



Buy

(유지)

POSCO (005490)

불확실성 해소 긍정적

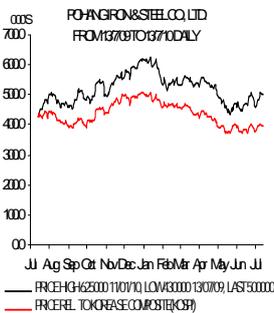
2010. 7. 14
 Analyst 신윤식 (6309-4789)
 ysshin@meritz.com

목표주가(6개월) 640,000원
 현재주가(7.13) : 500,000원
 소속업종 철강및금속
 시가총액(7.13) : 435,934억원
 평균거래대금(60일) 1,616.9억원
 외국인지분율 48.76%

예상EPS(전년비)
 FY10 58,413원 (60.5%)
 FY11 63,553원 (8.8%)

예상PE(시장대비)
 FY10 8.6배 (103.6%)
 FY11 7.9배 (103.5%)

주가그래프



▶ 결론 : 매수 의견 유지

- 투자의견 매수, 6개월 목표주가 64만원 유지.
- 하반기 마진 축소 우려는 이미 주가에 반영.
- 인도제철소, 대우인터내셔널 등 불확실성 해소되며 밸류에이션 매력 부각.
- Positive Point : Valuation

▶ 투자포인트 : 인도제철소, 대우인터내셔널 인수 등 불확실성 해소 긍정적

- 하반기 영업마진 축소 우려는 이미 주가에 반영 : 저가 원재료 소진, 고로 보수 공사 때문에 하반기 마진 축소 예상되나 이는 주가에 이미 반영.
- 인도제철소 착공 의지 긍정적 : 하반기에 인도 오리사주 1단계 부지조성 공사가 시작되고 SAIL과의 합작 제철소도 9월경에 가시화할 전망.
- 대우인터내셔널 실사 완료, 인수 후 시너지 예상 : 9월경에 본계약 체결될 예정. 포스코의 능력 확장으로 인한 판로 개척과 에너지 자원개발 사업에서 시너지가 예상됨.

▶ 영업실적 : 2분기 실적 호조, 3분기에는 보수공사 영향으로 이익 감소

- 2분기 영업실적 호조 : 영업이익 1조 8,359억원, 영업마진 23.1%로 호전. 생산 증가와 제품가격 상승으로 마진 확대. 그러나 4,430억원의 외환손실 영향으로 세전이익은 예상에 미달.
- 3분기에는 보수공사 영향으로 이익 감소 : 1) 포항 4고로가 7월부터 3개월간 보수공사를 실시하여 조강생산량 전분기 대비 약 30만톤 감소. 2) 저가 원재료 소진되고 수출가격도 하락하여, 영업마진 16.0%로 축소 추정됨.
- 4분기에는 마진 다소 회복될 전망 : 고로 보수공사 완료, 포항과 광양의 신제강 공장 건설로 생산능력이 증강되어 생산량이 증가하고, 원료가격은 소폭 하락하는 가운데 수출가격은 회복될 가능성.

| (억원, 원, 배, %) | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 269,539 | 326,687 | 383,588 | 403,290 |
| 증감(%) | -12.0 | 21.2 | 17.4 | 5.1 |
| 영업이익 | 31,480 | 61,988 | 64,903 | 68,996 |
| 순이익 | 31,723 | 50,928 | 55,410 | 59,570 |
| 증감(%) | -28.7 | 60.5 | 8.8 | 7.5 |
| EPS | 36,385 | 58,413 | 63,553 | 68,325 |
| 증감(%) | -28.7 | 60.5 | 8.8 | 7.5 |
| BPS | 353,258 | 400,072 | 449,677 | 504,845 |
| P/E | 17.0 | 8.6 | 7.9 | 7.3 |
| P/CF | 10.3 | 6.1 | 5.8 | 5.4 |
| P/BV | 1.7 | 1.2 | 1.1 | 1.0 |
| EV/EBITDA | 10.1 | 5.2 | 4.8 | 4.2 |
| 자기자본이익률 | 10.8 | 15.4 | 14.9 | 14.2 |
| 부채비율 | 29.2 | 25.6 | 18.4 | 16.1 |
| 순금융비용부담률 | 0.3 | 0.1 | 0.0 | -0.5 |
| 이자보상배율 | 39.3 | 161.8 | - | - |

시장대비 상대강도 : 1개월(1.06), 3개월(0.90), 6개월(0.78)



Other Issue 1 : 인도제철소 하반기 중 착공

- 인도 오리사주 제철소 (1단계 400만톤) 건설 프로젝트는 5년 전에 오리사주 정부와 MOU를 체결했는데 지난 6월 22일 MOU의 만기가 지나 향후 진행에 불확실성 증폭.
- 그러나 포스코는 금년 6월까지 국유지 내 경작물 보상 조사를 완료했고, 하반기 내에 부지조성 공사에 착수할 것이라며 지속적인 추진 의지를 밝힘.
- 또한 인도 SAIL과의 합작 제철소 (1단계 300만톤)도 지난 5월 SAIL의 이사회에서 원칙적으로 승인되었으며 7~8월중 사업타당성 조사를 진행한 후 9월경에 결론을 낼 예정.
- SAIL과의 합작제철소는 포스코가 51%의 지분을 소유하여 경영권을 확보하는 안으로 협상을 진행중.

Other Issue 2 : 대우인터내셔널 인수, 9월경에 결론

- 지난 5월 14일 대우인터내셔널 인수 우선협상대상자로 선정. 7월 5일까지 실사 완료.
- 오는 9월에 주식매매계약 체결, 9~10월 중 인수대금 지급 및 주식 이전.
- 새로운 고객 발굴 위한 네트워크 필요 : 포스코는 2012년까지 조강 생산능력을 현재 3,400만톤에서 4,100만톤으로 증강할 계획. 대우인터내셔널의 글로벌 네트워크를 활용하여 인도, 동남아, 동유럽 등 신흥시장의 새로운 고객 발굴 가능.
- 에너지 자원개발 사업 시너지 : 포스코의 LNG발전소, LNG터미널이 대우인터내셔널 소유 미얀마 가스전으로부터 가스를 공급받을 수 있음. 또한 미얀마 가스전의 경험으로 타 가스전은 물론 니켈, 동, 유연탄 등으로 자원개발 사업을 확장할 가능성 높아짐.
- 대우인터내셔널 인수를 위해 하반기 중 약 2조원의 자금을 조달할 계획.

[표 1] 분기별 영업실적

(단위 : 억원, 원, 천톤)

| | 매출액 | 영업이익 | 세전이익 | 순이익 | 영업마진 | 조강생산량 |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 09.1Q | 64,713 | 3,730 | 4,090 | 3,245 | 5.8% | 6,145 |
| 2Q | 63,440 | 1,704 | 4,459 | 4,305 | 2.7% | 7,132 |
| 3Q | 68,505 | 10,178 | 12,061 | 11,419 | 14.9% | 7,880 |
| 4Q | 72,881 | 15,868 | 15,216 | 12,756 | 21.8% | 8,373 |
| 10.1Q | 69,495 | 14,471 | 17,123 | 14,372 | 20.8% | 8,228 |
| 2Q p | 79,327 | 18,359 | 14,948 | 11,962 | 23.1% | 8,363 |
| 3Q E | 82,296 | 13,128 | 14,343 | 11,331 | 16.0% | 8,063 |
| 4Q E | 95,569 | 16,030 | 17,246 | 13,262 | 16.8% | 9,351 |
| 증가율(yoy, %) | | | | | | |
| 10.1Q | 7.4 | 287.9 | 318.7 | 342.9 | | 33.9 |
| 2Q p | 25.0 | 977.2 | 235.2 | 177.9 | | 17.3 |
| 3Q E | 20.1 | 29.0 | 18.9 | -0.8 | | 2.3 |
| 4Q E | 31.1 | 1.0 | 13.3 | 4.0 | | 11.7 |

자료 : POSCO, 추정치(E)는 메리츠증권증권 리서치센터

[표 2] 포스코의 합리화, 능력증강 투자

| | 내용 | 기간 | 능력 증강 내역 |
|-------|---|------------------------|---------------------------------|
| 2009년 | 광양 4고로 개수 광양 1연주, 1열연, 2냉연 합리화 | 2.18~7.21 | 조강 306 --> 421만톤 |
| 2010년 | 포항 4고로 개수 포항 신제강 건설 광양 신제강 및 후판 공장 건설 | 7~9월 9월 완공 7월 완공 | 조강 310 --> 465만톤 후판 200만톤 증가 |
| 2011년 | 포항 주물선 고로 개수 | | 조강 50만톤 증가 |
| 2012년 | 광양 5고로 개수 | | 조강 140만톤 증가 |
| 2013년 | 1 FINEX 증강 | | 조강 50만톤 증가 |

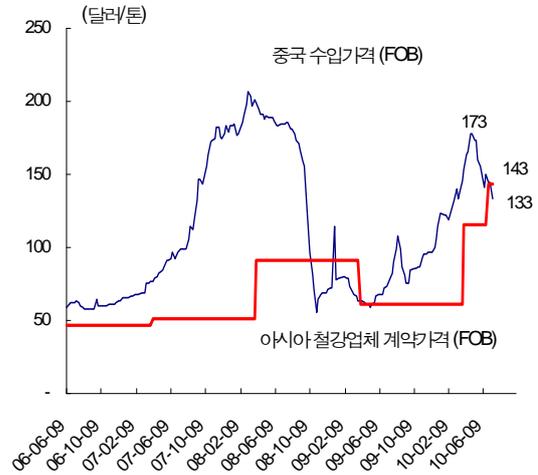
자료 : POSCO, 스틸데일리



[그림 1] 주요 철강재 중국 유통가격



[그림 2] 철광석 가격



자료 : Bloomberg

[표 3] Asian Peers' Valuation

| 기업명 | | Nippon Steel | JFE Holdings | Sumitomo Metal Industries | Baoshan Iron & Steel | Wuhan Iron & Steel | China Steel | Tata Steel | 평균 |
|-----------|-------|--------------|--------------|---------------------------|----------------------|--------------------|-------------|------------|------|
| 국적 | | 일본 | 일본 | 일본 | 중국 | 중국 | 대만 | 인도 | |
| 주가 | (7/9) | 301 | 2,726 | 206 | 6.15 | 4.48 | 30.5 | 495.9 | |
| PER | 10E | 10.2 | 8.0 | 15.5 | 10.3 | 14.5 | 11.1 | 8.0 | 11.1 |
| | 11E | 8.6 | 7.0 | 9.5 | 8.3 | 9.3 | 10.5 | 6.3 | 8.5 |
| PBR | 10E | 1.0 | 0.9 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.5 | 1.5 | 1.2 |
| | 11E | 0.9 | 0.9 | 1.0 | 1.0 | 1.1 | 1.4 | 1.2 | 1.1 |
| EV/EBITDA | 10E | 5.5 | 5.2 | 8.4 | 4.9 | 5.1 | 9.5 | 5.9 | 6.4 |
| | 11E | 5.0 | 4.8 | 6.7 | 4.3 | 4.4 | 9.3 | 5.1 | 5.7 |
| ROE | 10E | 9.6 | 12.0 | 7.4 | 10.0 | 11.1 | 13.8 | 20.0 | 12.0 |
| | 11E | 11.1 | 12.3 | 11.6 | 11.8 | 14.5 | 13.8 | 20.6 | 13.7 |

Source: Thomson Reuters



〈표 5〉 추정 요약 재무제표와 투자지표

| Income Statement | | | | |
|------------------|---------|---------|---------|---------|
| (억원) | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 매출액 | 269,539 | 326,687 | 383,588 | 403,290 |
| 수출비중(%) | 34.1 | 31.9 | 31.2 | 32.2 |
| 매출원가 | 225,743 | 251,255 | 304,492 | 319,611 |
| 매출총이익 | 43,796 | 75,432 | 79,096 | 83,679 |
| 판매관리비 | 12,316 | 13,444 | 14,193 | 14,683 |
| 영업이익 | 31,480 | 61,988 | 64,903 | 68,996 |
| 영업외수지 | 4,345 | 1,673 | 4,359 | 5,466 |
| 금융수지 | -801 | -383 | 132 | 2,013 |
| 외환수지 | 3,336 | -1,397 | 774 | 0 |
| 세전계속사업이익 | 35,825 | 63,660 | 69,262 | 74,463 |
| 특별손익 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 세전순이익 | 35,825 | 63,660 | 69,262 | 74,463 |
| 법인세비용 | 4,103 | 12,732 | 13,852 | 14,893 |
| 당기순이익 | 31,723 | 50,928 | 55,410 | 59,570 |

| Statement of Cash Flow | | | | |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|
| (억원) | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 영업활동현금흐름 | 71,435 | 56,907 | 58,636 | 70,087 |
| 당기순이익(손실) | 31,723 | 50,928 | 55,410 | 59,570 |
| 유형고정자산감가상각비 | 20,213 | 19,539 | 19,539 | 20,039 |
| 무형자산상각비 | 420 | 420 | 420 | 420 |
| 운전자본의 증감 | 36,882 | -8,628 | -9,334 | -3,232 |
| 투자활동 현금흐름 | -83,762 | -31,950 | -42,127 | -45,227 |
| 유형자산투자 | -42,057 | -50,000 | -35,000 | -35,000 |
| 투자유가증권투자(순) | 8,094 | 1,600 | 1,500 | 1,500 |
| 재무활동 현금흐름 | 9,179 | -7,695 | -23,570 | -6,610 |
| 차입금증가 | 13,733 | -3,141 | -19,016 | -2,056 |
| 자본의증가 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 현금의증가 | -3,149 | 17,262 | -7,061 | 18,250 |
| 기초현금 | 9,417 | 6,268 | 23,530 | 16,469 |
| 기말현금 | 6,268 | 23,530 | 16,469 | 34,719 |

| Balance Sheet | | | | |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| (억원) | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 유동자산 | 129,181 | 137,267 | 146,259 | 176,436 |
| 현금과예금 | 6,268 | 23,530 | 16,469 | 34,719 |
| 매출채권 | 22,393 | 27,141 | 31,868 | 33,505 |
| 재고자산 | 29,963 | 36,316 | 42,641 | 44,832 |
| 고정자산 | 270,747 | 303,409 | 320,370 | 336,831 |
| 투자자산 | 102,773 | 104,373 | 105,873 | 107,373 |
| 투자유가증권 | 95,579 | 97,067 | 98,462 | 99,857 |
| 유형자산 | 166,456 | 196,917 | 212,377 | 227,338 |
| 무형자산 | 1,518 | 2,120 | 2,120 | 2,120 |
| 자산총계 | 399,928 | 440,676 | 466,629 | 513,267 |
| 유동부채 | 26,858 | 31,121 | 32,840 | 33,395 |
| 매입채무 | 7,397 | 9,870 | 11,589 | 12,184 |
| 단기차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 유동성장기부채 | 11 | 40 | 40 | 0 |
| 고정부채 | 63,556 | 58,625 | 39,609 | 37,593 |
| 사채 | 56,598 | 50,588 | 31,588 | 29,588 |
| 장기차입금 | 867 | 1,945 | 1,929 | 1,913 |
| 부채총계 | 90,415 | 89,746 | 72,449 | 70,988 |
| 자본금 | 4,824 | 4,824 | 4,824 | 4,824 |
| 자본잉여금 | 44,041 | 44,041 | 44,041 | 44,041 |
| 이익잉여금 | 279,433 | 324,102 | 373,253 | 426,564 |
| 자본조정 | -18,784 | -22,037 | -27,938 | -33,150 |
| 자본총계 | 309,513 | 350,930 | 394,179 | 442,279 |

| Key Financial Data | | | | |
|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|
| | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 주당데이터(원) | | | | |
| SPS | 309,152 | 374,697 | 439,961 | 462,559 |
| EPS | 36,385 | 58,413 | 63,553 | 68,325 |
| CFPS | 60,050 | 81,306 | 86,445 | 91,791 |
| EBITDAPS | 59,771 | 93,990 | 97,334 | 102,602 |
| BPS | 353,258 | 400,072 | 449,677 | 504,845 |
| 배당률(%) | 160.0 | 200.0 | 200.0 | 200.0 |
| 배당수익률(%) | 1.2 | 1.5 | 1.5 | 1.5 |
| Valuation(Multiple) | 최저 | 최고 | | |
| P/E | 17.0 | 8.3 | 8.6 | 7.9 |
| P/CF | 10.3 | 5.0 | 6.1 | 5.8 |
| P/S | 2.0 | 1.0 | 1.3 | 1.1 |
| P/BV | 1.8 | 0.9 | 1.2 | 1.1 |
| P/EBITDA | 10.4 | 5.1 | 5.3 | 5.1 |
| EV/EBITDA | 10.2 | 4.9 | 5.2 | 4.8 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 10.8 | 15.4 | 14.9 | 14.2 |
| EBITDA이익률 | 19.3 | 25.1 | 22.1 | 22.2 |
| 부채비율 | 29.2 | 25.6 | 18.4 | 16.1 |
| 순금융비용부담률 | 0.3 | 0.1 | 0.0 | -0.5 |
| 이자보상배율(x) | 39.3 | 161.8 | - | - |
| 매출채권회전율(x) | 10.5 | 13.2 | 13.0 | 12.3 |
| 재고자산회전율(x) | 4.8 | 7.6 | 7.7 | 7.3 |



Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2010년 7월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2010년 7월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2010년 7월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 신윤식)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급관련 사항

1. 종목추천관련 투자등급(추천기준일 종가대비 4등급)
 - 아래 종목투자자의견은 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.
 - Strong Buy : 추천기준일 종가대비 +50%이상.
 - Buy : 추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만.
 - Hold : 추천기준일 종가대비 +5%이상 ~ +15%미만.
 - Reduce : 추천기준일 종가대비 +5%미만.
2. 산업추천관련 투자등급(추천기준일 시장지수대비 3등급)
 - 아래 산업투자자의견은 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천하는 것.
 - 비중확대(Overweight).
 - 중립(Neutral).
 - 비중축소(Underweight).

POSCO(005490)의 투자등급변경 내용

| 추천확정일자 | 자료의 형식 | 투자의견 | 목표주가 | 담당자 | 주가 및 목표주가 변동추이 |
|------------|--------|------|---------|-----|----------------|
| 2008.12.1 | 산업분석 | 매수 | 460,000 | 신윤식 | |
| 2009.1.16 | 기업브리프 | 매수 | 420,000 | 신윤식 | |
| 2009.3.16 | 기업분석 | 매수 | 470,000 | 신윤식 | |
| 2009.4.13 | 기업브리프 | 매수 | 470,000 | 신윤식 | |
| 2009.4.19 | 기업브리프 | 매수 | 470,000 | 신윤식 | |
| 2009.7.13 | 기업브리프 | 매수 | 520,000 | 신윤식 | |
| 2009.8.7 | 산업브리프 | 매수 | 580,000 | 신윤식 | |
| 2009.10.15 | 기업브리프 | 매수 | 680,000 | 신윤식 | |
| 2009.11.30 | 산업분석 | 매수 | 680,000 | 신윤식 | |
| 2010.1.15 | 기업브리프 | 매수 | 730,000 | 신윤식 | |
| 2010.5.25 | 기업브리프 | 매수 | 640,000 | 신윤식 | |
| 2010.6.23 | 기업브리프 | 매수 | 640,000 | 신윤식 | |
| 2010.7.14 | 기업브리프 | 매수 | 640,000 | 신윤식 | |