



## BUY(Maintain)

목표주가: 230,000원

주가(01/28): 174,500원

시가총액: 152,141억원

## 철강

Analyst 박종국

02) 3787-5152

jkpark@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (01/28)		1,906.94pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	290,500원	162,000원
등락률	-43.20%	1.85%
수익률	절대	상대
1M	-0.9%	0.7%
6M	-22.9%	-18.9%
1Y	-42.3%	-42.7%

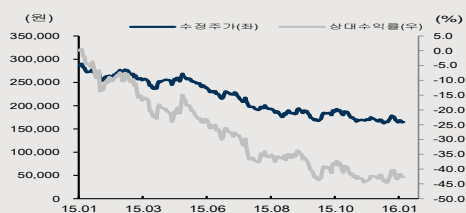
## Company Data

발행주식수	87,187천주
일평균 거래량(3M)	355천주
외국인 지분율	47.09%
배당수익률(15E)	4.80%
BPS(15E)	460,912원
주요 주주	국민연금 7.8%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2013	2014	2015E	2016E
매출액	618,646	650,984	581,919	582,003
보고영업이익	29,961	32,135	24,096	22,329
핵심영업이익	29,961	32,135	24,096	22,329
EBITDA	56,817	64,521	54,067	52,836
세전이익	19,462	13,781	1,806	12,813
순이익	13,552	5,567	-963	9,610
지배주주지분순이익	13,764	6,261	1,810	10,571
EPS(원)	15,787	7,181	2,076	12,124
증감률(%YoY)	-44.1	-54.5	-71.1	483.9
PER(배)	20.7	38.4	80.2	13.7
PBR(배)	0.7	0.6	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	8.2	6.7	2.7	6.8
보고영업이익률(%)	4.8	4.9	4.1	3.8
핵심영업이익률(%)	4.8	4.9	4.1	3.8
ROE(%)	3.1	1.2	-0.2	2.2
순부채비율(%)	41.0	48.4	50.6	51.2

## Price Trend



## 실적리뷰

## POSCO (005490)

## Goodbye 2015



실망스러운 4분기 실적을 기록하며 결국 2015년은 순손실을 기록한 해가 되었다. 하지만, 2015년 4분기 철강업황은 분명 최악이었고, PBR 0.37배 수준의 주가엔 이미 기반영되어 있다고 판단한다. 이젠 2015년 12월부터 미약하게나마 개선되는 업황 분위기에 주목해야 한다고 판단한다.

## &gt;&gt;&gt; 예상됐던 부진보다 부진한 4분기

4분기 별도 실적은 매출액 5조 8,731억원(QoQ -5.6%, YoY -16.8%), 영업이익 3,712억원(QoQ -41.8%, YoY -41.3%), 연결 실적은 매출액 13조 9,055억원(QoQ -0.6%, YoY -16.7%), 영업이익 3,407억원(QoQ -47.7%, YoY -55.4%)으로 별도, 연결 모두 낮아진 시장기대치(별도 4566억원, 연결 5125억원)를 각각 18%, 30% 하회하는 극히 부진한 실적을 기록했다.

POSCO 실적 부진의 가장 큰 이유는 역시 철강업황 부진에 다른 철강재 ASP 하락이다. 4분기 탄소강 ASP는 540천원/톤으로 전분기 대비 58천원 하락하였지만, 원재료 투입단가는 1~1.5만원 하락에 그쳐 롤마진이 크게 악화된 것으로 판단된다. 연결 실적 또한 동남아시아 지역의 경쟁심화로 해외철강자회사들의 부진이 지속되면서 적자가 심화된 것으로 판단된다.

## &gt;&gt;&gt; 2016년: 기대감이 불고 있다

4분기는 지나갔고, 2016년의 시작은 긍정적이다. 지난 2015년 12월 중순 중국 경제공작회의를 기점으로 중국 철강재 가격은 꾸준히 상승 중이다. 이에 중국 철강업체들은 내수가격을 톤당 20~30달러 인상하였고, 동사 또한 지난 15일 국내 열연 출하가격을 톤당 2~3만원 인소한 것으로 알려졌다. 철강재 가격 인상이 수요나 공급 개선 등 펀더멘털 측면이 아닌 중국 철강 구조조정 기대감에 따른 것으로 추세적인 상승을 전망하기엔 아직 무리가 있다. 하지만, 2016년은 중국의 13차 5개년 계획의 첫해로서 그 어느 때보다 강력한 정책드라이브를 걸 수 있는 점, 그리고 가장 중요한 정책 중 하나가 과잉산업 구조조정이란 점에서 중국 철강산업 구조조정 이슈는 2016년 지속적으로 불거질 가능성이 크다. 실제로 중국의 구조조정 이행을 면밀히 확인해야겠지만, 연일 부정적이었던 철강업에 기대감이 불고 있단 사실 자체가 반갑다.

## &gt;&gt;&gt; 목표주가 230,000원으로, 투자의견 buy 유지

동사에 대한 목표주가는 230,000원, 투자의견 Buy 유지한다. 4Q15의 실적이 실망스러운 것은 사실이나, 4Q15 철강업황은 명확하게 최악이었다. 2016년 초부터 미약하게나마 개선되는 업황 분위기 등을 감안하면 Target multiple 0.5배는 여전히 유효하다는 판단이다.

## 4Q 15 실적 전망(IFRS연결)

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15P			차이		YoY (%, %p)	QoQ (%, %p)
					실제치	당사추정	컨센서스	당사추정	컨센서스		
<b>별도</b>											
매출액(억원)	7,145	6,788	6,576	6,299	5,945	5,965	6,029	-0.3	-1.4	-16.8	-5.6
영업이익(억원)	632	622	608	638	371	451	457	-17.7	-18.7	-41.3	-41.8
영업이익률(%)	8.8	9.2	9.2	10.1	6.2	7.6	7.6	-1.3	-1.3	-2.6	-3.9
<b>연결</b>											
매출액(억원)	16,685	15,101	15,189	13,996	13,906	14,252	14,391	-2.4	-3.4	-16.7	-0.6
영업이익(억원)	764	731	686	652	341	481	513	-29.2	-33.5	-55.4	-47.7
순이익(억원)	-193	339	198	-542	186	135	138	37.4	34.8	흑전	흑전
영업이익률(%)	4.6	4.8	4.5	4.7	2.5	9.3	3.6	-6.9	-1.1	-2.1	-2.2
순이익률(%)	-1.2	2.2	1.3	-3.9	1.3	5.2	1.0	-3.8	0.4	2.5	5.2

자료: POSCO, 키움증권 주: 지배주주순이익 기준

## 포스코 실적 추정

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15P	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2014	2015P	2016E
<b>포스코 별도</b>											
매출	6,788	6,576	6,299	5,945	5,873	6,182	6,160	6,481	29,219	25,607	24,696
총철강재	6,343	6,152	5,889	5,525	5,457	5,745	5,724	6,022	27,451	23,908	22,949
탄소강	5,428	5,213	4,992	4,664	4,615	4,834	4,819	5,076	23,724	20,296	19,343
탄소강ASP(천원/톤)	670	620	598	540	559	563	567	577	727	607	567
탄소강제품판매량(천톤)	8,102	8,410	8,345	8,637	8,257	8,579	8,506	8,795	32,649	33,495	34,137
매출총이익	1,076	1,034	1,119	825	881	945	946	1,007	4,263	4,088	3,779
영업이익	622	608	638	371	456	483	476	512	2,350	2,238	1,926
<b>이익률(%)</b>											
매출총이익률	15.8	15.7	17.8	13.9	15.0	15.3	15.4	15.5	14.6	16.0	15.3
영업이익률	9.2	9.2	10.1	6.2	7.8	7.8	7.7	7.9	8.0	8.7	7.8
<b>YoY(%)</b>											
매출	-7.8	-11.4	-13.6	-16.8	-13.5	-6.0	-2.2	9.0	-4.3	-12.4	-3.6
총철강재	-8.5	-11.7	-14.2	-17.4	-14.0	-6.6	-2.8	9.0	-5.0	-12.9	-4.0
탄소강	-10.0	-13.5	-15.4	-19.1	-15.0	-7.3	-3.5	8.8	-4.9	-14.4	-4.7
탄소강ASP	-11.3	-16.4	-16.3	-22.4	-16.6	-9.1	-5.3	6.9	-6.3	-16.5	-6.6
탄소강제품판매량	1.4	3.5	1.2	4.3	1.9	2.0	1.9	1.8	1.5	2.6	1.9
매출총이익	10.8	0.9	0.5	-28.5	-18.1	-11.5	-15.4	22.0	5.3	-4.1	-7.6
영업이익	20.1	7.5	0.5	-41.3	-26.7	-20.5	-25.4	37.8	6.1	-4.8	-14.0
<b>이익률(%p)</b>											
매출총이익률	2.7	1.9	2.5	-2.3	-0.8	-1.0	-2.4	1.7	1.3	1.4	-0.7
영업이익률	2.1	1.6	1.4	-2.6	-1.4	-1.4	-2.4	1.7	0.8	0.7	-0.9
<b>포스코연결</b>											
매출	15,101	15,189	13,996	13,906	13,913	14,801	14,557	14,929	65,098	58,192	58,200
영업이익	731	686	652	341	527	580	559	568	3,214	2,410	2,233
영업이익률(%)	4.8	4.5	4.7	2.5	3.8	3.9	3.8	3.8	4.9	4.1	3.8
<b>YoY</b>											
매출액	-2.2	-9.1	-14.0	-16.7	-7.9	-2.6	4.0	7.4	5.2	-10.6	0.0
영업이익	0.0	-18.2	-25.8	-55.4	-28.0	-15.5	-14.3	66.6	7.3	-25.0	-7.4
영업이익률(%p)	0.1	-0.5	-0.7	-2.1	-1.1	-0.6	-0.8	1.4	0.1	-0.8	-0.3

자료: POSCO, 키움증권,

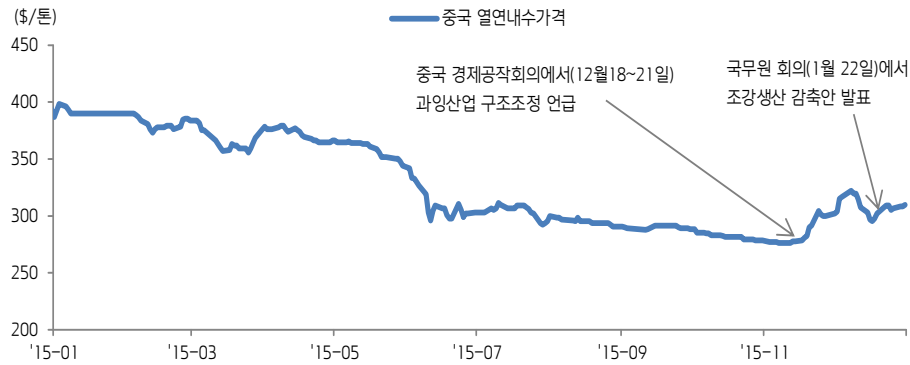
## 실적 추정치 변경(IFRS연결)

(단위: 십억원, %, %p)

	2014	변경전		변경후		변경률(%, %p)		YoY(%, %p)	
		2015P	2016E	2015P	2016E	2015P	2016E	2015P	2016E
매출액	65,098	58,539	58,744	58,192	58,200	-0.6	-0.9	-10.6	0.0
영업이익	3,214	2,551	2,459	2,410	2,233	-5.5	-9.2	-25.0	-7.4
지배주주순이익	626	130	1,139	181	1,057	38.8	-7.2	-71.1	483.9
영업이익률	4.9	9.3	9.2	4.1	3.8	-5.2	-5.3	-0.8	-0.3
순이익률	1.0	4.8	5.8	0.3	1.8	-4.5	-4.0	-0.7	1.5

자료: POSCO, 키움증권,

## 철강산업 구조조정 기대감에 반응하는 중국 열연가격



자료: Bloomberg, 키움증권

## 동아시아 열연 가격 추이



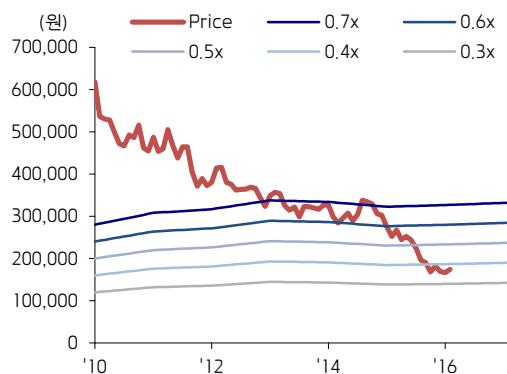
자료: Bloomberg, 키움증권

## 중국 철광석 가격 추이



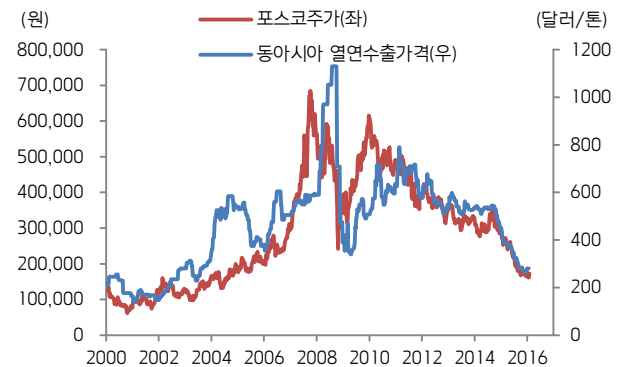
자료: Bloomberg, 키움증권

## 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	581,919	582,003	593,450
매출원가	550,046	578,150	516,293	519,834	527,387
매출총이익	68,601	72,834	65,626	62,169	66,063
판매비및일반관리비	38,639	40,699	41,530	39,840	42,061
영업이익(보고)	29,961	32,135	24,096	22,329	24,001
영업이익(핵심)	29,961	32,135	24,096	22,329	24,001
영업외손익	-10,500	-18,354	-22,290	-9,516	-7,860
이자수익	2,604	2,283	2,026	1,667	2,081
배당금수익	592	478	590	408	436
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	-7,367	-4,000	-3,000
법인세차감전이익	19,462	13,781	1,806	12,813	16,142
법인세비용	5,910	8,215	2,768	3,203	4,842
유효법인세율 (%)	30.4%	59.6%	153.3%	25.0%	30.0%
당기순이익	13,552	5,567	-963	9,610	11,299
지배주주지분순이익(억원)	13,764	6,261	1,810	10,571	12,429
EBITDA	56,817	64,521	54,067	52,836	54,963
현금순이익(Cash Earnings)	40,407	37,952	29,008	40,117	42,261
수정당기순이익	16,961	7,190	-477	9,610	11,299
증감율(% YoY)					
매출액	-2.7	5.2	-10.6	0.0	2.0
영업이익(보고)	-18.0	7.3	-25.0	-7.3	7.5
영업이익(핵심)	-18.0	7.3	-25.0	-7.3	7.5
EBITDA	-8.6	13.6	-16.2	-2.3	4.0
지배주주지분 당기순이익	-44.1	-54.5	-71.1	483.9	17.6
EPS	-44.1	-54.5	-71.1	483.9	17.6
수정순이익	-31.1	-57.6	N/A	N/A	17.6

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	47,621	32,385	39,331	39,698	39,905
당기순이익	13,552	5,567	-963	8,969	11,299
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	19,390	811	-1,948
기타	6,187	11,659	-15,112	-590	-408
투자활동현금흐름	-88,501	-37,728	-30,216	-37,997	-39,143
투자자산의 처분	-18,377	-2,421	6,304	-7	-910
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	-18,665	-16,406	-6,062
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	-2,282	-24	321
현금및현금성자산의순증가	-4,720	-3,974	-9,550	-14,706	-5,300
기초현금및현금성자산	46,805	42,086	38,112	28,562	13,856
기말현금및현금성자산	42,086	38,112	28,562	13,856	8,556
Gross Cash Flow	49,746	53,261	19,942	38,886	41,853
Op Free Cash Flow	-25,484	-13,913	29,727	10,948	9,815

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	316,662	326,274	286,152	271,483	271,250
현금및현금성자산	42,086	38,112	28,562	13,856	8,556
유동금융자산	33,050	17,414	15,566	15,568	15,875
매출채권및유동채권	143,504	144,750	129,393	129,412	131,957
재고자산	97,984	104,713	93,604	93,617	95,459
기타유동비금융자산	39	21,285	19,027	19,029	19,404
비유동자산	527,892	526,248	526,916	534,995	543,364
장기매출채권및기타비유동채권	4,512	4,915	4,393	4,394	4,480
투자자산	93,505	85,514	78,401	78,995	80,007
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	813,068	806,478	814,614
유동부채	202,412	218,770	209,278	210,125	212,963
매입채무및기타유동채무	86,429	81,174	72,562	72,572	73,999
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	14,543	15,379	16,790
비유동부채	183,922	180,838	168,191	158,168	158,549
장기매입채무및비유동채무	3,708	3,433	3,069	3,069	3,130
사채및장기차입금	155,722	152,576	142,576	132,576	132,576
기타비유동부채	24,492	24,829	22,547	22,523	22,843
부채총계	386,334	399,608	377,469	368,292	371,512
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	405,625	406,913	413,470
기타자본	-9,878	-13,233	-13,233	-13,233	-13,233
지배주주지분자본총계	420,460	415,874	401,854	403,142	409,699
비지배주주지분자본총계	37,760	37,040	33,745	35,044	33,404
자본총계	458,220	452,914	435,599	438,186	443,102
순차입금	187,866	219,224	220,621	225,325	230,319
총차입금	263,001	274,750	264,750	254,750	254,750

## 투자지표

(단위: 원, %, 배)

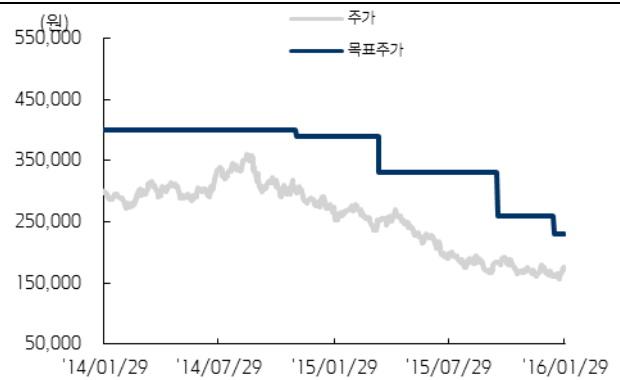
12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	15,787	7,181	2,076	8,230	14,256
BPS	482,252	476,991	460,912	462,388	469,909
주당EBITDA	65,167	74,003	62,012	60,600	63,041
CFPS	46,346	43,530	33,271	45,277	48,472
DPS	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000
주가배수(배)					
PER	20.7	38.4	80.2	20.2	11.7
PBR	0.7	0.6	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	8.2	6.7	2.7	7.7	6.6
PCFR	7.0	6.3	5.0	3.7	3.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.8	4.9	4.1	3.8	4.0
영업이익률(핵심)	4.8	4.9	4.1	3.8	4.0
EBITDA margin	9.2	9.9	9.3	9.1	9.3
순이익률	2.2	0.9	-0.2	1.5	1.9
자기자본이익률(ROE)	3.1	1.2	-0.2	2.1	2.6
투자자본이익률(ROIC)	3.9	2.3	2.9	2.7	2.9
안정성(%)					
부채비율	84.3	88.2	86.7	84.0	83.8
순차입금비율	41.0	48.4	50.6	51.4	52.0
이자보상배율(배)	4.6	4.0	2.9	2.9	3.3
활동성(배)					
매출채권회전율	4.3	4.5	4.2	4.5	4.5
재고자산회전율	6.1	6.4	5.9	6.2	6.3
매입채무회전율	7.3	7.8	7.6	8.0	8.1

- 당사는 01월 28일 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.

## 투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
POSCO (005490)	2013-10-25	BUY(Maintain)	373,000원
	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
	2016-01-29	BUY(Maintain)	230,000원

## 목표주가 추이



## 투자의견 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%