

Industry Brief
2020. 1. 20

POSCO 005490

업황이 어려울수록 선택지는 적다

▲ 철강

Analyst **민사영**
02. 6454-4875
sayeong.min@meritz.co.kr

- ✓ 4Q19 실적 8,649억원으로 컨센서스 충족 전망
- ✓ 1Q20 실적은 원가 하락으로 판가가 유지만 되어도 개선
- ✓ 업황은 구조적으로 개선되지 않았지만 그렇기에 POSCO의 대안은 없음
- ✓ 2021년 발표될 중국의 14차 5개년 계획에서 산업의 구조적 변화 가능성 존재
- ✓ 적정주가 290,000원, 투자의견 Buy 유지

Buy

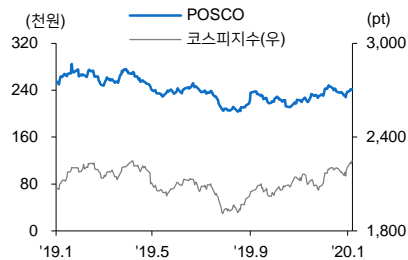
적정주가 (12개월) 290,000 원
현재주가 (1.17) 241,500 원
상승여력 20.1%

KOSPI	2,250.57pt
시가총액	210,556억원
발행주식수	8,719만주
유동주식비율	68.51%
외국인비중	52.00%
52주 최고/최저가	285,000원/203,500원
평균거래대금	549.0억원

주요주주(%)	
국민연금공단	11.80
BlackRock Fund Advisors 외 13인	6.23

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.4	2.3	-8.2
상대주가	-4.8	-5.7	-14.0

주가그래프



4Q19 Preview: 컨센서스 부합

2019년 4분기 연결 영업이익은 -32.0% YoY 감소한 8,649 억원으로 컨센서스를 충족하는 실적을 보여줄 전망이다. 판가와 원재료 가격의 시차에 의해 롤 마진은 철강 가격이 반등했음에도 악화되었다. 2020년 1분기 판가 인상 시도를 할 계획이나 실제로 판가가 인상되지 않더라도 원가가 내려오면서 롤 마진은 소폭 개선될 수 있다.

업황의 명확한 개선이 없다면 더 나은 대안은 없다

업황이 구조적으로 개선되지 않았기에 당사는 2020년 포스코의 영업이익이 3조 5천억원 수준에 불과할 것으로 판단한다. 이는 4분기 수준의 업황을 연환산한 수준으로 만약 당사가 전망하는 최악의 상황이 실현될 경우 이보다 낮은 실적을 달성할 가능성도 있다. 컨센서스는 4조 1천억원으로 업황 개선을 기대하고 있어 이것이 실현되지 못한다면 현재 주가가 저점이라 단정짓기 어렵다.

그러나 어차피 업황이 어려울수록 철강 섹터 내에서 포스코를 대체할 수 있는 기업은 없다. 현재 주가가 바닥은 아닐 수 있어도 그 근처일 가능성은 높다. 2021년 중국에서 [제 14차 5개년 계획]을 발표하는 만큼 산업의 구조적 변화 가능성도 열려두어야 한다. 적정주가 290,000 원, 투자의견 Buy 를 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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	64,729.6	4,176.1	2,232.9	25,610	28.4	514,806	9.2	0.5	4.3	5.1	62.4
2020E	65,091.8	3,530.8	2,227.4	25,547	-3.5	531,164	9.5	0.5	4.8	4.9	60.3
2021E	65,630.3	3,791.0	2,351.5	26,970	5.6	548,946	9.0	0.4	4.6	5.0	59.5
2022E	66,527.8	3,941.1	2,410.1	27,643	2.5	567,400	8.7	0.4	4.4	5.0	57.7

표1 POSCO 4Q19 Preview

(십억원)	4Q19E	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	16,405.8	16,621.5	-1.3	15,988.2	2.6	16,410.7	0.0
영업이익	864.9	1,271.5	-32.0	1,039.8	-16.8	839.6	3.0
세전이익	674.3	-295.6	흑전	853.3	-21.0	497.2	35.6
지배순이익	448.4	-867.5	흑전	430.9	4.1	430.4	4.2

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	65,150.4	66,755.0	64,729.6	65,091.8	-0.6	-2.5
영업이익	4,259.3	3,637.9	4,176.1	3,530.8	-2.0	-2.9
세전이익	3,682.6	3,505.2	3,645.0	3,349.4	-1.0	-4.4
지배순이익	2,257.8	2,331.0	2,232.9	2,227.4	-1.1	-4.4

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 POSCO Valuation Table

(십억원)	3년 평균	2019E	2020E	2021E	2022E
지배주주 순이익	2,329.6	2,232.9	2,227.4	2,351.5	2,410.1
지배주주 자본총계	47,880.4	44,884.3	46,310.5	47,860.8	49,469.8
ROE (%)	4.9	5.1	4.9	5.0	5.0
COE (%)	9.0	9.0	9.1	9.0	9.0
Rf(5년물 국채금리)	1.2	1.2	1.1	1.3	1.3
52주 β	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
Rm	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3
성장률(g)	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
Fair PBR (배)	0.54	0.56	0.54	0.55	0.49
적정 시가총액	25,757.0	25,101.8	24,967.3	26,449.8	24,328.7
Current PBR	0.43	0.46	0.45	0.43	0.42
현재 시가총액	20,619.7	20,619.7	20,619.7	20,619.7	20,619.7
적정주가 (원, 만원미만 절사)	290,000	280,000	280,000	300,000	270,000
종가 (원)	241,500	236,500	241,500	241,500	241,500
Upside (%)	20.1	18.4	15.9	24.2	11.8

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2019E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E
매출	16,014.2	16,321.3	15,988.2	16,405.8	64,729.6	16,466.7	16,159.4	16,297.9	16,167.9	65,091.8
철강부문	8,071.8	8,182.8	8,223.0	8,217.2	32,694.8	8,339.8	8,002.8	8,113.7	7,961.2	32,417.4
별도	7,816.5	7,475.9	7,735.9	7,585.1	30,613.3	7,818.6	7,502.6	7,606.6	7,463.6	30,391.3
연결중속	4,739.9	5,033.4	4,988.9	5,056.7	19,818.9	5,212.4	5,001.7	5,071.1	4,975.7	20,260.9
내부거래제거	-4,484.6	-4,326.4	-4,501.8	-4,424.6	-17,737.4	-4,691.1	-4,501.6	-4,563.9	-4,478.1	-18,234.8
무역부문	5,537.9	5,664.5	5,314.1	5,638.0	22,154.5	5,692.1	5,692.1	5,692.1	5,692.1	22,768.2
건설부문	1,518.6	1,732.0	1,650.9	1,689.3	6,590.8	1,582.4	1,582.4	1,582.4	1,582.4	6,329.6
기타부문	885.9	742.1	800.2	861.3	3,289.5	852.4	882.1	909.7	932.2	3,576.5
영업이익	1,202.9	1,068.6	1,039.8	864.9	4,176.1	910.4	803.5	905.4	911.5	3,530.8
영업이익률(%)	7.5	6.5	6.5	5.3	6.5	5.5	5.0	5.6	5.6	5.4
철강부문	942.5	824.1	722.2	609.4	3,098.2	654.1	545.4	642.8	649.0	2,491.4
별도	832.5	724.3	662.5	465.2	2,684.4	539.9	435.8	531.7	540.0	2,047.3
연결중속	60.7	80.5	142.3	144.3	427.8	114.2	109.6	111.1	109.1	444.1
내부거래제거	49.3	19.3	-82.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무역부문	133.2	165.7	148.4	141.2	588.4	123.8	123.8	123.8	123.8	495.2
건설부문	42.1	68.9	109.1	66.7	286.8	91.6	91.6	91.6	91.6	366.5
기타부문	85.1	9.9	60.1	47.6	202.7	40.9	42.7	47.1	47.0	177.7

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2019E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E
평균환율 (원/달러)	1,125.7	1,166.5	1,194.2	1,175.6	1,165.5	1,170.0	1,170.0	1,160.0	1,150.0	1,150.0
제품판매량 (천톤)	9,283.0	8,749.0	8,952.0	9,035.6	36,019.6	9,142.6	8,858.9	9,031.6	9,104.0	36,137.1
% YoY	-0.1	-2.3	-0.3	8.2	1.2	-1.5	1.3	0.9	0.8	0.3
탄소강	8,773.0	8,221.0	8,419.0	8,585.2	33,998.2	8,632.6	8,330.9	8,504.0	8,658.1	34,125.4
STS	510.0	528.0	533.0	450.5	2,021.5	510.0	528.0	527.7	446.0	2,011.6
매출	7,816.5	7,475.9	7,735.9	7,585.1	30,613.3	7,818.6	7,502.6	7,606.6	7,463.6	30,391.3
% YoY	0.7	-3.0	-2.1	4.1	-0.2	0.0	0.4	-1.7	-1.6	-0.7
철강	7,359.0	7,049.0	7,312.0	7,185.5	28,905.5	7,395.0	7,068.3	7,197.6	7,050.2	28,711.1
탄소강	6,336.0	6,101.0	6,186.0	6,138.7	24,761.7	6,193.6	6,017.3	5,959.7	6,014.5	24,185.2
STS강	1,023.0	948.0	1,126.0	1,046.8	4,143.8	1,201.4	1,051.0	1,237.9	1,035.7	4,525.9
기타	457.5	426.9	423.9	447.6	1,755.8	439.0	434.3	436.2	439.3	1,748.8
매출원가	6,727.5	6,484.1	6,812.6	6,854.4	26,878.6	7,005.0	6,804.3	6,808.7	6,662.4	27,280.3
매출원가율 (%)	86.1	86.7	88.1	90.4	87.8	89.6	90.7	89.5	89.3	89.8
매출총이익	1,089.0	991.8	923.3	730.6	3,734.7	813.5	698.4	797.9	801.2	3,111.0
판매비 및 관리비	256.5	267.5	260.9	265.5	1,050.3	273.6	262.6	266.2	261.2	1,063.7
판매비율 (%)	3.3	3.6	3.4	3.5	3.4	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
영업이익	832.5	724.3	662.5	465.2	2,684.4	539.9	435.8	531.7	540.0	2,047.3
영업이익률 (%)	10.7	9.7	8.6	6.1	8.8	6.9	5.8	7.0	7.2	6.7

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

POSCO (005490)

Income Statement

(십억원)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
매출액	64,977.8	64,729.6	65,091.8	65,630.3	66,527.8
매출액증가율 (%)	7.1	-0.4	0.6	0.8	1.4
매출원가	57,005.4	58,206.3	59,109.3	59,365.7	60,077.6
매출총이익	7,972.4	6,523.3	5,982.5	6,264.5	6,450.2
판매관리비	2,429.8	2,347.2	2,451.7	2,473.6	2,509.2
영업이익	5,542.6	4,176.1	3,530.8	3,791.0	3,941.1
영업이익률	8.5	6.5	5.4	5.8	5.9
금융손익	-538.5	-288.6	-357.5	-463.0	-494.3
중속/관계기업손익	112.6	310.0	211.3	260.7	236.0
기타영업외손익	-1,554.0	-552.5	-35.2	-52.6	-58.6
세전계속사업이익	3,562.8	3,645.0	3,349.4	3,536.0	3,624.2
법인세비용	1,670.8	1,216.3	1,004.8	1,060.8	1,087.3
당기순이익	1,892.1	2,428.7	2,344.6	2,475.2	2,536.9
지배주주지분 순이익	1,690.6	2,232.9	2,227.4	2,351.5	2,410.1

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
유동자산	33,651.0	32,743.3	32,247.3	32,762.9	32,984.1
현금및현금성자산	2,643.9	2,472.7	2,290.0	2,458.8	2,396.9
매출채권	8,648.3	8,536.1	8,412.2	8,549.3	8,661.3
재고자산	11,499.9	11,350.7	11,186.1	11,368.4	11,517.2
비유동자산	44,597.3	45,662.9	47,606.9	49,371.0	50,971.7
유형자산	30,018.3	31,088.6	33,032.7	34,796.8	36,397.5
무형자산	5,170.8	5,020.9	5,020.9	5,020.9	5,020.9
투자자산	5,851.3	6,057.0	6,057.0	6,057.0	6,057.0
자산총계	78,248.3	78,406.2	79,854.3	82,133.9	83,955.9
유동부채	18,938.0	16,319.3	16,223.9	16,329.5	16,415.7
매입채무	4,006.1	3,954.2	3,896.8	3,960.3	4,012.2
단기차입금	7,487.8	6,409.0	6,409.0	6,409.0	6,409.0
유동성장기부채	2,801.8	1,277.3	1,277.3	1,277.3	1,277.3
비유동부채	12,550.7	13,807.2	13,807.2	14,307.2	14,307.2
사채	5,451.0	7,074.4	7,074.4	7,074.4	7,074.4
장기차입금	4,468.7	3,500.6	3,500.6	4,000.6	4,000.6
부채총계	31,488.7	30,126.4	30,031.1	30,636.6	30,722.8
자본금	482.4	482.4	482.4	482.4	482.4
자본잉여금	1,410.6	1,371.2	1,371.2	1,371.2	1,371.2
기타포괄이익누계액	-1,383.9	-1,069.3	-1,069.3	-1,069.3	-1,069.3
이익잉여금	44,216.0	45,409.0	46,835.2	48,385.5	49,994.4
비지배주주지분	3,388.3	3,395.4	3,512.7	3,636.4	3,763.3
자본총계	46,759.6	48,279.8	49,823.2	51,497.3	53,233.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	5,869.7	6,873.2	5,807.1	5,588.4	5,884.0
당기순이익(손실)	1,892.1	2,428.7	2,344.6	2,475.2	2,536.9
유형자산상각비	2,911.1	3,015.5	3,055.9	3,235.9	3,399.3
무형자산상각비	356.6	430.2	381.3	358.8	359.5
운전자본의 증감	-2,052.5	761.9	217.9	-241.2	-197.0
투자활동 현금흐름	-2,648.0	-3,071.1	-5,170.0	-5,098.1	-5,123.6
유형자산의증가(CAPEX)	-2,135.6	-3,109.7	-5,000.0	-5,000.0	-5,000.0
투자자산의감소(증가)	393.1	129.8	211.3	260.7	236.0
재무활동 현금흐름	-3,195.1	-4,055.6	-819.9	-321.4	-822.4
차입금의 증감	-942.4	-1,373.3	0.0	500.0	0.0
자본의 증가	-2.0	-39.3	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	31.3	-171.1	-182.8	168.9	-61.9
기초현금	2,612.5	2,643.9	2,472.7	2,290.0	2,458.8
기말현금	2,643.9	2,472.7	2,290.0	2,458.8	2,396.9

Key Financial Data

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	745,271	742,425	746,578	752,754	763,049
EPS(지배주주)	19,391	25,610	25,547	26,970	27,643
CFPS	105,931	89,458	79,956	84,108	87,643
EBITDAPS	101,050	87,418	79,920	84,711	88,315
BPS	497,452	514,806	531,164	548,946	567,400
DPS	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
배당수익률(%)	4.1	4.2	4.1	4.1	4.1
Valuation(Multiple)					
PER	12.5	9.2	9.5	9.0	8.7
PCR	2.3	2.6	3.0	2.9	2.8
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
EBITDA	8,810.2	7,621.7	6,968.0	7,385.7	7,699.9
EV/EBITDA	3.9	4.3	4.8	4.6	4.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.9	5.1	4.9	5.0	5.0
EBITDA 이익률	13.6	11.8	10.7	11.3	11.6
부채비율	67.3	62.4	60.3	59.5	57.7
금융비용부담률	1.1	1.2	1.1	1.2	1.2
이자보상배율(x)	7.5	5.6	4.8	4.8	4.8
매출채권회전율(x)	7.5	7.5	7.7	7.7	7.7
재고자산회전율(x)	6.1	5.7	5.8	5.8	5.8