

## 포스코대우(047050/KS)

### 1Q16 review: 무역본부의 분전

**매수(유지)**

T.P 27,000 원(상향)

#### Analyst

손지우  
jwshon@sk.com  
02-3773-8827

#### Company Data

자본금	5,694 억원
발행주식수	11,388 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	26,647 억원
주요주주	
(주)포스코	60.31%
국민연금공단	6.14%
외국인지분률	13.60%
배당수익률	2.10%

#### Stock Data

주가(16/04/21)	23,400 원
KOSPI	2005.83 pt
52주 Beta	1.34
52주 최고가	31,400 원
52주 최저가	12,100 원
60일 평균 거래대금	138 억원

#### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	0.0%	-0.7%
6개월	4.2%	6.0%
12개월	-23.2%	-17.8%

1Q OP는 977 억원으로서 SK 증권 리서치센터 추정치를 4.9% 상회하는, 사실상 기대치에 부합하는 실적이었음. 유가하락분이 반영되는 만큼 자원개발 사업부는 기대에 미치지 못했지만, 글로벌 달러약세 기조와 동반한 commodity rally 효과로 인해 무역본부의 이익 개선이 그 부분을 상쇄했음. 2 분기 실적은 886 억원으로 소폭 하락이 예상되는데, 추가적인 commodity rally 가능성은 제한적이기 때문임. 주가 역시 이와 유사한 추이를 예상함

#### 1Q16 영업이익 977 억원(QoQ +17.2% / YoY -11.9%)

SK 증권 리서치센터 추정치 932 억원을 4.9% 상회하는, 사실상 기대치에 부합하는 실적이었음. 컨센서스 996 억원과도 큰 차이는 없었음. 전체적인 실적은 무역본부의 실적 회복과 자원개발의 약세로 요약할 수 있음. 무역본부는 2 월 이후 전 세계적으로 진행된 commodity 가격반등의 수혜가 있었을 것으로 판단함. 다만 미얀마가스전의 영업이익은 844 억원(자원개발 전체는 791 억원)으로서 2 개 분기 연속 감소세가 나타났음. 2015년 1 분기 이후 지속된 유가 약세의 trailing 반영 효과가 지속 중임. 한편 지난 3 분기와 4 분기 대규모 1 회성 순실로 인해 순손실이 발생했던 것에 반해, 금번 분기는 영업이익 수준에 맞는 세전이익과 순이익이 시현된 부분이 긍정적임.

#### 2Q16 영업이익 886 억원(QoQ -9.4% / YoY +2.0%) 추정

2 분기 영업이익은 전반적으로 1 분기 수준과 크게 달라지지 않을 것으로 추정하지만, 감익이 나타날 가능성이 높다고 판단함. 무엇보다 이익의 큰 부분을 차지하는 자원개발 중 미얀마 가스전은 지속적인 유가하락이 실적에 반영되고 있음을 감안해야 함. 또한 무역본부 역시 추가적인 commodity 의 상승 가능성을 타진할 수 있는 개연성이 높지 않기 때문에 지속적인 실적 상승을 예측하기에는 부담이 있음.

#### 목표주가 24,000 원 → 27,000 원 상향 / 투자의견 매수 유지

무역본부의 이익 개선세를 반영하여 목표주가를 소폭 상향 조정함. 연초 12,000 원 수준까지 하락했던 동사의 주가는 최근까지 2 배 가까운 상승을 보였음. 달러 약세에 기반한 글로벌 commodity rally 와 동반한 양상이었음. 여전히 commodity 강세가 유지되고 있기 때문에 주가의 추가 상승도 기대할 수 있음. 다만 기조적인 rally 가 될 가능성이 높지 않기 때문에 추가상승여력도 제한적으로 판단함

#### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	17,108.6	20,407.8	17,526.9	15,961.7	15,465.8	15,109.3
yoy	%	(1.2)	19.3	(14.1)	(8.9)	(3.1)	(2.3)
영업이익	십억원	158.9	376.1	368.8	349.3	315.0	300.3
yoy	%	13.7	136.7	(1.9)	(5.3)	(9.8)	(4.7)
EBITDA	십억원	203.5	488.8	540.2	537.3	503.0	488.3
세전이익	십억원	177.9	287.2	133.5	350.1	326.9	297.5
순이익(지배주주)	십억원	138.2	184.5	128.9	264.1	253.3	230.6
영업이익률%	%	0.9	1.8	2.1	2.2	2.0	2.0
EBITDA%	%	1.2	2.4	3.1	3.4	3.3	3.2
순이익률	%	1.0	1.4	0.8	2.2	2.1	2.0
EPS	원	1,214	1,620	1,132	2,319	2,225	2,025
PER	배	34.0	19.4	14.4	10.5	10.9	12.0
PBR	배	2.2	1.6	0.8	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	40.7	16.5	9.8	11.0	10.9	5.7
ROE	%	6.3	8.0	5.3	10.4	9.2	7.7
순차입금	십억원	3,583	4,471	3,450	3,130	2,720	2,295
부채비율	%	270.7	293.3	232.2	213.6	193.6	177.6

## 기업 Comment

Analyst 손지우 jwshon@sk.com / 02-3773-8827

### 1Q16 실적 review

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16(a)	Y-Y	QoQ	컨센서스	SK(b)	차0 (a/b)
매출액	4,525.5	4,704.5	4,179.4	4,117.4	3,883.0	(14.2)	(5.7)	4,193.8	3,922.6	(1.0)
영업이익	110.8	86.8	87.8	83.3	97.7	(11.8)	17.3	99.6	93.2	4.9
세전이익	109.6	64.2	(20.0)	(20.3)	97.4	(11.1)	(580.4)	101.0	55.0	77.0
지배순이익	91.3	48.5	(9.9)	(1.0)	68.2	(25.3)	(7,157.0)	58.5	42.9	58.9
영업이익률	2.4	1.8	2.1	2.0	2.5	0.1	0.5	2.4	2.4	0.1
세전이익률	2.4	1.4	(0.5)	(0.5)	2.5	0.1	3.0	2.4	1.4	1.1
지배주주순이익률	2.0	1.0	(0.2)	(0.0)	1.8	(0.3)	1.8	1.4	1.1	0.7

자료: SK 증권 Fnguide

### ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2015	4Q16E	4Q17E	4Q18E	4Q19E
ROE(지배주주지분)	8.7%		ROE(지배주주지분)	5.3%	9.2%	8.6%	7.3%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.5%		Target ROE	8.7%			
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.5%						
Beta	1.0						
<b>Target P/B</b>	<b>1.21</b>						
1Q17E EPS(지배주주지분)	22,540						
<b>Target Price</b>	<b>27,281</b>						

자료: 포스코대우, SK 증권

### PER sensitivity analysis

	2015	1Q17E	1Q18E	1Q19E	1Q20E
EPS(지배주주지분)	1,132	2,163	2,205	2,014	2,140
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	2,139				
1Q17E EPS	2,163				
1Q18E EPS	2,205				

Multiple	8.0	9.0	10.0	11.0	12.0	13.0	14.0	15.0	16.0	17.0
TP by weighted EPS	17,113	19,253	21,392	23,531	25,670	27,809	29,948	32,088	34,227	36,366
TP by 4Q16E EPS	17,302	19,465	21,627	23,790	25,953	28,116	30,278	32,441	34,604	36,767
TP by 4Q17E EPS	17,641	19,846	22,051	24,257	26,462	28,667	30,872	33,077	35,282	37,487

자료: 포스코대우, SK 증권

## 연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
매출액	17,526.9	15,686.2	15,358.5	17,526.9	15,961.7	15,465.8	0.0%	1.8%	0.7%
YoY %	-14.1%	-10.5%	-2.1%	-14.1%	-8.9%	-3.1%			
영업이익	368.8	352.0	329.1	368.8	349.3	315.0	0.0%	-0.8%	-4.3%
YoY %	-1.9%	-4.6%	-6.5%	-1.9%	-5.3%	-9.8%			
EBITDA	539.8	538.1	515.2	540.2	537.3	503.0	0.1%	-0.1%	-2.4%
YoY %	10.4%	-0.3%	-4.3%	10.5%	-0.5%	-6.4%			
순이익	116.7	228.1	196.2	128.9	264.1	253.3	10.5%	15.8%	29.2%
YoY %	-36.8%	95.5%	-14.0%	-30.1%	104.8%	-4.1%			

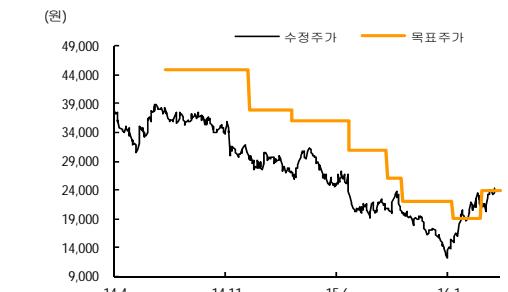
자료: 포스코대우, SK 증권

## 분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E
매출액	3,922.6	3,923.9	3,934.6	3,905.0	3,883.0	3,990.7	4,073.4	4,014.6	-1.0%	1.7%	3.5%	2.8%
YoY %	-13.3%	-16.6%	-5.9%	-5.2%	-14.2%	-15.2%	-2.5%	-2.5%				
QoQ %	-4.7%	0.0%	0.3%	-0.8%	-5.7%	2.8%	2.1%	-14%				
영업이익	93.2	90.5	85.3	83.0	97.7	88.6	83.1	80.0	4.9%	-2.2%	-2.6%	-3.6%
YoY %	-16.0%	4.3%	-2.8%	-0.4%	-11.8%	2.0%	-5.4%	-4.0%				
QoQ %	11.8%	-2.8%	-5.7%	-2.7%	17.3%	-9.4%	-6.2%	-3.7%				
EBITDA	139.7	137.1	131.9	129.5	144.7	135.6	130.1	127.0	3.6%	-1.1%	-1.3%	-2.0%
YoY %	-7.2%	9.6%	-1.9%	-0.2%	-3.9%	8.4%	-3.2%	-2.6%				
QoQ %	7.6%	-1.9%	-3.8%	-1.8%	11.0%	-6.3%	-4.0%	-2.4%				
순이익	42.9	53.4	61.8	70.0	68.2	59.5	57.8	78.6	58.9%	11.4%	-6.5%	12.4%
YoY %	-53.0%	10.1%	흑전	흑전	-25.3%	22.7%	흑전	흑전				
QoQ %	흑전	24.4%	15.9%	13.2%	흑전	-12.8%	-2.8%	36.1%				

자료: 포스코대우, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.04.22	매수	24,000원
	2016.03.27	매수	24,000원
	2016.02.01	매수	19,000원
	2015.10.25	매수	22,000원
	2015.09.30	매수	26,000원
	2015.07.17	매수	31,000원
	2015.06.29	매수	36,000원
	2015.04.21	매수	36,000원
	2015.03.29	매수	36,000원
	2015.02.01	매수	38,000원
	2015.01.06	매수	38,000원
	2014.09.29	매수	45,000원
	2014.07.27	매수	45,000원



(원)

수정 주가      목표 주가

14.4      14.11      15.6      16.1

**Compliance Notice**

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 4월 22일 기준)

매수	96.6%	중립	3.4%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	5,652	4,346	4,585	4,880	5,141
현금및현금성자산	250	225	544	955	1,379
매출채권및기타채권	4,050	3,115	3,035	2,944	2,816
재고자산	1,037	771	764	742	710
<b>비유동자산</b>	3,689	3,697	3,624	3,548	3,469
장기금융자산	574	498	498	498	498
유형자산	583	626	553	476	397
무형자산	1,728	1,745	1,745	1,745	1,745
<b>자산총계</b>	9,341	8,043	8,209	8,428	8,609
<b>유동부채</b>	5,437	3,918	3,888	3,853	3,804
단기금융부채	3,662	2,519	2,519	2,519	2,519
매입채무 및 기타채무	1,564	1,227	1,196	1,161	1,112
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	1,530	1,704	1,704	1,704	1,704
장기금융부채	1,432	1,610	1,610	1,610	1,610
장기매입채무 및 기타채무	13	13	13	13	13
장기충당부채	55	60	60	60	60
<b>부채총계</b>	6,966	5,622	5,591	5,557	5,508
<b>지배주주지분</b>	2,378	2,442	2,638	2,891	3,122
자본금	569	569	569	569	569
자본잉여금	333	333	333	333	333
기타자본구성요소	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,400	1,472	1,736	1,989	2,220
<b>비지배주주지분</b>	(4)	(21)	(21)	(21)	(21)
<b>자본총계</b>	2,375	2,421	2,617	2,871	3,101
<b>부채와자본총계</b>	9,341	8,043	8,209	8,428	8,609

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	(381)	1,268	538	549	560
당기순이익(손실)	176	109	264	253	231
비현금성항목등	271	437	215	215	215
유형자산감가상각비	113	171	188	188	188
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(159)	(266)	(27)	(27)	(27)
운전자본감소(증가)	(688)	782	59	81	115
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(603)	906	78	87	124
재고자산감소(증가)	(237)	267	7	22	31
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(161)	(365)	(25)	(29)	(41)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	111	25	(59)	(59)	(59)
<b>투자활동현금흐름</b>	(484)	(209)	(115)	(112)	(109)
금융자산감소(증가)	(92)	(10)	0	0	0
유형자산감소(증가)	(93)	(102)	(115)	(112)	(109)
무형자산감소(증가)	(126)	(165)	0	0	0
기타	(173)	68	0	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	953	(1,096)	0	0	0
단기금융부채증가(감소)	788	(1,085)	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	199	45	0	0	0
자본의증가(감소)	3	1	0	0	0
배당금의 지급	35	57	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	90	(32)	320	411	425
기초현금	167	257	225	544	955
기밀현금	257	225	544	955	1,379
FCF	(706)	1,366	387	401	427

자료 : 포스코대우, SK증권 추정

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	20,408	17,527	15,962	15,466	15,109
<b>매출원가</b>	19,170	16,238	14,735	14,300	13,978
<b>매출총이익</b>	1,238	1,289	1,227	1,166	1,131
매출총이익률 (%)	6.1	7.4	7.7	7.5	7.5
<b>판매비와관리비</b>	862	920	878	851	831
영업이익	376	369	349	315	300
영업이익률 (%)	1.8	2.1	2.2	2.0	2.0
비영업순익	(89)	(235)	1	12	(3)
<b>순금융비용</b>	434	474	376	405	392
<b>외환관련손익</b>	(23)	(36)	0	0	0
<b>관계기업투자등 관련순익</b>	19	(53)	54	50	49
세전계속사업이익	287	134	350	327	298
세전계속사업이익률 (%)	1.4	0.8	2.2	2.1	2.0
계속사업법인세	111	25	86	74	67
<b>계속사업이익</b>	176	109	264	253	231
증단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	176	109	264	253	231
<b>순이익률 (%)</b>	0.9	0.6	1.7	1.6	1.5
<b>지배주주</b>	185	129	264	253	231
<b>지배주주귀속 순이익률 (%)</b>	0.9	0.7	1.7	1.6	1.5
<b>비지배주주</b>	(8)	(20)	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	177	103	264	253	231
<b>지배주주</b>	185	120	242	232	211
<b>비지배주주</b>	(8)	(18)	22	21	19
<b>EBITDA</b>	489	540	537	503	488

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	19.3	(14.1)	(8.9)	(3.1)	(2.3)
영업이익	136.7	(1.9)	(5.3)	(9.8)	(4.7)
세전계속사업이익	61.4	(53.5)	162.2	(6.6)	(9.0)
EBITDA	140.2	105	(0.5)	(6.4)	(2.9)
EPS(계속사업)	33.5	(30.1)	104.8	(4.1)	(9.0)
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	8.0	5.3	10.4	9.2	7.7
ROA	2.0	1.2	3.2	3.0	2.7
EBITDA/마진	2.4	3.1	3.4	3.3	3.2
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	104.0	110.9	117.9	126.6	135.1
부채비율	293.3	232.2	213.6	193.6	177.6
순자산/자기자본	188.3	142.5	119.6	94.7	74.0
EBITDA/이자비용(배)	0.3	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	1,620	1,132	2,319	2,225	2,025
BPS	20,123	20,374	22,097	24,322	26,346
CFPS	3,018	4,139	3,964	3,794	3,695
주당 현금배당금	500	500	500	500	500
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	19.4	14.4	10.5	10.9	12.0
PER(최저)					
PBR(최고)	1.6	0.8	1.1	1.0	0.9
PBR(최저)					
PCR	10.4	4.0	6.1	6.4	6.6
EV/EBITDA(최고)	16.5	9.8	11.0	10.9	5.7
EV/EBITDA(최저)	34.3	36.2	14.8	6.8	5.0