원 가량 상승했을 것으로 추정된다.

1Q19, 전분기에 이어 스프레드 추가 축소 가능성 높아

원재료 투입원가는 소폭 상승, 제품가격 방어 여부에 따라 스프레드 축소 규모 달라져

원재료 투입원가는 1Q19까지 상승할 것으로 전망된다. 반면, 4Q18 급락한 중국 내수 제품가격 영향이 동사의 1Q19 ASP에 본격적으로 영향을 줄 것으로 우려된다. 보수적인 추정 하에 현 수준의 중국 제품가격을 고려할 경우 1Q19 탄소강ASP는 전분기대비 1.9만원/톤 하락하여 스프레드는 약 2.5만원/톤 축소될 것으로 추정된다. 별도 영업이익 7,370억원, 연결 영업이익 1조 2,040억원이 예상된다.

투자 의견 BUY 유지, 목표주가 360,000원으로 하향

2018년은 실적개선에도 불구하고 주가는 미·중 무역분쟁에 따른 중국 내수경기 악화 등의 우려로 하락세를 면치 못했다. 4Q18에는 중국 정부의 정책변화와 철강업체들의 욕심으로 단기간에 제품가격이 급락하는 모습을 보였다. 현 시점에서 축소된 스프레드는 부담이지만 중국 철강수급이 12월 이후 안정되는 모습이며 부정적 매크로 이슈가 해소될 기미가 나타나는 등 긍정적인 요소들이 나타나고 있다. 2019년 별도 및 연결 영업이익이 전년대비 감소할 것으로 전망되지만 이를 반영하더라도 현재 주가(PBR 0.42x)는 우리가 충분히 반영된 수준이라 판단한다. 목표주가는 스프레드 축소에 따른 2019년 추정 영업이익 변경에 따라 360,000원(PBR 0.60x)으로 하향 조정하나 준철 이후 중국 철강 제품가격 상승 가능성을 염두에 둔다면 관심을 가져야 하는 시기가 가까워졌다고 판단한다.

Quarterly earning forecasts

	4Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	161,774	3.7	-1.4	162,417	-0.4
영업이익	12,584	9.2	-17.8	13,213	-4.8
세전계속사업이익	3,964	-53.4	-72.6	9,085	-56.4
지배순이익	2,759	-50.5	-72.9	6,878	-59.9
영업이익률 (%)	7.8	+0.4 %pt	-1.5 %pt	8.1	-0.3 %pt
지배순이익률 (%)	1.7	-1.9 %pt	-4.5 %pt	4.2	-2.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액		530,835	606,551	645,337	661,717
영업이익		28,443	46,218	55,295	50,475
지배순이익		13,633	27,901	28,340	31,625
PER		14.1	9.4	7.6	6.8
PBR		0.4	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA		6.2	5.2	3.9	4.1
ROE		3.3	6.5	6.4	6.9

자료: 유안타증권

[표-1] POSCO 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

	2017	2018E	2019E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	QoQ	YoY	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	28,554	30,847	31,057	7,761	7,705	7,906	7,476	-5.4%	5.3%	7,676	7,664	7,781	7,937
탄소강	22,614	24,756	25,173	6,239	6,156	6,324	6,037	-4.5%	6.1%	6,199	6,187	6,310	6,477
기타	5,939	6,090	5,884	1,521	1,549	1,581	1,439	-9.0%	2.1%	1,477	1,477	1,471	1,459
판매량	34,709	35,813	35,949	9,294	8,959	8,983	8,578	-4.5%	0.2%	9,035	8,970	8,973	8,971
탄소강	32,712	33,778	33,927	8,784	8,432	8,465	8,097	-4.3%	0.2%	8,526	8,462	8,469	8,470
기타	1,997	2,036	2,022	510	528	518	480	-7.2%	-0.8%	509	509	504	500
탄소강 ASP(A)	691	733	742	710	730	747	746	-0.2%	5.9%	727	731	745	765
변동폭	126	42	9	6	20	17	-2	-	-	727	4	14	20
¹⁾ 원재료 투입가격(B)	254	237	246	239	240	231	238	3.1%	2.1%	245	245	246	246
변동폭	88	-17	9	6	1	-9	7	-	-	245	0	1	0
추정 스프레드(A-B)	437	496	496	471	490	516	507	-1.7%	7.8%	482	486	499	518
변동폭	38	59	0	1	19	26	-9	-	-	482	4	13	19
영업이익	2,902	3,768	3,216	1,016	822	1,095	835	-23.7%	4.3%	737	774	840	866
이익률	10.2%	12.2%	10.4%	13.1%	10.7%	13.8%	11.2%	-2.7%p	-0.1%p	9.6%	10.1%	10.8%	10.9%

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

[표-2] POSCO 별도기준, 주요 원재료 추정 투입액 추이

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	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 (달러/톤, FOB)	62	62	58	60	64	65	65	65
분광 Index ¹⁾	57	67	60	56	63	64	65	65
당분기	67	57	57	63	65	65	65	65
원료탄 구매 (복합) (달러/톤, FOB)	177	153	150	163	152	152	152	152
강점탄 Index ¹⁾	233	193	189	217	200	200	200	200
당분기	237	196	189	212	200	200	200	200
당분기	228	190	189	221	200	200	200	200
숫물 1톤 생산기준, 원재료 추정 구매액 (달러/톤)	232	214	206	218	217	218	218	218
철광석 1.6톤	99	99	94	95	102	103	104	104
원료탄 0.75톤	133	114	113	122	114	114	114	114
숫물 1톤 생산기준, 원재료 추정 투입액 ²⁾ (천원/톤)	239	240	231	238	245	245	246	246
전분기대비 증감	6	1	-9	7	7	0	1	0
철광석 1.6톤	105	107	106	106	112	116	117	118
전분기대비 증감	-6	2	-1	0	5	5	1	0
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	2018E	2019E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	QoQ	YoY	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	60,655	64,534	66,172	15,862	16,083	16,411	16,177	-1.4%	3.7%	16,070	16,379	16,765	16,957
철강	47,611	50,508	50,970	12,508	12,724	12,992	12,285	-5.4%	3.8%	12,567	12,599	12,775	13,029
(본사)	28,554	30,847	31,057	7,761	7,705	7,906	7,476	-5.4%	5.3%	7,676	7,664	7,781	7,937
(본사 외)	19,058	19,662	19,913	4,747	5,019	5,086	4,809	-5.5%	1.5%	4,892	4,934	4,995	5,092
무역	34,878	38,407	40,339	9,322	9,507	10,021	9,557	-4.6%	12.0%	9,785	10,036	10,341	10,178
E&C	7,286	7,260	7,405	1,592	1,825	1,886	1,957	3.7%	2.0%	1,624	1,861	1,924	1,996
기타	5,285	5,861	6,182	1,429	1,420	1,466	1,545	5.4%	9.6%	1,548	1,497	1,566	1,571
(연결조정)	34,405	37,502	38,725	8,989	9,391	9,955	9,166	-	-	9,453	9,613	9,842	9,816
영업이익	4,622	5,530	5,048	1,488	1,252	1,531	1,258	-17.8%	9.2%	1,204	1,212	1,303	1,329
이익률	7.6%	8.6%	7.6%	9.4%	7.8%	9.3%	7.8%	-1.6%p	0.4%p	7.5%	7.4%	7.8%	7.8%
철강	3,605	4,529	3,953	1,184	1,024	1,295	1,027	-20.6%	7.6%	913	962	1,020	1,059
이익률	7.6%	9.0%	7.8%	9.5%	8.0%	10.0%	8.4%	-1.6%p	0.3%p	7.3%	7.6%	8.0%	8.1%
(본사)	2,902	3,768	3,216	1,016	822	1,095	835	-23.7%	4.3%	737	774	840	866
(이익률)	10.2%	12.2%	10.4%	13.1%	10.7%	13.8%	11.2%	-2.7%p	-0.1%p	9.6%	10.1%	10.8%	10.9%
(본사 외)	702	762	737	168	201	200	192	-3.7%	24.8%	176	188	180	194
(이익률)	3.7%	3.9%	3.7%	3.5%	4.0%	3.9%	4.0%	0.1%p	0.7%p	3.6%	3.8%	3.6%	3.8%
무역	423	494	529	160	140	88	106	20.2%	6.1%	133	123	137	136
이익률	1.2%	1.3%	1.3%	1.7%	1.5%	0.9%	1.1%	0.2%p	-0.1%p	1.4%	1.2%	1.3%	1.3%
E&C	289	357	352	84	86	99	88	-11.3%	52.6%	73	93	87	100
이익률	4.0%	4.9%	4.8%	5.3%	4.7%	5.3%	4.5%	-0.8%p	1.5%p	4.5%	5.0%	4.5%	5.0%
기타	381	357	403	109	67	100	80	-20.0%	62.0%	128	84	110	81
이익률	7.2%	6.1%	6.5%	7.6%	4.7%	6.8%	5.2%	-1.6%p	1.7%p	8.3%	5.6%	7.0%	5.2%
(연결조정)	75	209	190	49	65	51	43	-	-	44	49	50	48
세전이익	4,180	4,255	4,564	1,483	929	1,446	396	-72.6%	-53.4%	1,099	1,086	1,167	1,212
이익률	6.9%	6.6%	6.9%	9.3%	5.8%	8.8%	2.5%	-6.4%p	-3.0%p	6.8%	6.6%	7.0%	7.1%
지배순이익	2,790	2,834	3,163	994	545	1,020	276	-72.9%	-50.5%	757	753	812	841
이익률	4.6%	4.4%	4.8%	6.3%	3.4%	6.2%	1.7%	-4.5%p	-1.9%p	4.7%	4.6%	4.8%	5.0%

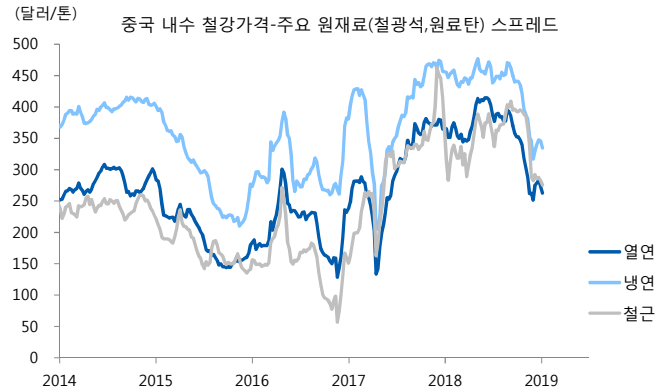
자료: 유안타증권, 주 1) 연결조정: 차감항목, 주 2) 부문별 영업이익률은 단순합산 기준

[그림-1] 중국 주요제품 내수가격(incl. 17% vat)



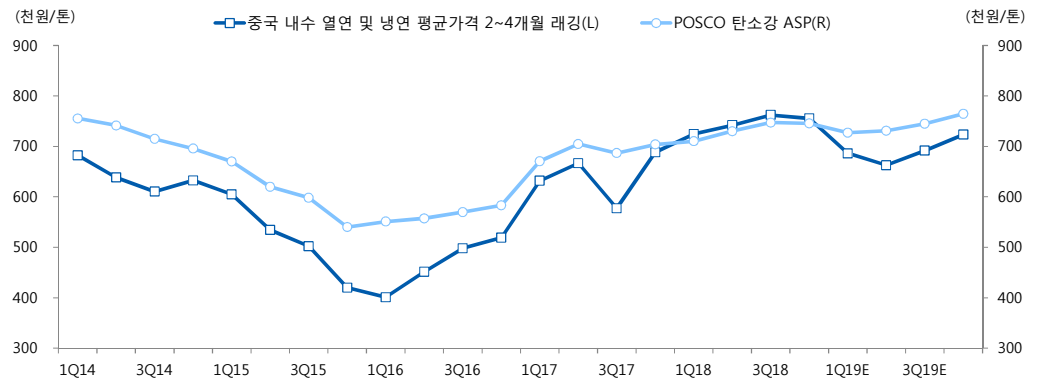
자료: Platts

[그림-2] 중국 주요제품 스프레드(제품가격-주요 원재료가격)



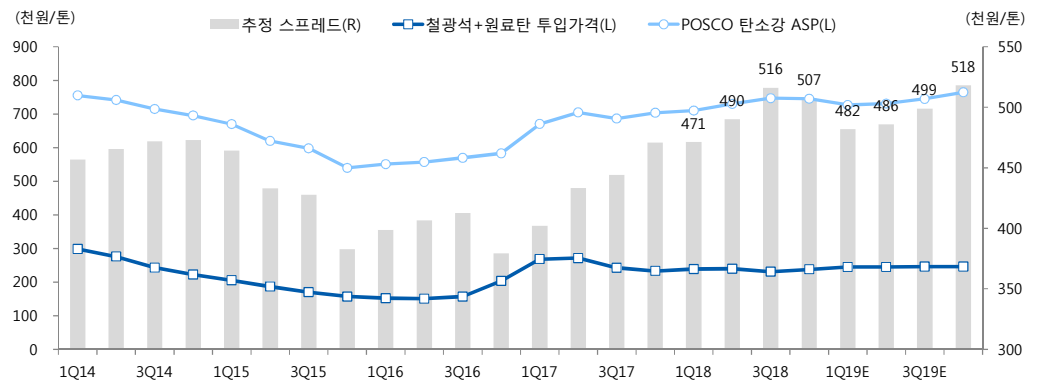
자료: Platts, 주: 주요 원재료(철광석 1.6톤+원료탄 0.75톤 가정)

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



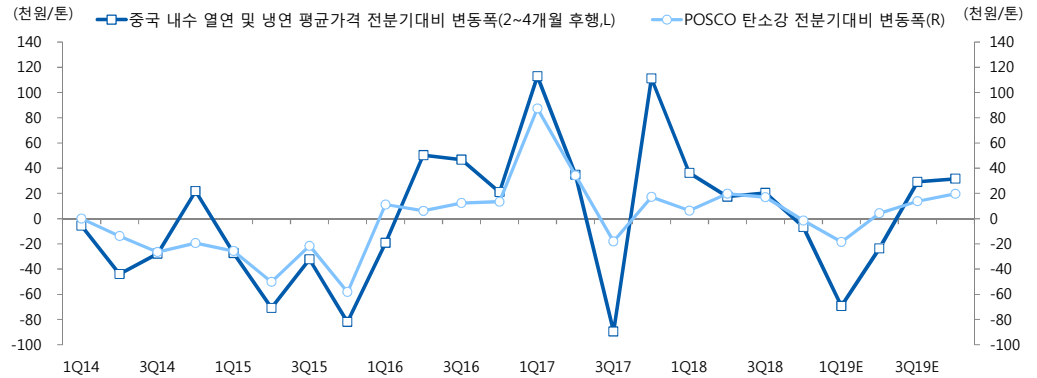
자료: Platts, 유안타증권

[그림-4] POSCO 탄소강 추정 스프레드



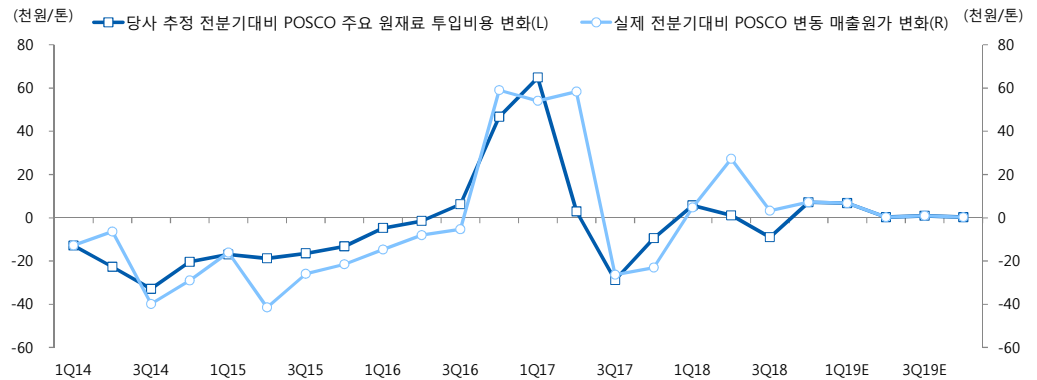
자료: 유안타증권

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



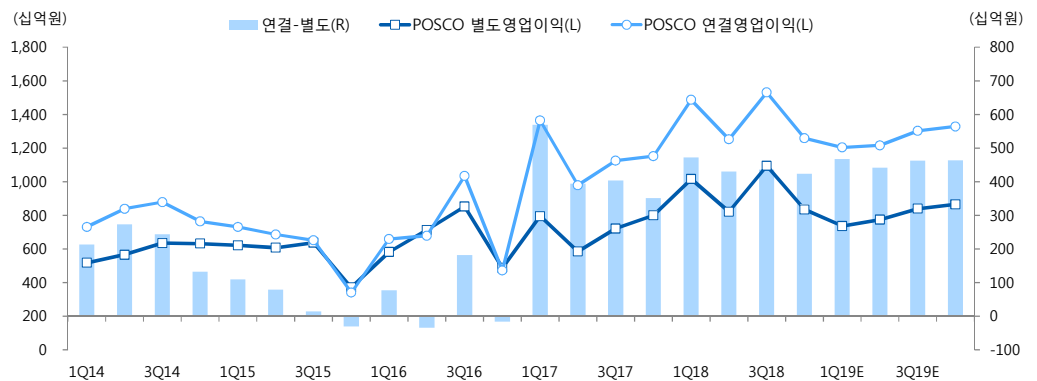
자료: Platts, 유안타증권

[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	645,337	661,717	670,003
매출원가	463,940	522,992	553,845	574,098	578,213
매출충이익	66,896	83,559	91,492	87,618	91,790
판매비	38,452	37,341	36,197	37,143	37,609
영업이익	28,443	46,218	55,295	50,475	54,182
EBITDA	60,582	79,193	87,625	83,383	90,258
영업외손익	-14,115	-4,421	-12,747	-4,831	-4,192
외환관련손익	-1,423	1,701	-2,418	0	0
이자손익	-4,763	-4,407	-3,783	-3,533	-2,894
관계기업관련손익	-887	105	755	0	0
기타	-7,042	-1,821	-7,301	-1,298	-1,298
법인세비용차감전순이익	14,329	41,797	42,548	45,644	49,990
법인세비용	3,847	12,062	12,439	12,324	13,497
계속사업순이익	10,482	29,735	30,109	33,320	36,493
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	10,482	29,735	30,109	33,320	36,493
지배지분순이익	13,633	27,901	28,340	31,625	34,636
포괄순이익	15,024	24,123	27,184	27,325	30,497
지배지분포괄이익	18,225	22,183	25,438	25,640	28,616

주: 영업이익 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	348,484	350,375	351,691
현금및현금성자산	24,476	26,125	34,016	25,405	24,128
매출채권 및 기타채권	108,946	99,584	107,813	112,578	113,775
재고자산	90,517	99,510	105,688	111,426	112,821
비유동자산	504,592	478,975	461,559	478,651	492,574
유형자산	337,703	318,835	313,162	332,845	349,081
관계기업등 지분관련자산	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	810,043	829,026	844,266
유동부채	189,154	189,460	194,013	187,912	174,350
매입채무 및 기타채무	72,473	62,447	62,372	64,271	70,709
단기차입금	79,797	81,748	73,910	65,910	45,910
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	325,054	318,953	305,391
자배지분	423,734	437,329	448,100	471,725	498,361
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	454,478	478,103	504,739
비지배지분	34,650	37,311	36,889	38,348	40,514
자본총계	458,384	474,640	484,989	510,073	538,875
순차입금	147,715	109,513	90,614	91,225	72,502
총차입금	228,762	212,530	215,418	207,418	187,418

현금흐름표					
(단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	52,694	56,073	63,247	66,623	85,413
당기순이익	10,482	29,735	30,109	33,320	36,493
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	-13,997	-14,674	-2,225
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	-21,482	-31,107	-43,107
단기차입금	-8,859	5,581	-8,944	-8,000	-20,000
사채 및 장기차입금	-22,862	-14,100	10,479	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-7,090	-8,634	-7,736	-7,336	-7,336
기타현금흐름	-699	1,499	-15,282	-15,771	-15,771
연결범위변동 등 기타	126	-590	1,825	1,825	2,370
현금의 증감	-24,236	1,649	7,891	-8,611	-1,277
기초 현금	48,712	24,476	26,125	34,016	25,405
기말 현금	24,476	26,125	34,016	25,405	24,128
NOPLAT	28,443	46,218	55,295	50,475	54,182
FCF	25,446	23,716	33,919	5,081	23,404

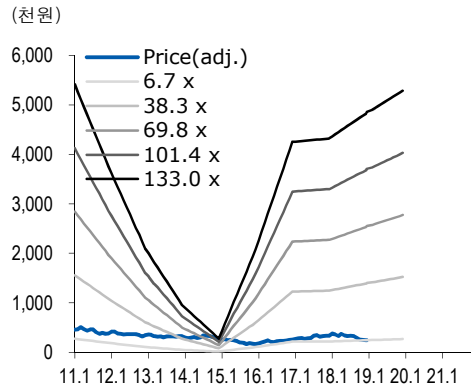
자료: 유안타증권

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

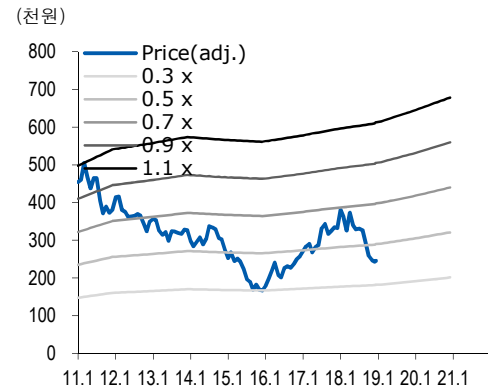
Valuation 지표					
(단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	15,637	32,001	32,505	36,273	39,726
BPS	529,683	546,664	560,117	589,648	622,942
EBITDAPS	69,485	90,831	100,502	95,638	103,523
SPS	608,848	695,691	740,177	758,964	768,469
DPS	8,000	8,000	9,000	10,000	10,000
PER	14.1	9.4	7.6	6.8	6.2
PBR	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	6.2	5.2	3.9	4.1	3.6
PSR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3

재무비율					
(단위: 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	-8.8	14.3	6.4	2.5	1.3
영업이익 증가율 (%)	18.0	62.5	19.6	-8.7	7.3
지배순이익 증가율 (%)	654.7	104.7	1.6	11.6	9.5
매출총이익률 (%)	12.6	13.8	14.2	13.2	13.7
영업이익률 (%)	5.4	7.6	8.6	7.6	8.1
지배순이익률 (%)	2.6	4.6	4.4	4.8	5.2
EBITDA 마진 (%)	11.4	13.1	13.6	12.6	13.5
ROIC	3.9	6.3	7.7	7.1	7.4
ROA	1.7	3.5	3.5	3.9	4.1
ROE	3.3	6.5	6.4	6.9	7.1
부채비율 (%)	74.0	66.5	67.0	62.5	56.7
순차입금/자기자본 (%)	34.9	25.0	20.2	19.3	14.5
영업이익/금융비용 (배)	4.3	7.1	7.8	7.2	8.6

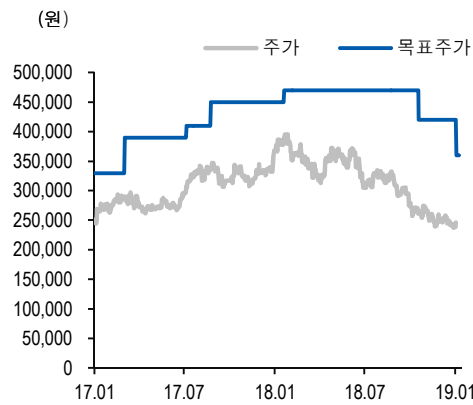
P/E band chart



P/B band chart



POSCO (005490) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-01-08	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)	1.6
Buy(매수)	85.3
Hold(중립)	12.6
Sell(비중 축소)	0.5
합계	100.0

주: 기준일 2019-01-05

※ 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.