



포스코대우 (047050)

BUY (유지)



지주회사/복합기업 Analyst **전용기**
02-6114-2916 yong.jun@hdsrc.com
RA **김다은**
02-6114-2915 daeun.kim@hdsrc.com

포스코P&S 분할합병 긍정적 측면 커

포스코대우와 포스코P&S의 분할합병은 포스코대우 기업가치 긍정적

철강 유통망 단일화를 위해 포스코P&S의 철강재 가공, 국내유통, 스크랩판매 사업부문을 포스코대우와 분할합병한다. 포스코대우는 국내외의 철강유통채널을 확보하게 되고 가공사업부문까지 보유하게되어 시너지가 기대된다. 합병신주는 모두 POSCO가 가져가 합병 후 신규발생하는 1,068만주의 오버행 이슈는 없다. 이번 합병으로 포스코대우의 2017년 실적은 매출은 15.9조원에서 19.0조원, 영업이익은 4,090억원에서 4,400억원으로 상향조정될 전망이다.

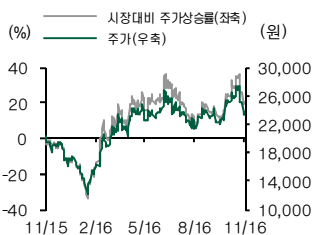
포스코 자회사들의 통합과 구조재편 포스코그룹의 지주회사 전환가능성

포스코는 23개의 국내 자회사들을 보유하고 있고, 사업부문은 건설/엔지니어링, 기자재, 무역/자원개발, IT서비스, 철강재유통, 비철금속 유통 및 무역, 에너지 부문 사업으로 나누어져있다. 유사사업부문의 통합과 구조조정이 올해들어 지속되고 있고, 포스코P&S의 분할합병도 철강유통부문 통합으로 볼 수 있다. 유사부문의 통합과 구조조정의 흐름이 끝나면 POSCO가 투자부문과 사업부문으로 인적분할되어 지주회사 체제로 전환될 수 있다는 판단이다. 투자부문 각 자회사별 책임경영이 강화되고, 신사업 발굴이 용이해지며, 투명성도 한층 강화되어 포스코그룹의 기업가치 증대에 기여 가능하다. POSCO가 보유한 지분원가가 8.1조원, 할인율을 적용한 투자부문의 시장가치는 4~5조원에는 이르고, POSCO자사주 8.2%는 투자부문의 히든밸류가 될 수 있다.

포스코그룹의 지주회사 전환가능성 부각은 포스코대우에도 긍정적

투자이견 매수, 목표주가 38,000원을 유지한다. 이번 분할합병은 포스코대우의 주주가치에 긍정적이며 포스코그룹의 지주회사 전환 가능성 부각 또한 주주가치에 긍정적으로 작용할 전망이다.

주가(11/4)	23,550원
목표주가	38,000원
업종명/산업명	복합기업
업종 투자이견	Overweight
시가총액 (보통주)	2.7조원
발행주식수 (보통주)	113,876,291주
유통주식비율	39.5%
KOSPI 지수	1,982.02
KOSDAQ 지수	610.82
60일 평균 거래량	244,496주
60일 평균 거래대금	59억원
외국인보유비중	15.9%
수정EPS 성장률(16~18 CAGR)	24.7%
시장 수정EPS 성장률 (3yr CAGR)	7.0%
52주 최고/최저가 (보통주)	27,250원 12,100원
베타(52주, 주간수익률)	1.7
주요주주	포스코 60.3%
주가상승률	1개월 3개월 6개월
절대	-6.7% 9.3% 4.0%
상대	-3.3% 10.3% 3.7%

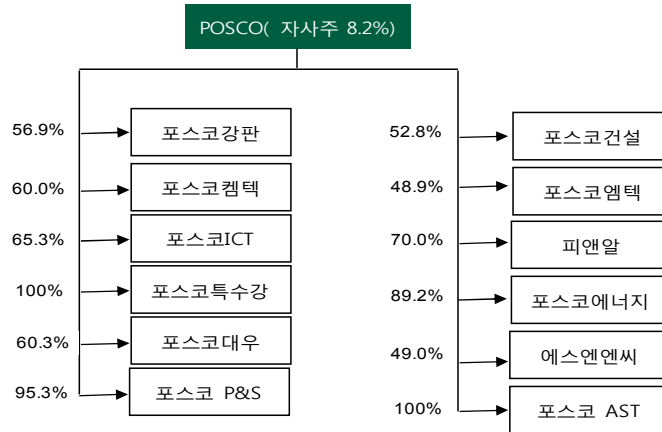


계산기말	12/14A	12/15A	12/16F	12/17F	12/18F
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액 (십억원)	20,407.8	17,526.9	15,625.2	15,987.4	16,562.4
영업이익 (십억원)	376.1	368.8	349.4	409.1	411.9
순이익 (십억원)	176.4	108.6	195.0	237.2	261.2
자배기업순이익 (십억원)	184.5	128.9	205.2	226.2	250.2
EPS (원)	1,620	1,132	1,802	1,987	2,197
수정EPS (원)	1,620	1,132	1,802	1,987	2,197
PER* (배)	26.3-17.9	28.0-14.1	13.1	11.9	10.7
PBR (배)	1.5	0.8	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA (배)	17.1	10.4	12.6	11.2	10.9
배당수익률 (%)	1.6	3.1	3.0	3.0	3.0
ROE (%)	8.0	5.3	8.2	8.5	8.9
ROIC (%)	4.9	4.7	5.2	5.6	5.6

적용기준: IFRS-C =연결재무제표, IFRS-P =개별재무제표

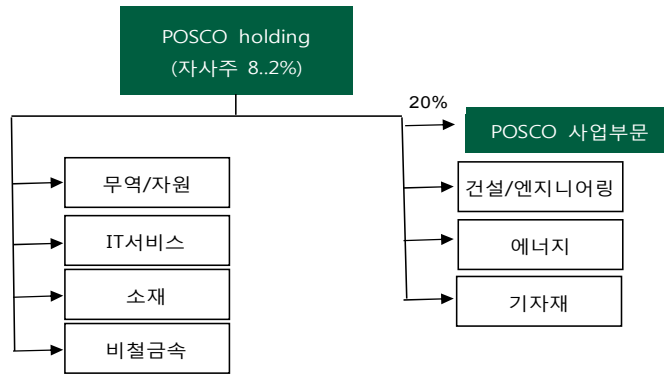
자료: 포스코대우, 현대증권

그림 1> 포스코그룹 주요 자회사



자료: POSCO, 현대증권

그림 2> 인적분할 후 지주회사 체제의 포스코그룹



자료: 현대증권

그림 3> 분할대차대조표 (단위:십억원)

구분	분할전 포스코 P&S	분할존속회사	분할신설회사
I. 유동자산	372	25	347
현금및현금성자산	38	19	18
매출채권	235		235
기타금융자산	15	4	11
재고자산	82		82
기타유동자산	2	1	1
II. 비유동자산	823	495	328
장기매출채권	0		0
기타금융자산	31	28	2
종속기업및관계기업투	733	419	314
투자부동산	41	41	
유형자산	1		1
무형자산	6		6
이연법인세자산	10	6	5
기타비유동자산	0		0
자 산 총 계	1,195	520	675
I. 유동부채	222	16	206
매입채무	122		122
차입금	82	13	70
기타금융부채	13	0	12
당기법인세부채	2	2	
총당부채	0		0
기타유동부채	3	1	1
II. 비유동부채	101	1	101
사채	100		100
기타금융부채	1	1	0
확정급여부채	1		1
부 채 총 계	323	17	306
자 본 총 계	872	503	369
부 채 와 자 본 총 계	1,195	520	675

자료: 외부평가기관 평가의견서, 현대증권

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	12/14A (IFRS-C)	12/15A (IFRS-C)	12/16F (IFRS-C)	12/17F (IFRS-C)	12/18F (IFRS-C)
매출액	20,407.8	17,526.9	15,625.2	15,987.4	16,562.4
매출원가	19,169.5	16,238.0	14,422.0	14,704.0	15,271.2
매출총이익	1,238.2	1,289.0	1,203.2	1,283.3	1,291.1
판매비와관리비	862.1	920.2	853.8	874.3	879.2
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	376.1	368.8	349.4	409.1	411.9
EBITDA	488.8	540.2	502.9	548.5	545.5
영업외손익	(88.9)	(235.3)	(73.5)	(47.0)	(20.0)
금융손익	(67.1)	(83.6)	4.8	(25.0)	(20.0)
지분변손익	19.5	(53.1)	15.3	20.0	28.0
기타영업외손익	(41.4)	(98.6)	(93.6)	(42.0)	(28.0)
세전이익	287.2	133.5	276.0	362.1	391.9
법인세비용	110.8	25.0	80.9	124.8	130.7
당기순이익	176.4	108.6	195.0	237.2	261.2
지배기업순이익	184.5	128.9	205.2	226.2	250.2
총포괄이익	177.0	102.5	190.8	237.2	261.2
지배기업총포괄이익	185.1	120.2	202.5	226.2	250.2
손비경상손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수정순이익	184.5	128.9	205.2	226.2	250.2

연금흐름표 (십억원)	12/14A	12/15A	12/16F	12/17F	12/18F
당기순이익	176.4	108.6	195.0	237.2	261.2
유무형자산상각비	112.7	171.4	153.5	139.5	135.5
기타비연금손익 조정	158.6	266.0	121.0	104.8	102.7
운전자본투자	(744.0)	781.2	(137.8)	(107.0)	(99.2)
기타영업연금흐름	(141.3)	(59.6)	(78.0)	(124.8)	(130.7)
영업활동 현금흐름	(437.6)	1,267.6	253.8	249.7	267.5
실비투자	(92.6)	(101.9)	(49.8)	0.0	0.0
무형자산투자	(125.9)	(165.1)	(87.6)	0.0	0.0
단기금융자산 증감	(2.2)	(3.7)	(11.9)	(2.8)	(2.6)
투자자산증감	(263.9)	(7.4)	(8.5)	0.0	0.0
기타투자연금흐름	57.3	70.0	0.4	0.0	0.0
투자활동 현금흐름	(427.4)	(208.1)	(157.4)	(2.8)	(2.6)
금융부채 증감	986.4	(1,039.9)	(116.5)	96.0	89.1
자본의 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금 당기지급액	(35.5)	(56.9)	(56.9)	(79.7)	(79.7)
기타채무연금흐름	1.6	0.9	19.0	23.7	31.5
재무활동 현금흐름	952.5	(1,096.0)	(154.5)	40.0	40.8
기타연금흐름	2.5	4.5	(2.5)	0.0	0.0
연금의 증가(감소)	90.0	(32.0)	(60.5)	287.0	305.7
기초 현금 및 현금성자산	166.7	256.7	224.7	164.1	451.1
기말 현금 및 현금성자산	256.7	224.7	164.1	451.1	756.8
총영업연금흐름	369.1	423.6	413.5	423.7	414.8
잉여연금흐름	(563.9)	929.5	151.3	319.8	318.4
순연금흐름	(990.1)	991.5	66.9	193.7	219.3
순연금 (순지급)	(4,759.1)	(3,767.6)	(3,700.8)	(3,507.0)	(3,287.8)

성장성 및 수익성 비율 (%)	12/14A	12/15A	12/16F	12/17F	12/18F
매출액 성장률	19.3	(14.1)	(10.9)	2.3	3.6
영업이익 성장률	136.7	(1.9)	(5.3)	17.1	0.7
EBITDA 성장률	140.2	10.5	(6.9)	9.1	(0.5)
지배기업순이익 성장률	33.5	(30.1)	59.2	10.2	10.6
수정순이익 성장률	33.5	(30.1)	59.2	10.2	10.6
영업이익률	1.8	2.1	2.2	2.6	2.5
EBITDA 이익률	2.4	3.1	3.2	3.4	3.3
당기순이익률	0.9	0.6	1.2	1.5	1.6
수정순이익률	0.9	0.7	1.3	1.4	1.5

참고: 수정EPS = [(수정순이익 - 우선주귀속 순이익) + (새우 의석관련 순이익조정분)] / (보통주 수정 평균화석주식수), 수정순이익 = (지배기업순이익) - (손비경상손익)
 순비경상손익: 새우 비경상항목의 순이익(지배기업에 귀속된 비경상항목으로서 외환관련손익, 파생관련손익, 평가손익, 일회성손익, 중대시정순익 등을 포함)
 적용기준: IFRS-C = 연결재무제표, IFRS-I = 개별재무제표, IFRS-S = 별도재무제표
 자료: 포스코대우, 현대증권

재무상태표 (십억원) (적용기준)	12/14A (IFRS-C)	12/15A (IFRS-C)	12/16F (IFRS-C)	12/17F (IFRS-C)	12/18F (IFRS-C)
현금 및 현금성자산	250.5	224.7	164.1	451.1	756.8
단기금융자산	22.7	64.2	69.9	72.7	75.3
매출채권	3,975.6	3,056.0	3,293.5	3,424.4	3,545.9
재고자산	1,037.1	770.5	691.0	718.5	744.0
기타유동자산	263.2	230.9	227.8	236.8	245.2
유동자산	5,652.0	4,346.3	4,446.3	4,903.5	5,367.2
투자자산	1,194.1	1,097.4	1,073.5	1,073.5	1,073.5
유형자산	582.5	625.6	643.0	604.6	566.3
무형자산	1,728.1	1,744.6	1,718.9	1,617.8	1,522.6
이연법인세자산	89.9	124.7	134.3	134.3	134.3
기타비유동자산	94.3	104.6	94.7	94.7	94.7
비유동자산	3,688.9	3,697.0	3,664.3	3,524.8	3,391.3
자산총계	9,340.9	8,043.3	8,110.6	8,428.3	8,758.5

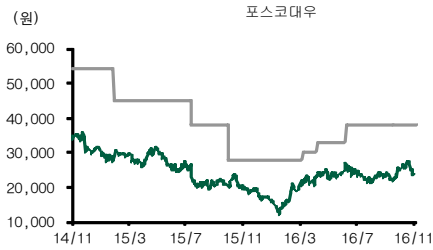
매입채무	1,382.4	1,017.4	1,003.9	1,043.8	1,080.8
단기금융부채	3,600.3	2,446.9	2,414.3	2,510.3	2,599.4
단기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	429.9	454.0	518.1	538.7	557.8
유동부채	5,436.6	3,918.4	3,936.3	4,092.8	4,238.0
장기금융부채	1,432.0	1,609.6	1,520.5	1,520.5	1,520.5
장기충당부채	55.4	59.9	63.5	66.0	68.3
퇴직금여부채	21.9	16.3	16.1	16.7	17.3
이연법인세부채	2.9	3.1	4.1	4.1	4.1
기타비유동부채	17.4	14.8	14.2	14.8	15.3
비유동부채	1,529.6	1,703.7	1,618.4	1,622.1	1,625.6
부채총계	6,966.1	5,622.1	5,554.7	5,714.9	5,863.6
자본금	569.4	569.4	569.4	569.4	569.4
자본잉여금	333.2	333.2	333.2	333.2	333.2
기타자본항목	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.7)
기타포괄손익누계액	76.8	67.8	65.1	65.1	65.1
이익잉여금	1,399.8	1,472.0	1,620.3	1,766.8	1,937.3
지배기업 자본총계	2,378.5	2,441.7	2,587.3	2,733.8	2,904.3
비지배자본	(3.8)	(20.6)	(31.3)	(20.3)	(9.3)
자본총계	2,374.7	2,421.2	2,555.9	2,713.5	2,895.0
부채와자본총계	9,340.8	8,043.3	8,110.6	8,428.4	8,758.6

주당지표 (원)	12/14A	12/15A	12/16F	12/17F	12/18F
EPS	1,620	1,132	1,802	1,987	2,197
수정EPS	1,620	1,132	1,802	1,987	2,197
주당순자산(BPS)	20,887	21,442	22,720	24,007	25,504
주당매출액(SPS)	179,210	153,912	137,212	140,392	145,442
주당총영업연금흐름(GCFPS)	3,241	3,720	3,631	3,721	3,642
주당배당금	500	500	700	700	700
수정EPS 성장률(3년 CAGR, %)	14.1	7.0	24.7	8.6	5.7

주주가지 및 재무구조 (%)	12/14A	12/15A	12/16F	12/17F	12/18F
ROE	8.0	5.3	8.2	8.5	8.9
ROA	2.7	1.8	3.0	4.0	4.1
ROIC	4.9	4.7	5.2	5.6	5.6
WACC	3.6	4.6	6.6	7.0	6.9
ROIC/WACC (배)	1.3	1.0	0.8	0.8	0.8
경제적이익 (EP, 십억원)	83.8	(15.8)	(70.5)	(71.5)	(66.6)
부채비율	293.3	232.2	217.3	210.6	202.5
순금융부채비율	200.4	155.6	144.8	129.2	113.6
이자보상배율 (배)	6.3	9.2	10.3	5.9	6.1

투자자 고지사항

■ 투자의견 및 목표주가 변경내역



종목명	변경일	투자의견	목표주가 (원)
포스코대우	15/02/02	BUY	45,000
	15/07/16	BUY	38,000
	15/10/02	BUY	28,000
	16/03/11	BUY	30,000
	16/04/11	BUY	33,000
	16/06/13	BUY	38,000

■ 당사는 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 제공한 사실이 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인함.

■ 투자의견 분류: 신장: Overweight(10%이상), Neutral(-10~10%), Underweight(-10%이상) / 기업: Strong BUY(30%이상), BUY(10~30%), Marketperform(-10~10%), Underperform(-10%이상) (주가 —, 목표주가 —)

■ 투자등급 비율 (2016. 09. 30 기준)

매수	중립	매도
86.1	13.4	0.4

* 최근 1년간 투자의견을 제시한 리포트 기준

■ 이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 당사가 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 불시의 변동이 발생할 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 어떠한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 당사에 있으므로 당사의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 당사에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.