

기업분석

POSCO (005490.KS)

Buy (재개)

목표주가 450,000원 (재개)

Analyst

이창목

02)768-7153, chang.lee@wooriwm.com

유재민

02)768-7617, benjamin.yu@wooriwm.com

업종	철강 및 금속
현재가 ('08/11/21)	301,500원
KOSPI	1,003.73
KOSDAQ	290.12
시가총액(보통주)	3,169십억원
발행주식수(보통주)	87.2백만주
액면가	5,000원
120일 평균거래량	474,393주
120일 평균주가	447,004원
52주 최고가('07/12/11)	628,000원
최저가('08/10/24)	242,000원
배당수익률(2007)	3.3%
외국인지분율	41.2%
주요주주	
Nippon Steel	5.0%
Alliance Bernstein	4.7%
주가상승률(%) 3개월 6개월 12개월	
절대수익률	-35.7 -46.3 -47.0
상대수익률	-2.1 -0.6 -2.6

‘잘만 하면’ 2009년은 기회의 해!

투자의견 Buy

POSCO에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 450,000원을 제시하면서 커버리지를 재개한다. 철강가격 급락에도 불구하고 동사의 2009년 영업실적은 비교적 양호한 수준을 유지할 전망이다. 또한 상대적으로 많은 현금을 보유하고 있어 철강가격이 급락하는 불황기에 원료자급률 제고, 생산규모 확대 등을 추진하는데 유리하게 작용할 전망이다. 현재주는 PBR 0.9배, PER 5.7배 (이상 2009년 예상)로 2000년대 PBR 밴드 0.7~2.5배 및 PER 밴드 3~14배의 하단부에 근접한 상황이다. 목표주가는 RIM(잔여이익모델)에 의한 주당 영업가치 351,662원과 관계사 지분가치(30% 할인) 96,086원의 합으로 산출하였다. RIM 가정은 market risk premium 5.2%, risk free rate 5.3%, 베타 0.9 등이며 COE(자기자본비용)는 9.7%를 적용하였다.

2009년 상대적으로 양호한 실적 예상

국내외 철강가격에 비해 제품가격이 낮아 향후 가격 인하폭은 다른 업체들에 비해 상대적으로 적을 전망이다. 타사에 비해 제품가격 조정폭이 적고, 시기도 느린 점은 최근과 같은 업황 하락기에 상대적인 강점으로 작용한다. 2009년에는 당초 예상과 달리 원료 장기도입가격이 하락할 전망이다. 세계 조강생산 감소로 철광석, 석탄 등 주요 원료 spot가격이 급락하고 있기 때문이다. 상대적으로 적은 가격 인하, 원료가격 하락 등은 원가절감능력과 함께 동사의 영업 실적 감소폭을 축소시키는 역할을 할 전망이다. 2009년 영업이익은 전년대비 9.8% 감소하는 양호한 수준이 예상된다.

많은 현금 보유를 바탕으로 원료자급률 확대 등을 이룰 수 있을 전망

현재의 업황 하락은 당장의 영업실적 측면에서는 부정적 요인으로 작용하나 장기적인 성장 측면에서는 동사에 기회가 될 수 있을 전망이다. 광산 및 철강업체의 가치가 하락하고 있어 2009년은 철강산업에 있어 M&A기회가 많을 것으로 예상된다. 이점은 상대적으로 많은 현금을 보유하고 있는 동사에 유리하게 작용할 것으로 예상된다. 특히 동사는 낮은 원료자급률로 인해 안정적인 원료 확보에 어려움을 겪고 있다. 동사의 원료자급률은 철광석 15%, 석탄 22% 등 (광산 지분율로 계산)으로 메이저 철강업체들에 비해 상대적으로 낮다.

결산기	매출액	증감률	영업이익	세전이익	순이익	EPS	증감률	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율	순차입금
12월	(십억원)	(%)	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)	(십억원)
2006	20,043.4	-7.6	3,892.3	4,118.4	3,206.6	36,779	-20.1	8.4	1.2	4.7	15.5	21.0	-1,067.7
2007	22,206.7	10.8	4,308.3	4,792.0	3,679.4	42,202	14.7	13.6	2.1	8.2	15.9	24.4	-811.3
2008E	31,099.3	40.0	6,585.6	6,698.1	5,142.9	58,988	39.8	5.1	0.9	3.1	19.3	22.0	-249.2
2009F	34,873.6	12.1	5,937.8	6,357.1	4,881.2	55,985	-5.1	5.4	0.8	3.3	15.8	16.8	-438.4
20010F	36,435.3	4.5	6,169.7	6,659.7	5,113.5	58,650	4.8	5.1	0.7	3.2	14.6	14.6	-347.2

주: 과거 결산기 주가지표는 해당 결산기말 종가 기준임

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

- 당사는 자료 작성일 현재 'POSCO' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석담당자와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 증권회사의 영업행위에 관한 규정(대우조선해양 인수합병자문사로 조사분석제한)에 의거 08년 7월 30일부터 08년 10월 16일까지 당사 커버리지에서 제외되었으나 사유해소로 커버리지 재개됨-다.
- 당사는 'POSCO'를 기초자산으로 하는 ELW의 발행회사 및 LP(유동성공급자)임을 알려드립니다.
- 동 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

POSCO 잔여이익모델(RIM): 영업가치

(단위: 십억원, 원)

	2008E	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Net profit	4,570	4,231	4,421	4,711	5,161	5,685	5,928	6,350	6,846	7,327	7,850	8,398
Shareholder's equity	28,779	32,912	37,066	41,566	46,478	51,875	56,840	62,031	67,491	73,078	78,593	84,325
Forecast ROE (FROE)	17.2%	13.7%	12.6%	12.0%	11.7%	11.6%	10.9%	10.7%	10.6%	10.4%	10.4%	10.3%
Spread (FROE-COE)	7.4%	4.0%	2.9%	2.3%	2.0%	1.8%	1.2%	1.0%	0.9%	0.7%	0.6%	0.6%
Residual Income	1,980	1,233	1,020	890	882	905	644	573	551	495	479	480
Cost of Equity(COE)	9.7%											
Beta	0.9											
Market Risk Premium (Rm-Rf)	5.2%											
Risk Free Rate (Rf)	5.3%											
Beginning Shareholder's equity	18,948.1											
PV of Forecast Period RI	7,237.6											
PV of Continuing Value	1,758.4											
Equity Value(C+P)	27,944.1											
No. of Shares(Common, mn)	87.2											
		12m TP										
Fair Price(C)		351,662										
Current Price(C)		301,500										
Upside(-Downside)		-										
Implied P/B(x)		1.1										
Implied P/E(x)		6.0										

주: RIM(Residual Income Model, 잔여이익모델)은 현금흐름할인모형의 하나로 주주 입장에서 투자원금인 자기자본과 자기자본비용을 초과하는 이익(잔여이익)의 현재가치를 합한 금액을 적정주주가치(자기자본가치)로 보는 Valuation 모델이다. 산식으로 표현하면 다음과 같다.

자기자본가치 = 자기자본 + 미래 잔여이익의 현재가치 합

* 잔여이익(RI)_t = 당기순이익_t - 자기자본_{t-1} * 자기자본비용(Cost of Equity)_t = 자기자본_{t-1} * (ROE_t - COE_t)

RIM은 이론적으로 배당할인모형(DDM), 잉여현금흐름할인모형(DCF)과 같은 결과를 도출하면서도 측정지표상의 주관성을 최소화시킨 객관적인 Valuation 모델이라고 할 수 있어 당사 Valuation 기본모델로 사용하고 있다.

Market Risk Premium 적용 기준 (Guidance)

구분	Mega Cap.	Large Cap.	Middle Cap.	Small Cap.
기준	M-cap 10 조원 이상 + 신용등급 'AAA'이상	M-cap 1~10 조원+'A0'이상	M-cap 2 천억원~1 조원+'BBB+'이상	M-cap 2 천억원 미만+'BBB-'이상
Risk Premium	5.2%	6.0%	7.0%	8.0%

* Risk Free Rate = 5.3%(공통)

POSCO 매출구성, 판매량 및 판매단가

	'01	'02	'03	'04	'05	'06	'07	'08E	'09F	'10F
매출구성(십억원)										
열연	2,714	2,943	3,837	5,076	5,258	4,101	4,011	6,195	7,119	7,385
후판	1,212	1,226	1,287	1,938	2,392	2,577	3,004	4,682	5,455	5,844
선재	689	685	805	1,075	1,283	1,079	1,174	1,734	1,963	2,033
냉연	3,521	3,784	4,624	5,981	7,203	6,361	7,115	10,909	12,559	12,913
전기강판	296	343	419	524	674	663	1,074	1,589	1,826	1,903
STS	1,847	1,894	2,630	4,271	3,887	4,272	4,639	4,422	4,253	4,577
총매출액	11,086	11,729	14,359	19,792	21,695	20,043	22,207	31,099	34,874	36,435
판매량 구성(천톤)										
열연	9,975	9,358	10,461	10,226	9,200	8,328	7,642	8,024	8,199	8,398
후판	3,068	3,036	2,970	3,303	3,419	3,900	4,297	5,012	5,165	5,326
선재	1,848	1,832	1,969	2,014	1,944	1,853	2,018	2,021	2,070	2,116
냉연	8,389	9,020	9,281	9,844	10,428	10,760	11,763	12,951	13,145	13,398
전기강판	529	589	655	701	727	659	907	971	988	1,011
STS	1,239	1,247	1,571	1,937	1,858	1,885	1,609	1,459	1,481	1,523
전체판매량	27,112	27,194	28,200	29,202	28,659	28,542	29,581	31,618	32,250	33,002
판매단가(만원/톤)										
열연	27	31	37	50	57	49	52	77	87	88
후판	40	40	43	59	70	66	70	93	106	110
냉연	42	42	50	61	69	59	60	84	96	96

자료: 우리투자증권 리서치센터

INCOME STATEMENT					VALUATION INDEX				
(십억원)	2007/12A	2008/12E	2009/12F	2010/12F		2007/12A	2008/12E	2009/12F	2010/12F
매출액	22,206.7	31,099.3	34,873.6	36,435.3	EV/ EBITDA (X)	8.2	3.1	3.3	3.2
증가율 (%)	10.8	40.0	12.1	4.5	EV/ EBIT (X)	11.4	4.0	4.4	4.2
매출원가	16,606.1	22,967.9	27,257.9	28,458.5	PER (X)	13.6	5.1	5.4	5.1
매출총이익	5,600.6	8,131.3	7,615.7	7,976.8	조정PER (X)	15.1	5.2	5.9	5.6
Gross 마진 (%)	25.2	26.1	21.8	21.9	PCR (X)	9.6	3.8	4.1	3.8
판매비와 일반관리비	1,292.3	1,545.8	1,677.9	1,807.1	PBR (X)	2.1	0.9	0.8	0.7
EBITDA	6,028.6	8,372.1	7,819.2	8,168.5	PSR (X)	2.3	0.8	0.8	0.7
EBITDA 마진 (%)	27.1	26.9	22.4	22.4	PEG (X)	1.2	3.1	0.8	0.6
감가상각비 & 무형자산상각비	1,720.3	1,786.5	1,881.3	1,998.8	PER/ 주당EBIT 증가율 (X)	1.1	-31.0	0.8	0.6
영업이익	4,308.3	6,585.6	5,937.8	6,169.7	PER/ 주당EBITDA 증가율 (X)	1.3	5.1	0.9	0.7
OP 마진 (%)	19.4	21.2	17.0	16.9	Enterprise Value	49,321.1	26,037.7	25,848.5	25,939.6
영업외수익	1,048.9	1,350.7	1,266.3	1,019.3	주당EPS CAGR (3년, FD) (%)	11.6	1.6	6.5	8.0
영업외비용	565.2	1,238.2	847.0	529.2	주당EBIT CAGR (3년, FD) (%)	12.7	-0.2	6.5	8.4
순이자수익/(비용)	23.1	39.2	38.4	39.0	주당EBITDA CAGR (3년, FD) (%)	10.7	1.0	6.2	7.5
세전계속사업이익	4,792.0	6,698.1	6,357.1	6,659.7	주당EBIT (FD) (W)	49,414	75,534	68,105	70,764
Pretax 마진 (%)	21.6	21.5	18.2	18.3	주당EBITDA (FD) (W)	69,145	96,024	89,683	93,690
법인세비용	1,112.6	1,555.1	1,476.0	1,546.2	EPS (FD) (W)	42,202	58,988	55,985	58,650
계속사업이익	3,679.4	5,142.9	4,881.2	5,113.5	조정EPS (FD) (W)	38,050	57,493	50,993	53,877
순이익	3,679.4	5,142.9	4,881.2	5,113.5	CFPS (W)	59,818	80,240	74,150	78,538
Net 마진 (%)	16.6	16.5	14.0	14.0	BPS (W)	278,612	327,444	374,702	422,151
조정순이익	3,317.5	5,012.6	4,445.9	4,697.3	주당매출액 (W)	254,702	356,697	399,987	417,899

CASH FLOW STATEMENT					RIM & EVA				
(십억원)	2007/12A	2008/12E	2009/12F	2010/12F		2007/12A	2008/12E	2009/12F	2010/12F
영업활동 현금흐름	5,072.7	4,452.3	4,736.7	5,054.6	RIM				
당기순이익	3,679.4	5,142.9	4,881.2	5,113.5	Spread (FROE-COE) (%)	6.2	7.4	4.0	2.9
감가상각비 & 무형자산상각비	1,720.3	1,800.6	1,890.2	2,006.5	Residual Income	1,434.1	1,980.4	1,233.3	1,019.7
+ 지분법손실 (- 이익)	-572.5	-524.7	-512.9	-542.3	12M RIM-based Target Price(W)	351,662			
+ 외화환산손실(-이익)	56.8	361.7	-54.0	0.3	경제적 부가가치 (EVA)				
+ 비유동자산매각손실 (-이익)	46.1	-12.0	0.0	0.0	투하자본	16,654.5	21,364.0	25,209.3	29,066.3
Gross Cash Flow	5,215.3	6,995.8	6,464.9	6,847.5	세후영업이익	3,308.0	5,056.6	4,559.2	4,737.3
- 운전자본의 증가 (+ 감소)	-142.6	-2,543.6	-1,728.2	-1,792.9	투하자본이익률 (%)	20.9	26.6	19.6	17.5
투자활동 현금흐름	-3,673.8	-3,578.1	-3,684.9	-3,810.8	투하자본이익률 - WACC (%)	14.4	20.1	12.9	10.8
+ 유형자산감소	16.0	0.0	0.0	0.0	EVA	2,401.6	4,298.8	3,264.5	3,147.1
- 유형자산증가(CAPEX)	-2,464.9	-3,521.3	-3,657.5	-3,221.4	Discounted Cash Flow				
+ 투자유가증권 매각 (- 취득)	-1,318.4	23.5	0.0	0.0	EBIT	4,308.3	6,585.6	5,937.8	6,169.7
Free Cash Flow	2,607.8	931.0	1,079.2	1,833.2	+ 감가상각비	1,720.3	1,800.6	1,890.2	2,006.5
Net Cash Flow	1,398.9	874.2	1,051.8	1,243.8	- CAPEX	2,464.9	3,521.3	3,657.5	3,221.4
재무활동 현금흐름	-1,046.6	-922.0	-1,071.0	-1,182.7	Free cash flow for DCF valuation	3,223.6	1,151.9	1,705.0	2,474.9
자기자본 증감	-884.4	0.0	0.0	0.0	가중평균 자본비용 (WACC) (%)				
부채 증감	-162.2	-922.0	-1,071.0	-1,182.7	부채비용 (COD)	3.2	3.2	3.2	3.2
현금&단기금융상품 증가 (- 감소)	352.3	-47.8	-19.2	61.1	자기자본비용 (COE)	9.7	9.7	10.0	10.0
기말 순부채 (순현금)	-811.3	-249.2	-438.4	-347.2	WACC	6.5	6.5	6.6	6.6

BALANCE SHEET					PROFITABILITY & STABILITY				
(십억원)	2007/12A	2008/12E	2009/12F	2010/12F		2007/12A	2008/12E	2009/12F	2010/12F
현금 및 단기금융상품	2,134.3	2,086.8	2,067.6	2,128.7	자기자본이익률 (ROE) (%)	15.9	19.3	15.8	14.6
매출채권	1,894.8	2,658.6	3,008.2	3,424.7	총자산이익률 (ROA) (%)	12.9	15.7	13.3	12.6
유동자산	8,767.9	11,026.9	11,443.6	12,245.7	투하자본이익률 (ROIC) (%)	20.9	26.6	19.6	17.5
유형자산	13,201.6	14,904.0	17,234.6	19,290.0	EBITDA/ 자기자본 (%)	24.6	29.1	23.8	22.0
투자자산	8,165.3	8,809.9	9,393.0	10,546.4	EBITDA/ 총자산 (%)	19.8	23.8	20.3	19.2
비유동자산	21,724.9	24,078.4	27,006.0	30,231.2	배당수익률 (%)	1.7	3.3	3.2	3.3
자산총계	30,492.8	35,105.3	38,449.6	42,476.9	총현금배당금(십억원)	756.1	755.4	717.6	755.4
단기성부채	513.4	712.2	469.8	622.7	보통주 주당현금배당금(중간+기말)	10,000	10,000	9,500	10,000
매입채무	632.0	1,181.3	756.1	731.1	순부채(현금)/ 자기자본 (%)	-3.3	-0.9	-1.3	-0.9
유동부채	2,811.8	3,133.2	2,239.7	2,086.1	총부채/ 자기자본 (%)	24.4	22.0	16.8	14.6
장기성부채	2,240.9	2,375.7	2,409.7	2,409.1	순이자비용/ 매출액 (%)	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
장기성총당금	225.4	240.3	241.7	230.2	EBIT/ 순이자비용 (X)	-186.5	-168.1	-154.6	-158.4
비유동부채	3,177.8	3,193.0	3,298.2	3,325.1	유동비용 (%)	311.8	351.9	510.9	587.0
부채총계	5,989.6	6,326.2	5,537.9	5,411.3	당좌비용 (%)	197.3	203.5	299.5	345.1
자본금	482.4	482.4	482.4	482.4	총발행주식수 (mn)	87	87	87	87
자본잉여금	4,109.8	3,989.6	4,036.3	4,010.2	액면가 (W)	5,000	5,000	5,000	5,000
이익잉여금	21,768.2	26,189.4	30,300.2	34,478.8	주가 (W)	575,000	301,500	301,500	301,500
자본총계	24,503.2	28,779.1	32,911.6	37,065.6	시가총액 (십억원)	50,132	26,287	26,287	26,287

* 주: 과거 결산기 주가지표는 해당 결산기말 증가 기준임