



## BUY(Maintain)

목표주가: 300,000원

주가(04/21): 248,500원

시가총액: 216,659억원

## 철강

Analyst 박종국

02) 3787-5152

jkpark@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (04/21)	2,022.10pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	269,000원	156,000원
등락률	-7.62%	59.29%
수익률	절대	상대
1M	16.9%	15.1%
6M	30.8%	32.1%
1Y	-1.8%	4.2%

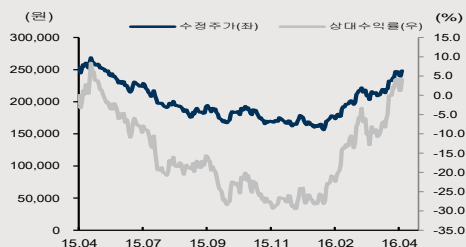
## Company Data

발행주식수	87,187천주
일평균 거래량(3M)	417천주
외국인 지분율	49.97%
배당수익률(15E)	4.80%
BPS(16E)	472,371원
주요 주주	국민연금 7.8%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2014	2015	2016E	2017E
매출액	650,984	581,923	572,010	593,367
보고영업이익	32,135	24,100	27,560	30,042
핵심영업이익	32,135	24,100	27,560	30,042
EBITDA	64,521	56,283	57,315	60,286
세전이익	13,781	1,808	23,305	25,750
순이익	5,567	-962	14,694	18,025
지배주주분순이익	6,261	1,806	15,301	19,828
EPS(원)	7,181	2,072	17,549	22,742
증감률(%YoY)	-54.5	-71.1	747.0	29.6
PER(배)	38.4	80.4	9.5	7.3
PBR(배)	0.6	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA(배)	6.7	1.5	5.4	5.0
보고영업이익률(%)	4.9	4.1	4.8	5.1
핵심영업이익률(%)	4.9	4.1	4.8	5.1
ROE(%)	1.2	-0.2	3.3	4.0
순부채비율(%)	48.4	35.6	37.8	37.4

## Price Trend



## 실적리뷰

## POSCO (005490)

## Still hungry



훌륭한 1분기 실적이다. 그 동안 동사의 강도 높은 체질개선 노력에 중국 철강재 가격 상승에 따른 동사의 ASP 상승이 복합적으로 작용한 결과로 판단된다. 우리는 철강재 가격이 점진적으로 상승할 것으로 전망하기 때문에 동사의 체질개선 효과도 지속될 것으로 판단한다. 목표주가를 30만원으로 상향한다.

## &gt;&gt;&gt; 훌륭한 1분기 실적

1분기 별도 실적은 매출액 6조 1,822억원(QoQ -3.0%, YoY -15.0%), 영업이익 5,821억원(QoQ 56.8%, YoY -6.4%), 연결 실적은 매출액 12조4,612억원(QoQ -10.4%, YoY -17.5%), 영업이익 6,598억원(QoQ 93.7%, YoY -9.8%)으로 별도, 연결 모두 높아진 시장기대치(별도 5,499억원, 연결 6,012억원)를 상회하는 양호한 실적을 기록하였다.

양호한 실적의 배경은 중국 철강재 가격 상승에 따른 ASP 상승과 동사가 지속해온 원가 절감 등 체질개선의 효과가 복합적으로 작용한 것으로 판단된다. 1분기 탄소강 ASP는 551천원/톤으로 전분기 대비 11천원 상승한 반면, 원재료 투입단가는 소폭 하락하여 롤마진이 개선된 것으로 판단된다. 철강재 가격 상승으로 해외철강자회사들의 실적도 개선되어 적자가 전분기 -912억원에서 1Q16 -479억원으로 크게 감소하였다. 또한 2015년 매분기 발생하였던 일회성 비용도 크게 줄어 연결기준 영업외손익도 -1007억원(3Q15 -1조 4276억원, 4Q15 -2,917억원)으로 하향 안정화되었다.

## &gt;&gt;&gt; POSCO의 선제적 구조조정 효과 지속될 전망

POSCO의 구조조정 등 선제적 체질개선 노력의 효과가 점진적으로 나타날 것으로 판단한다. 2015년에도 포스화인, 포스코플랜텍 등 34개의 적지 않은 계열사 정리를 단행하였지만, 최악의 철강업황 흐름속에서 철강재 가격의 급락에 따른 영업이익률의 부진, 투자 광산 등의 자산재평가와 비우호적인 환율 흐름에 따른 대규모 일회성 손실 등의 발생으로 체질개선의 효과는 희석되었다. 2016년에는 체질개선의 효과가 가시적일 것으로 판단하는데, 그 배경은 1. 중국의 철강산업 구조조정으로 철강재 가격이 점진적으로 상승하여 동사의 체질개선 효과가 더욱 극대화 될 것으로 판단하며, 2. 원자재 가격의 회복으로 2015년과 같은 투자자산 재평가에 따른 일회성 손실 등이 제한적일 것으로 전망되기 때문이다.

## &gt;&gt;&gt; 목표주가 300,000원으로 상향, 투자의견 buy 유지

동사에 대한 목표주가는 300,000원으로 상향하며, 투자의견 Buy 유지한다. 목표주가는 2016년 예상 BPS 472,371원에 Target multiple 0.63배를 적용한 가격이다. Target multiple 0.63배는 동사의 2013년~2014년 평균 PBR로 2013년~2014년 평균 PBR을 적용한 이유는 2015년부터 급락하기 시작한 철강재 가격이 점진적으로 상승하여 장기적으로 2013~2014년 수준까지는 상승할 가능성이 있기 때문이다.

## 포스코 실적 추정

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16P	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2014	2015	2016E
<b>포스코 별도</b>											
매출	6,788	6,576	6,299	5,945	5,767	6,182	6,160	6,656	29,219	25,607	24,765
총철강재	6,343	6,152	5,889	5,525	5,378	5,745	5,724	6,185	27,451	23,908	23,031
탄소강	5,428	5,213	4,992	4,664	4,561	4,834	4,819	5,170	23,724	20,296	19,384
탄소강ASP(천원/톤)	670	620	598	540	551	563	567	588	727	607	567
탄소강제품판매량(천톤)	8,102	8,410	8,345	8,637	8,277	8,579	8,506	8,795	32,649	33,495	34,157
매출총이익	1,076	1,034	1,119	871	980	1,082	1,035	1,165	4,263	4,134	4,262
영업이익	622	608	638	371	582	619	574	677	2,350	2,238	2,452
<b>이익률(%)</b>											
매출총이익률	15.8	15.7	17.8	14.7	17.0	17.5	16.8	17.5	14.6	16.1	17.2
영업이익률	9.2	9.2	10.1	6.2	10.1	10.0	9.3	10.2	8.0	8.7	9.9
<b>YoY(%)</b>											
매출	-7.8	-11.4	-13.6	-16.8	-15.0	-6.0	-2.2	11.9	-4.3	-12.4	-3.3
총철강재	-8.5	-11.7	-14.2	-17.4	-15.2	-6.6	-2.8	11.9	-5.0	-12.9	-3.7
탄소강	-10.0	-13.5	-15.4	-19.1	-16.0	-7.3	-3.5	10.9	-4.9	-14.4	-4.5
탄소강ASP	-11.3	-16.4	-16.3	-22.4	-17.7	-9.1	-5.3	8.9	-6.3	-16.5	-6.5
탄소강제품판매량	1.4	3.5	1.2	4.3	2.2	2.0	1.9	1.8	1.5	2.6	2.0
매출총이익	10.8	0.9	0.5	-24.5	-8.8	1.3	-7.5	33.7	5.3	-3.0	3.1
영업이익	20.1	7.5	0.5	-41.3	-6.4	1.9	-10.1	82.4	6.1	-4.8	9.5
<b>이익률(%p)</b>											
매출총이익률	2.7	1.9	2.5	-1.5	1.2	1.3	-1.0	2.8	1.3	1.6	1.1
영업이익률	2.1	1.6	1.4	-2.6	0.9	0.8	-0.8	3.9	0.8	0.7	1.2
<b>포스코연결</b>											
매출	15,101	15,189	13,996	13,906	12,461	14,768	14,560	15,411	65,098	58,192	57,201
영업이익	731	686	652	341	660	701	642	754	3,214	2,410	2,756
영업이익률(%)	4.8	4.5	4.7	2.4	5.3	4.7	4.4	4.9	4.9	4.1	4.8
<b>YoY</b>											
매출액	-2.2	-9.1	-14.0	-16.7	-17.5	-2.8	4.0	10.8	5.2	-10.6	-1.7
영업이익	0.0	-18.2	-25.8	-55.5	-9.8	2.1	-1.6	121.4	7.3	-25.0	14.4
영업이익률(%p)	0.1	-0.5	-0.7	-2.1	0.5	0.2	-0.3	2.4	0.1	-0.8	0.7

자료: POSCO, 키움증권,

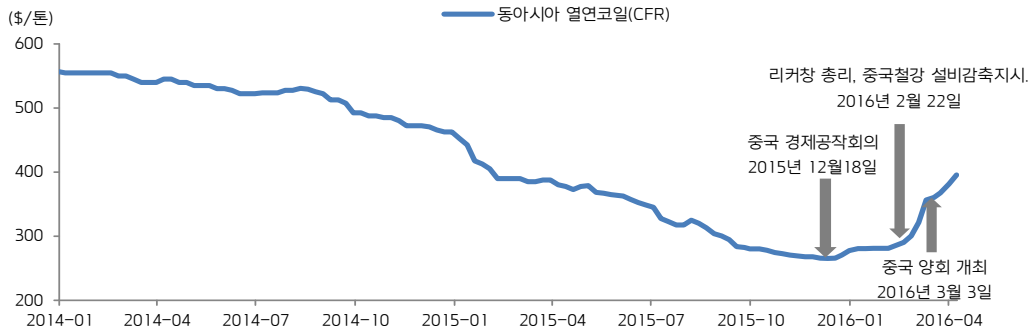
## 실적 추정치 변경(IFRS연결)

(단위: 십억원, %, %p)

	2014	변경전		변경후		변경률(%, %p)		YoY(%, %p)	
		2015	2016E	2015	2016E	2015	2016E	2015	2016E
매출액	65,098	58,192	58,200	58,192	57,201	0.0	-1.7	-10.6	-1.7
영업이익	3,214	2,410	2,233	2,410	2,756	0.0	23.4	-25.0	14.4
지배주주순이익	557	-96	961	-96	1,469	0.0	52.9	적전	흑전
영업이익률	4.9	4.1	3.8	4.1	4.8	0.0	1.0	-0.8	0.7
순이익률	0.9	-0.2	1.7	-0.2	2.6	0.0	0.9	-1.0	2.7

자료: POSCO, 키움증권,

## 철강산업 구조조정 기대감에 반응하는 중국 열연가격



자료: Bloomberg, 키움증권

## 동아시아 열연 가격 추이



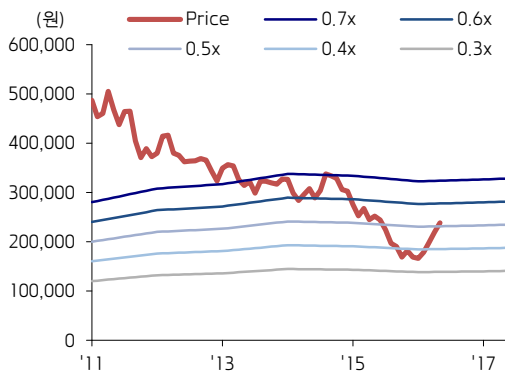
자료: Bloomberg, 키움증권

## 중국 철광석 가격 추이



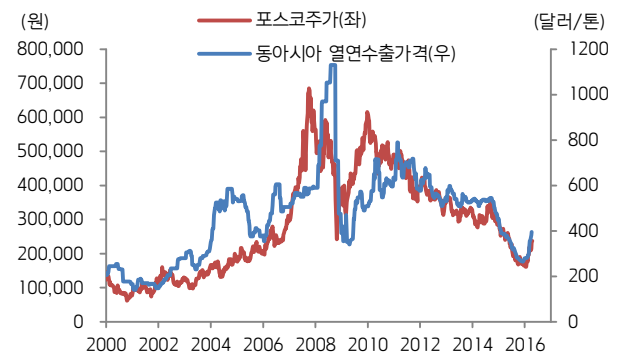
자료: Bloomberg, 키움증권

## 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	581,923	572,010	593,367
매출원가	550,046	578,150	516,581	503,980	521,273
매출총이익	68,601	72,834	65,342	68,031	72,095
판매비및일반관리비	38,639	40,699	41,242	40,471	42,053
영업이익(보고)	29,961	32,135	24,100	27,560	30,042
영업이익(핵심)	29,961	32,135	24,100	27,560	30,042
영업외손익	-10,500	-18,354	-22,293	-4,255	-4,291
이자수익	2,604	2,283	2,102	1,949	2,143
배당금수익	592	478	1,837	1,728	1,873
외환이익	15,087	14,757	14,913	0	0
이자비용	6,577	7,956	7,888	6,232	6,308
외환손실	12,724	14,626	18,739	400	0
관계기업지분손익	-1,721	-2,612	-4,363	500	0
투자및기타자산처분손익	700	2,497	977	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-5,596	-6,517	-3,498	0	0
기타	-2,865	-6,658	-7,635	-1,800	-2,000
법인세차감전이익	19,462	13,781	1,808	23,305	25,750
법인세비용	5,910	8,215	2,769	8,611	7,725
유효법인세율 (%)	30.4%	59.6%	153.2%	37.0%	30.0%
당기순이익	13,552	5,567	-962	14,694	18,025
지배주주지분순이익(억원)	13,764	6,261	1,806	15,301	19,828
EBITDA	56,817	64,521	56,283	57,315	60,286
현금순이익(Cash Earnings)	40,407	37,952	31,221	44,449	48,270
수정당기순이익	16,961	7,190	-2,303	14,694	18,025
증감율(% YoY)					
매출액	-2.7	5.2	-10.6	-1.7	3.7
영업이익(보고)	-18.0	7.3	-25.0	14.4	9.0
영업이익(핵심)	-18.0	7.3	-25.0	14.4	9.0
EBITDA	-8.6	13.6	-12.8	1.8	5.2
지배주주지분 당기순이익	-44.1	-54.5	-71.1	747.0	29.6
EPS	-44.1	-54.5	-71.1	747.0	29.6
수정순이익	-31.1	-57.6	N/A	N/A	22.7

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	47,621	32,385	73,023	34,019	41,555
당기순이익	13,552	5,567	-962	14,694	18,025
감가상각비	25,055	28,946	28,367	26,213	26,956
무형자산상각비	1,800	3,439	3,816	3,542	3,289
외환손익	0	0	0	400	0
자산처분손익	1,353	650	1,245	0	0
지분법손익	1,798	2,999	5,061	-500	0
영업활동자산부채 증감	-2,124	-20,876	24,545	1,886	-4,986
기타	6,187	11,659	10,952	-12,216	-1,728
투자활동현금흐름	-88,501	-37,728	-42,749	-35,625	-39,585
투자자산의 처분	-18,377	-312	-20,750	1,240	-2,672
유형자산의 처분	822	628	590	0	0
유형자산의 취득	-65,696	-35,055	-25,602	-36,000	-36,000
무형자산의 처분	-5,382	-3,348	-2,763	0	0
기타	133	359	5,776	-865	-913
재무활동현금흐름	37,268	3,363	-22,018	-17,067	-5,734
단기차입금의 증가	2,809	12,391	-8,064	0	0
장기차입금의 증가	22,527	-2,797	-17,309	-10,000	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-6,486	-6,770	-8,226	-6,382	-6,382
기타	18,417	539	11,581	-684	649
현금및현금성자산의순증가	-4,720	-1,864	8,490	-18,672	-3,763
기초현금및현금성자산	46,805	42,086	40,221	48,712	30,039
기말현금및현금성자산	42,086	40,221	48,712	30,039	26,276
Gross Cash Flow	49,746	53,261	48,478	32,133	46,541
Op Free Cash Flow	-25,484	-13,913	15,538	14,933	10,288

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	316,662	326,274	291,809	269,005	274,164
현금및현금성자산	42,086	38,112	48,702	30,039	26,276
유동금융자산	33,050	17,414	43,367	42,628	44,220
매출채권및유동채권	143,504	144,750	116,875	114,884	119,173
재고자산	97,984	104,713	82,252	80,851	83,870
기타유동비금융자산	39	21,285	613	603	625
비유동자산	527,892	526,248	512,279	521,089	530,856
장기매출채권및기타비유동채권	4,512	6,325	7,895	7,760	8,050
투자자산	93,505	84,104	79,722	81,558	84,366
유형자산	357,601	352,412	345,229	355,016	364,060
무형자산	59,298	68,850	64,058	60,515	57,227
기타비유동자산	12,976	14,557	15,376	16,240	17,153
자산총계	844,554	852,522	804,088	790,095	805,020
유동부채	202,412	218,770	201,309	199,684	202,263
매입채무및기타유동채무	86,429	81,174	69,853	68,663	71,227
단기차입금	73,709	92,664	84,426	84,426	84,426
유동성장기차입금	33,570	29,510	39,553	39,553	39,553
기타유동부채	8,703	15,423	7,477	7,042	7,057
비유동부채	183,922	180,838	152,076	141,366	142,071
장기매입채무및비유동채무	3,708	3,433	1,520	1,494	1,550
사채및장기차입금	155,722	152,576	128,636	118,636	118,636
기타비유동부채	24,492	24,829	21,920	21,236	21,885
부채총계	386,334	399,608	353,385	341,050	344,333
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	405,011	414,472	428,446
기타자본	-9,878	-13,233	-12,089	-12,089	-12,089
지배주주지분자본총계	420,460	415,874	412,353	411,846	425,819
비지배주주지분자본총계	37,760	37,040	38,349	37,199	34,868
자본총계	458,220	452,914	450,702	449,044	460,687
순차입금	187,866	219,224	160,546	169,947	172,119
총차입금	263,001	274,750	252,615	242,615	242,615

## 투자지표

(단위: 원, %, 배)

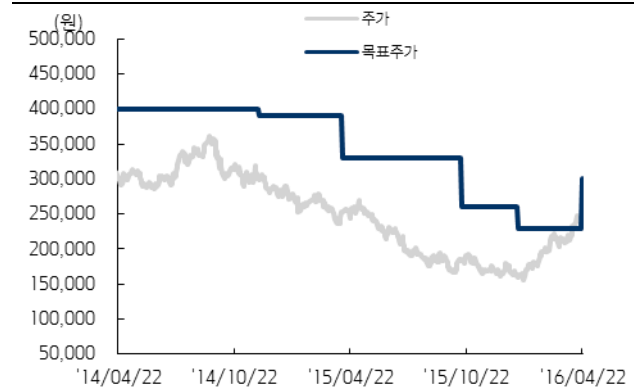
12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	15,787	7,181	2,072	17,549	22,742
BPS	482,252	476,991	472,954	472,371	488,399
주당EBITDA	65,167	74,003	64,554	65,739	69,146
CFPS	46,346	43,530	35,809	50,981	55,363
DPS	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000
주가배수(배)					
PER	20.7	38.4	80.4	9.5	7.3
PBR	0.7	0.6	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	8.2	6.7	1.5	5.4	5.0
PCFR	7.0	6.3	4.6	3.3	3.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.8	4.9	4.1	4.8	5.1
영업이익률(핵심)	4.8	4.9	4.1	4.8	5.1
EBITDA margin	9.2	9.9	9.7	10.0	10.2
순이익률	2.2	0.9	-0.2	2.6	3.0
자기자본이익률(ROE)	3.1	1.2	-0.2	3.3	4.0
투자자본이익률(ROIC)	3.9	2.3	-2.3	3.7	3.9
안정성(%)					
부채비율	84.3	88.2	78.4	76.0	74.7
순차입금비율	41.0	48.4	35.6	37.8	37.4
이자보상배율(배)	4.6	4.0	3.1	4.4	4.8
활동성(배)					
매출채권회전율	4.3	4.5	4.4	4.9	5.1
재고자산회전율	6.1	6.4	6.2	7.0	7.2
매입채무회전율	7.3	7.8	7.7	8.3	8.5

- 당사는 04월 21일 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 (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
	2016-04-22	BUY(Maintain)	300,000원

## 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 (2015/3/1~2016/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	94.51%
중립	13	5.49%
매도	0	0.00%