NH투자증권

POSCO (005490.KS)

Company Comment | 2015.7.8

저평가 영역은 분명하다

2015년 2분기 매출액과 영업이익은 시장 컨센서스 부합 추정. 현주가는 2015년PBR 0.4배에 불과하고, 예상 시가배당수익률 3.7%이므로 추가적인 주가 하락은 제한적이라고 판단

PBR 0.4배, 배당수익률 3.7%로 추가적인 주가 하락은 제한적

- POSCO에 대한 목표주가 340,000원과 투자의견 'Buy' 유지. 현 주가는 2015년 예상주당순장부가치 대비 0.4배에 불과하고, 연간 예상배당금 8,000원(중간 2,000원, 기말 6,000원) 기준 배당수익률은 3.7%에 달함
- 철강 업황 측면의 변화는 Top line 개선이 나타나야 할 것. 별도기준 매출액은 2012년 1분기 10조662억원에서 지속적으로 감소해 2015년 1분기에는 6조7,876억원으로 32.6% 감소. 영업이익은 2013년 3분기 4,427억원을 저점으로 2014년 3분기 6,350억원까지 개선되었지만 지속된 ASP(평균판매단가) 하락과 원가 하락폭 둔화로 이익 개선에 한계 나타남
- POSCO의 PBR 0.4배는 일본 NSSMC가 금융위기 당시 적자를 기록할 때 수준으로 하락한 것이고, 높은 예상 시가배당수익률 고려시 추가적인 주가 하락은 제한적이라고 판단

2분기 매출액과 영업이익은 시장 기대치에 부합

- 2015년 2분기 연결기준 실적은 매출액 14조7,810억원(-11.5% y-y), 영업이익 7,105억원(-15.3% y-y), 당기순이익 3,056억원(-40.2% y-y) 추정. 시장 컨센서스(매출액 15조6,747억원, 영업이익 7,196억원, 순이익 3,938억원)대비 매출액, 영업이익, 순이익은 각각 5.7%, 1.3%, 22.4% 하회 추정
- 2분기 ASP는 전분기 대비 4만원 하락한 반면 조강 투입 원가는 톤당 3.6만원 하락하며 Spread는 축소된 것으로 추정. 3분기에는 계절적 비수기 영향과 수요부진 지속에 따른 추가적인 ASP 하락 예상되는 반면 원가하락 폭은 둔화될 전망
- 2분기 중 호주 구리광산 '샌드파이어' 지분 매각으로 일회성 이익 약 500억원을 반영했으나, 계열회사 보유지분가치 하락에 따른 손실처리로 인해 순이익은 시장 기대치에 미치지 못할 것으로 추정

POSCO 2분기 실적 Preview (단위: 십억원, %)

	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15E					3Q15F
					수정 후	y-y	q-q	수정 전	Consen	
매출액	16,704	16,270	16,685	15,101	14,781	-11.5	-2.1	15,411	15,675	15,181
영업이익	839	879	764	731	711	-15.3	-2.8	846	720	649
영업이익률	5.0	5.4	4.6	4.8	4.8			5.5	4.6	4.3
세전이익	720	331	59	604	439	-39.1	-27.4	646	576	498
(지배지분)순이익	511	238	-193	339	306	-40.2	-9.7	463	394	352

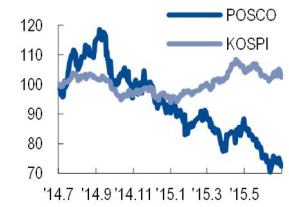
주: K-IFRS 연결 기준. 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터 전망

Buy (유지)

목표주가	340,000원 (유지)
현재가 ('15/07/07)	219,000원

업종	철강금속
KOSPI	2,040.29
KOSDAQ	729.64
시가총액(보통주)	19,093.9십억원
발행주식수(보통주)	87.2백만주
52주 최고가('14/09/12)	361,000원
최저가('15/06/18)	214,500원
평균거래대금(60일)	61.2십억원
배당수익률(2014)	2.90%
외국인지분율	54.4%

Price Trend



Analyst 변종만, CFA
02)768-7597, will.byun@nhwm.com

POSCO 실적 전망 (IFRS 연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

		2014	2015E	2016F	2017F
매출액	- 수정 후	65,098.4	60,803.9	63,854.4	65,770.1
	- 수정 전	65,098.4	64,245.7	65,677.0	67,647.4
	- 변동률	0.0	-5.4	-2.8	-2.8
영업이익	- 수정 후	3,213.5	2,845.8	2,947.7	3,127.4
	- 수정 전	3,213.5	3,248.8	3,465.8	3,658.1
	- 변동률	0.0	-12.4	-14.9	-14.5
영업이익률(수정 후)		4.9	4.7	4.6	4.8
EBITDA		6,452.1	5,894.4	6,118.9	6,395.0
(지배지분)순이익		626.1	1,440.9	1,750.8	1,769.3
EPS	- 수정 후	7,181	16,526	20,081	20,293
	- 수정 전	7,181	20,122	21,998	22,875
	- 변동률	0.0	-17.9	-8.7	-11.3
PER		38.4	13.3	10.9	10.8
PBR		0.6	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA		7.7	7.6	7.5	7.2
ROE		1.5	3.4	4.1	4.0

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치센터 전망

POSCO 분기별 실적 추정

		2014					2015E				
		1Q	2Q	3Q	4Q	연간	1Q	2Q	3Q	4Q	연간
K-IFRS 연결기준	매출액(십억원)	15,440	16,704	16,270	16,685	65,098	15,101	14,781	15,181	15,741	60,804
	영업이익(십억원)	731	839	879	764	3,214	731	711	649	755	2,846
	영업이익률(%)	4.7	5.0	5.4	4.6	4.9	4.8	4.8	4.3	4.8	4.7
	세전이익(십억원)	268	720	331	59	1,378	604.1	438.5	498.0	643.5	2,184
	순이익(십억원)	70	511	238	-193	626	338.6	305.6	351.7	444.9	1,441
K-IFRS 개별기준	매출액(십억원)	7,364	7,420	7,290	7,145	29,219	6,788	6,504	6,426	6,516	26,234
	영업이익(십억원)	518	565	635	632	2,350	622	582	537	605	2,346
	영업이익률(%)	7.0	7.6	8.7	8.8	8.0	9.9	9.0	8.4	9.3	8.9
	세전이익(십억원)	272	719	309	421	1,721	732	519	466	707	2,424
	순이익(십억원)	112	547	222	259	1,139	500	383	344	522	1,749

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

(십억원)	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
매출액	**65,098**	**60,804**	**63,854**	**65,770**
증감률 (%)	5.2	-6.6	5.0	3.0
매출원가	**57,815**	**53,893**	**56,662**	**58,362**
매출총이익	**7,283**	**6,910**	**7,193**	**7,409**
Gross 마진 (%)	11.2	11.4	11.3	11.3
판매비와 일반관리비	4,070	4,065	4,245	4,281
영업이익 (GP-SG&A)	**3,214**	**2,846**	**2,948**	**3,127**
증감률 (%)	7.3	-11.4	3.6	6.1
OP 마진 (%)	4.9	4.7	4.6	4.8
EBITDA	**6,452**	**5,894**	**6,119**	**6,395**
영업외손익	-1,835	-662	-455	-608
금융수익(비용)	-825	-662	-455	-608
기타영업외손익	-710	0	0	0
종속 및 관계기업관련손익	-300	0	0	0
세전계속사업이익	**1,378**	**2,184**	**2,493**	**2,519**
법인세비용	**821**	**716**	**708**	**716**
계속사업이익	557	1,469	1,785	1,803
당기순이익	**557**	**1,469**	**1,785**	**1,803**
증감률 (%)	-58.9	163.8	21.5	1.1
Net 마진 (%)	0.9	2.4	2.8	2.7
지배주주지분 순이익	626	1,441	1,751	1,769
비지배주주지분 순이익	-69	28	34	34
기타포괄이익	-456	0	0	0
총포괄이익	101	1,469	1,785	1,803

VALUATION INDEX

	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
PER (X)	38.4	13.3	10.9	10.8
PER (High,X)	50.6	17.7	14.6	14.4
PER (Low,X)	37.4	12.9	10.7	10.5
PBR (X)	0.6	0.5	0.4	0.4
PBR (High,X)	0.8	0.6	0.6	0.6
PBR (Low,X)	0.6	0.4	0.4	0.4
PCR (X)	3.6	3.3	3.3	3.1
PSR (X)	0.4	0.3	0.3	0.3
PEG (X)	0.9	1.4	3.0	2.2
PER/ 주당EBIT 증감률 (X)	-42.6	2.9	2.7	5.0
PER/ 주당EBITDA 증감률 (X)	-129.6	3.7	4.3	10.7
EV/EBITDA (X)	7.7	7.6	7.5	7.2
EV/EBIT (X)	15.4	15.8	15.6	14.8
Enterprise Value	49,600	44,984	46,004	46,146
EPS CAGR (3년) (%)	41.4	9.3	3.7	5.0
EBITPS CAGR (3년) (%)	-0.9	4.6	4.1	2.1
EBITDAPS CAGR (3년) (%)	-0.3	3.5	2.5	1.0
주당EBIT (W)	36,858	32,640	33,810	35,870
주당EBITDA (W)	74,003	67,607	70,182	73,348
EPS (W)	7,181	16,526	20,081	20,293
BPS (W)	476,991	486,178	498,918	511,871
CFPS (W)	76,297	65,695	66,373	71,588
SPS (W)	746,655	697,398	732,386	754,358
DPS (W)	8,000	8,000	8,000	8,000

CASH FLOW STATEMENT

(십억원)	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
영업활동 현금흐름	**3,412**	**5,217**	**3,908**	**4,545**
당기순이익	557	1,469	1,785	1,803
+ 유/무형자산상각비	3,239	3,049	3,171	3,268
+ 종속, 관계기업관련손실(이익)	300	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	-146	-549	-240
+ 자산처분손실(이익)	-13	0	0	0
Gross Cash Flow	6,652	5,728	5,787	6,242
- 운전자본의증가(감소)	-1,914	785	-562	-351
투자활동 현금흐름	**-3,745**	**-4,704**	**-4,279**	**-4,003**
+ 유형자산의감소	63	0	0	0
- 유형자산의증가(CAPEX)	-3,506	-4,268	-4,072	-3,875
+ 투자자산의매각(취득)	722	-469	-674	-316
Free Cash Flow	-93	949	-164	670
Net Cash Flow	-333	513	-371	542
재무활동현금흐름	**135**	**525**	**436**	**-329**
자기자본 증가	5	0	0	0
부채증감	130	525	436	-329
현금의증가	-397	1,038	65	213
기말현금 및 현금성자산	3,811	4,850	4,915	5,128
기말 순부채(순현금)	21,876	22,159	23,145	23,252

RIM & EVA

	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
RIM				
Spread (FROE-COE) (%)	-6.8	-5.5	-3.3	-3.4
Residual Income	-2,834	-2,004	-1,773	-1,846
12M RIM Target Price (W)	339,172			
EVA				
투하자본	58,018	58,708	60,804	62,346
세후영업이익	1,363	1,807	2,196	2,293
투하자본이익률 (%)	2.5	3.1	3.7	3.7
투하자본이익률 - WACC (%)	-2.6	-2.4	-1.1	-1.1
EVA	-1,504	-1,422	-670	-710
DCF				
EBIT	3,214	2,846	2,948	3,127
+ 유/무형자산상각비	3,239	3,049	3,171	3,268
- CAPEX	-3,506	-4,268	-4,072	-3,875
- 운전자본증가(감소)	-2,797	972	-695	-434
Free Cash Flow for Firm	3,828	-278	1,905	2,066
WACC				
타인자본비용 (COD)	1.5	1.6	1.9	2.0
자기자본비용 (COE)	8.3	8.9	7.3	7.4
WACC(%)	5.1	5.5	4.8	4.9

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

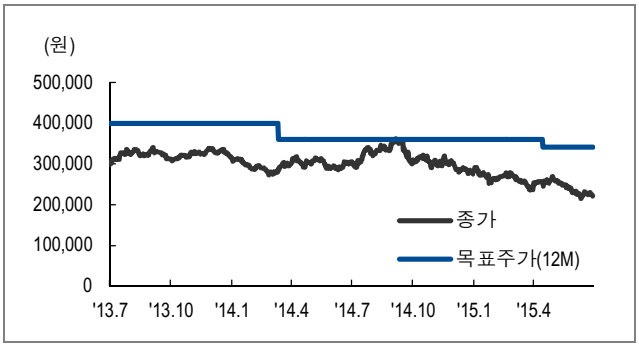
(십억원)	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
현금및현금성자산	3,811	4,850	4,915	5,128
매출채권	10,815	10,101	10,608	10,926
유동자산	**32,627**	**31,956**	**33,240**	**34,217**
유형자산	35,241	36,756	37,935	38,804
투자자산	7,477	7,946	8,620	8,936
비유동자산	**52,625**	**54,541**	**56,116**	**57,039**
자산총계	**85,252**	**86,496**	**89,356**	**91,257**
단기성부채	12,329	12,005	12,558	12,850
매입채무	3,951	3,690	3,875	3,992
유동부채	**21,877**	**20,923**	**21,924**	**22,497**
장기성부채	15,349	16,898	17,485	17,569
장기충당부채	514	480	504	519
비유동부채	**18,084**	**19,453**	**20,168**	**20,332**
부채총계	**39,961**	**40,376**	**42,091**	**42,829**
자본금	482	482	482	482
자본잉여금	1,084	1,084	1,084	1,084
이익잉여금	40,968	41,768	42,879	44,009
비지배주주지분	3,704	3,732	3,765	3,800
자본총계	**45,291**	**46,120**	**47,265**	**48,428**

PROFITABILITY & STABILITY

	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
자기자본이익률 (ROE) (%)	1.5	3.4	4.1	4.0
총자산이익률 (ROA) (%)	0.7	1.7	2.0	2.0
투하자본이익률 (ROIC) (%)	2.5	3.1	3.7	3.7
EBITDA/ 자기자본 (%)	14.2	12.8	12.9	13.2
EBITDA/ 총자산 (%)	7.6	6.8	6.8	7.0
배당수익률 (%)	2.9	3.7	3.7	3.7
배당성향 (%)	102.1	44.4	36.6	36.2
총현금배당금 (십억원)	640	640	640	640
보통주 주당현금배당금(W)	8,000	8,000	8,000	8,000
순부채(현금)/ 자기자본 (%)	48.3	48.0	49.0	48.0
총부채/ 자기자본 (%)	88.2	87.5	89.1	88.4
순이자비용/ 매출액 (%)	27,678	28,903	30,043	30,419
EBIT/ 순이자비용 (X)	1.2	1.4	1.4	1.4
유동비율 (%)	4.0	3.4	3.4	3.5
당좌비율 (%)	149.1	152.7	151.6	152.1
총발행주식수 (mn)	87	87	87	87
액면가 (W)	5,000	219,000	219,000	219,000
주가 (W)	275,500	219,000	219,000	219,000
시가총액 (십억원)	24,020	19,094	19,094	19,094

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
POSCO	005490.KS	2015.04.21	Buy	340,000원(12개월)
		2014.03.19	Buy	360,000원(12개월)
		2013.04.22	Buy	400,000원(12개월)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
   - Buy : 15% 초과
   - Hold : -15% ~ 15%
   - Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2015년 7월 3일 기준)
   - 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
70.4%	28.0%	1.6%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 "POSCO"의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 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 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhwm.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.