

POSCO (005490)

봄과 함께 생기를 되찾을 것

철강/비철금속

Analyst 김종재

02) 3787-4904

steelkim@kiwoom.com

세가지 근거에서 투자 의견 BUY를 제시한다. 첫째, 그 동안의 보수적 가격 정책이 실적 훼손 폭을 덜어줄 것으로 예상되고, 둘째, 철강 출하가 부진을 보이고 있지만, 이러한 상황이 오래 지속되지 않을 것으로 예상되고, 셋째, 매크로 여건, 기업 경쟁력을 감안할 때 시장 밸류에이션을 하회하기 어렵다고 판단한다. 목표주가 500,000원을 유지한다.

BUY (Maintain)

주가(01/15) 359,000원

목표주가 500,000원

■ 보수적인 가격 정책이 빛을 발할 때

POSCO의 보수적인 가격 정책이 긍정적 부메랑으로 되돌아 것으로 예상된다. 일본 제조업의 심장인 도요타가 POSCO의 자동차강판을 채용하기로 결정한 것은 POSCO의 제품 기술력과 함께 POSCO의 가격 경쟁력을 입증하고 있다

■ 봄이 오고 있다

수요업체들이 가격 하락을 기대하며 극도로 구매를 자제하고, 재고를 비워 놓고 가는 상황이 철강 출하를 더 어렵게 만들고 있다. 이런 구도가 지속될 수는 없다. 때가 되면 구매는 재개될 것이고, 철강 원료 가격 협상 시점을 전후해서 철강 수급이 호전될 것이다. 실적 측면에서 1분기가 바닥일 수 밖에 없다고 판단한다.

■ 시장 밸류에이션을 하회할 이유 없다

철강업종에 우호적인 매크로 여건, 기업 경쟁력을 감안할 때 시장 밸류에이션을 하회할 이유가 없다고 판단해 P/E 11배 적용해, 목표주가 500,000원, 투자 의견 BUY를 유지한다.

Stock Data

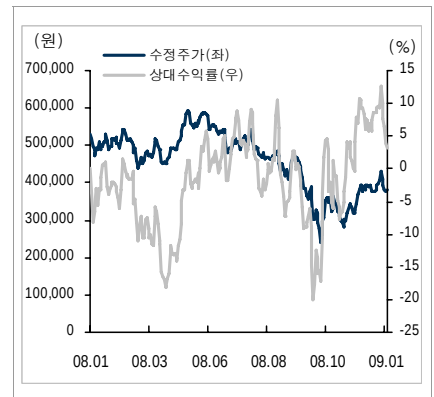
KOSPI (01/15)	1,111.34pt
시가총액	313,001억원
52주 주가동향	최고가 594,000원 최저가 242,000원
최고/최저가 대비 등락율	-39.6% 48.3%
수익률	절대 상대
1M	-8.1% -4.2%
6M	-28.9% -3.5%
1Y	-34.7% 2.6%

Company Data

발행주식수	87,187천주
일평균 거래량(3M)	570천주
외국인 지분율	43.2%
배당수익률(08.E)	2.6%
BPS(09.E)	355,791원
주요 주주	Nippon Steel Corp 5.0% Alliance Bernstein 4.7%
매출구성(2008)	탄소강 84.8% 스텐레스 15.2%

투자지표	2006	2007	2008E	2009E	2010E
매출액(억원)	200,434	222,067	306,420	286,811	269,229
증감율(%YoY)	-7.6	10.8	38.0	-6.4	-6.1
영업이익(억원)	38,923	43,083	65,400	46,347	57,455
증감율(%YoY)	-34.2	10.7	51.8	-29.1	24.0
EBITDA(억원)	54,490	60,286	83,384	63,344	74,329
경상이익(억원)	41,184	47,920	58,290	51,906	63,256
순이익(억원)	32,066	36,794	44,470	38,930	47,442
EPS(원)	36,778	42,202	51,005	44,651	54,414
증감율(%YoY)	-20.1	14.7	20.9	-12.5	21.9
PER(배)	8.4	13.6	7.0	8.0	6.6
PBR(배)	1.25	2.12	1.12	1.01	0.90
EV/EBITDA(배)	4.7	8.2	3.8	4.3	3.3
영업이익률(%)	19.4	19.4	21.3	16.2	21.3
ROE(%)	14.9	15.6	15.9	12.5	13.7
순부채비율(%)	21.3	25.3	10.5	9.8	5.6

Price Trend



- 당사는 01월 16일 현재 'TPOSCO T' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석담당자는 01월 16일 현재 동 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

I. 한국 경제의 바로미터 기업

화불단행이라는 속담이 실감나는 3일이었다. 본론에 들어가기에 앞서 최근 돌출된 네가지 악재를 먼저 살펴보자.

악재1, 1월 적자설 (1월13일)

월간 실적이 큰 의미는 없지만, 이에 대해서도 회사측은 적자 가능성을 부정했다. 적어도 1개월 정도의 생산은 주문 기반으로 확정되기 때문에 회사측의 언급은 상당히 신뢰성이 있다. 다만 1월 적자의 현실화 여부를 떠나, 1분기 전반에 걸쳐 극도로 경영환경이 어려울 것으로 예상된다..

악재2, FINEX화재 (1월13일)

FINEX는 코크스 제조과정이 생략된다. 대신 가루 유연탄에 전분을 섞어 프레싱해서 만드는 성형탄(일종의 조개탄)을 사용한다. 가루 유연탄을 그대로 사용할 경우 가스 흐름을 저해하고, 용융로 내의 하중 압력을 견딜 수 없기 때문이다. 이번 FINEX의 화재는 성형탄을 제조하는 유압실에서 발생한 것으로 FINEX의 본체 설비인 환원로와 용융로에는 피해가 없다. 피해가 경미하고, FINEX의 기술적 결함에서 발생한 사고가 아니기 때문에 주가 측면에서 큰 문제가 없다고 판단한다

악재3, 회장 교체설 (1월14일)

1월15일 이구택 회장이 이사회에 사임의사를 밝히면서 결국 사실로 귀결이 났다. 철강 경기의 급냉, 해외제철소 사업, 중국 철강업체의 도전, 현대제철과의 관계 설정 등 POSCO의 경영환경이 급변하고 있는 상황에서 이해할 수 없는 사임이 아닐 수 없다. 이 모든 문제에 제대로 대응할 수 있는, 산업적 체험이 풍부한 제대로 된 CEO를 만날 수 있기를 바랄 따름이다.

악재4, 고로 가동 중단설 (1월15일)

수요 감소에 대응해 일단 고로 가동 중단에 앞서 선제적으로 고려될 수 있는 대응책은 5월로 예정된 광양4고로의 대보수 시점을 앞당기는 방안이다. 여러 가지 가능성을 안고 있어 고로 가동 중단이 현실화될 수 있을지부터가 미지수다. 다만, 기술적으로 고로의 경우 출선능력의 20%까지는 감산할 수 있지만, 그 이상은 노후 부조, 노체 손상 등의 이유로 감산이 어렵다. 추가적인 감산을 위해서는 특정 고로의 가동을 중단할 수 밖에 없다. 고로의 재가동에는 상당한 비용이 소모되지만, 원가 측면에서 볼 때 특정 고로의 가동을 중단하고 다른 고로의 가동을 정상화시키는 것이 원가 측면에서는 유리할 수도 있다.

철강업체 주가 수익률 비교

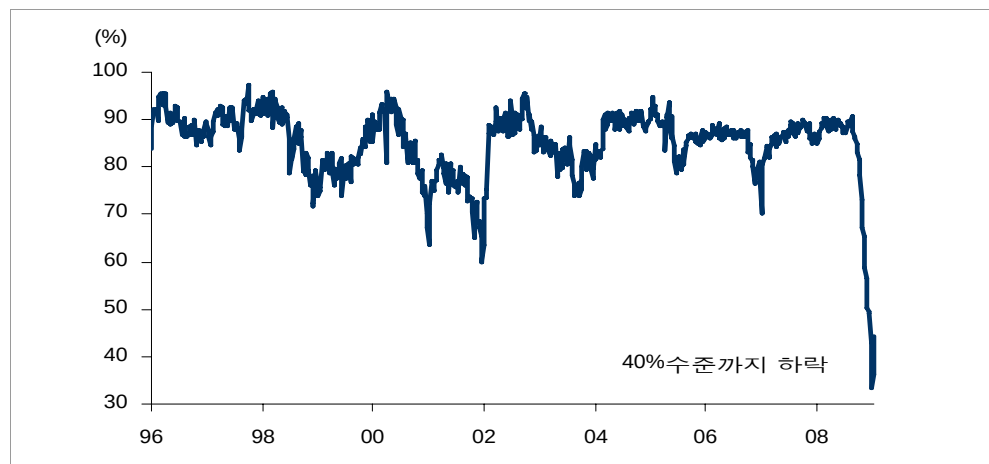
종목명	종가 (원)	절대수익률						KOSPI 대비 상대수익률		
		1W	1M	3M	6M	1Y	2Y	1W	1M	3M
KOSPI	1,111.3	-7.8	-4.0	-5.9	-26.4	-35.5	-20.1	0.0	0.0	0.0
철강/비철금속업종	4,165.1	-12.1	-6.5	14.8	-30.4	-31.9	15.1	-4.3	-2.4	20.7
A001940 KISCO홀딩스	49,900	9.1	42.8	69.2	-21.9	-34.8	34.9	16.9	46.8	75.0
A010130 고려아연	87,700	3.3	15.4	47.9	-35.0	-27.2	-0.6	11.1	19.4	53.8
A005010 휴스틸	16,600	-10.0	9.2	21.6	-27.0	4.4	10.7	-2.2	13.3	27.5
A003030 세아제강	45,800	-0.2	1.7	11.6	-33.0	-3.3	29.0	7.6	5.7	17.4
A005810 풍산홀딩스	10,200	-0.5	1.0	-10.5	-37.4	-44.0	-51.0	7.3	5.0	-4.7
A010520 현대하이스코	6,840	-5.7	-5.1	-11.1	-45.1	-24.5	-21.6	2.2	-1.1	-5.2
A004020 현대제철	36,650	-12.7	-6.4	-2.3	-45.9	-47.0	16.3	-4.9	-2.3	3.6
A005490 포스코	359,000	-12.9	-8.1	18.9	-26.4	-30.4	18.1	-5.0	-4.0	24.7
A001430 세아베스틸	15,700	-14.7	-9.0	-32.0	-29.9	-5.7	-8.2	-6.8	-4.9	-26.2
A016380 동부제철	5,800	-12.8	-10.2	-27.6	-52.8	-51.9	-33.9	-5.0	-6.2	-21.7
A001230 동국제강	24,700	-20.1	-11.2	12.8	-47.3	-42.6	24.1	-12.2	-7.1	18.7

자료: Quantwise

Cautious한 상황

어떤 기업이 비용 구조가 50%는 고정 비용, 50%는 변동 비용이라고 하고, 이 기업의 영업이익률이 10%라고 하자. 이 기업의 가동률이 20% 떨어지게 되면 영업적자를 기록하게 된다. 산업 전체의 가동률이 20% 떨어지면 업계가 재편된다는 말도 있다. 9월28일 아르셀로 미탈 측은 당시까지 발표된 철강업체들의 감산 계획이 글로벌 생산능력의 30%에 이를 것이라고 언급한 바 있다. 이구택 회장도 글로벌 철강업체의 감산 수준이 30% 수준에 있을 것이라고 개인적 생각을 언급했다. 글로벌 철강산업이 대단히 조심스러운 영역에 진입하고 있다는 점은 사실이다.

미국 철강산업 가동률

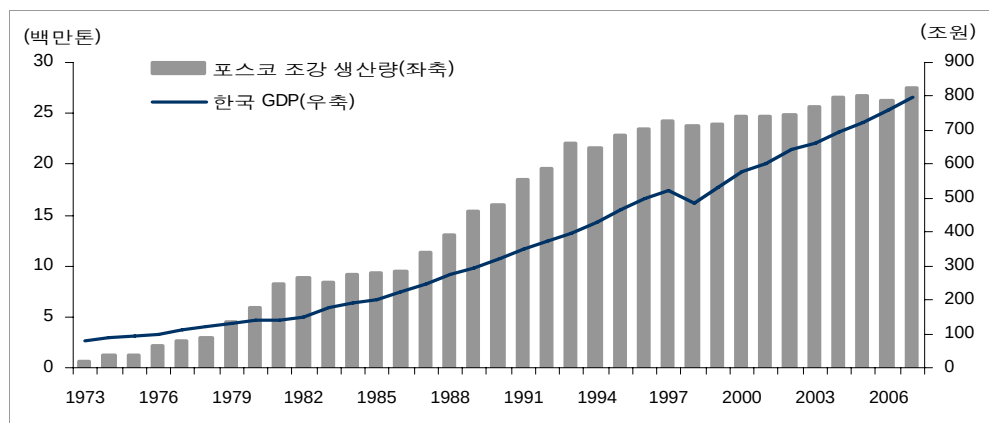


자료: Bloomberg

그래서 더욱 부각되는
기업

1968년 창업한 POSCO는 1973년 105만톤을 시작으로 2007년 3,000만톤 체제를 구축해, 매해 9.9%의 성장률을 기록했다. 같은 기간 한국 경제는 6.9%의 성장률을 기록했는데, POSCO의 성장은 곧 한국 경제의 성장과 궤를 같이하고 있다. 한국 제조업의 바로미터 기업으로, POSCO만을 대상으로 보수적인 시각을 견지할 이유가 없다고 판단한다. 한계 기업이 속출하고, 정말로 Survival이 문제가 되는 상황이라면 한국 기업 중에서 가장 먼저 그 가치를 인정받을 수 있는 업체중 하나가 POSCO다. 최근 일련의 악재들이 POSCO에게 있어 그토록 충격적으로 받아들여졌다는 점 자체가 이 기업이 가지고 있는 놀라운 경쟁력이 인식의 바탕에 깔려 있기 때문이라고 볼 수 있다.

POSCO 조강 생산량과 한국 실질 GDP 추이



자료: 한국철강협회

주 : 고로 제강만을 기준. 스텐레스 제강과 미니밀 제강 제외

II. 봄은 찾아 온다

Buyer's Market 형성

많은 구매자들은 철강 구매를 극도로 자제하고 있고, 보유하고 있는 재고를 소진시켜 가며 철강 가격 인하만을 기다리고 있는 상황이다. 시장 참여자들은 대단히 현명하며, 이 점은 철강에 관여하는 모든 참여자들 역시 마찬가지다. 2008년 11월 이후 출하가 예상보다 더 부진한 이유는 이러한 구매 심리가 작용하고 있다. 일시적으로 철강시장은 전형적인 Buyer's Market으로 진행되고 있다.

원료 가격 협상

일차 변곡점

많은 사람들이 2009년 철강가격의 일차변수가 철광석, 유연탄 등 철강 원료 협상 결과가 될 것으로 보고 있다. 이것은 2008년의 경험도 작용하고 있다. 지난해 POSCO는 4월 7일 유연탄 가격이 타결된 이후 4월 11일에 제품 가격을 조정한 바 있다.

분분한 예상

철광석과 유연탄 가격에 대해서 이미 하락이 기정 사실화되고 있고, 단지 그 하락폭에 대해서 시장의 관심이 집중되고 있다. AME는 12월 전망에서 2009년 철광석과 유연탄 가격 하락폭을 각각 30%와 40% 수준으로 예상하고 있다. 11월 전망보다 각각 10%p 정도를 하향 조정했다. 한편 1월 14일 중국의 철강 전문지 Mysteel은 일본의 JFE가 호주산에 대해서 최소 45%, 브라질산에 대해서 최소 39%의 가격 인하를 희망하고 있고, 중국철강업체는 약 40%의 인하를 요구하고 있다고 보도했다.

AME 아시아향 철광석 수출 가격 전망

(단위 : 달러/톤, %)

구분	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	YoY 2009E
Hamersley fines	29	28	30	36	62	73	80	145	101	106	-30.2
Hamersley lump	37	36	39	46	79	94	103	202	141	148	-30.2
Nibrasco pellet	47	45	49	58	109	105	111	200	153	161	-23.4
Itabira fines	26	25	27	32	55	66	72	119	94	96	-20.9
Carajas fines	26	25	27	33	56	66	73	125	100	106	-19.9

자료: AME

AME 일본향 호주산 원료탄 가격 전망

(단위 : 달러/톤, %)

구분	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	YoY 2009E
Premium Hard Coking	43	48	46	58	127	114	96	300	195	204	-35.0
Standard Hard Coking	34	46	44	55	125	107	89	289	183	194	-36.7
Semi-Hard	37	42	39	51	110	92	72	265	159	168	-40.0
Semi-Soft Coking	37	34	30	43	80	58	64	240	138	147	-42.5
High Volatile PCI		35	31	44	81	60	66	248	145	155	-41.6
Low Volatile PCI	35	33	33	47	102	66	68	245	141	153	-42.4

자료: AME

Spot 원료 가격의 반등 조짐

상기한 예상 범위 내에서 이들 원재료 가격이 타결된다면 철강 가격은 예상보다 빠르게 가격 안정화를 가져올 수 있다고 판단되며, 반대로 예상 범위를 벗어나 큰 폭으로 하락했을 경우에는 철강 가격의 반등 시기는 더 미뤄질 수 있다고 판단된다. 다만 다음과 같은 이유에서 향후 철광석, 유연탄 가격 전망이 더 내려가지는 않을 것으로 예상된다.

1. 철광석, 유연탄 Spot가격이 제한적이지만 반등을 보여주고 있다. 중국의 철광석 거래 가격은 11월초 저점 대비 16%, 코크스 가격은 12월초 저점 대비 17% 상승했다. 특히 유연탄의 경우 타결 시점까지 유가의 움직임에 따라 큰 변화가 예상되고, 철광석의 경우도 중국의 철광석 재고가 빠르게 소진되고 있어 변수가 될 것으로 예상된다.
2. 스크랩 가격은 빠른 반등을 보이고 있다. 미국, 일본 등 주요 고철 수출국의 고철가격이 최근 FOB기준 톤당 200달러 중반 수준을 회복했고, 국내 고철 구매 가격 역시 상승했다. 경기 침체에 따른 고철 발생량 감소가 고철 가격 상승의 원인으로 지적되고 있다.

1분기말 업황 호전 가능성

더불어 원료 협상 타결은 가격과 수요 측면에서 다음과 같은 영향을 줄 것으로 예상된다.

1. 글로벌 철강가격은 지역별/품목별로 40~60%의 하락을 기록하고 있다. 유통 가격의 경우는 이미 철광석, 유연탄 가격의 예상 하락폭 보다 더 깊은 조정을 겪었다. 원가 측면을 고려했을 때 유통가격의 경우에는 원료가격 하락이 제품가격 하락으로 이어지기 보다는 반등으로 이어질 가능성이 크다.
2. 대부분의 수요업체들이 전술한 바와 같이 원료 가격 타결을 기다리고 있다. 개별 수요 기업들의 이러한 방침은 집합적으로는 일시에 주문이 집중되는 결과로 연결될 가능성이 크다. 1분기말로 갈수록 철강 수급은 현재와 같은 극도의 부진에서 점차 회복될 가능성이 크고, 경우에 따라서는 우리의 예상보다 큰 폭의 호전을 보일 수 있을 것으로 판단된다.

결론적으로 상반기 중에 보여질 원료 협상과 철강 가격에 대한 그림을 정리해 보면 다음과 같다.

1. 협상 결과가 현재 예상 수준보다 내려가지는 않을 것으로 보인다는 점. Spot 원료 가격의 상승이 구매 심리를 촉발 시키면서 유통 가격이 반등 국면에 진입할 것으로 예상
2. 유통가격이 더 큰 하락폭을 기록함. 원가 측면에서 접근하면 하락할 이유가 없다는 결론에 도달함
3. 철강 수요를 안정화 시키는 계기가 될 것. 경우에 따라서는 예상보다 강력하게 활력을 되찾을 것으로 예상됨

지역별 품목별 고점 대비 하락률 비교(8월 첫째주를 고점, 12월 셋째주를 저점으로 계산)

(단위 :%)

구분	열연코일	냉연코일	중후판	철근	형강	슬래브	스크랩
미 수입가(CIF)	-41	-39	-21	-43	-26	-39	-83
유럽출하가	-56	-50	-26	-59	-50		
한국 유통가	-46	-43	-39	-45	-46		
CIS 수출가(FOB 흑해)	-55	-51	-48	-64	-65	-53	
중동수입가(CFR 두바이)	-58	-57	-48	-71	-51		
중국 내수가	-39	-37	-41	-33	-30		-44
평균	-50	-46	-36	-55	-46	-45	-64

자료: 키움증권 정리

III. 시장 밸류에이션을 하회할 이유 없다

1분기 실적 저점 형성할 것으로 예상

실적은 1분기를 저점으로 회복될 것으로 예상한다. 그 근거는 세가지다.

1. 철강업체들의 악성 원재료 재고가 1분기 초까지 정리될 것으로 예상된다. 환율이 안정화된다면 POSCO의 경우도 최고 환율이 적용된 원료가 2분기 초까지는 정리될 것으로 예상된다.
2. 전술한 바와 같이 수요업체들의 구매 활동이 원료 가격 타결을 계기로 빠르게 재개될 것으로 예상된다.
3. 국제 가격이 회복되면서 수출 가격도 회복될 것으로 예상된다. 여전히 미국 철강가격은 하락세가 진행되고 있지만, 유럽철강가격은 하락폭이 진정되고 있고, 중국 철강가격은 반등이 진행 중이다. 이러한 가격 회복 기조는 전반적으로 확대될 것으로 예상된다.

최근 한달간 글로벌 철강가격 상승률

(단위 : %)

하락%	열연코일	냉연코일	중후판	철근	형강	슬래브	스크랩	선재	빌릿
미 수입가(CIF)	-22	-15	-13	-20	0	-17	0	0	
유럽출하가	-17	-20	-5	13	-9			10	
한국 유통가	8	7	13	-2	1				
CIS 수출가(FOB 흑해)	-9	-8	-17	0	0	-12		0	14
중동수입가(CFR 두바이)	0	-7	-4	5	0			-12	1
중국 내수가	12	6	0	4	3		8	5	6
평균	-6	-7	-5	-1	-1	-15	5	0	7

자료: 키움증권 정리

영업이익 11.5% 하향 조정

연초 상황이 예상보다 깊은 부진을 보이고 있어 상저하고의 실적 패턴은 더욱 강화될 것으로 예상된다. 2009년 매출과 영업이익을 각각 11.6%, 11.5% 하향 조정해, 각각 28.7조원과 4.6조원으로 추정한다. 추정 변경의 주요 내용은 1) 제품판매량을 기존 추정보다 13.4% 하향한 2,830만톤으로 가정하고, 2) 평균판매단가는 09년 말까지 품목별로 14~17만원/톤 하락할 것으로 가정했다. 다만 그 동안의 보수적인 가격 정책이 경쟁력을 발휘하면서 글로벌 철강업체 중 가장 적은 폭의 가격 인하가 실시될 것으로 예상된다.

실적 조정 내역

(단위 : 십억원, %)

구분	수정전		수정후		수정%	
	08E	09E	08E	09E	08E	09E
매출액	30,820	32,449	30,642	28,681	-0.6	-11.6
영업이익	6,458	5,236	6,540	4,635	1.3	-11.5
영업이익률	21.0	16.1	21.3	16.2	0.4	0.0
경상이익	6,590	5,792	5,829	5,191	-11.6	-10.4
당기순이익	4,949	4,344	4,447	3,893	-10.1	-10.4

자료: 키움증권 정리

도요타의 POSCO 강판 채용 의 의미

지난 11일 도요타는 POSCO 자동차 강판을 전격적으로 채용하기로 결정했다. 도요타는 일본 제조업의 상징으로, 바로 그 상징성 때문에 그 동안 해외업체의 자동차 강판 채용을 거부해 왔다. POSCO의 강판 공급은 68년 JG(Japan Group, 아와타제철, 후지제철, 니혼강관으로 구성된 기술지원팀, 아와타제철과 후지제철은 73년 신일본제철로 통합됨)로부터 기술을 지원 받아 건설된 POSCO가 일본 제조업의 심장에 제품을 공급하게 되었다는 의미와 함께 POSCO의 가격 경쟁력을 동시에 입증하는 의미를 가지고 있다. 2009년은 POSCO의 이러한 가격 경쟁력이 실적 안정성을 통해 입증될 수 있는 해이다.

시장 밸류에이션을 하회할 이유가 없다

다음과 같은 세가지 근거에서 POSCO가 시장 밸류에이션을 하회할 이유가 없다고 판단한다.

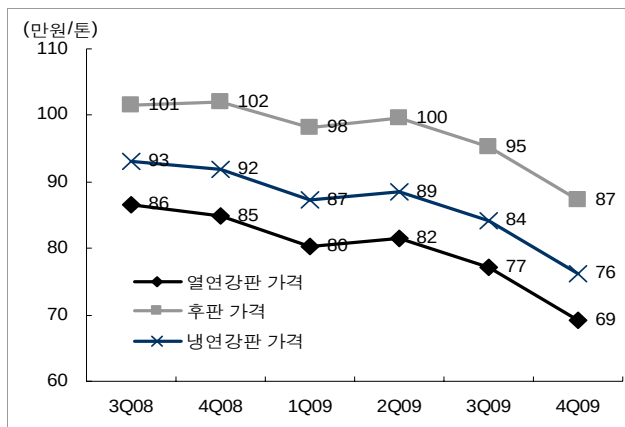
1. 현재의 매크로 여건(디플레이션이 우려될 만큼 낮아진 상품가격, 재정투자 확대 분위기, 환율 하락 가능성(일시적으로 부담이나, 철강은 분명히 환율하락 수혜산업임))을 감안할 때 철강업종이 시장 밸류에이션을 하회할 이유 없다고 판단됨
2. 외환위기에 비견되는 위기 상황에서 시장지배력, 원가경쟁력 등 생존 능력 측면에서 최고의 평점을 부여할 수 있음. 위기 상황이 부각된다면 더욱더 조명이 집중될 것임
3. 한국 GDP의 지표 기업임. 현재의 어려움을 철강산업에 국한시켜 논할 수 없음
4. POSCO주가가 25만원을 기록할 경우 톤당 시가총액이 500달러에 불과함. 이는 톤당 고로 건설비 1,000달러의 절반 수준임. 이런 점에서 주가 30만원 이하는 절대적 저평가 구간으로 간주할 수 있음

목표주가 500,000원, 투자의견 BUY 유지

2009년 EPS에 목표PE 11배를 적용해 POSCO 목표주가를 50만원으로 유지하고, 투자의견 BUY를 유지한다. 목표PE를 기존 10배에서 11배로 상향할 수 있는 근거는 다음과 같다.

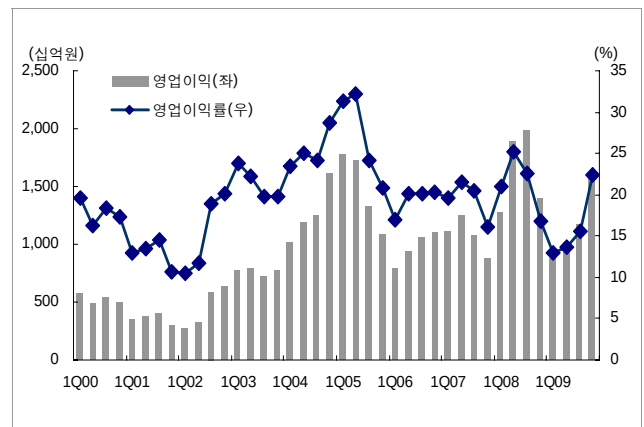
1. 현재 시장 PE 11배를 감안함(블룸버그 컨센서스 기준). 상기한 바와 같이 펀더멘털 여건상 시장 밸류에이션을 하회하기 어렵다고 판단함.
2. 철강업종의 주가 설명력은 철강가격 > 기업실적 > 밸류에이션의 부등식이 성립함. 2분기 가격 회복을 전제로 했을 때 PE 11배 적용은 큰 무리가 없음
3. 3,000만톤급 기업인 POSCO의 경우 톤당 마진이 1만원 개선될 때마다 영업이익이 3,000억원씩 개선됨. 하반기 실적은 우리의 추정을 상회할 수도 있다고 판단함.

주요 제품 평균 판매 단가 전망



자료: 키움증권

POSCO 영업이익 전망



자료: 키움증권

2009.10.14 POSCO 2009 CEO 포럼 Q&A

〈CEO 인사말〉

전 세계적인 경영위기로 외환위기만큼의 도전에 직면한 상황이다. 2008년 어려운 환경 속에서도 POSCO는 많은 성과를 냈다고 자평한다. 2008년 철강 원료 가격이 폭락하였지만 원료 자급률을 높이는 등 해외시장 진출을 확장하였고 시나리오별로 탄력적으로 대응하기로 경영계획을 세움.

〈제품생산
전환 가능성〉**Q 1. 생산량 감산이 주요 이슈인데 Product Mix가 가능하지 않는지?**

먼저 급변하는 경기 상황으로 인해 경영계획을 세우기가 상당히 어려웠는데 사내에서도 감산에 대한 내용을 언급할 경우 잘못 인식할 우려가 있어 이 부분을 발표 해야 하는지 아닌지 내부적으로 고민이 많았다. 하지만 시나리오별로 탄력적으로 대응하기로 경영계획을 세웠고 살아남기 위한 전략을 취할 때 가장 중요한 것이 현금 보유량이며, 자신이 있기에 이를 있는 그대로 알려야 된다고 판단해 감산을 발표할 것이다.

전세계적으로 30%의 감산을 단행하고 있고 세계 철강협회에서도 2009년 철강 소비량이 13.9% 하락할 것이라고 예상하고 있다. 하지만 감산량을 포함해 숫자 자체에 자신이 있는 수치는 아니라고 본다. POSCO의 경우 가장 판매 어려움을 겪고 있는 제품이 냉연제품이다. 그 만큼 공급상황이 좋지 않다는 뜻이다. 과거 우리나라가 많이 수입했던 열연, 파이프 부분의 수요도 급격히 수요가 줄 것으로 보여 product mix로 대체하기 쉽지 않은 상황이다. 또한 수요가 견고한 후판용 슬라브 생산으로 전환하더라도 저부가가치 제품 판매가 늘어나기 때문에 수익성은 좋지 않을 것이라고 판단한다. 작년 HR Plate 공급량은 50만톤이었지만 올해는 100만톤으로 늘릴 계획이다.

〈현금운용 계획〉

Q2. 공격적인 투자를 많이 하고 있는 것으로 보여지는데 이러한 투자를 집행하였을 때 부채, 차입금을 포함해 예상되는 2008년말 현금 수준은?

올해는 투자비는 늘어나고 EBITDA는 줄어들기 때문에 현금 수준은 감소할 예정이지만 2조 원 정도의 외부차입금을 조달할 것으로 계획하고 있다.

〈경영계획의 가정,
대우조선해양 인수
가능성〉**Q3. 어떠한 환율, 내수, 수출 가격 계획과 가정으로 경영계획을 세웠는지? 최근 한화의 대우조선해양 인수가 차질을 보이면서 다시 POSCO가 대우조선해양 인수를 계획하고 있는 것은 아닌지?**

원달러 환율은 상반기 1,350원, 하반기 1,250원, 2009년 평균 1,300원 수준으로 예상하고 있다. 내수가격은 전망하기 어려운 상태지만 우선 원료가격 계약이 중요하다.

철광석 등 원료 가격이 내려 갈 것이라는 기대감이 있으며 원료 가격이 결정돼야 내수가격이 결정될 것 같다. 금년 4월부터 내년 3월31일까지 공급받는 원료 계약 협상이 2월 하순부터 시작하며 현재로서는 4월까지 내수가격 조정 계획은 없다. 수출 가격은 상반기 중 더 하락할 것으로 보고 있다. 분기별 이익으로는 1분기가 바닥일 것으로 예상하며 하반기부터는 약간의 회복을 예상한다. 언론에 보도된 1월 적자는 없을 것이지만 이익 숫자는 굉장히 내려갈 것으로 보고 있다.

현재로서는 대우조선해양 인수를 고려하지 않고 있다.

〈원가절감의
적절한 계획〉

Q4. 지난 3년 동안 POSCO의 장점이 원가절감이었는데 더 이상 원가절감을 할게 없을 정도라고 들었다. 하지만 원가절감 목표를 1조원에 가깝게 설정하였는데 구체적으로 어떻게 가능한지?

지속적으로 원가 절감을 달성해 왔다고 해서 POSCO가 그 동안 낭비했다는 뜻은 아니고 직원 전원이 원가절감 노력이 있어 왔다. 원가절감의 시작은 부서간의 벽이 없어진 것이 큰 원인이었는데 금년에는 이런 것으로만은 한계에 와있다. 이제는 기술에 입각한 원가 절감을 계획하고 있는데 원료비 절감 등이다. 분광을 사용하고 감산을 통해 연료비를 줄일 것이며 가능한 스크랩 사용량을 줄일 것이다. 9,584천억 정도의 원가절감 목표에서 7천억 정도가 원료비 절감이며 나머지는 정비비, 에너지, 물류비등이다.

〈구체적인
자 계획〉

Q5. 투자집행비중 1.5조원의 해외투자가 예정되어 있는데 좀 더 자세히 어떤 부분에 투자할 예정인지? 인도, 베트남 프로젝트가 많이 지연되고 있는데 이에 대한 답변은?

그 동안 메이저업체 등장 등 원료 가격이 상승하였는데 기회가 생기면 해외 원료에 투자할 계획이 있었다. 작년까지만 하더라도 원료에 투자할 환경이 좋지 않았지만 금년에는 좋은 기회가 올 것이다. 또 예를 들어 이런 좋지 않은 시황이 지속된다면 톤당 투자비용이 1,000~1,500달러가 필요한 그린필드 제철소를 짓는 것 보다는 M&A와 같은 유연성 있는 대응이 더 적절할 수도 있다고 생각한다.

<재고상황>
<POSCO의 한계 이익 가동률>

Q6. 지난 4분기 조강 생산량과 탄소강 판매량 차이가 다른 분기에 비해 큰 것 같은데 왜 그런지? 생산을 했는데 제품이 남은 것인지? 지금의 고정비 수준을 감안하면 어느 정도 감산을 하면 적자로 전환되는 가이드라인이 있는지?

POSCO의 한계 이익이 될 수 있는 가동률을 뜻하는 것 같은데 원료가, 판매가, 환율의 변수로 인해 한계 가동률을 말하기가 어렵다. 조강생산과 제품판매의 차이는 실수율, 또 반제품 성격으로 남아 있는 재고로 3,300만톤 생산체제에서는 약 5~6%의 차이가 항상 발생된다.

1분기 감산계획은 분기 경영계획에서 월간 경영계획으로 변경했기 때문에 1분기에 얼마를 감산할지 언급하기가 매우 어렵다. 2월 생산량은 1월20일경에 발표할 예정이며 2분기에 얼마라고 가이드라인을 제시한다면 모른다고 말하는 것이 진실이다.

<사의를 표명한 이유>

7. 오늘 오전 이사회에서 사의를 표명하였는데 임기가 남아있음에도 사의를 표명한 이유는?

오늘 10시반 이사회에서 사의 표명을 하였다. 2월27일 주총까지 CEO직을 맡을 것이며 주총 위원회를 통해 새로운 CEO를 정할 것이다. 사회적 인식이 가장 괴로웠는데 POSCO가 대주주가 없는 전문경영인에 운영되는 회사이고 이사회 중심의 회사인데 이러한 전문경영인과 사외이사제도에 대한 사회적 불신이 아직 높다. 외풍, 외압은 전혀 사실이 아니며 2007년 임기를 마치고 또 다른 3년 임기를 받았을 때 임기를 마치지 않고 그만 둘 것이라고 결심했다. 이러한 계기를 통해 사회적 불신이 제거되어야 하고 그래야만 우리나라 기업문화가 발전할 것이라고 생각한다. 갑자기 경영환경이 어려워져 고민도 했지만 이럴수록 역발상적이고 젊고, 새로운 리더십이 필요할 때라고 생각했다. 정관에 의하면 대표이사는 이사회에서 선출하도록 되어 있는데 주주총회 3주전에 안건을 공개한다. 따라서 2월6일 이전에는 어느 정도 윤곽이 나올 것이며 후임 CEO를 추천해 공지할 것이다.

CEO로서 말하는 것도 이번이 마지막일 것 같다. 여러분이 보내주신 성원에 감사 드린다.

POSCO 4분기 실적 요약

(단위 : 억원, %)

구분	4Q07	3Q08	4Q08P	YoY	QoQ	4Q08 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	54,340	88,130	83,048	52.8	-5.8	89,480	-7.2
영업이익	8,753	19,840	13,975	59.7	-29.6	15,630	-10.6
영업이익률	16.1	22.5	16.8	4.5	-25.3	17.5	-3.7
세전 계속사업이익	9,093	16,790	8,705	-4.3	-48.2	13,662	-36.3
순이익	7,130	12,187	7,215	1.2	-40.8	10,466	-31.1

자료: POSCO

손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2006	2007	2008P	2009E	2010E
매출액	200,434	222,067	306,420	286,811	269,229
매출원가	150,335	166,061	227,070	229,517	200,670
매출총이익	50,100	56,006	79,350	57,294	68,560
판매비 및 일반관리비	11,177	12,923	13,950	10,946	11,105
노무비	876	1,069	1,102	922	933
판매비	6,671	7,504	8,737	7,309	7,420
일반관리비	3,431	4,287	3,149	2,637	2,678
영업이익	38,923	43,083	65,400	46,347	57,455
영업외수익	8,109	10,489	12,559	7,098	7,306
이자수익	817	1,264	1,458	787	1,032
외환관련이익	1,891	842	3,296	38	0
지분법이익	3,279	6,058	4,427	4,457	4,457
자산평가차분이익	165	93	105	0	0
기타	1,958	2,232	3,271	1,817	1,817
영업외비용	5,848	5,652	11,240	1,539	1,505
이자비용	788	1,033	1,202	935	905
외환관련비용	1,141	1,487	5,958	4	0
지분법손실	170	333	1,302	0	0
자산평가차분손실	0	0	0	0	0
기타	3,749	2,798	2,779	600	600
세전계속사업이익	41,184	47,920	58,290	51,906	63,256
법인세	9,118	11,126	14,506	12,977	15,814
법인세율(%)	22.1	23.2	24.9	25.0	25.0
계속사업이익	32,066	36,794	43,784	38,930	47,442
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	32,066	36,794	44,470	38,930	47,442
수정순이익	32,066	36,794	44,470	38,930	47,442
EBITDA	54,490	60,286	83,384	63,344	74,329
증감율(%YoY)					
매출액	-7.6	10.8	38.0	-6.4	-6.1
영업이익	-34.2	10.7	51.8	-29.1	24.0
EBITDA	-26.3	10.6	38.3	-24.0	17.3
순이익	-20.1	14.7	20.9	-12.5	21.9
EPS	-20.1	14.7	20.9	-12.5	21.9

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2006	2007	2008P	2009E	2010E
영업활동현금흐름	40,245	50,727	29,083	67,461	61,513
당기순이익	32,066	36,794	44,470	38,930	47,442
감가상각비	15,567	17,203	17,984	16,996	16,874
무형자산상각비	0	0	109	0	0
외화환산손실(이익)	716	-568	-3,731	38	0
지분법손실(이익)	3,109	5,725	3,126	4,457	4,457
순운전자본 감소	-7,251	-1,426	-37,067	13,883	-333
기타	-3,961	-7,001	4,193	-6,843	-6,928
투자활동현금흐름	-30,971	-38,475	-23,776	-25,754	-23,706
투자자산 순투자	107,626	74,817	60,401	-1	-1
유형자산 투자	-31,061	-24,854	-25,998	-24,624	-23,163
유형자산 처분	180	160	301	0	0
무형자산 순투자	-180	-205	-143	0	0
기타	-107,536	-88,392	-58,338	-1,130	-543
재무활동현금흐름	-6,647	-10,466	-19,118	-8,203	-23,247
단기차입금 증가	0	814	-433	0	-590
유동성장기차입금 상환	-9,323	-94	-6,347	0	-12,000
사채 증가	16,878	4,979	-7,773	0	-14,740
장기차입금 증가	451	-200	33	0	0
자본 증가	0	0	0	0	0
배당금 지급	-6,365	-6,551	-7,550	-9,155	-10,898
기타	-8,288	-9,414	2,953	952	14,981
순현금흐름	2,628	1,786	-13,811	33,504	14,560
기초현금	2,496	5,124	6,910	-6,901	26,603
기말현금	5,124	6,910	-6,901	26,603	41,163
총현금흐름(Gross Cash Flow)	45,895	50,299	67,007	51,757	59,965
잉여현금흐름(Free Cash Flow)	22,983	21,841	27,038	36,741	36,977

주: 본사 실적 기준. 과거 Multiples는 평균주가, 평균시가총액 기준

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2006	2007	2008P	2009E	2010E
유동자산	78,709	87,679	110,722	134,767	148,984
현금 및 현금등가물	5,124	6,910	-6,901	26,603	41,163
단기투자자산	27,009	28,746	20,000	30,000	30,000
매출채권	18,037	18,948	27,383	23,041	22,962
재고자산	27,347	32,213	68,502	53,660	53,402
기타	1,191	861	1,738	1,462	1,457
비유동자산	184,920	217,249	230,432	242,805	253,939
투자자산	56,584	81,653	106,889	111,634	116,480
유형자산	124,661	132,016	120,816	128,444	134,732
무형자산	2,294	2,120	1,726	1,726	1,726
기타비유동자산	1,381	1,460	1,001	1,001	1,001
자산총계	263,629	304,928	341,154	377,571	402,924
유동부채	17,469	28,118	33,355	28,167	30,483
매입채무	5,197	6,320	11,735	9,874	9,841
단기차입금	0	813	635	635	46
유동성장기차입금	103	4,321	0	0	3,000
기타	835	1,020	1,246	1,048	1,045
비유동부채	31,258	40,365	28,784	39,201	25,694
사채	20,607	21,869	15,307	15,307	567
장기차입금	746	540	577	577	577
기타	9,905	17,956	12,900	23,317	24,549
부채총계	48,727	68,483	62,140	67,368	56,177
자본금	4,824	4,824	4,824	4,824	4,824
자본잉여금	39,346	41,098	43,116	42,530	42,530
자본조정	-16,707	-27,160	-23,528	-21,528	-21,528
기타포괄손익누계액	3,015	8,587	4,982	4,982	4,982
이익잉여금	187,439	217,682	254,602	284,377	320,920
자본총계	214,902	236,445	279,014	310,203	346,746
총차입금	21,456	27,543	16,520	16,520	4,191
현금성자산	32,133	35,656	13,099	56,603	71,163
순차입금	-10,677	-8,113	3,421	-40,083	-66,972
운전자본	46,575	52,019	97,623	78,164	77,822
순영업비유동자산	10,501	9,656	9,610	9,543	9,843
영업활동투자자본(OplC)	21,114	23,768	26,876	29,478	31,974

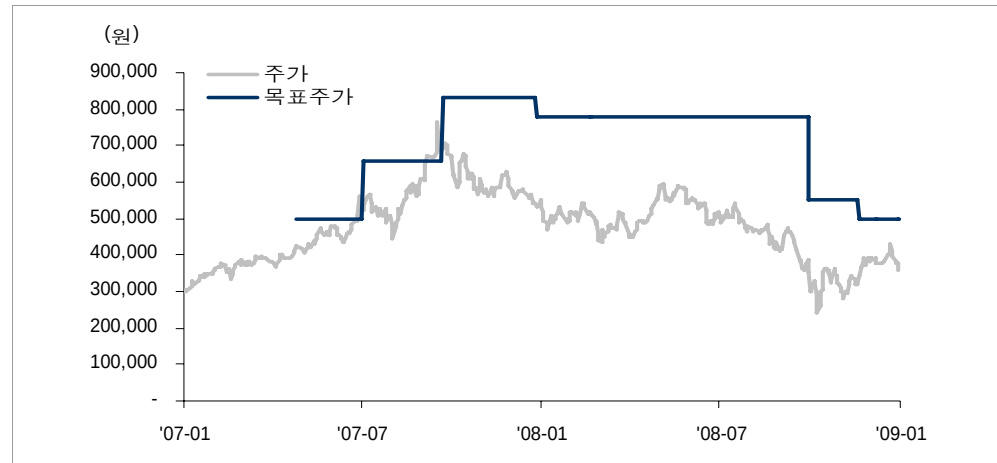
투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2006	2007	2008P	2009E	2010E
주당지표(원)					
EPS	36,778	42,202	51,005	44,651	54,414
수정EPS	36,778	42,202	51,005	44,651	54,414
BPS	246,484	271,193	320,018	355,791	397,704
EBITDAPS	62,498	69,145	95,638	72,653	85,252
DPS	8,000	10,000	10,500	12,500	12,500
Multiples(X)					
PER	8.4	13.6	7.0	8.0	6.6
수정PER	8.4	13.6	7.0	8.0	6.6
PBR	1.3	2.1	1.12	1.01	0.90
PCFR	6.7	9.9	10.8	4.6	5.1
EV/EBITDA	4.7	8.2	3.8	4.3	3.3
수익성(%)					
영업이익률	19.4	19.4	21.3	16.2	21.3
EBITDA margin	27.2	27.1	27.2	22.1	27.6
세전이익률	20.5	21.6	19.0	18.1	23.5
순이익률	16.0	16.6	14.5	13.6	17.6
ROE	14.9	15.6	15.9	12.5	13.7
ROIC	17.4	18.7	19.9	16.0	17.7
안정성(%)					
부채비율	21.3	25.3	10.5	9.8	5.6
순차입금비율	6.3	10.3	5.8	-8.4	-14.9
이자보상배율(배)	47.9	31.0	59.8	67.2	66.3
활동성(배)					
매출채권회전율	172.7	288.0	280.3	311.8	293.7
재고자산회전율	7.3	6.9	4.5	5.3	5.0
매입채무회전율	38.6	35.1	26.1	29.0	27.4

투자의견 변동내역 (2개년) 및 목표주가 추이

종목명	일자	투자의견	목표주가
POSCO (005490)	2007/05/11	BUY (Initiate)	500,000원
	2007/07/11	BUY (Maintain)	500,000원
	2007/07/18	BUY (Maintain)	660,000원
	2007/09/04	BUY (Maintain)	660,000원
	2007/10/01	BUY (Maintain)	660,000원
	2007/10/05	BUY (Maintain)	660,000원
	2007/10/08	BUY (Maintain)	830,000원
	2007/10/10	BUY (Maintain)	830,000원
	2007/10/17	BUY (Maintain)	830,000원
	2007/11/02	BUY (Maintain)	830,000원
	2007/11/29	BUY (Maintain)	830,000원
	2007/12/27	BUY (Maintain)	830,000원
	2008/01/11	BUY (Maintain)	780,000원
	2008/01/24	BUY (Maintain)	780,000원
	담당자변경		
	2008/10/15	BUY (Reinitiate)	550,000원
	2008/12/05	BUY (Maintain)	500,000원
	2008/12/19	BUY (Maintain)	500,000원
	2009/01/16	BUY (Maintain)	500,000원



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	+25% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	+10~+25% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	+10~-10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	-10~-25% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	-25% 이하 주가 하락 예상		