



BUY(Maintain)

목표주가: 30,000원 (상향)

주가(4/21): 24,250원

시가총액: 27,615억원

유티리티
Analyst 김상구

02) 3787-4764 sangku@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(4/21)		2,022.10pt	
52주 주가동향	최고가	최저가	
최고/최저가 대비	31,400원	12,100원	
등락률	-22.77%	100.41%	
수익률	절대	상대	
1M	8.5%	6.8%	
6M	11.8%	12.9%	
1Y	-21.4%	-16.6%	

Company Data

발행주식수	113,876천주
일평균 거래량(3M)	713천주
외국인 지분율	13.57%
배당수익률(16E)	3.06%
BPS(16E)	23,721원
주요 주주	(주)포스코 60.31%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2014	2015	2016E	2017E
매출액	204,078	175,269	162,820	243,232
보고영업이익	3,761	3,688	3,486	4,694
핵심영업이익	3,761	3,688	3,486	4,694
EBITDA	4,888	5,402	5,084	6,249
세전이익	2,872	1,335	3,521	3,954
순이익	1,764	1,086	2,669	2,997
지배주주지분순이익	1,845	1,289	3,169	3,559
EPS(원)	1,620	1,132	2,783	3,125
증감률(%YoY)	33.5	-30.1	145.8	12.3
PER(배)	19.4	14.4	5.9	5.2
PBR(배)	1.5	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	16.6	9.7	9.2	6.8
보고영업이익률(%)	1.8	2.1	2.1	1.9
핵심영업이익률(%)	1.8	2.1	2.1	1.9
ROE(%)	7.7	4.5	10.6	10.9
순부채비율(%)	197.3	152.0	117.5	93.5

Price Trend

 실적리뷰

포스코대우 (047050)

원자재 가격 안정으로 무역부문 정상화



미얀마 가스 사업 수익 감소에도 불구하고 무역부문의 정상화로 영업이익이 전분기 대비 크게 확대되었습니다. 국제유가와 원자재 가격이 바닥을 다진 것으로 보여져 추가적인 일회성 손실 가능성은 낮아 보입니다. 연말까지 미얀마 가스 부문 수익이 다소 감소세를 보일 전망이나, 이 보다는 원자재 가격 상승에 따른 모멘텀 확대 구간으로 판단합니다.

>>> 무역부문 수익성 정상수준으로 회복

1분기 동사 실적은 매출액 3조 8,830억원(QoQ -5.7%, YoY -14.2%), 영업이익 977억원(QoQ 17.3%, YoY -11.8%), 순이익 667억원(QoQ 흑전, YoY -21.8%)로 전분기 대비 크게 개선되었다.

특히 무역부문은 전분기 부실채권 대손충당이 소멸하고 원자재 가격 변동 축소로 비철 트레이딩이 개선된 점에 기인, 영업이익 374억원 수준으로 정상 수준으로 회복하고 있는 것으로 분석된다.

미얀마 가스전수익(육상 844, 해상 150) 994억원(QoQ -12.9%)으로 전분기 대비 감소세를 보였다. 물량 감소(QoQ -8.3%, 3/23-4/10 유지보수) 영향과 가격 하락의 영향으로 보인다.

수익성 위주의 트레이딩과 계절적 영향으로 매출 감소세를 보였지만, 지난 해 매출 수준을 유지하고 있어 우려할 수준은 아니며 2분기 계절적 영향에서 벗어날 것으로 보인다.

>>> 원자재 가격 회복세에 힘입어 주가 반등 가능성 확대

국제유가는 OPEC와 러시아의 감산 논의, 미국 원유 생산 감소에 따라 점진적인 가격 회복이 예상되는 점은 동사에 모멘텀으로 작용할 전망이다.

미얀마 가스 판가는 국제유가에 약 1년 후행 한다. 즉 국제유가가 회복세를 보이고 있으나 미얀마 수익은 당분간 감소세가 유지될 것으로 보인다.

연말까지 약 20% 추가적인 가격 하락이 예상된다. 공급물량이 지난해 수준으로 유지될 경우 연간 약 2,800억원, 가스판 500억원 수준의 영업이익이 예상된다. 사업초기 예상했던 3~4천억원 수준의 연간 수익규모가 유지될 것으로 분석, 미얀마 실적이 주가 흐름에 악영향을 미칠 가능성은 높지 않은 것으로 판단된다.

무역부문 수익 정상화, 원자재 가격 안정에 따라 연간 1,500억원 내외의 무역부문 영업이익 창출이 가능할 것으로 예상된다. 한편 이란 지사를 꾸준히 유지하고 있는 동사의 경우 경제제재 완화로 인한 효과를 기대할 수 있는 점 역시 긍정적인 변화로 판단한다.

무역부문과 E&P부문 사업가치를 각각 1.5조원, 2조원을 반영, 목표주가를 30,000원으로 상향 조정한다.

미얀마 가스 가격

미얀마 가스 가격 하락은 연말까지 지속될 것으로 예상된다. 미얀마 가스 판가가 국제유가에 약 1년 후행하기 때문이다.

2015년 유가가 2014년 대비 약 -45% 하락하였고, 1분기 단위가스판매 당 영업이익은 QoQ -8%, YoY -23% 하락한 것으로 분석된다. 연말까지 약 -20% 수준의 가격 하락, 수익성 하락 가능성이 남아있다.

공급물량이 지난해 수준으로 유지될 경우 미얀마 가스공급부문은 연간 약 2,800억원, 가스판 부문은 500억원 수준의 영업이익이 예상된다.

이는 사업초기 예상했던 3~4천억원 수준의 수익 전망에 부합하는 수준으로 주가에 직접적인 영향은 제한적일 것으로 판단한다.

미국 원유 생산 감소

국제유가 폭락을 촉발했던 미국 원유 생산이 감소하고 있다.

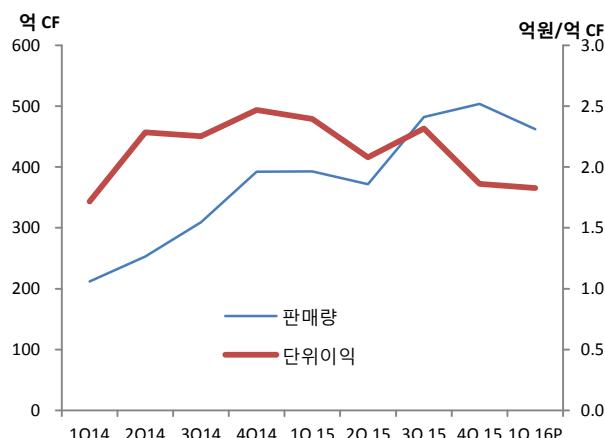
2015년 7월 960만 배럴/일에서 4월 초 895만배럴/일 수준으로 8개월간 약 60만 배럴/일 감소하였다. 2014~2015년 매월 10만배럴/일 수준의 증가속도보다는 다소 느린 속도로 감소하고 있다.

현수준의 감소세가 지속될 경우 약 5~6개월 후 미국 원유 공급 감소가 약 100만배럴/일 수준에 이를 것으로 보인다.

이 경우 원유 공급과잉을 불러왔던 1백만 배럴/일의 과잉 공급 해소로 시장에서 받아들여질 수 있을 것으로 판단한다. 특히 추가 rig 증설이 급감, 단기적으로 생산 회복을 기대하기 어렵다는 점도 유가 회복에 긍정적이다.

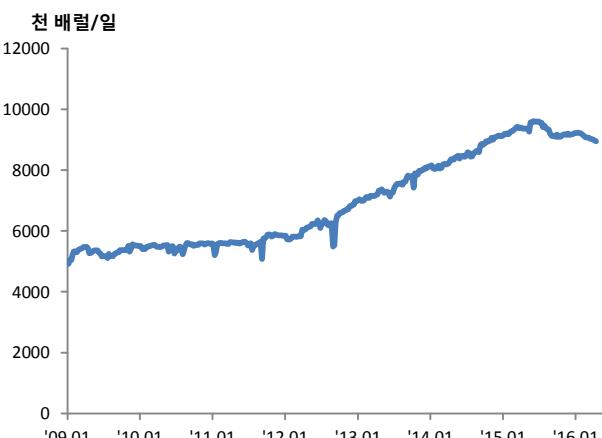
OPEC와 러시아 움직임과는 독립적으로 미국의 원유 생산 감소는 국제유가에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상한다.

미얀마 가스 판매량 및 단위 판매 수익 추이



자료: 포스코대우, 키움증권

미국 원유 생산 감소 추이, 긍정적 유가 흐름 기대



자료: EIA, 키움증권

포스코대우 1분기 실적 요약

(억원)

	1Q14	2Q14	1Q 15	2Q 15	3Q 15	4Q 15	1Q 16P	QoQ	YoY	컨센
매출액	49,280	52,638	45,255	47,045	41,794	41,174	38,830	-5.7%	-14.2%	41,938
영업이익	644	967	1,108	868	878	833	977	17.3%	-11.8%	996
영업이익률	1.31%	1.84%	2.45%	1.85%	2.10%	2.02%	2.52%			
관계기업투자손익	48		153	68	92	-845	90			
금융손익	-235		-137	-272	-784	357	-151			
이자손익	-133	-157	-177	-99	-109	281	-132			
환관련손익	-96	551	28	-155	-695	273	-18			
세전계속사업이익	398	1,179	1,096	642	-200	-548	667	흑전	-39.1%	
순이익	262	852	853	489	-202	-54	667	흑전	-21.8%	518

부문별 수익

무역부문	272	366	237	95	-134	0	374	57.8%
미얀마 가스전	364	578	941	774	1,117	938	844	-10.0%
미얀마 육상 파이프	43	31	132	101	115	203	150	-26.1%

자료: 포스코대우, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	204,078	175,269	162,820	243,232	255,394
매출원가	191,695	162,380	153,196	229,368	240,836
매출총이익	12,382	12,890	9,624	13,864	14,557
판매비 및 일반관리비	8,621	9,202	6,138	9,170	9,628
영업이익(보고)	3,761	3,688	3,486	4,694	5,374
영업이익(핵심)	3,761	3,688	3,486	4,694	4,929
영업외손익	-889	-2,353	35	-741	-633
이자수익	435	482	448	670	703
배당금수익	3	6	6	8	9
외환이익	7,839	8,396	7,023	0	0
이자비용	774	586	673	906	906
외환손실	8,068	8,753	7,000	0	0
관계기업지분법손익	186	-528	240	0	0
투자 및 기타자산처분손익	4	7	0	0	0
금융상품평가 및 기타금융이익	7,652	8,188	5,690	8,000	8,500
기타	-8,165	-9,565	-5,699	-8,513	-8,939
법인세차감전이익	2,872	1,335	3,521	3,954	4,297
법인세비용	1,108	250	852	957	1,040
유효법인세율 (%)	38.6%	18.7%	24.2%	24.2%	24.2%
당기순이익	1,764	1,086	2,669	2,997	3,257
지배주주지분순이익(억원)	1,845	1,289	3,169	3,559	3,868
EBITDA	4,888	5,402	5,084	6,249	6,443
현금순이익(Cash Earnings)	2,891	2,800	4,267	4,551	4,771
수정당기순이익	-2,938	-5,578	-1,644	-3,067	-3,186
증감율(%, YoY)					
매출액	19.3	-14.1	-7.1	49.4	5.0
영업이익(보고)	136.7	-1.9	-5.5	34.7	14.5
영업이익(핵심)	136.7	-1.9	-5.5	34.7	5.0
EBITDA	140.2	10.5	-5.9	22.9	3.1
지배주주지분 당기순이익	33.5	-30.1	145.8	12.3	8.7
EPS	33.5	-30.1	145.8	12.3	8.7
수정순이익	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	-3,812	12,685	7,692	8,123	3,823
당기순이익	1,764	1,086	2,669	2,997	3,257
감가상각비	292	422	395	435	473
무형자산상각비	835	1,292	1,203	1,119	1,041
외환손익	-90	75	-23	0	0
자산처분손익	2,574	2,523	0	0	0
지분법손익	-195	531	-240	0	0
영업활동자산부채 증감	-6,876	7,821	3,672	3,577	-940
기타	-2,116	-1,066	17	-6	-8
투자활동현금흐름	-4,838	-2,090	-982	-4,455	-2,162
투자자산의 처분	-2,661	-111	449	-2,897	-438
유형자산의 처분	34	10	0	0	0
유형자산의 취득	-960	-1,029	-1,029	-1,029	-1,029
무형자산의 처분	-1,259	-1,651	0	0	0
기타	8	692	-402	-528	-695
재무활동현금흐름	9,525	-10,960	5,287	15,763	-532
단기차입금의 증가	7,876	-10,846	1,500	16,000	0
장기차입금의 증가	1,988	446	4,500	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-355	-569	-569	-569	-569
기타	16	9	-144	332	37
현금 및 현금성자산의 순증가	900	-320	11,997	19,431	1,129
기초현금 및 현금성자산	1,667	2,567	2,247	14,243	33,674
기말현금 및 현금성자산	2,567	2,247	14,243	33,674	34,803
Gross Cash Flow	3,064	4,864	4,021	4,546	4,763
Op Free Cash Flow	-5,658	9,854	6,883	7,661	3,282

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	56,520	43,463	50,710	73,526	76,647
현금 및 현금성자산	2,505	2,247	14,243	33,674	34,803
유동금융자산	963	1,331	1,236	1,847	1,940
매출채권 및 유동채권	41,652	32,180	28,072	30,404	31,924
재고자산	10,371	7,705	7,158	7,601	7,981
기타유동금융자산	1,029	0	0	0	0
비유동자산	36,889	36,970	36,623	39,385	40,020
장기매출채권 및 기타비유동채권	872	1,018	946	1,413	1,484
투자자산	11,941	10,974	10,866	13,158	13,512
유형자산	5,825	6,256	6,890	7,484	8,040
무형자산	17,281	17,446	16,244	15,125	14,083
기타비유동자산	970	1,275	1,677	2,206	2,901
자산총계	93,409	80,433	87,333	112,911	116,667
유동부채	54,366	39,184	39,639	62,390	63,411
매입채무 및 기타유동채무	17,043	13,470	12,513	18,693	19,628
단기차입금	31,176	20,399	21,899	37,899	37,899
유동성장기차입금	4,827	4,071	4,071	4,071	4,071
기타유동부채	1,320	1,245	1,157	1,728	1,814
비유동부채	15,296	17,037	21,383	21,783	21,830
장기매입채무 및 비유동채무	174	148	138	206	216
사채 및 장기차입금	14,316	15,914	20,414	20,414	20,414
기타비유동부채	806	975	831	1,163	1,201
부채총계	69,661	56,221	61,021	84,173	85,241
자본금	5,694	5,694	5,694	5,694	5,694
주식발행초과금	3,331	3,331	3,331	3,331	3,331
이익잉여금	13,998	14,720	17,315	20,289	23,563
기타자본	761	672	672	672	672
지배주주지분자본총계	23,785	24,417	27,012	29,987	33,260
비지배주주지분자본총계	-38	-206	-701	-1,248	-1,834
자본총계	23,747	24,212	26,311	28,739	31,426
순차입금	46,852	36,805	30,903	26,862	25,641
총차입금	50,319	40,383	46,383	62,383	62,383

투자지표

(단위: 원, 배, %)

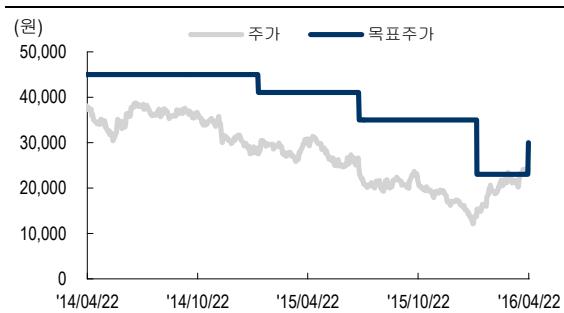
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	1,620	1,132	2,783	3,125	3,396
BPS	20,887	21,442	23,721	26,333	29,207
주당EBITDA	4,292	4,744	4,464	5,487	5,658
CFPS	2,539	2,459	3,747	3,997	4,190
DPS	500	500	500	500	500
주가배수(배)					
PER	19.4	14.4	5.9	5.2	4.8
PBR	1.5	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	16.6	9.7	9.2	6.8	6.4
PCFR	12.4	6.6	4.4	4.1	3.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	1.8	2.1	2.1	1.9	2.1
영업이익률(핵심)	1.8	2.1	2.1	1.9	1.9
EBITDA margin	2.4	3.1	3.1	2.6	2.5
순이익률	0.9	0.6	1.6	1.2	1.3
자기자본이익률(ROE)	7.7	4.5	10.6	10.9	10.8
투하자본이익률(ROIC)	4.4	5.6	5.6	8.2	9.0
안정성(%)					
부채비율	293.3	232.2	231.9	292.9	271.2
순차입금비율	197.3	152.0	117.5	93.5	81.6
이자보상배율(배)	4.9	6.3	5.2	5.2	5.4
활동성(배)					
매출채권회전율	5.3	4.7	5.4	8.3	8.2
재고자산회전율	22.2	19.4	21.9	33.0	32.8
매입채무회전율	11.3	11.5	12.5	15.6	13.3

- 당사는 4월 21일 현재 '포스코대우' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 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
코스코대우(047050)	2014/04/25	Buy(upgrade)	45,000원
	2014/07/25	Buy(Maintain)	45,000원
	2014/10/24	Buy(Maintain)	45,000원
	2015/2/2	Buy(Maintain)	41,000원
	2015/4/22	Buy(Maintain)	41,000원
	2015/7/16	Buy(Maintain)	35,000원
	2015/10/21	Buy(Maintain)	35,000원
	2016/1/27	Buy(Maintain)	23,000원
	2016/4/22	Buy(Maintain)	30,000원

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

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	94.51%
중립	10	5.49%
매도	0	0.00%