

# POSCO (005490)

## 철강



이현수

02 3770 5718  
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>360,000원 (M)</b>
현재주가 (9/11)	<b>236,000원</b>
상승여력	<b>53%</b>

시가총액	205,761억원
총발행주식수	87,186,835주
60일 평균 거래대금	478억원
60일 평균 거래량	212,648주
52주 고	305,500원
52주 저	203,500원
외인지분율	52.68%
주요주주	국민연금공단 11.00%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	13.2	(1.9)	(19.2)
상대	7.0	1.1	(9.9)
절대(달러환산)	15.0	(2.7)	(23.6)

## 업황과 실적의 변곡점

### 3Q19, 4분기 연속 탄소강 스프레드 축소 가능성 높아

*3Q19 - 별도 영업이익 6,820억원, 연결 영업이익 1조 540억원 추정*

주요 원재료(철광석, 원료탄) 투입원가가 전분기대비 톤당(탄소강) +1.8만원 상승할 것으로 전망된다. 원료탄 투입원가는 -0.6만원 하락할 것으로 예상되나 철광석 투입원가가 +2.4만원 상승하기 때문이다. 반면, 탄소강ASP는 전분기 수준에 머무를 것으로 판단된다. 3Q 열연 및 후판 등의 제품에 대해 국내 유통항 판매가격 인상에 나섰지만 출하 기준으로는 9월부터 반영될 것으로 사료되며, 3Q 국내 유통가격은 오히려 전분기대비 약세를 나타내어 동사의 실제 ASP에 부정적 영향을 미쳤을 것으로 예상된다. 다만, 2Q와 마찬가지로 3Q에도 원화약세가 진행되며 전체 판매량의 약 40% 해당하는 수출 판매단가가 내수 판매단가 부진을 일부 상쇄할 것으로 추정된다. 따라서 3Q 탄소강 스프레드는 전분기대비 톤당 -1.8만원 악화될 것으로 예상된다. 하지만 판매량 확대에 따른 단위당 고정비 감소 효과가 탄소강 스프레드 악화에 따른 손익 감소 폭을 제한시킬 것으로 판단된다.

### 4Q19, 실수요항 판매가격 인상에 따라 영업이익 개선 예상

상반기 조선평 후판 등 실수요항 판매가격 인상이 이루어지지 않은 가운데 원재료 투입원가는 지속적으로 상승하며 스프레드 악화에 따른 영업이익 감소가 나타났다. 7월 이후 8월말까지 철광석 가격이 급락하며 하반기 실수요항 판매가격 인상에 대한 우려가 시장 전반에 퍼졌다. 그러나, 9월 이후 철광석 가격이 재차 반등하고 있으며, 중국 철강제품 가격 역시 철광석 가격과 함께 동반 상승하며 하반기 실수요항 판매가격 인상에 대한 가능성이 높아지고 있다. 빠르면 9월, 늦어도 4Q에 가격 협상이 타결될 것으로 예상되는 바 실제 탄소강ASP 인상은 4Q에 이루어질 것으로 판단된다. 반면, 원재료 투입원가는 안정화되며 3Q18 이후 처음으로 탄소강 스프레드가 전분기 개선될 것으로 전망된다.

### 투자의견 BUY, 목표주가 360,000원 유지

9~10월은 계절적으로 중국 철강 수요가 가장 좋은 시기로 꼽힌다. 이와 함께 중국 철강재 유통재고량이 8월 이후 감소하는 등 수급적인 변화가 나타나고 있다. 동사 역시 실적 측면에서 3Q를 저점으로 4Q에 반등할 수 있을 것으로 사료되는 바 2019년 BPS 기준 PBR 0.41x는 Valuation 측면에서 여전히 매력을 가지고 있다는 판단이다.

#### Quarterly earning Forecasts

	3Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	165,145	0.6	1.2	165,489	-0.2
영업이익	10,540	-31.2	-1.4	10,338	2.0
세전계속사업이익	8,221	-43.1	-15.3	9,178	-10.4
지배순이익	5,752	-43.6	-6.1	6,072	-5.3
영업이익률 (%)	6.4	-2.9 %pt	-0.1 %pt	6.2	+0.2 %pt
지배순이익률 (%)	3.5	-2.7 %pt	-0.3 %pt	3.7	-0.2 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액		606,551	649,778	658,775	676,953
영업이익		46,218	55,426	45,468	52,926
지배순이익		27,901	16,906	26,720	32,306
PER		9.4	16.5	7.7	6.4
PBR		0.5	0.6	0.4	0.4
EV/EBITDA		5.2	4.6	4.1	3.3
ROE		6.5	3.9	6.0	6.8

자료: 유안타증권

[표-1] POSCO 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

	2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	QoQ	YoY	4Q19E
매출액	30,659	30,951	31,656	7,761	7,705	7,906	7,288	7,816	7,476	7,716	3.2%	-2.4%	7,943
탄소강	24,615	25,059	25,578	6,239	6,156	6,324	5,896	6,336	6,101	6,199	1.6%	-2.0%	6,423
기타	6,044	5,892	6,078	1,521	1,549	1,581	1,392	1,480	1,375	1,517	10.3%	-4.1%	1,520
판매량	35,589	36,075	36,253	9,294	8,959	8,983	8,353	9,283	8,749	8,919	1.9%	-0.7%	9,124
탄소강	33,588	34,170	34,362	8,784	8,432	8,465	7,907	8,776	8,301	8,439	1.7%	-0.3%	8,654
기타	2,001	1,905	1,891	510	528	518	446	507	448	480	7.1%	-7.4%	470
탄소강 ASP(A)	733	733	744	710	730	747	746	722	735	735	-0.1%	-1.7%	742
변동폭	42	1	11	6	20	17	-1	-24	13	0	-	-	8
<sup>1)</sup> 원재료 투입가격(B)	237	276	277	239	240	231	238	252	274	291	6.5%	26.2%	286
변동폭	-17	39	1	6	1	-9	7	14	22	18	-	-	-5
추정 스프레드(A-B)	496	457	467	471	490	516	508	470	461	443	-3.9%	-14.1%	456
변동폭	59	-38	10	1	19	26	-8	-38	-9	-18	-	-	13
영업이익	3,809	3,072	3,555	1,016	822	1,095	877	832	724	682	-5.8%	-37.7%	833
이익률	12.4%	9.9%	11.2%	13.1%	10.7%	13.8%	12.0%	10.7%	9.7%	8.8%	-0.8%p	-5.0%p	10.5%

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	2Q19	3Q19E	4Q19E
원/달러 환율 (평균)	1,072	1,080	1,121	1,128	1,126	1,167	1,190	1,190
철광석 구매	62	62	58	60	70	82	91	90
(달러/톤, FOB)								
분광 Index <sup>1)</sup>	57	67	60	56	63	70	87	94
당분기	67	57	57	63	77	93	95	85
원료탄 구매 (복합)	177	153	150	163	158	156	136	120
(달러/톤, FOB)								
강점탄	233	193	189	217	208	206	172	155
Index <sup>1)</sup>	237	196	189	212	211	208	178	155
당분기	228	190	189	221	206	203	165	155
쇳물 1톤 생산기준, 원재료 추정 구매액	232	214	206	217	230	247	248	234
(달러/톤)								
철광석 1.6톤	99	99	94	95	112	131	146	144
원료탄 0.75톤	133	114	113	122	118	117	102	90
쇳물 1톤 생산기준, 원재료 추정 투입액 <sup>2)</sup>	239	240	231	238	252	274	291	286
(천원/톤)								
전분기대비 증감	6	1	-9	7	14	22	18	-5
철광석 1.6톤	105	107	106	106	117	139	163	172
전분기대비 증감	-6	2	-1	0	10	22	24	9
원료탄 0.75톤	134	133	125	132	135	135	129	114
전분기대비 증감	12	-1	-8	7	4	-1	-6	-15

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

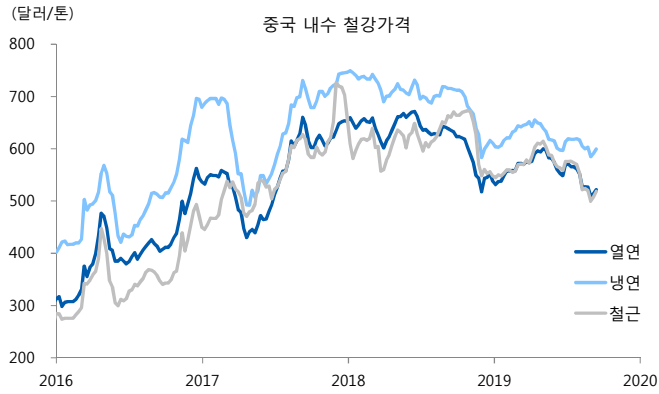
[표-3] POSCO 연결기준

(단위: 십억원)

	2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	QoQ	YoY	4Q19E
매출액	64,978	65,877	67,695	15,862	16,083	16,411	16,621	16,014	16,321	16,515	1.2%	0.6%	17,027
철강	50,421	50,893	52,208	12,508	12,724	12,992	12,197	12,556	12,509	12,721	1.7%	-2.1%	13,106
(본사)	30,659	30,951	31,656	7,761	7,705	7,906	7,288	7,816	7,476	7,716	3.2%	-2.4%	7,943
(본사 외)	19,762	19,942	20,552	4,747	5,019	5,086	4,909	4,740	5,033	5,005	-0.6%	-1.6%	5,163
무역	38,319	38,886	39,549	9,322	9,507	10,021	9,469	9,371	9,950	9,775	-1.8%	-2.5%	9,791
E&C	7,321	7,504	7,654	1,592	1,825	1,886	2,018	1,638	1,884	1,924	2.1%	2.0%	2,058
기타	6,198	6,043	6,838	1,429	1,420	1,466	1,883	1,529	1,412	1,514	7.3%	3.3%	1,587
(연결조정)	37,281	37,448	38,554	8,989	9,391	9,955	8,946	9,081	9,433	9,419	-	-	9,515
영업이익	5,543	4,547	5,293	1,488	1,252	1,531	1,272	1,203	1,069	1,054	-1.4%	-31.2%	1,221
이익률	8.5%	6.9%	7.8%	9.4%	7.8%	9.3%	7.6%	7.5%	6.5%	6.4%	-0.2%p	-2.9%p	7.2%
철강	4,513	3,391	4,120	1,184	1,024	1,295	1,010	893	805	757	-5.9%	-41.5%	936
이익률	8.9%	6.7%	7.9%	9.5%	8.0%	10.0%	8.3%	7.1%	6.4%	6.0%	-0.5%p	-4.0%p	7.1%
(본사)	3,809	3,072	3,555	1,016	822	1,095	877	832	724	682	-5.8%	-37.7%	833
(이익률)	12.4%	9.9%	11.2%	13.1%	10.7%	13.8%	12.0%	10.7%	9.7%	8.8%	-0.8%p	-5.0%p	10.5%
(본사 외)	703	320	565	168	201	200	134	61	81	75	-6.7%	-62.4%	103
(이익률)	3.6%	1.6%	2.8%	3.5%	4.0%	3.9%	2.7%	1.3%	1.6%	1.5%	-0.1%p	-2.4%p	2.0%
무역	491	702	626	160	140	88	103	180	206	159	-22.7%	80.8%	156
이익률	1.3%	1.8%	1.6%	1.7%	1.5%	0.9%	1.1%	1.9%	2.1%	1.6%	-0.4%p	0.8%p	1.6%
E&C	326	267	363	84	86	99	57	25	53	96	80.2%	-3.1%	93
이익률	4.5%	3.6%	4.7%	5.3%	4.7%	5.3%	2.8%	1.5%	2.8%	5.0%	2.2%p	-0.3%p	4.5%
기타	323	333	388	109	67	100	46	109	55	90	63.7%	-10.3%	80
이익률	5.2%	5.5%	5.7%	7.6%	4.7%	6.8%	2.4%	7.1%	3.9%	5.9%	2.0%p	-0.9%p	5.0%
(연결조정)	110	147	204	49	65	51	-56	4	51	49	-	-	43
세전이익	3,563	4,001	4,695	1,483	929	1,446	-296	1,147	970	822	-15.3%	-43.1%	1,062
이익률	5.5%	6.1%	6.9%	9.3%	5.8%	8.8%	-1.8%	7.2%	5.9%	5.0%	-1.0%p	-3.8%p	6.2%
지배순이익	1,691	2,672	3,231	994	545	1,020	-867	741	612	575	-6.1%	-43.6%	743
이익률	2.6%	4.1%	4.8%	6.3%	3.4%	6.2%	-5.2%	4.6%	3.8%	3.5%	-0.3%p	-2.7%p	4.4%

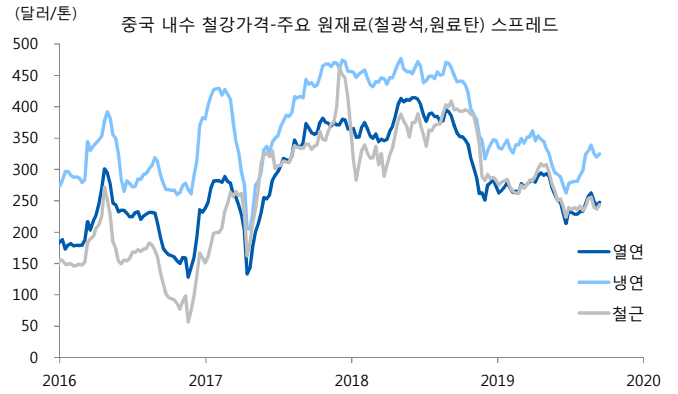
자료: 유안타증권, 주 1) 연결조정은 차감항목, 주 2) 부문별 영업이익률은 단순합산 기준

[그림-1] 중국 주요제품 내수가격



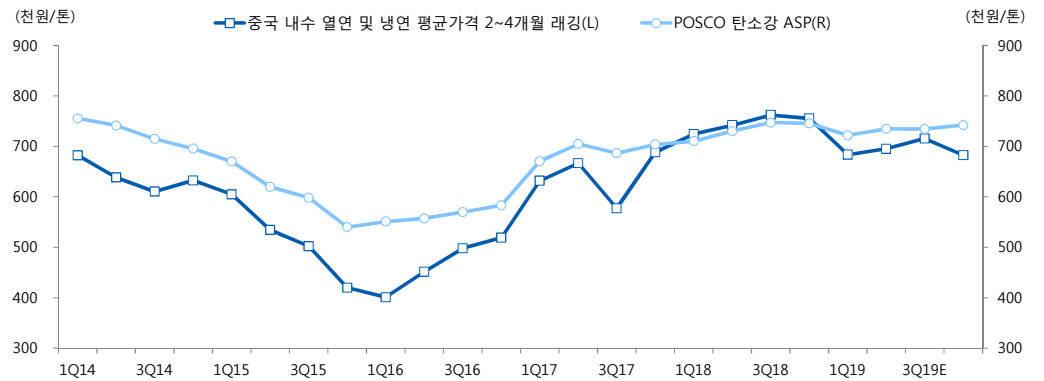
자료: Platts

[그림-2] 중국 주요제품 스프레드(제품가격-주요 원재료가격)



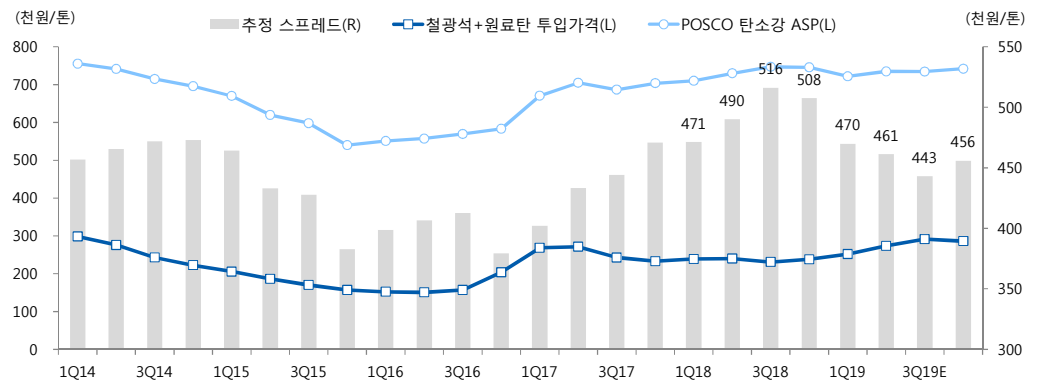
자료: Platts, 주: 주요 원재료(철광석 1.6톤+원료탄 0.75톤 가정)

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



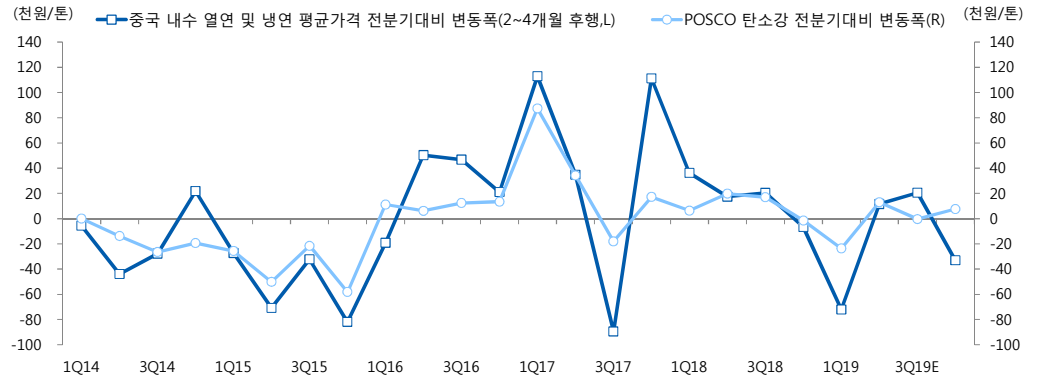
자료: Platts, 유안타증권

[그림-4] POSCO 탄소강 추정 스프레드



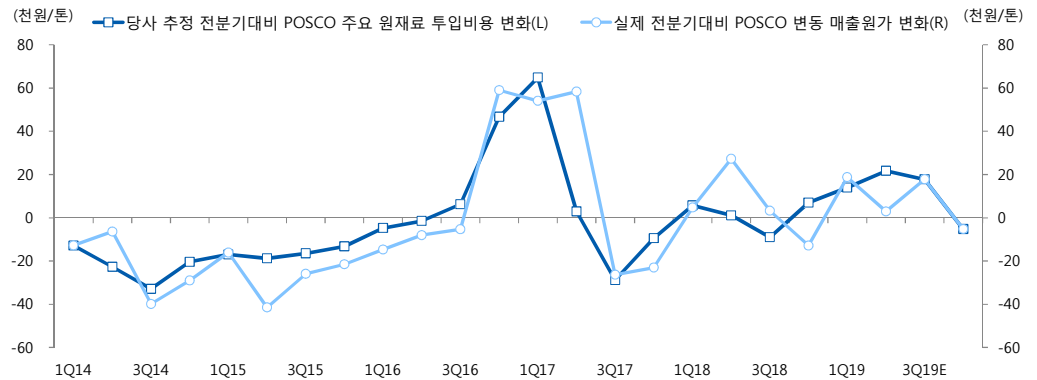
자료: 유안타증권

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



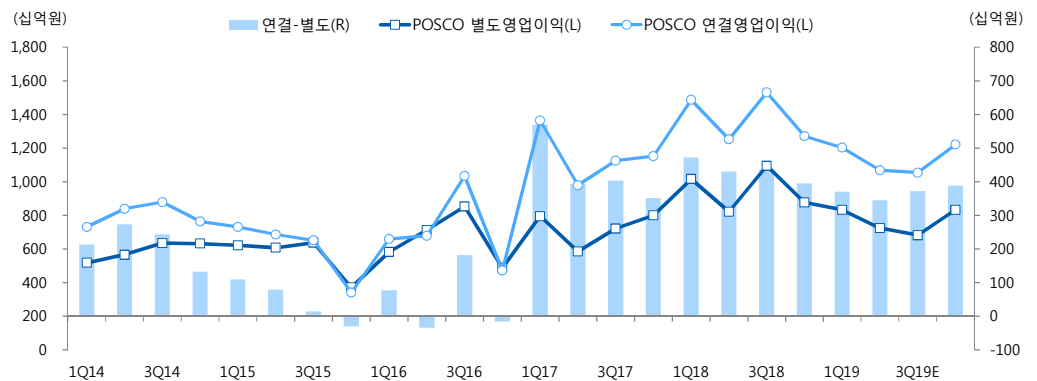
자료: Platts, 유안타증권

[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)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	606,551	649,778	658,775	676,953	689,574
매출원가	522,992	570,054	589,746	599,964	611,032
매출충이익	83,559	79,724	69,028	76,989	78,542
판매비	37,341	24,298	23,560	24,063	24,511
영업이익	46,218	55,426	45,468	52,926	54,031
EBITDA	79,193	88,102	79,588	85,878	88,526
영업외손익	-4,421	-19,798	-5,454	-5,976	-4,786
외환관련손익	1,701	-2,041	-386	0	0
이자손익	-4,407	-4,040	-4,457	-3,307	-2,117
관계기업관련손익	105	1,126	1,415	0	0
기타	-1,821	-14,843	-2,026	-2,669	-2,669
법인세비용차감전순이익	41,797	35,628	40,013	46,950	49,246
법인세비용	12,062	16,708	11,756	12,911	13,543
계속사업순이익	29,735	18,921	28,257	34,039	35,703
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	29,735	18,921	28,257	34,039	35,703
지배지분순이익	27,901	16,906	26,720	32,306	33,885
포괄순이익	24,123	14,635	33,842	39,422	41,086
지배지분포괄이익	22,183	12,715	32,417	37,772	39,366

주: 영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표					
(단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	311,274	336,510	349,010	370,074	388,492
현금및현금성자산	26,125	26,439	26,712	45,381	59,777
매출채권 및 기타채권	99,584	103,740	116,191	117,491	119,266
재고자산	99,510	114,999	119,425	120,520	122,767
비유동자산	478,975	445,973	444,480	435,529	429,035
유형자산	318,835	300,183	300,529	295,248	291,883
관계기업 등 지분관련자산	35,579	36,500	37,874	37,874	37,874
기타투자자산	25,738	22,013	21,915	21,915	21,915
자산총계	790,250	782,483	793,491	805,603	817,527
유동부채	189,460	189,380	166,888	147,126	133,176
매입채무 및 기타채무	62,447	66,592	66,717	66,955	73,005
단기차입금	81,748	74,878	55,340	35,340	15,340
유동성장기부채	30,997	28,018	24,241	24,241	24,241
비유동부채	126,149	125,507	134,327	134,327	134,327
장기차입금	48,027	44,687	42,528	42,528	42,528
사채	49,864	54,510	59,884	59,884	59,884
부채총계	315,610	314,887	301,215	281,453	267,503
지배지분	437,329	433,713	457,242	486,919	512,792
자본금	4,824	4,824	4,824	4,824	4,824
자본잉여금	14,126	14,106	13,749	13,749	13,749
이익잉여금	430,566	442,160	460,188	484,483	510,356
비지배지분	37,311	33,883	35,034	37,231	37,231
자본총계	474,640	467,596	492,275	524,150	550,024
순차입금	109,664	93,388	81,819	43,150	8,754
총차입금	212,530	203,580	187,702	167,702	147,702

현금흐름표					
(단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	56,073	58,697	61,392	82,717	90,111
당기순이익	29,735	18,921	28,257	34,039	35,703
감가상각비	28,876	29,110	30,104	29,282	31,365
외환손익	0	0	400	0	0
종속, 관계기업 관련손익	-105	-1,126	-1,415	0	0
자산부채의 증감	-19,263	-20,525	-15,462	-6,152	-1,965
기타현금흐름	16,830	32,318	19,508	25,548	25,009
투자활동 현금흐름	-38,179	-26,480	-13,490	-18,534	-22,534
투자자산	9,552	-588	-2,476	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-22,876	-21,355	-21,905	-24,000	-28,000
유형자산 감소	392	904	310	0	0
기타현금흐름	-25,247	-5,441	10,582	5,466	5,466
재무활동 현금흐름	-15,655	-31,950	-38,248	-29,906	-29,906
단기차입금	5,581	-8,546	-21,314	-20,000	-20,000
사채 및 장기차입금	-14,100	-3,739	-4,795	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-8,634	-7,239	-9,898	-7,500	-7,500
기타현금흐름	1,499	-12,427	-2,241	-2,406	-2,406
연결범위변동 등 기타	-590	46	-9,380	-15,608	-23,274
현금의 증감	1,649	313	274	18,668	14,397
기초 현금	24,476	26,125	26,439	26,712	45,381
기말 현금	26,125	26,439	26,712	45,381	59,777
NOPLAT	46,218	55,426	45,468	52,926	54,031
FCF	23,716	20,230	28,862	41,171	43,702

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

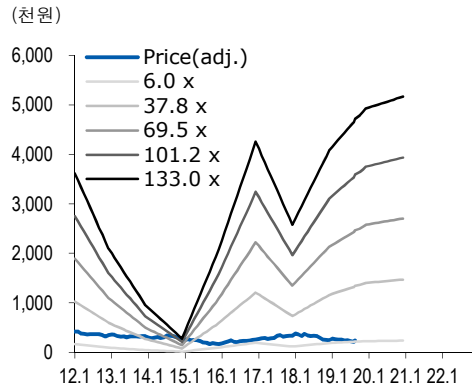
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

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

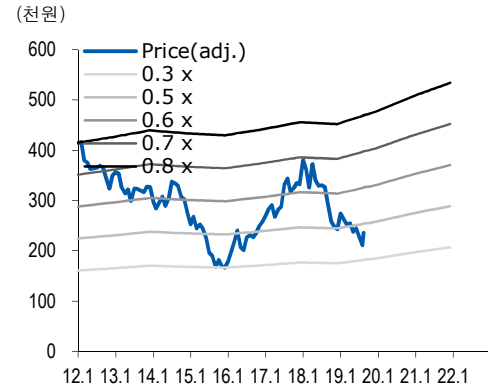
Valuation 지표					
(단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	32,001	19,391	30,647	37,054	38,865
BPS	546,664	542,133	570,727	607,770	640,065
EBITDAPS	90,831	101,050	91,284	98,498	101,536
SPS	695,691	745,271	755,590	776,440	790,915
DPS	8,000	10,000	10,000	10,000	10,000
PER	9.4	16.5	7.7	6.4	6.1
PBR	0.5	0.6	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	5.2	4.6	4.1	3.3	2.8
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	1.4	2.8	1.9
영업이익 증가율 (%)	62.5	19.9	-18.0	16.4	2.1
지배순이익 증가율 (%)	104.7	-39.4	58.0	20.9	4.9
매출총이익률 (%)	13.8	12.3	10.5	11.4	11.4
영업이익률 (%)	7.6	8.5	6.9	7.8	7.8
지배순이익률 (%)	4.6	2.6	4.1	4.8	4.9
EBITDA 마진 (%)	13.1	13.6	12.1	12.7	12.8
ROIC	6.3	5.9	6.4	7.6	7.9
ROA	3.5	2.1	3.4	4.0	4.2
ROE	6.5	3.9	6.0	6.8	6.8
부채비율 (%)	66.5	67.3	61.2	53.7	48.6
순차입금/자기자본 (%)	25.1	21.5	17.9	8.9	1.7
영업이익/금융비용 (배)	7.1	7.5	6.0	7.9	9.1

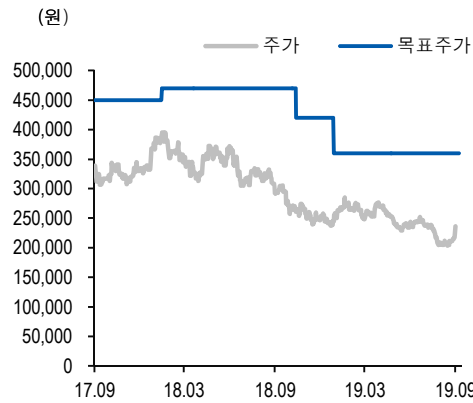
P/E band chart



P/B band chart



POSCO (005490) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-09-16	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

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)	0.6
Buy(매수)	88.0
Hold(중립)	11.4
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-09-13

※ 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.