

투자이견(유지)	매수
목표주가(12M,하향)	▼ 250,000원
현재주가(20/04/13)	181,000원
상승여력	38%

영업이익(20F,십억원)	2,018
Consensus 영업이익(20F,십억원)	3,106
EPS 성장률(20F,%)	-28.4
MKT EPS 성장률(20F,%)	40.5
P/E(20F,x)	12.0
MKT P/E(20F,x)	11.4
KOSPI	1,825.76

시가총액(십억원)	15,781
발행주식수(백만주)	87
유동주식비율(%)	69.5
외국인 보유비중(%)	51.0
베타(12M) 일간수익률	1.12
52주 최저가(원)	138,000
52주 최고가(원)	271,500

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.8	-19.7	-32.7
상대주가	2.7	-10.1	-17.7



[첨단금속소재/기계]

이재광
 02-3774-6022
 jkhee@miraeasset.com

POSCO (005490)

2분기 실적 악화는 불가피

코로나19 확산 영향으로 2분기 실적 악화 불가피

예상치 못한 코로나19의 글로벌 확산으로 당초 계획했던 판매가격 인상은 어려워진 것으로 판단. 1분기 실적은 전분기와 유사하겠으나 가격 인상을 예상했던 당초 전망보다는 낮은 수준. 리드타임 감안했을 때, 코로나19 영향은 2분기부터 영향을 미칠 것으로 전망. 제품가격 하락이 원재료가격 하락보다 커 수익성 악화가 우려되기 때문. 중국 열연 수출가격은 1분기 평균 톤당 467달러였으나, 지난 주말 기준 톤당 402달러로 65달러 하락. 반면 세션원가(철광석과 원료탄 투입가격)는 1분기 평균 톤당 252달러에서 톤당 229달러로 24달러 하락에 그쳐 말미진은 1분기 평균 대비 톤당 41달러 감소한 상황.

실적 회복은 3분기 이후부터 가능할 것이나 속도는 완만할 것

실적 회복 시기는 코로나19 종결에 달림. 백신 혹은 치료제 개발이 완료되기까지는 바이러스 확산을 막기 위한 사회적 거리두기가 글로벌 경제활동을 위축(예:자동차 공장 가동 중단 등)시킬 것이기 때문. 중국의 선례를 봤을 때, 바이러스 발발 후 피크까지는 약 2개월이 걸렸음을 감안하면 중국 외 지역의 피크는 4월~5월로 예상되기 때문에 3분기부터는 수요 회복에 따른 실적 회복을 기대할 수 있음.

단, 철강사, 특히 동사와 같은 고로사의 실적 회복 속도는 완만하게 이루어질 것으로 봄. 고로의 비탄력적인 공급 특성 상, 수요 감소 전망에도 불구하고 공급은 그에 준하여 감소하는데 한계가 있기 때문. 실제 중국만 해도 코로나19 확산에 따른 경제활동 위축으로 각종 경제 지표가 전례 없는 급락을 보였던 2월 전국 평균 고로가동률은 63%로 전월비 4%p 하락에 그쳤었음. 즉, 예상대로 3분기부터 전방수요가 회복된다 하더라도 늘어난 재고로 인해 급격한 가격 상승으로 이어지기는 어려울 것.

매력적인 밸류에이션과 적극적인 주주환원정책이 주가 하방 지지할 전망

역사적 저점 수준의 밸류에이션(P/B 0.3배)은 분명 매력적이고, 사측의 적극적인 주주환원 정책(1조원 자사주 매입, 배당성향 30% 유지)은 주가의 하방리스크를 완화시켜줄 것으로 전망. 하지만 코로나19 팬데믹 상황은 한번도 경험해보지 못한 것으로 회복 시기 전망은 불확실성이 높음. 현재 우리의 수익추정은 2분기 중 코로나19 확산 완화 후 3분기 글로벌 경제 활동 회복을 가정한 것. 이를 종합해봤을 때, 중장기적인 관점에서의 매수 접근은 유효하다고 판단함. 목표주가는 철강 가격 하락 반영에 따른 지속가능한 ROIC 하향 조정으로 기존 330,000원에서 250,000원으로 하향 조정함.

결산기 (12월)	12/17	12/18	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
매출액 (십억원)	60,655	64,978	64,367	61,566	62,623	63,721
영업이익 (십억원)	4,622	5,543	3,869	2,018	2,738	2,803
영업이익률 (%)	7.6	8.5	6.0	3.3	4.4	4.4
순이익 (십억원)	2,790	1,691	1,835	1,314	1,803	1,848
EPS (원)	32,001	19,391	21,048	15,076	20,678	21,192
ROE (%)	6.5	3.9	4.2	2.9	4.0	4.0
P/E (배)	10.4	12.5	11.2	12.0	8.8	8.5
P/B (배)	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
배당수익률 (%)	2.4	4.1	4.2	5.5	5.5	5.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: POSCO, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 철광석 가격



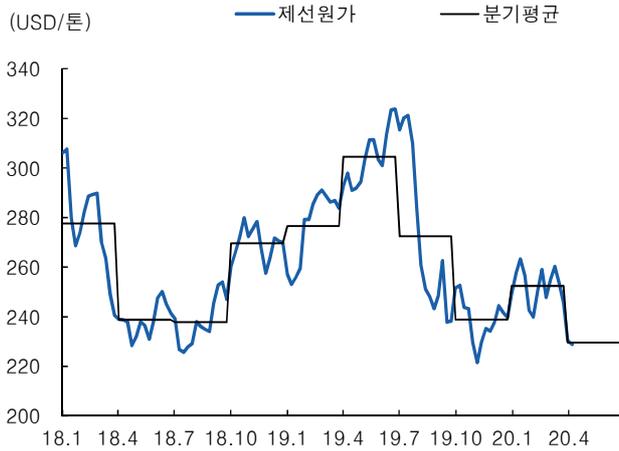
자료: Fastmarkets, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 원료탄 가격



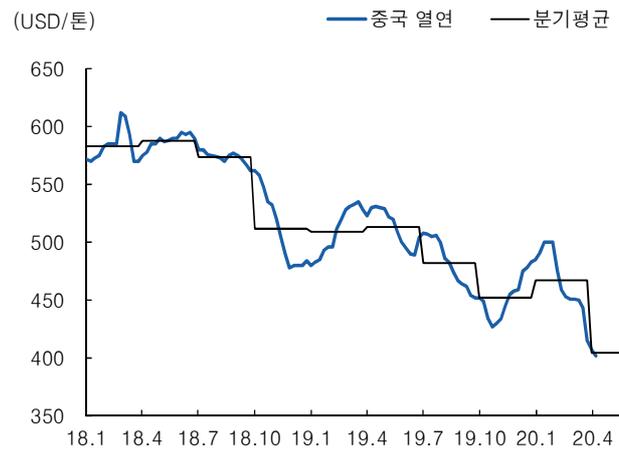
자료: Fastmarkets, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 제선원가



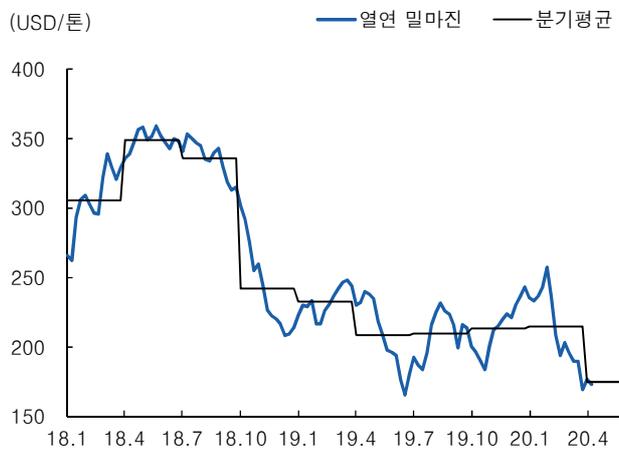
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 열연 가격



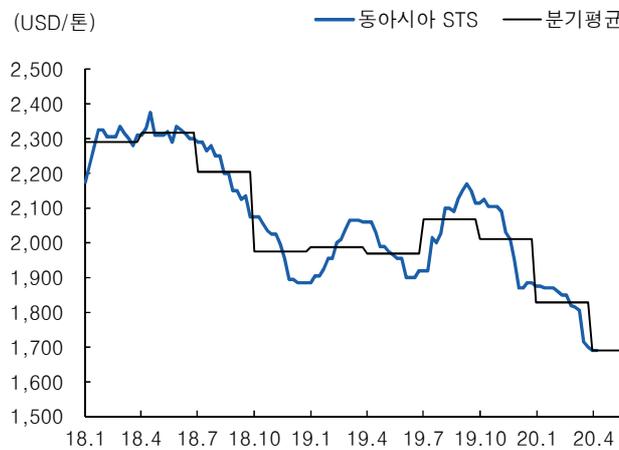
자료: Platts, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 열연 밀마진



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. STS 가격



자료: Platts, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 실적 추정

(십억원,%)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019	2020F
매출액	16,014	16,321	15,988	16,043	15,503	15,461	15,043	15,560	64,978	64,367	61,566
POSCO(별도)	7,816	7,476	7,736	7,345	7,305	6,615	6,790	6,862	30,659	30,374	27,573
종속회사	8,198	8,845	8,252	8,698	8,198	8,845	8,252	8,698	34,318	33,993	33,993
영업이익	1,203	1,069	1,040	559	570	287	463	698	5,543	3,870	2,018
POSCO(별도)	832	724	662	367	365	198	340	480	3,809	2,586	1,384
종속회사	370	344	377	192	205	88	124	217	1,733	1,284	635
영업이익률	7.5	6.5	6.5	3.5	3.7	1.9	3.1	4.5	8.5	6.0	3.3
POSCO(별도)	10.7	9.7	8.6	5.0	5.0	3.0	5.0	7.0	12.4	8.5	5.0
종속회사	5.8	5.6	6.1	3.2	3.5	1.7	2.3	4.0	7.0	5.2	2.9
세전이익	1,147	970	853	83	550	266	443	677	3,563	3,053	1,936
지배주주순이익	741	612	431	51	373	181	301	460	1,691	1,835	1,314

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 2. Global Peer Valuation Table

(x,%)

	P/E		P/B		EV/EBITDA		OPM		ROE		Dividend Yield	
	LTM	NTM	LTM	NTM	LTM	NTM	LTM	NTM	LTM	NTM	LTM	NTM
POSCO	7.3	7.1	0.3	0.3	3.4	3.6	5.8	5.6	4.1	4.3	6.0	5.9
현대제철	45.1	11.7	0.1	0.1	7.4	6.9	1.8	2.8	0.3	1.2	4.0	4.0
ArcelorMittal	-	8.6	0.3	0.2	5.1	5.3	3.1	3.8	(0.5)	2.9	3.0	3.2
Nucor	10.5	15.8	1.1	1.1	5.9	7.2	8.2	6.9	10.9	7.0	4.1	4.1
Baoshan I&S	9.1	8.8	0.6	0.6	3.9	3.9	5.9	6.0	6.6	6.7	5.6	5.7
Nippon Steel	-	98.1	0.3	0.3	9.9	7.9	(5.2)	(0.7)	(15.4)	0.3	1.2	2.9

주: LTM=Last Twelve Months, NTM=Next Twelve Months

자료: Refinitiv, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 목표주가 산출

Sustainable ROIC	%	5.4
WACC	%	7.8
Fundamental EV/IC	%	0.7
IC	KRW bn	45,000
EV	KRW bn	31,104
Net debt	KRW bn	7,500
Minority interest	KRW bn	3,300
Fair market cap	KRW bn	20,304
No of shares	mn	80
Target price	KRW	250,000

자료: 미래에셋대우 리서치센터

POSCO (005490)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
매출액	64,367	61,566	62,623	63,721
매출원가	58,116	57,044	57,338	58,326
매출총이익	6,251	4,522	5,285	5,395
판매비와관리비	2,381	2,504	2,547	2,592
조정영업이익	3,869	2,018	2,738	2,803
영업이익	3,869	2,018	2,738	2,803
비영업손익	-816	-82	-83	-82
금융손익	-403	-242	-242	-242
관계기업등 투자손익	274	120	120	120
세전계속사업손익	3,053	1,936	2,655	2,721
계속사업법인세비용	1,071	581	797	816
계속사업이익	1,983	1,355	1,859	1,905
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	1,983	1,355	1,859	1,905
지배주주	1,835	1,314	1,803	1,848
비지배주주	148	41	56	57
총포괄이익	2,129	1,355	1,859	1,905
지배주주	1,998	1,022	1,401	1,436
비지배주주	131	333	457	469
EBITDA	7,330	5,468	6,118	6,121
FCF	3,485	2,217	2,203	2,235
EBITDA 마진율 (%)	11.4	8.9	9.8	9.6
영업이익률 (%)	6.0	3.3	4.4	4.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.9	2.1	2.9	2.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
유동자산	34,842	35,791	37,487	39,184
현금 및 현금성자산	3,515	4,552	5,860	7,200
매출채권 및 기타채권	9,145	8,973	9,214	9,376
재고자산	10,920	11,003	11,150	11,346
기타유동자산	11,262	11,263	11,263	11,262
비유동자산	44,216	43,566	42,986	42,469
관계기업투자등	3,928	3,928	3,928	3,928
유형자산	29,926	29,515	29,148	28,820
무형자산	4,908	4,669	4,457	4,267
자산총계	79,059	79,357	80,473	81,653
유동부채	16,324	16,353	16,412	16,488
매입채무 및 기타채무	4,256	4,285	4,344	4,420
단기금융부채	8,775	8,775	8,775	8,775
기타유동부채	3,293	3,293	3,293	3,293
비유동부채	14,940	14,940	14,940	14,940
장기금융부채	12,451	12,451	12,451	12,451
기타비유동부채	2,489	2,489	2,489	2,489
부채총계	31,264	31,294	31,352	31,428
지배주주지분	44,472	44,701	45,702	46,749
자본금	482	482	482	482
자본잉여금	1,376	1,376	1,376	1,376
이익잉여금	45,080	45,593	46,595	47,642
비지배주주지분	3,323	3,363	3,419	3,476
자본총계	47,795	48,064	49,121	50,225

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
영업활동으로 인한 현금흐름	6,005	4,817	4,803	4,835
당기순이익	1,983	1,355	1,859	1,905
비현금수익비용가감	5,749	3,959	4,104	4,061
유형자산감가상각비	3,030	3,011	2,967	2,928
무형자산상각비	431	439	413	390
기타	2,288	509	724	743
영업활동으로인한자산및부채의변동	-41	118	-329	-281
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	430	148	-216	-148
재고자산 감소(증가)	794	-83	-147	-196
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-733	38	40	61
법인세납부	-1,513	-581	-797	-816
투자활동으로 인한 현금흐름	-3,683	-2,800	-2,800	-2,800
유형자산처분(취득)	-2,467	-2,600	-2,600	-2,600
무형자산감소(증가)	-275	-200	-200	-200
장단기금융자산의 감소(증가)	-954	0	0	0
기타투자활동	13	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-1,512	-815	-815	-815
장단기금융부채의 증가(감소)	780	0	0	0
자본의 증가(감소)	-34	0	0	0
배당금의 지급	-946	-801	-801	-801
기타재무활동	-1,312	-14	-14	-14
현금의 증가	871	1,037	1,308	1,340
기초현금	2,644	3,515	4,552	5,860
기말현금	3,515	4,552	5,860	7,200

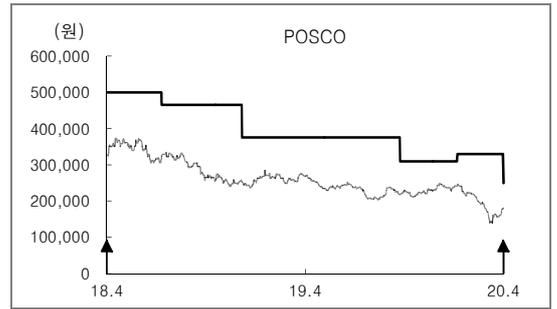
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
P/E (x)	11.2	12.0	8.8	8.5
P/CF (x)	2.7	3.0	2.6	2.6
P/B (x)	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA (x)	4.4	5.7	5.2	5.2
EPS (원)	21,048	15,076	20,678	21,192
CFPS (원)	88,677	60,949	68,394	68,431
BPS (원)	527,375	529,993	541,482	553,485
DPS (원)	10,000	10,000	10,000	10,000
배당성향 (%)	40.4	59.1	43.1	42.1
배당수익률 (%)	4.2	5.5	5.5	5.5
매출액증가율 (%)	-0.9	-4.4	1.7	1.8
EBITDA증가율 (%)	-16.8	-25.4	11.9	0.0
조정영업이익증가율 (%)	-30.2	-47.8	35.7	2.4
EPS증가율 (%)	8.5	-28.4	37.2	2.5
매출채권 회전을 (회)	7.6	7.4	7.5	7.5
재고자산 회전을 (회)	5.7	5.6	5.7	5.7
매입채무 회전을 (회)	15.6	16.6	16.5	16.5
ROA (%)	2.5	1.7	2.3	2.3
ROE (%)	4.2	2.9	4.0	4.0
ROIC (%)	5.0	2.8	3.8	4.0
부채비율 (%)	65.4	65.1	63.8	62.6
유동비율 (%)	213.4	218.9	228.4	237.7
순차입금/자기자본 (%)	17.4	25.0	25.1	25.2
조정영업이익/금융비용 (x)	5.1	2.7	3.7	3.8

자료: POSCO, 미래에셋대우 리서치센터

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
POSCO(005490)				
2020.04.13	매수	250,000	-	-
2020.01.19	매수	330,000	-41.85	-25.15
2019.10.06	매수	310,000	-26.14	-19.84
2018.12.19	매수	375,000	-34.87	-24.00
2018.07.24	매수	465,000	-38.69	-28.06
2018.01.28	매수	500,000	-30.79	-21.00



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(-), 목표주가(—), Not covered(□)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
82.04%	12.57%	5.39%	0.00%

* 2020년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 POSCO의 자기주식 취득 및 처분을 위한 신탁 업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 POSCO(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.