



BUY(Maintain)

목표주가: 230,000원

주가(01/11): 161,500원

시가총액: 140,807억원

철강

Analyst 박종국

02) 3787-5152

jkpark@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (01/11)		1,894.84pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	290,500원	161,500원
등락률	-44.41%	0.00%
수익률	절대	상대
1M	-5.0%	-2.3%
6M	-22.4%	-16.8%
1Y	-44.4%	-43.5%

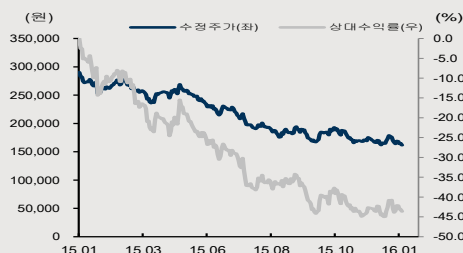
Company Data

발행주식수	87,187천주
일평균 거래량(3M)	355천주
외국인 지분율	47.09%
배당수익률(15E)	4.80%
BPS(15E)	460,331원
주요 주주	국민연금 7.8%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2013	2014	2015E	2016E
매출액	618,646	650,984	585,387	587,445
보고영업이익	29,961	32,135	25,510	24,594
핵심영업이익	29,961	32,135	25,510	24,594
EBITDA	56,817	64,521	55,480	55,101
세전이익	19,462	13,781	3,112	15,095
순이익	13,552	5,567	-837	10,265
지배주주지분순이익	13,764	6,261	1,304	11,389
EPS(원)	15,787	7,181	1,496	13,063
증감률(%YoY)	-44.1	-54.5	-79.2	773.3
PER(배)	20.7	38.4	111.3	12.7
PBR(배)	0.7	0.6	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	8.2	6.7	2.3	6.5
보고영업이익률(%)	4.8	4.9	4.4	4.2
핵심영업이익률(%)	4.8	4.9	4.4	4.2
ROE(%)	3.1	1.2	-0.2	2.3
순부채비율(%)	41.0	48.4	50.8	51.3

Price Trend



실적프리뷰

POSCO (005490)

4분기는 이미 지났다



4분기 실적은 부진할 전망이다. 철강재 가격의 하락폭이 철광석 가격의 하락폭을 상회하여 롤마진이 악화된 것이 주 요인으로 판단된다. 하지만 PBR 0.35배(2016년 기준)의 현주가 수준은 이러한 부정적인 실적이 기반되었다고 판단하며, 지나간 실적보다는 2016년 철강업황 개선 여부에 주목할 필요가 있다고 생각한다.

>>> 4Q15 영업이익 시장기대치 하회 전망

4분기 별도 실적은 매출액 5조 9,650억원(QoQ -5.3%, YoY -16.5%), 영업이익 4,512억원(QoQ -29.3%, YoY -28.6%), 연결 실적은 매출액 14조 2,523억원(QoQ 1.8%, YoY -14.6%), 영업이익 4,815억원(QoQ -26.1%, YoY -37.0%)으로 별도, 연결 모두 낮아진 시장기대치(별도 5223억원, 연결 5820억원)에도 미치지 못 할 전망이다.

POSCO 부진의 가장 큰 이유는 지속되고 있는 철강업황 부진과 그에 따른 판매단가 하락이다. 철강 수요 개선 시그널의 부재로 동아시아 열연코일 가격(CFR 기준)이 2015년 12월 11일 265.0\$/ton으로 연초대비 -41.4% 하락하며 연중 최저를 기록하는 등 4분기 평균 가격은 전분기 대비 38.4\$/ton(QoQ -12.4%) 하락하였다. 반면, 철광석의 경우 같은기간 8.2\$/ton(QoQ -14.9%)감소하는데 그쳐 철강사들의 이익에 부정적으로 작용했을 것으로 판단된다. 따라서 동사의 철강재 ASP 또한 전분기 대비 48천원/톤 하락하는 동안 원재료 투입단가는 5천원~만원/톤 수준의 감소에 그쳐 롤마진이 전분기 35~40천원/톤 하락했을 것으로 추정된다.

>>> 2016년은 2015년보단 괜찮다

2015년 최악의 시기를 겪은 철강산업은 2016년에도 업황회복이 가시적인 않다. 그럼에도 불구하고 2015년보단 나아질 것으로 판단한다. 공급 측면에서 2016년이 중국의 13차 5개년 계획의 첫해로서 과잉산업에 대한 구조조정 가능성이 크며, 수요 측면에서도 하반기로 갈수록 일대일로의 구체화로 수요 개선 기대감이 있기 때문이다. 업황의 추가적인 악화보다는 개선 가능성에 주목해야 할 한 해라고 판단하며, 업황 회복시 동사의 실적은 큰 폭으로 개선 될 가능성이 있다.

>>> 목표주가 230,000원으로 하향, 투자의견 buy 유지

동사에 대한 목표주가는 230,000원으로 하향하지만, 투자의견은 Buy로 유지한다. 목표주가는 연결기준 2016년 BPS에 target multiple 0.50배 적용하였다. 투자의견 Buy 유지의 근거는 2015년과 같은 대규모 일회성 비용 발생은 제한적이며, 4.9%의 높은 배당 수익률 감안시 하방경직성을 확보했다는 판단으로 밸류에이션 매력에 있기 때문이다.

4Q15 실적 전망(IFRS연결)

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15E		차이 (%, %p)	YoY (%, %p)	QoQ (%, %p)
					당사추정	컨센서스			
매출액(억원)	16,685	15,101	15,189	13,996	14,252	14,652	-2.7	-14.6	1.8
영업이익(억원)	764	731	686	652	481	583	-17.4	-37.0	-26.1
순이익(억원)	-193	339	198	-542	135	160	-15.3	흑전	흑전
영업이익률(%)	4.6	4.8	4.5	4.7	3.4	4.0	-0.6	-1.2	-1.3
순이익률(%)	-1.2	2.2	1.3	-3.9	0.9	1.1	-0.1	2.1	4.8

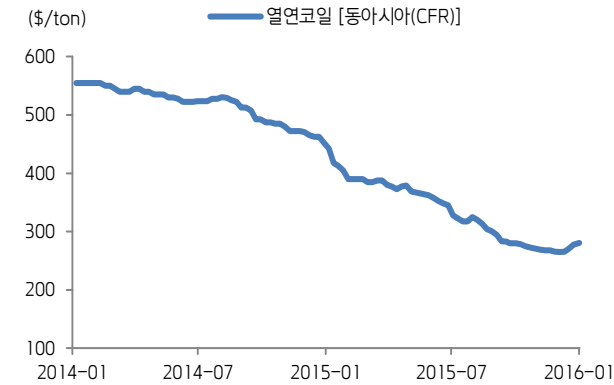
자료: POSCO, 키움증권,

포스코 실적 추정 (단위: 십억원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2014	2015E	2016E
포스코 별도											
매출	6,788	6,576	6,299	5,965	5,837	6,144	6,122	6,272	29,219	25,627	24,375
총철강재	6,343	6,152	5,889	5,577	5,457	5,745	5,724	5,864	27,451	23,961	22,790
탄소강	5,428	5,213	4,992	4,703	4,615	4,834	4,819	4,964	23,724	20,336	19,230
탄소강ASP(천원/톤)	670	620	598	552	559	563	567	570	727	610	565
탄소강제품판매량(천톤)	8,102	8,410	8,345	8,527	8,257	8,579	8,506	8,704	32,649	33,384	34,046
매출총이익	1,076	1,034	1,119	907	915	994	998	1,012	4,263	4,170	3,919
영업이익	622	608	638	451	492	534	530	533	2,350	2,318	2,090
이익률(%)											
매출총이익률	15.8	15.7	17.8	15.2	15.7	16.2	16.3	16.1	14.6	16.3	16.1
영업이익률	9.2	9.2	10.1	7.6	8.4	8.7	8.7	8.5	8.0	9.0	8.6
YoY(%)											
매출	-7.8	-11.4	-13.6	-16.5	-14.0	-6.6	-2.8	5.1	-4.3	-12.3	-4.9
총철강재	-8.5	-11.7	-14.2	-16.6	-14.0	-6.6	-2.8	5.1	-5.0	-12.7	-4.9
탄소강	-10.0	-13.5	-15.4	-18.4	-15.0	-7.3	-3.5	5.5	-4.9	-14.3	-5.4
탄소강ASP	-11.3	-16.4	-16.3	-20.7	-16.6	-9.1	-5.3	3.4	-6.3	-16.1	-7.4
탄소강제품판매량	1.4	3.5	1.2	2.9	1.9	2.0	1.9	2.1	1.5	2.3	2.0
매출총이익	10.8	0.9	0.5	-21.4	-14.9	-7.0	-10.8	11.6	5.3	-2.2	-6.0
영업이익	20.1	7.5	0.5	-28.6	-20.8	-12.1	-16.9	18.2	6.1	-1.4	-9.9
이익률(%)											
매출총이익률	2.7	1.9	2.5	-1.0	-0.2	-0.1	-1.5	0.9	1.3	1.7	-0.2
영업이익률	2.1	1.6	1.4	-1.3	-0.7	-0.5	-1.5	0.9	0.8	1.0	-0.5
포스코연결											
매출	15,101	15,189	13,996	14,252	14,303	14,368	14,448	15,626	65,098	58,539	58,744
영업이익	731	686	652	481	597	591	584	687	3,214	2,551	2,459
영업이익률(%)	4.8	4.5	4.7	3.4	4.2	4.1	4.0	4.4	4.9	4.4	4.2
YoY											
매출액	-2.2	-9.1	-14.0	-14.6	-5.3	-5.4	3.2	9.6	5.2	-10.1	0.4
영업이익	0.0	-18.2	-25.8	-37.0	-18.3	-13.9	-10.4	42.7	7.3	-20.6	-3.6
영업이익률(%pt)	0.1	-0.5	-0.7	-1.2	-0.7	-0.4	-0.6	1.0	0.1	-0.6	-0.2

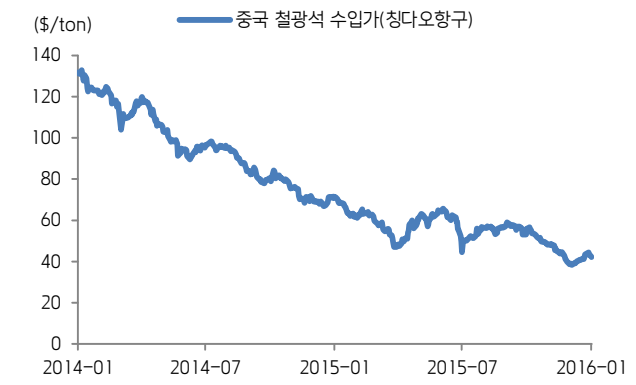
자료: POSCO, 키움증권,

동아시아 열연 가격 추이



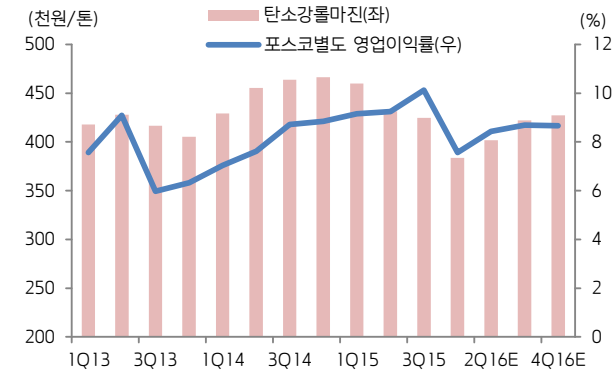
자료: Bloomberg, 키움증권

중국 철광석 가격 추이



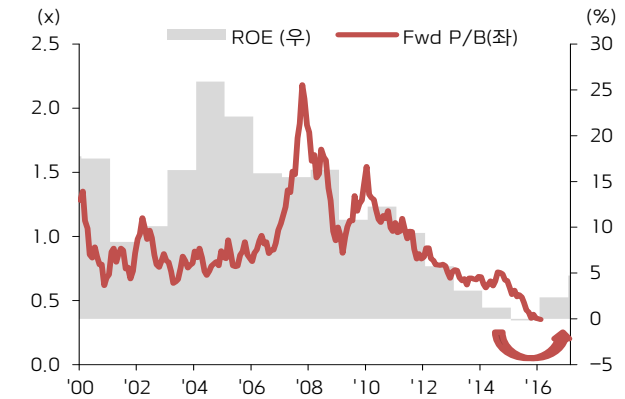
자료: Bloomberg, 키움증권

탄소강 롤마진과 포스코 이익률 추이



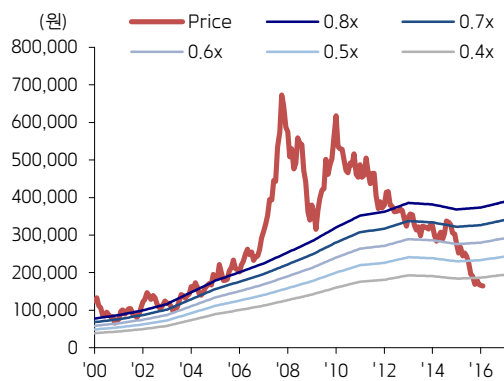
자료: POSCO, 키움증권, 주: 별도기준

12m Fwd PBR과 ROE 추이



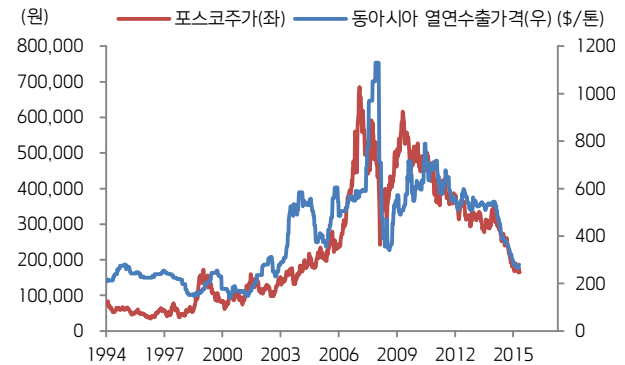
자료: POSCO, 키움증권, 주: 연결기준

12m Fwd PBR 밴드



자료: POSCO, 키움증권

열연가격과 동행하는 포스코 주가



자료: Bloomberg, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	618,646	650,984	585,387	587,445	632,295
매출원가	550,046	578,150	519,871	523,847	558,208
매출총이익	68,601	72,834	65,516	63,598	74,087
판매비및일반관리비	38,639	40,699	40,006	39,003	39,202
영업이익(보고)	29,961	32,135	25,510	24,594	34,884
영업이익(핵심)	29,961	32,135	25,510	24,594	34,884
영업외손익	-10,500	-18,354	-22,397	-9,499	-4,695
이자수익	2,604	2,283	2,029	1,680	2,217
배당금수익	592	478	590	411	465
외환이익	15,087	14,757	13,336	0	0
이자비용	6,577	7,956	8,234	7,590	7,377
외환손실	12,724	14,626	18,000	0	0
관계기업지분손익	-1,721	-2,586	-3,947	0	0
투자및기타자산처분손익	700	1,950	2,566	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-5,596	-5,970	-3,260	0	0
기타	-2,865	-6,684	-7,477	-4,000	0
법인세차감전이익	19,462	13,781	3,112	15,095	30,189
법인세비용	5,910	8,215	3,950	4,831	9,057
유효법인세율 (%)	30.4%	59.6%	126.9%	32.0%	30.0%
당기순이익	13,552	5,567	-837	10,265	21,132
지배주주지분순이익(억원)	13,764	6,261	1,304	11,389	23,246
EBITDA	56,817	64,521	55,480	55,101	65,846
현금순이익(Cash Earnings)	40,407	37,952	29,133	40,772	52,094
수정당기순이익	16,961	7,190	-352	10,265	21,132
증감율(% YoY)					
매출액	-2.7	5.2	-10.1	0.4	7.6
영업이익(보고)	-18.0	7.3	-20.6	-3.6	41.8
영업이익(핵심)	-18.0	7.3	-20.6	-3.6	41.8
EBITDA	-8.6	13.6	-14.0	-0.7	19.5
지배주주지분 당기순이익	-44.1	-54.5	-79.2	773.3	104.1
EPS	-44.1	-54.5	-79.2	773.3	104.1
수정순이익	-31.1	-57.6	N/A	N/A	105.9

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	47,621	32,385	38,513	40,456	40,645
당기순이익	13,552	5,567	-837	10,265	21,132
감가상각비	25,055	28,946	26,749	27,489	28,135
무형자산상각비	1,800	3,439	3,222	3,018	2,827
외환손익	0	0	4,664	0	0
자산처분손익	1,353	650	-2,566	0	0
지분법손익	1,798	2,999	3,947	0	0
영업활동자산부채 증감	-2,124	-20,876	18,446	274	-11,037
기타	6,187	11,659	-15,112	-590	-411
투자활동현금흐름	-88,501	-37,728	-30,492	-38,154	-41,799
투자자산의 처분	-18,377	-2,421	6,028	-164	-3,567
유형자산의 처분	822	628	0	0	0
유형자산의 취득	-65,696	-35,055	-36,500	-36,000	-36,000
무형자산의 처분	-5,382	-3,348	0	0	0
기타	133	359	-20	-1,990	-2,233
재무활동현금흐름	37,268	3,363	-18,548	-16,340	-4,937
단기차입금의 증가	2,809	12,391	0	0	0
장기차입금의 증가	22,527	-2,797	-10,000	-10,000	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-6,486	-6,770	-6,382	-6,382	-6,382
기타	18,417	539	-2,166	42	1,446
현금및현금성자산의순증가	-4,720	-3,974	-10,527	-14,038	-6,091
기초현금및현금성자산	46,805	42,086	38,112	27,585	13,547
기말현금및현금성자산	42,086	38,112	27,585	13,547	7,457
Gross Cash Flow	49,746	53,261	20,067	40,181	51,683
Op Free Cash Flow	-25,484	-13,913	29,774	11,997	8,344

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	316,662	326,274	286,710	273,583	287,345
현금및현금성자산	42,086	38,112	27,585	13,547	7,457
유동금융자산	33,050	17,414	15,659	15,714	16,914
매출채권및유동채권	143,504	144,750	130,164	130,622	140,594
재고자산	97,984	104,713	94,162	94,493	101,707
기타유동비금융자산	39	21,285	19,140	19,207	20,674
비유동자산	527,892	526,248	527,126	535,323	545,711
장기매출채권및기타비유동채권	4,512	4,915	4,420	4,435	4,774
투자자산	93,505	85,514	78,584	79,283	82,061
유형자산	357,601	352,412	362,163	370,674	378,539
무형자산	59,298	68,850	65,628	62,610	59,784
기타비유동자산	12,976	14,557	16,331	18,322	20,554
자산총계	844,554	852,522	813,836	808,906	833,057
유동부채	202,412	218,770	209,784	210,919	218,637
매입채무및기타유동채무	86,429	81,174	72,994	73,251	78,843
단기차입금	73,709	92,664	92,664	92,664	92,664
유동성장기차입금	33,570	29,510	29,510	29,510	29,510
기타유동부채	8,703	15,423	14,617	15,495	17,621
비유동부채	183,922	180,838	168,326	158,380	160,062
장기매입채무및비유동채무	3,708	3,433	3,087	3,098	3,335
사채및장기차입금	155,722	152,576	142,576	132,576	132,576
기타비유동부채	24,492	24,829	22,663	22,706	24,152
부채총계	386,334	399,608	378,111	369,299	378,699
자본금	4,824	4,824	4,824	4,824	4,824
주식발행초과금	4,638	4,638	4,638	4,638	4,638
이익잉여금	410,906	409,676	405,119	410,630	427,968
기타자본	-9,878	-13,233	-13,233	-13,233	-13,233
지배주주지분자본총계	420,460	415,874	401,348	406,859	424,197
비지배주주지분자본총계	37,760	37,040	34,377	32,749	30,160
자본총계	458,220	452,914	435,725	439,607	454,357
순차입금	187,866	219,224	221,505	225,488	230,379
총차입금	263,001	274,750	264,750	254,750	254,750

투자지표

(단위: 원, %, 배)

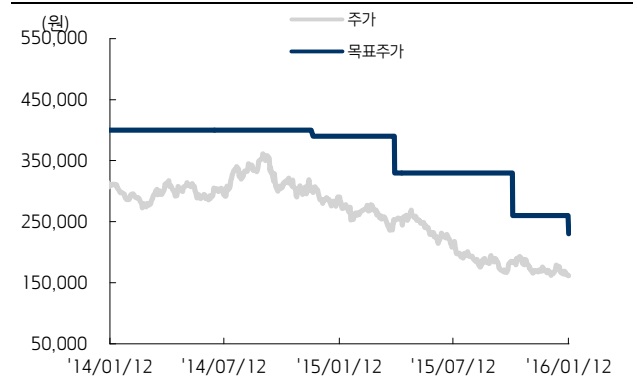
12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	15,787	7,181	1,496	13,063	26,662
BPS	482,252	476,991	460,331	466,651	486,538
주당EBITDA	65,167	74,003	63,634	63,199	75,523
CFPS	46,346	43,530	33,415	46,764	59,750
DPS	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000
주가배수(배)					
PER	20.7	38.4	111.3	12.7	6.2
PBR	0.7	0.6	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	8.2	6.7	2.3	6.5	5.5
PCFR	7.0	6.3	5.0	3.6	2.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.8	4.9	4.4	4.2	5.5
영업이익률(핵심)	4.8	4.9	4.4	4.2	5.5
EBITDA margin	9.2	9.9	9.5	9.4	10.4
순이익률	2.2	0.9	-0.1	1.7	3.3
자기자본이익률(ROE)	3.1	1.2	-0.2	2.3	4.7
투자자본이익률(ROIC)	3.9	2.3	3.1	3.0	4.2
안정성(%)					
부채비율	84.3	88.2	86.8	84.0	83.3
순차입금비율	41.0	48.4	50.8	51.3	50.7
이자보상배율(배)	4.6	4.0	3.1	3.2	4.7
활동성(배)					
매출채권회전율	4.3	4.5	4.3	4.5	4.7
재고자산회전율	6.1	6.4	5.9	6.2	6.4
매입채무회전율	7.3	7.8	7.6	8.0	8.3

- 당사는 01월 11일 현재 'POSCO' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 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.

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
POSCO	2013-10-25	BUY(Maintain)	373,000원
(005490)	2013-11-07	BUY(Maintain)	400,000원
	2013-11-14	BUY(Maintain)	400,000원
	2014-01-29	BUY(Maintain)	400,000원
담당자 변경	2014-11-30	BUY(Reinitiate)	390,000원
담당자 변경	2015-04-20	BUY(Reinitiate)	330,000원
	2015-04-22	BUY(Maintain)	330,000원
	2015-06-23	BUY(Maintain)	330,000원
	2015-06-29	BUY(Maintain)	330,000원
	2015-07-16	BUY(Maintain)	330,000원
	2015-08-12	BUY(Maintain)	330,000원
	2015-10-15	BUY(Maintain)	260,000원
	2015-10-21	BUY(Maintain)	260,000원
	2015-11-24	BUY(Maintain)	260,000원
	2016-01-12	BUY(Maintain)	230,000원

목표주가 추이



투자 의견 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 (2015/1/1~2015/12/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	178	93.19%
중립	13	6.81%
매도	0	0.00%