



BUY(Maintain)

목표주가: 300,000원

주가(07/21): 215,500원

시가총액: 187,888억원

철강

Analyst 박종국

02) 3787-5152

jkpark@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (07/21)	2,012.22pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	249,000원	156,000원
등락률	-13.45%	38.14%
수익률	절대	상대
1M	4.4%	2.8%
6M	38.1%	26.4%
1Y	8.8%	12.7%

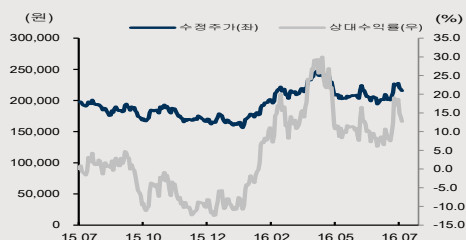
Company Data

발행주식수	87,187천주
일평균 거래량(3M)	383천주
외국인 지분율	49.17%
배당수익률(16.E)	4.80%
BPS(16.E)	474,282원
주요 주주	국민연금 10.11%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2014	2015	2016E	2017E
매출액	650,984	581,923	530,789	584,755
보고영업이익	32,135	24,100	30,417	38,493
핵심영업이익	32,135	24,100	30,417	38,493
EBITDA	64,521	56,283	60,172	68,282
세전이익	13,781	1,808	22,924	36,143
순이익	5,567	-962	15,943	25,300
지배주주지분순이익	6,261	1,806	17,904	27,830
EPS(원)	7,181	2,072	20,535	31,920
증감률(%YoY)	-54.5	-71.1	891.1	55.4
PER(배)	38.4	80.4	8.1	5.2
PBR(배)	0.6	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA(배)	6.7	1.5	4.7	4.1
보고영업이익률(%)	4.9	4.1	5.7	6.6
핵심영업이익률(%)	4.9	4.1	5.7	6.6
ROE(%)	1.2	-0.2	3.5	5.5
순부채비율(%)	48.4	35.6	33.9	31.8

Price Trend



실적리뷰

POSCO (005490)

아쉽지만 괜찮다



훌륭한 2분기 별도 실적이다. 영업이익률 11.9%로 체질개선의 효과가 나타나고 있다고 판단한다. 비철강부문의 부진으로 연결 영업이익이 시장기대치에 못미친 것이 아쉽다. 포스코건설의 브라질CSP관련 대규모 비용 반영이 결정적이었다. 하반기 브라질 CSP 초기 조업에 따른 적자는 불가피하지만, 그 영향은 제한적일 것으로 판단된다.

>>> 훌륭한 2분기 별도 실적

2분기 별도 실적은 매출액 6조 96억원(QoQ 4.2%, YoY -8.6%), 영업이익 7,127억원(QoQ 22.4%, YoY 17.3%), 연결 실적은 매출액 12조 8,574억원(QoQ 3.2%, YoY -15.4%), 영업이익 6,785억원(QoQ 2.8%, YoY -1.1%)을 기록하였다. 별도기준 우리의 전망치와 시장기대치를 각각 6.8%, 5.1% 상회하는 훌륭한 실적을 시현하였다.

양호한 실적의 배경은 ASP 상승과 판매량 증가, 그리고 체질개선의 효과가 복합적으로 나타난 것으로 판단된다. 2분기 탄소강 ASP는 557천원/톤으로 전분기 대비 6천원 상승에 그쳤음에도 영업이익률이 1.8%pt 개선된 배경에는 선제적인 원가개선 노력 때문으로 추정된다. 연결기준 영업이익은 해외철강자회사들의 QoQ 흑자전환에 따른 철강부문의 호조에도 비철강부문의 부진으로 시장기대치를 하회하였다. E&C 부문에서 브라질 CSP 준공에 따른 추가 원가에 대한 비용으로 -1,706억원 적자적환, 에너지 부문에서 계절적 비수기에 따른 가격과 판매량 하락으로 -87억원 적자적환 한 것이 주된 원인으로 판단된다.

>>> 확실한 별도 경쟁력+줄어드는 연결 일회성

동사의 선제적인 체질개선의 노력이 지속적인 효과를 나타내고 있다고 판단한다. 별도기준 동사의 매출총이익률은 2Q16 19.4%으로 3Q13 11.9%이후 추세적으로 개선되고 있는 상황이다. 소재산업의 특성상 원가율이 곧 기업의 경쟁력이고 경제적 해자임을 감안할 때 동사의 철강경쟁력은 권오준 회장 취임 이후 지속적으로 개선되고 있다고 판단된다.

지속적으로 발생하였던 일회성 비용도 안정화되는 추세이다. 연결 분기 기준 영업외손익의 경우 2Q16 -4,101억원으로 '15년 평균 -5,573억원 대비 개선되었다. 중국의 점진적인 구조조정 감안시 철강시황의 추가적인 악화는 제한적이기 때문에 영업외손익도 '11~'14년 수준으로 안정화 될 것으로 판단한다. 그 동안 시장에 실망감을 안겨주며 실적의 가시성을 훼손시킨 것이 영업외부문에서의 일회성 비용임을 감안하면, 영업외비용의 안정화는 실적 개선뿐 아니라 시장에서의 합당한 재평가도 받을 요인이라 판단한다.

동사에 대한 목표주가 300,000원, 투자 의견 Buy, 철강업종내 Top pick을 유지한다.

포스코 실적 추정

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16 P	3Q16E	4Q16E	2014	2015	2016E
포스코 별도											
매출	6,788	6,576	6,299	5,945	5,767	6,010	6,097	6,663	29,219	25,607	24,537
총철강재	6,343	6,152	5,889	5,525	5,378	5,639	5,666	6,191	27,451	23,908	22,874
탄소강	5,428	5,213	4,992	4,664	4,561	4,732	4,808	5,224	23,724	20,296	19,325
탄소강ASP(천원/톤)	670	620	598	540	551	557	567	605	727	607	570
탄소강제품판매량(천톤)	8,102	8,410	8,345	8,637	8,277	8,492	8,472	8,637	32,649	33,495	33,878
매출총이익	1,076	1,034	1,119	871	1,002	1,168	1,189	1,313	4,263	4,134	4,672
영업이익	622	608	638	371	582	713	718	799	2,350	2,238	2,811
이익률(%)											
매출총이익률	15.8	15.7	17.8	14.7	17.4	19.4	19.5	19.7	14.6	16.1	19.0
영업이익률	9.2	9.2	10.1	6.2	10.1	11.9	11.8	12.0	8.0	8.7	11.5
YoY(%)											
매출	-7.8	-11.4	-13.6	-16.8	-15.0	-8.6	-3.2	12.1	-4.3	-12.4	-4.2
총철강재	-8.5	-11.7	-14.2	-17.4	-15.2	-8.3	-3.8	12.1	-5.0	-12.9	-4.3
탄소강	-10.0	-13.5	-15.4	-19.1	-16.0	-9.2	-3.7	12.0	-4.9	-14.4	-4.8
탄소강ASP	-11.3	-16.4	-16.3	-22.4	-17.7	-10.1	-5.1	12.0	-6.3	-16.5	-6.0
탄소강제품판매량	1.4	3.5	1.2	4.3	2.2	1.0	1.5	0.0	1.5	2.6	1.1
매출총이익	10.8	0.9	0.5	-24.5	-6.9	9.4	6.3	50.7	5.3	-3.0	13.0
영업이익	20.1	7.5	0.5	-41.3	-6.4	17.3	12.5	115.2	6.1	-4.8	25.6
이익률(%p)											
매출총이익률	2.7	1.9	2.5	-1.5	1.5	3.2	1.7	5.0	1.3	1.6	2.9
영업이익률	2.1	1.6	1.4	-2.6	0.9	2.6	1.6	5.7	0.8	0.7	2.7
포스코연결											
매출	15,101	15,189	13,996	13,906	12,461	12,857	13,597	14,163	65,098	58,192	53,079
영업이익	731	686	652	341	660	679	813	890	3,214	2,410	3,042
영업이익률(%)	4.8	4.5	4.7	2.4	5.3	5.3	6.0	6.3	4.9	4.1	5.7
YoY											
매출액	-2.2	-9.1	-14.0	-16.7	-17.5	-15.4	-2.8	1.8	5.2	-10.6	-8.8
영업이익	0.0	-18.2	-25.8	-55.5	-9.8	-1.1	24.8	161.4	7.3	-25.0	26.2
영업이익률(%p)	0.1	-0.5	-0.7	-2.1	0.5	0.8	1.3	3.8	0.1	-0.8	1.6

자료: POSCO, 키움증권,

실적 추정치 변경(IFRS연결)

(단위: 십억원, %, %p)

	2015	변경전		변경후		변경률(%, %p)		YoY(%, %p)	
		2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E
매출액	58,192	54,653	59,538	53,079	58,475	-2.9	-1.8	-8.8	10.2
영업이익	2,410	2,868	3,530	3,042	3,849	6.0	9.0	26.2	26.6
영업이익률	4.1	5.2	5.9	5.7	6.6	0.5	0.7	1.6	0.9

자료: POSCO, 키움증권,

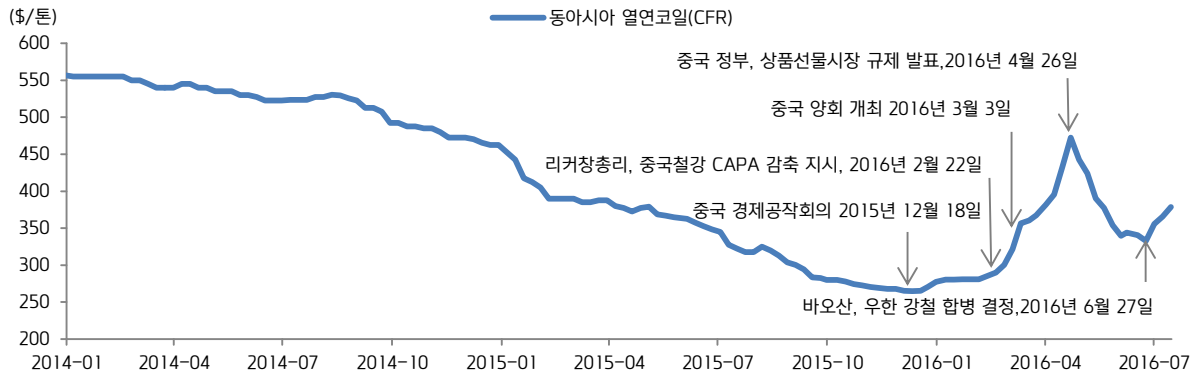
2Q16실적 (IFRS연결)

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16P			차이		YoY (%,%p)	QoQ (%,%p)
					실제치	당사추정	컨센서스	당사추정	컨센서스		
별도											
매출액(억원)	6,576	6,299	5,945	5,767	6,010	6,113	6,042	-1.7	-0.5	-8.6	4.2
영업이익(억원)	608	638	371	582	713	667	678.3	6.8	5.1	17.3	22.4
영업이익률(%)	9.2	10.1	6.2	10.1	11.9	10.9	11.2	0.9	0.6	2.6	1.8
연결											
매출액(억원)	15,189	13,996	13,906	12,461	12,857	13,931	13,630	-7.7	-5.7	-15.4	3.2
영업이익(억원)	686	652	341	660	679	688	743	-1.3	-8.7	-1.1	2.8
영업이익률(%)	4.5	4.7	2.4	5.3	5.3	4.9	5.5	0.3	-0.2	0.8	0.0

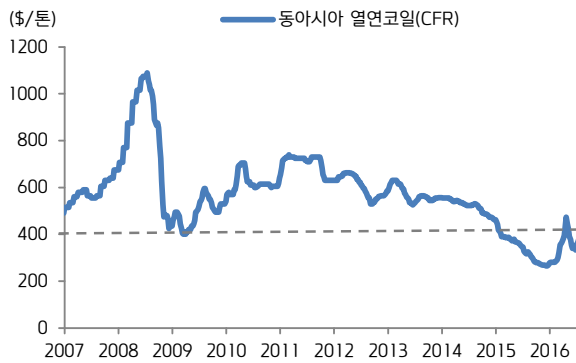
자료: POSCO, 키움증권 주: 지배주주순이익 기준

중국 철강산업 뉴스플로우에 반응하며 저점을 점진적으로 높이는 철강재 가격



자료: Bloomberg, 키움증권

철강재 가격은 글로벌 금융위기 최저점 수준



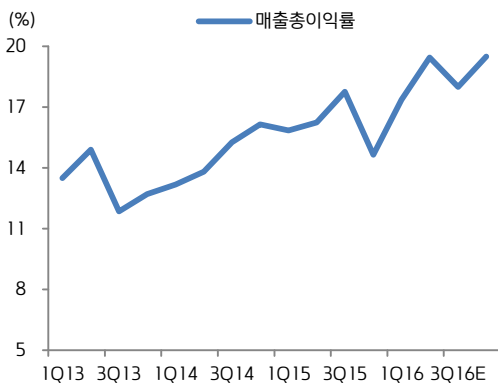
자료: Bloomberg, 키움증권

바닥을 다지는 중국 철광석 가격



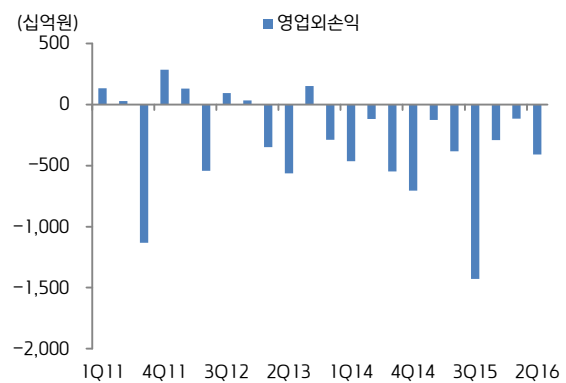
자료: Bloomberg, 키움증권

확연히 개선되고 있는 매출총이익률



자료: POSCO, 주: 별도기준, 3Q16, 4Q16 추정치

안정화 되는 영업외손익



자료: POSCO, 주: 연결기준

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	650,984	581,923	530,789	584,755	618,631
매출원가	578,150	516,581	462,817	504,819	534,064
매출총이익	72,834	65,342	67,971	79,936	84,567
판매비및일반관리비	40,699	41,242	37,555	41,443	43,844
영업이익(보고)	32,135	24,100	30,417	38,493	40,723
영업이익(핵심)	32,135	24,100	30,417	38,493	40,723
영업외손익	-18,354	-22,293	-7,492	-2,350	-2,120
이자수익	2,283	2,102	1,977	2,112	2,235
배당금수익	478	1,837	778	1,846	1,953
외환이익	14,757	14,913	4,904	0	0
이자비용	7,956	7,888	7,114	6,308	6,308
외환손실	14,626	18,739	5,611	0	0
관계기업지분손익	-2,612	-4,363	518	0	0
투자및기타자산처분손익	2,497	977	152	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-6,517	-3,498	-108	0	0
기타	-6,658	-7,635	-2,989	0	0
법인세차감전이익	13,781	1,808	22,924	36,143	38,602
법인세비용	8,215	2,769	6,982	10,843	11,581
유효법인세율 (%)	59.6%	153.2%	30.5%	30.0%	30.0%
당기순이익	5,567	-962	15,943	25,300	27,022
지배주주지분순이익(억원)	6,261	1,806	17,904	27,830	29,724
EBITDA	64,521	56,283	60,172	68,282	70,542
현금순이익(Cash Earnings)	37,952	31,221	45,698	55,089	56,841
수정당기순이익	7,190	-2,303	15,912	25,300	27,022
증감율(% YoY)					
매출액	5.2	-10.6	-8.8	10.2	5.8
영업이익(보고)	7.3	-25.0	26.2	26.6	5.8
영업이익(핵심)	7.3	-25.0	26.2	26.6	5.8
EBITDA	13.6	-12.8	6.9	13.5	3.3
지배주주지분 당기순이익	-54.5	-71.1	891.1	55.4	6.8
EPS	-54.5	-71.1	891.1	55.4	6.8
수정순이익	-57.6	N/A	N/A	59.0	6.8

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	32,385	73,023	44,333	36,607	44,798
당기순이익	5,567	-962	15,091	23,115	24,712
감가상각비	28,946	28,367	26,213	26,500	26,766
무형자산상각비	3,439	3,816	3,542	3,289	3,053
외환손익	0	0	706	0	0
자산처분손익	650	1,245	-152	0	0
지분법손익	2,999	5,061	-518	0	0
영업활동자산부채 증감	-20,876	24,545	11,973	-15,521	-7,854
기타	11,659	10,952	-12,523	-776	-1,880
투자활동현금흐름	-37,728	-42,749	-23,815	-39,493	-35,284
투자자산의 처분	-312	-20,750	6,899	-8,580	-4,319
유형자산의 처분	628	590	0	0	0
유형자산의 취득	-35,055	-25,602	-30,000	-30,000	-30,000
무형자산의 처분	-3,348	-2,763	0	0	0
기타	359	5,776	-714	-913	-965
재무활동현금흐름	3,363	-22,018	-18,628	-4,102	-5,192
단기차입금의 증가	12,391	-8,064	0	0	0
장기차입금의 증가	-2,797	-17,309	-10,000	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-6,770	-8,226	-6,382	-6,382	-6,382
기타	539	11,581	-2,246	2,280	1,190
현금및현금성자산의순증가	-1,864	8,490	1,889	-6,988	4,322
기초현금및현금성자산	42,086	40,221	48,712	50,601	43,613
기말현금및현금성자산	40,221	48,712	50,601	43,613	47,936
Gross Cash Flow	53,261	48,478	32,360	52,129	52,652
Op Free Cash Flow	-13,913	15,538	32,175	8,978	18,108

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	326,274	291,809	271,943	294,268	315,290
현금및현금성자산	38,112	48,702	50,198	49,978	56,848
유동금융자산	17,414	43,367	39,556	43,578	46,103
매출채권및유동채권	144,750	116,875	106,605	117,443	124,247
재고자산	104,713	82,252	75,024	82,652	87,440
기타유동비금융자산	21,285	613	559	616	652
비유동자산	526,248	512,279	512,463	517,827	522,991
장기매출채권및기타비유동채권	6,325	7,895	7,201	7,933	8,393
투자자산	84,104	79,722	79,491	82,998	86,557
유형자산	352,412	345,229	349,016	352,515	355,749
무형자산	68,850	64,058	60,515	57,227	54,174
기타비유동자산	14,557	15,376	16,240	17,153	18,118
자산총계	852,522	804,088	784,407	812,095	838,282
유동부채	218,770	201,309	194,279	201,133	205,424
매입채무및기타유동채무	81,174	69,853	63,715	70,193	74,259
단기차입금	92,664	84,426	84,426	84,426	84,426
유동성장기차입금	29,510	39,553	39,553	39,553	39,553
기타유동부채	15,423	7,477	6,585	6,961	7,186
비유동부채	180,838	152,076	139,835	141,751	143,007
장기매입채무및비유동채무	3,433	1,520	1,386	1,527	1,616
사채및장기차입금	152,576	128,636	118,636	118,636	118,636
기타비유동부채	24,829	21,920	19,812	21,587	22,755
부채총계	399,608	353,385	334,113	342,884	348,431
자본금	4,824	4,824	4,824	4,824	4,824
주식발행초과금	4,638	4,638	4,638	4,638	4,638
이익잉여금	409,676	405,011	417,075	439,031	462,819
기타자본	-13,233	-12,089	-12,089	-12,089	-12,089
지배주주지분자본총계	415,874	412,353	414,449	436,405	460,192
비지배주주지분자본총계	37,040	38,349	35,844	32,806	29,658
자본총계	452,914	450,702	450,293	469,211	489,850
순차입금	219,224	160,546	152,860	149,059	139,664
총차입금	274,750	252,615	242,615	242,615	242,615

투자지표

(단위: 원, %, 배)

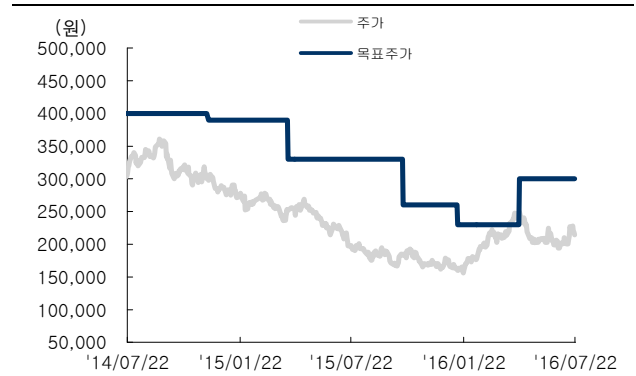
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	7,181	2,072	19,460	29,164	31,178
BPS	476,991	472,954	474,282	496,711	521,088
주당EBITDA	74,003	64,554	67,631	74,654	77,037
CFPS	43,530	35,809	51,437	60,679	62,545
DPS	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000
주가배수(배)					
PER	38.4	80.4	8.6	5.7	5.3
PBR	0.6	0.4	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	6.7	1.5	4.8	4.4	4.2
PCFR	6.3	4.6	3.2	2.7	2.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.9	4.1	5.5	5.9	5.9
영업이익률(핵심)	4.9	4.1	5.5	5.9	5.9
EBITDA margin	9.9	9.7	11.2	10.9	10.7
순이익률	0.9	-0.2	2.9	3.9	3.9
자기자본이익률(ROE)	1.2	-0.2	3.4	5.0	5.2
투자자본이익률(ROIC)	2.3	-2.3	4.0	4.8	4.9
안정성(%)					
부채비율	88.2	78.4	74.2	73.9	72.3
순차입금비율	48.4	35.6	34.0	33.2	30.5
이자보상배율(배)	4.0	3.1	4.1	5.6	5.9
활동성(배)					
매출채권회전율	4.5	4.4	4.7	5.3	5.1
재고자산회전율	6.4	6.2	6.7	7.5	7.3
매입채무회전율	7.8	7.7	7.9	8.8	8.6

- 당사는 07월 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
	2016-05-09	BUY(Maintain)	300,000원
	2016-06-08	BUY(Maintain)	300,000원
	2016-07-14	BUY(Maintain)	300,000원
	2016-07-22	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 (2015/6/1~2016/6/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	96.36%
중립	6	3.64%
매도	0	0.00%