

POSCO (005490)

기업분석 | 철강/비철금속

2010년 04월 14일

Analyst 김윤상 ☎ 02 6915 5670 [yskim@ibks.com]

매수(유지)

안정적 실적 기조 재확인

목표주가	700,000 원		
현재가 (4/13)	538,000 원		
KOSPI (4/13)	1,710.59pt		
시가총액	469,065 억원		
발행주식수	87,187 천주		
액면가	5,000 원		
52 주 최고가	625,000 원		
최저가	380,000 원		
60 일 일평균거래대금	1,470.9 억원		
외국인 자본율	49.6%		
배당수익률 (09.12 월)	1.3%		
주요제품 매출비중			
열연	46%		
냉연	39%		
주주구성			
국민연금공단	5.08%		
Nippon Steel Corporation	5.04%		
주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-6%	4%	15%
절대기준	-4%	9%	43%

1분기, 기대만큼의 실적

동사는 1분기 매출액 6.95 조원, 영업이익 1.45 조원의 실적을 시현하였다. 이는 전분기 대비 각각 4.6%, 8.8% 감소한 수치이다. 전분기 대비 실적이 부진한 이유는 광양 열연 대수리에 따른 판매량 감소 때문이다. 대수리라는 1 회성 요인에 따른 영향을 제외한다면, 안정적 실적 흐름을 보였다고 평가할 수 있다. 1분기 실적에서도 냉연 부문 호황을 확인할 수 있었다. 냉연 업황 호조로 1분기 냉연수출가격은 내수 판매가격과 동일한 수준까지 상승하였다. 이러한 추세는 지속되어, 2 분기에는 냉연 수출가격이 내수판매가격을 상회할 것으로 전망된다.

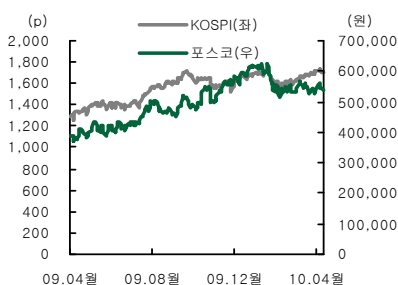
하반기도 견조한 실적 흐름 이어갈 듯

동사는 하반기 분기 영업이익 1.4~1.5 조원 수준의 안정적 실적 기조를 이어갈 것으로 전망한다. 후판 가격 인상폭이 원료가격 상승에 따른 원가 인상분을 100% 흡수하지 못할 것으로 예상되나, 열연, 냉연 수출가격 상승이 후판부문의 실적 부진을 일정 정도 상쇄할 것으로 기대되기 때문이다. 또한 최근 글로벌 후판 가격 상승 기조도 동사가 후판 가격 인상폭을 결정하는데 우호적으로 작용할 것이다.

투자의견 매수, 목표주가 70 만원 유지

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 70 만원을 유지한다. 냉연수출가격 상승분을 반영, 수익예상을 상향조정하였으나, 목표주가에 미치는 영향이 미미하므로 기존 목표주가를 유지한다. 목표주가는 2010 년 예상 EPS 60,956 원에 목표 PER 11.4 배를 적용하여 산출하였다. 글로벌 3 개 철강사 (NSC, JFE, Baoshan)의 2010 년 기준 평균 PER 이 12.4 배임을 감안한다면, 무리없는 수치라고 판단된다.

포스코 주가추이



(단위: 십억원배)	2008	2009	2010F	2011F	2012F
매출액	30,642	26,954	32,307	34,260	34,719
영업이익	6,540	3,148	6,105	6,339	6,563
세전이익	5,830	3,583	6,684	6,870	7,079
순이익	4,447	3,172	5,315	5,428	5,593
EPS(원)	51,005	36,385	60,956	62,252	64,145
증가율 (%)	20.9	-28.7	67.5	2.1	3.0
영업이익률 (%)	21.3	11.7	18.9	18.5	18.9
순이익률 (%)	14.5	11.8	16.5	15.8	16.1
ROE (%)	17.0	10.8	16.0	14.3	13.1
PER	9.1	12.3	8.8	8.6	8.4
PBR	1.5	1.3	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	4.1	10.2	5.5	5.0	4.6

본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

기대를 충족한 1분기 실적

동사는 1분기 매출액 6.95 조원, 영업이익 1.45 조원의 실적을 시현하였다. 이는 전분기 대비 각각 4.6%, 8.8% 감소한 수치이다. 전분기 대비 실적이 부진한 이유는 광양 열연 대수리에 따른 판매량 감소 때문이다. 1분기 판매량은 747 만톤으로 전분기 대비 5.5% 감소했는데, 특히 열연강판 판매량은 173 만톤으로 전분기 대비 18.8% 감소했다. 대수리 영향을 제외한다면 안정적 실적 흐름을 이어갔다고 평가할 수 있다.

표 1. POSCO 1분기 실적 요약

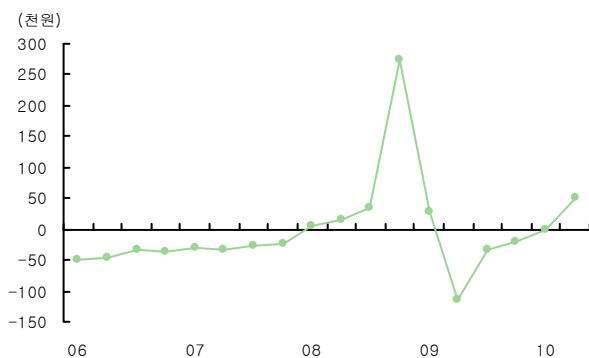
(단위: 십억원)

	10.1Q			증감률		09.1Q	09.4Q
	발표치	추정치	차이	YoY	QoQ		
매출액	6,950	7,099	2%	7.4%	-4.6%	6,471	7,288
영업이익	1,447	1,464	1%	287.9%	-8.8%	373	1,587
순이익	1,437	1,252	-13%	342.2%	12.7%	325	1,275
영업이익률	20.8%	20.6%	0.2%p	16.0%p	-1.2%p	5.8%	21.8%

자료: POSCO, IBK투자증권

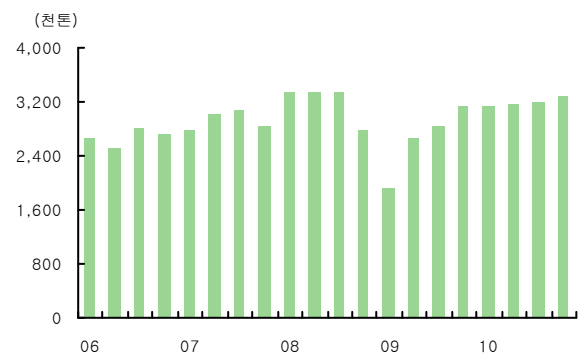
1분기 실적에서도 냉연 부분의 호황을 확인할 수 있었다. 작년 2분기 이후 동사의 냉연 내수판매가격은 수출판매가격보다 높은 수준에서 유지되었다. 글로벌 업황 부진으로 저가 수출 정책이 지속되었기 때문이다. 그러나, 그림 1에서 볼 수 있듯이 내수-수출 Spread는 3분기부터 점차 축소되어, 금년 1분기에는 '0' 수준에 도달했다. 이는 냉연 업황 호조로 수출가격이 지속적으로 상승했기 때문이다. 1분기 냉연수출판매가격은 전분기 대비 3% 상승한 81만원 수준으로, 달러화 기준으로는 전분기 대비 6% 상승했다. 이러한 냉연 업황 호조는 향후 지속, 2분기에는 냉연수출가격이 내수판매가격을 상회할 것으로 전망된다. 3월부터 동사의 냉연수출가격은 내수판매가격을 이미 상회했으며, 5월 가격은 850달러(96만원)수준으로, 5월 동사가 약 16만원의 가격인상을 실시할 것을 전제로 한 내수가격(94.5만원)보다도 높은 수준이다. 1분기 냉연 판매량 역시 전분기 대비 0.7% 증가한 314만톤으로 견조한 흐름을 이어갔다.

그림 1. POSCO 냉연수출가격 - 냉연내수가격 스프레드 추이



주: 2010년 2분기까지
자료: POSCO, IBK투자증권

그림 2. POSCO 냉연 판매량 추이 및 전망



주: 2010년 4분기까지
자료: POSCO, IBK투자증권

원료가격 인상분 전가, 너무 걱정하지 말자

원료조달환경의 변화는 최근 동사 주가에 부정적 영향을 미쳤다. 과거에 비해 변화된 부분은 1) 연간계약에서 분기계약으로의 변화 2) 광산업체의 과점도 심화에 따른 대폭적 가격 인상의 두가지로 요약된다.

분기계약으로의 변화는 크게 우려할 부분이 없다. 원가 측면에서의 변동주기가 단축된다면 제품가격 역시 그 주기에 연동시켜 변동시키면 그만이다. 물론 연간, 또는 반기간의 장기계약에 기초해왔던 수요업체(대표적으로 자동차업체)와의 그간의 계약조건을 재검토해야 하는 문제는 발생하나, 실무적인 문제일 뿐이다. 국내 조선사와 일본철강업체와의 후판 계약 역시 금번 2분기부터 기존 반기계약에서 분기계약으로 변화했다.

철강사와 광산업체간의 2분기 원료가격은 철광석 90%, 원료탄 75% 인상하는 선에서 타결될 전망이다. 이 경우 동사에게는 톤당 약 16만원의 원가상승요인이 발생한다. 후판을 제외한 열연, 냉연제품의 가격 전가는 자동차, 가전 등 전방산업 수요가 호조인 만큼 큰 문제가 없다. 당사 수익 추정시 동사의 내수가격 인상시기는 5월 1일, 인상폭은 후판 8만원, 후판 외의 제품은 16만원을 가정했다.

후판 가격인상폭이 원료가격 인상분을 100% 흡수하지 못함에도 불구하고, 동사의 하반기 실적은 분기 영업이익 1.4~1.5조원 수준의 안정적 기조를 이어갈 것으로 전망한다. 근거는 다음과 같다.

첫째, 열연, 냉연가격 수출가격 호조가 후판의 실적 부진을 일정부분 상쇄할 것이다. 전술하였지만 냉연수출판매가격은 2분기에는 내수판매가격을 상회할 전망이다. 열연강판의 경우도 내수-수출가격 스프레드는 작년 3분기 7만원에서 금번 1분기에는 2만원으로 축소되었다. 참고로 1분기 판매량 중 열연, 냉연강판 수출비중은 27%로, 후판 판매 비중 (15%) 보다 높은 수준이다.

둘째, 글로벌 후판 가격도 현재 가파르게 상승하고 있다. 현재 동사의 5월 후판 수출오피 가격은 750달러 수준으로 이는 2월 대비 약 100달러 이상 상승한 수준이다. 이러한 글로벌 후판 가격 상승기조도 동사가 후판 가격 인상폭을 결정하는데 우호적으로 작용할 것이다.

표 2. POSCO 분기별 실적 전망

(단위: 십억원)

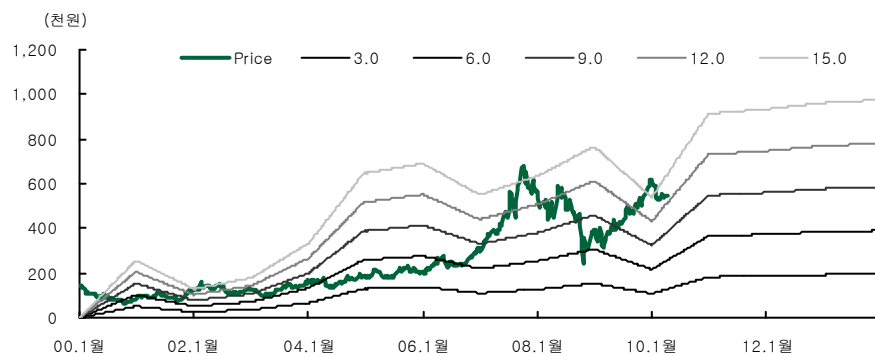
구분	2009					2010F				
	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	1Q(P)	2Q(F)	3Q(F)	4Q(F)	연간
매출액	6,471	6,344	6,851	7,288	26,954	6,950	8,132	8,508	8,716	32,307
영업이익	370	170	1,018	1,587	3,148	1,447	1,715	1,437	1,505	6,105
당기순이익	325	431	1,142	1,275	3,172	1,437	1,425	1,201	1,252	5,315
영업이익률	5.8%	2.7%	14.9%	21.8%	11.7%	20.8%	21.1%	16.9%	17.3%	18.9%

자료: POSCO, IBK투자증권

투자의견 매수, 목표주가 70 만원 유지

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 70 만원을 유지한다. 냉연수출가격 상승분을 반영, 수익예상을 상향 조정하였으나, 목표주가에 미치는 영향이 미미하므로 기존 목표주가를 유지한다. 목표주가는 2010 년 예상 EPS 60,956 원에 목표 PER 11.4 배를 적용하여 산출하였다. 글로벌 3 개 철강사 (NSC, JFE, Baoshan)의 2010 년 기준 평균 PER 이 12.4 배임을 감안한다면 무리없는 수치라고 판단된다. 인도제철소와 관련 동사는 2 분기내 광권 확보와 관련된 판결 종료, 하반기 부지 착공이라는 계획을 제시했는데, 이를 감안한다면 상기 valuation 은 더욱 정당화 될 수 있다.

그림 3. POSCO PER BAND



자료: Valuewise, IBK투자증권

표 3. POSCO 실적 추정 변경

(단위: 십억원)

구분	변경전		변경후		변경률	
	2010F	2011F	2010F	2011F	2010F	2011F
매출액	31,359	33,576	32,307	34,260	3.0%	2.0%
영업이익	5,902	5,952	6,105	6,339	3.4%	6.5%
당기순이익	5,026	5,113	5,315	5,428	5.7%	6.2%
영업이익률	18.8%	17.7%	18.9%	18.5%	0.1%p	0.8%p

자료: IBK투자증권

손익계산서

(십억원)	2008	2009	2010F	2011F	2012F
매출액	30,642	26,954	32,307	34,260	34,719
매출원가	22,707	22,574	24,734	26,406	26,626
매출총이익	7,935	4,380	7,573	7,854	8,093
매출총이익률(%)	25.9	16.2	23.4	22.9	23.3
판매비	1,395	1,232	1,468	1,514	1,530
판매비율(%)	4.6	4.6	4.5	4.4	4.4
영업이익	6,540	3,148	6,105	6,339	6,563
영업이익률(%)	21.3	11.7	18.9	18.5	18.9
EBITDA	8,448	5,208	8,315	8,589	8,818
EBITDA 마진율(%)	27.6	19.3	25.7	25.1	25.4
영업외손익	-711	435	579	531	516
이자손익	48	-80	15	48	180
외환손익	-783	334	231	148	0
자본법손익	-23	350	255	258	258
기타손익	48	-169	78	78	78
세전이익	5,830	3,583	6,684	6,870	7,079
세전이익률(%)	19.0	13.3	20.7	20.1	20.4
법인세	1,383	410	1,369	1,443	1,487
계속사업이익	4,447	3,172	5,315	5,428	5,593
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	4,447	3,172	5,315	5,428	5,593
당기순이익률(%)	14.5	11.8	16.5	15.8	16.1
EPS(원)	51,005	36,385	60,956	62,252	64,145
BPS(원)	316,717	353,258	407,037	460,770	516,348
DPS(원)	10,000	8,000	10,000	10,000	10,000
EBITDAPS(원)	96,896	59,729	95,368	98,513	101,135

대차대조표

(십억원)	2008	2009	2010F	2011F	2012F
유동자산	13,693	12,918	14,889	16,093	18,591
현금성자산	2,466	6,208	6,772	7,756	10,126
유가증권	1,256	546	548	550	553
매출채권	3,229	2,684	3,502	3,686	3,736
재고자산	6,416	2,996	3,583	3,617	3,693
기타	326	483	483	483	483
비유동자산	23,340	27,075	30,074	32,049	33,790
투자자산	8,633	10,212	10,513	10,999	11,257
유형자산	14,466	16,646	19,363	20,871	22,371
무형자산	170	152	124	102	83
기타	72	65	74	77	80
자산총계	37,033	39,993	44,963	48,142	52,382
유동부채	4,283	2,686	4,324	3,350	4,823
매입채무	1,109	740	957	1,007	1,028
단기차입금	341	431	407	307	207
기타	2,834	1,515	2,960	2,036	3,588
비유동부채	4,967	6,356	5,026	4,517	2,457
사채	4,525	5,595	4,164	3,664	1,613
장기차입금	59	87	85	76	67
기타	382	674	777	777	777
부채총계	9,250	9,041	9,350	7,867	7,280
자본금	482	482	482	482	482
자본잉여금	4,291	4,404	4,404	4,404	4,404
자본조정등	-2,450	-1,878	-1,838	-1,838	-1,838
이익잉여금	25,460	27,943	32,565	37,227	42,054
자본총계	27,784	30,951	35,613	40,275	45,102

투자지표

(12월 결산)	2008	2009	2010F	2011F	2012F
Valuation					
PER(배)	9.1	12.3	8.8	8.6	8.4
PBR(배)	1.5	1.3	1.3	1.2	1.0
PCFR(배)	5.5	8.3	6.7	6.5	6.2
EV/EBITDA(배)	4.1	10.2	5.5	5.0	4.6
배당수익률(%)	2.6	1.3	1.9	1.9	1.9
성장성					
매출액성장률(%)	38.0	-12.0	19.9	6.0	1.3
영업이익성장률(%)	51.8	-51.9	93.9	3.8	3.5
EBITDA 성장률(%)	40.1	-38.4	59.7	3.3	2.7
순이익성장률(%)	20.9	-28.7	67.5	2.1	3.0
효율성					
ROE(%)	17.0	10.8	16.0	14.3	13.1
ROA(%)	13.2	8.2	12.5	11.7	11.1
ROIC(%)	23.9	15.3	23.5	21.4	20.7
운전자본/매출액(%)	20.3	14.5	15.7	15.3	15.4
안정성					
차입금/EBITDA(배)	0.6	1.2	0.7	0.5	0.4
이자보상배율(배)	45.7	10.9	20.5	23.4	30.7
부채비율(%)	33.3	29.2	26.3	19.5	16.1

자료: IBK 투자증권

현금흐름표

(십억원)	2008	2009	2010F	2011F	2012F
영업활동현금흐름	3,613	7,143	5,850	7,104	7,485
당기순이익	4,447	3,172	5,315	5,428	5,593
유무형자산상각비	1,908	2,060	2,210	2,250	2,255
외환손익	619	-409	-231	-148	0
자본법손익	23	-350	-255	-258	-258
운전자본증감	-3,680	2,460	-1,188	-168	-104
기타	297	210	0	0	0
투자활동현금흐름	-4,669	-8,376	-5,197	-4,211	-3,999
유형자산증감	-3,210	-4,252	-4,900	-3,735	-3,735
투자자산증감	-1,715	-809	-300	-486	-258
기타	256	-3,315	3	10	-6
FCF	24	3,064	1,003	3,377	3,619
재무활동현금흐름	1,306	918	-112	-1,931	-1,138
차입금증감	1,737	1,373	-35	-1,533	-609
자본증감	0	0	0	0	0
배당금지급	-755	-689	-808	-765	-765
기타	324	234	731	367	236
현금증감	251	-315	541	962	2,348
기초현금	691	942	627	1,168	2,129
기말현금	942	627	1,168	2,129	4,477

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동자료 언급된 종목의 유가증권발행과 관련하여 지난 6개월간 주권사로 참여하지 않았습니다.

동자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

종목명	담당자	담당자 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개배수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	증권 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								

해당사항없음

Not Rated ◆적극매수 ▲매수 ●중립 ■비중축소

포스코 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
	추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가
	2009.02.19	매수	480,000원	2010.01.04	매수	700,000원
	2009.04.13	매수	480,000원	2010.01.15	매수	700,000원
	2009.06.11	매수	480,000원	2010.02.24	매수	700,000원
	2009.07.14	매수	480,000원	2010.04.14	매수	700,000원
	2009.09.14	매수	480,000원			
	2009.10.15	매수	650,000원			
	2009.10.30	매수	650,000원			
	2009.11.20	매수	650,000원			
	2009.12.11	매수	700,000원			

투자의견 안내

종목 투자의견 (절대수익률 기준)		업종 투자의견 (상대수익률 기준)		투자 기간
적극매수	40% ~	비중확대	+10% ~	12개월
매수	15% ~	중립	-10% ~ +10%	
중립	-15% ~ 15%	비중축소	~ -10%	
비중축소	~ -15%			

IBK Research Center

Analysts

성명	직급	담당업종	전화	이메일
Head of Research				
임진균	센터장/상무	총괄/제약/바이오	6915-5504	jklm@ibks.com
IT(Leading Tomorrow)팀				
김정원	팀장	통신서비스/장비	6915-5661	jwkim@ibks.com
고태봉	연구위원	자동차/타이어	6915-5666	coolbong@ibks.com
이가근	연구위원	반도체/디스플레이	6915-5660	kakeunlee@ibks.com
이선애	선임연구위원	제지/패션/엔터테인먼트	6915-5664	annelee@ibks.com
김신희	연구위원	제약/바이오	6915-5655	bow7454@ibks.com
박애란	연구위원	음식료	6915-5679	aeranp337@ibks.com
이현수	연구위원	자동차/타이어	6915-5652	kenshu@ibks.com
이정민	연구위원	IT	6915-5654	jmlee@ibks.com
나스란	연구위원	통신서비스/장비	6915-5313	seuran.na@ibks.com
LC(Leading Company)팀				
박영훈	팀장	석유화학/정유	6915-5659	houn0715@ibks.com
이희재	연구위원	은행	6915-5651	hj.lee@ibks.com
김윤상	연구위원	철강	6915-5670	yskim@ibks.com
안지영	연구위원	유통	6915-5675	jyahn@ibks.com
박진형	선임연구위원	증권/보험	6915-5668	jhpark@ibks.com
윤진일	선임연구위원	건설/건설재	6915-5677	jinil.yoon@ibks.com
박승현	선임연구위원	조선/기계	6915-5716	shpark777@ibks.com
정현주	연구위원	소재	6915-5665	hjjung@ibks.com
손주리	연구위원	유통/철강	6915-5717	sodomysh@ibks.com
MF(Market Frontier)팀				
오재열	팀장	투자전략	6915-5663	ojy@ibks.com
윤창용	연구위원	Economist	6915-5669	cyoon@ibks.com
오창섭	선임연구위원	Fixed Income	6915-5682	ocs78@ibks.com
박승영	선임연구위원	Market Analyst	6915-5733	parksy@ibks.com
김순영	선임연구위원	Fund Analyst	6915-5753	kimsy@ibks.com
박옥희	연구위원	Market Analyst	6915-5672	marble@ibks.com
곽현수	연구위원	Quant	6915-5657	gwak81@ibks.com
선성인	연구위원	Economist	6915-5658	sun83@ibks.com
노호영	연구위원	Fixed Income	6915-5681	anbihy@ibks.com
김현준	연구위원	Market Analyst	6915-5744	kimhj@ibks.com
HC(Hidden Champion)팀				
윤용선	팀장	Small Cap	6915-5738	soldout69@ibks.com
정중선	연구위원	Small Cap	6915-5673	cooljs@ibks.com
윤현중	선임연구위원	Small Cap	6915-5678	hj.yun@ibks.com
홍진호	연구위원	Small Cap	6915-5723	siggy00@ibks.com

Simple • Speedy • Smart



서울시 영등포구 여의도동 대한생명 63빌딩 14층
Tel 1588-0030, 1544-0050

영업부	02, 6915, 2626	인천지점	032, 427, 1122
IBK본점	02, 6932, 2001	역삼지점	02, 567, 9111
CEO PLAZA 논현지점	02, 519, 0030	압구정지점	02, 6932, 5001
가산디지털지점	02, 2028, 6300	일산지점	031, 904, 3450
광화문지점	02, 3276, 2700	잠실지점	02, 2202, 0073
대구지점	053, 752, 3535	타임스퀘어센터	02, 2632, 3331
대치지점	02, 6932, 6001	평촌지점	031, 382, 9800
목동지점	02, 2062, 8888	분당 E-MART WORLD 죽전점	031, 889, 9994
반포지점	02, 535, 2400	부산 E-MART WORLD 서면점	051, 816, 4555
부산지점	051, 608, 9200	SME WORLD 남동공단점	032, 819, 3399
분당지점	031, 778, 8050	SME WORLD 성서공단점	053, 592, 0066
삼성동지점	02, 2051, 5858	SME WORLD 안산지점	031, 493, 2210
서초지점	02, 3486, 8888	SME WORLD 구미점	054, 458, 9600



본 조사분석자료는 고객의 투자를 돕기 위한 정보제공의 목적으로 작성되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권산권은 당사에 귀속되며, 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.