

Company Note

2011. 10. 24

POSCO(005490)

BUY / TP 500,000원

3Q Review: 예상실적에 부합, 4Q 모멘텀 약화

Analyst 박현욱

02) 3787-2190
hwpark@hmcib.com

Analyst 정승은

02) 3787-2659
Jse8553@hmcib.com

- 3분기 영업이익 1조 865억원으로 당사추정치 및 시장 기대치에 부합하는 수준으로 평가
- 4분기 영업이익, 환율상승 및 업황부진으로 1조원 하회 예상
- 당분간 업황모멘텀 부진과 Valuation 매력(PBR 0.8배) 사이에서 주가 등락 예상

현재주가 (10/21)	360,000원
상승여력	38.7%
시가총액	31,431십억원
발행주식수	87,187천주
자본금/액면가	482십억원/5000원
52주 최고가/최저가	46,950원/22,900원
일평균 거래대금 (60일)	19,519백만원
외국인지분율	48.39%
주요주주	국민연금 5.51%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	-10.1 -20.5 -23.1
상대주가(%p)	-7.7 -1.9 -7.4
당사추정 EPS (2011F)	43,087원
컨센서스 EPS (2011F)	49,593원
컨센서스 목표주가	581,083원

※ K-IFRS 별도 기준

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2009	36,855	3,868	3,218	6,421	36,914	-26.5	16.7	1.8	9.1	11.0
2010	60,638	5,738	4,181	8,689	47,958	29.9	10.2	1.3	6.6	12.7
2011F	67,953	5,653	3,757	7,770	43,087	-10.2	8.4	0.9	6.7	10.2
2012F	71,864	5,793	4,457	8,039	51,125	18.7	7.1	0.8	6.7	11.0
2013F	77,018	6,442	4,798	8,854	55,035	7.6	6.6	0.8	6.1	10.8

* 2009~2010은 K-GAAP 기준, 2011F~2013F은 K-IFRS 연결 기준

3분기 실적 당사추정치에 부합

POSCO의 별도기준 3분기 실적은 매출액 9조 9,614억원, 영업이익 1조 865억원, 세전이익 2,554억원, 순이익 2,485억원을 기록하였다. 영업이익은 당사추정치(1조 211억원) 및 시장컨센서스(1조 815억원)에 부합하는 실적을 달성하였다. 세전이익은 당사추정치(2,972억원)에 준하는 실적이고 시장에서 인지하고 있는 예상수준으로 평가된다. 세전이익이 영업이익 대비 크게 감소한 이유는 환율급등으로 환관련손실이 발생하였기 때문이다. 한편 연결기준 3분기 실적은 매출액 16조 9,534억원, 영업이익 1조 2,976억원, 세전이익 2,574억원, 순이익 2,331억원을 기록하였다. 연결기준 영업이익(단순합산)에서 철강부문이 차지하는 비중은 90%로 2분기와 동일하다.

환율상승이 복병, 4분기 영업이익 1조원 하회 예상

4분기 별도기준 예상실적은 매출액 10조 5,794억원, 영업이익 9,446억원, 세전이익 1조 1,622억원, 순이익 8,809억원이다. 전분기대비 각각 +6%, -13%, +355%, +254% 증감을 기록할 것으로 예상된다. 영업이익이 전분기대비 감소할 것으로 예상하는 근거는 환율상승이다. 달러표시 철광석 및 석탄 가격은 하락(계약가격 기준 철광석 3%, 석탄 10% 하락)을 하였으나 평균환율은 7% 상승하면서 원가하락 효과는 희석될 것으로 전망된다. 다만 기말환율이 하락(당사전망 4분기말 1,130원, 3분기말은 1,180원이었음)하면서 환산순이익(+)를 기록할 것으로 예상된다.

〈표1〉 POSCO 2011년 3분기 실적

(단위: 십억원, %, %p)

	분기실적			증감률		당사 전망치		컨센서스	
	3Q11P	2Q11	3Q10	(YoY)	(QoQ)	3Q11F	대비	3Q11F	대비
매출액	9,961	10,032	8,524	17%	-1%	9,758	2%	9,995	0%
영업이익	1,087	1,496	1,111	-2%	-27%	1,021	6%	1,082	0%
영업이익률	11%	15%	13%			10%		11%	
세전이익	255	1,642	1,342	-81%	-84%	297	-14%	1,010	-75%
당기순이익	249	1,246	1,044	-76%	-80%	225	10%	761	-67%

주: IFRS 별도 기준

자료: Fnguide, HMC투자증권

〈표2〉 POSCO 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11F	1Q12F	2Q12F	3Q12F	4Q12F	2010	2011F	2012F
열연	1,579	1,905	1,656	1,943	1,805	1,855	1,785	1,901	6,081	6,884	7,346
후판	1,478	1,743	1,622	1,920	1,674	1,846	1,810	2,141	4,377	6,763	7,470
선재	545	629	614	626	604	628	576	605	1,973	2,414	2,413
냉연	3,094	3,413	3,598	3,660	3,458	3,554	3,747	3,522	11,812	13,766	14,281
STS	1,392	1,377	1,288	1,366	1,283	1,297	1,287	1,302	4,886	5,422	5,169
기타	1,024	964	1,184	1,064	1,058	1,196	1,193	1,065	3,453	4,436	4,513
매출액	9,112	10,032	9,961	10,579	9,882	10,377	10,397	10,536	32,582	39,685	41,191
영업이익	921	1,496	1,087	945	965	1,193	1,058	1,175	5,047	4,448	4,391
세전이익	1,174	1,642	255	1,162	1,072	1,298	1,155	1,266	5,150	4,235	4,791
순이익	927	1,246	249	881	879	1,074	975	1,028	4,203	3,303	3,957
영업이익률	10%	15%	11%	9%	10%	11%	10%	11%	15%	11%	11%
세전이익률	13%	16%	3%	11%	11%	13%	11%	12%	16%	11%	12%
순이익률	10%	12%	2%	8%	9%	10%	9%	10%	13%	8%	10%

주: 2010년 K-GAAP, 2011년부터 IFRS 별도 기준

자료: HMC투자증권

〈표3〉 POSCO 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원)

	변경 후		변경 전	
	2011F	2012F	2011F	2012F
매출액	39,685	41,191	39,654	40,933
영업이익	4,448	4,391	4,562	4,742
세전이익	4,235	4,791	4,456	5,164
당기순이익	3,303	3,957	3,416	3,935

주: IFRS 별도 기준

자료: HMC투자증권

실적 저점은 당초 3분기에서
4분기로 지연될 전망
그러나 중장기 관점에서
Valuation 매력까지 가세하여
매수할 이유는 충분

Valuation 매력과 약한 모멘텀 사이에서 당분간 주가는 등락 예상

POSCO의 주가는 8월초 대비 23% 하락하여 KOSPI 수익률 대비 6%pt를 하회하였다. 이는 계절적 성수 기에도 유럽 신용위기 등으로 글로벌 철강 spot 가격과 철광석, 철스크랩 등 원재료 가격의 하락이 동시에 진행되고 있어 연말까지 Cost push에 의한 가격상승도 기대하기 어렵기 때문이다. 4분기 영업이익이 전분기대비 감소하여 실적 반등시점이 당초 3분기에서 4분기로 지연되는 점도 단기적인 투자심리에는 긍정적이지 않다. 하지만 현재 주가는 2012년 예상실적 기준 PBR 0.8배 수준으로 Valuation 매력이 크고 PBR 0.8배는 2005년 이후 역사적 저점인 점을 고려하면 추가하락 리스크는 제한적으로 판단된다. 장기적인 관점에서는 POSCO를 매수할 이유가 충분하다는 의미이다.

POSCO에 대한 투자 의견은 매수를 유지하며 목표주가는 기존 550,000원에서 500,000원으로 하향조정한다. 2012년 예상 실적 조정이 배경이다. 목표주가 산정은 2012년 예상 주당순자산 430,000원에 PBR 1.15배를 적용하였다. PBR 1.15배는 2005년(중국 공급과잉 전환)과 2008년(금융위기)의 평균이다.

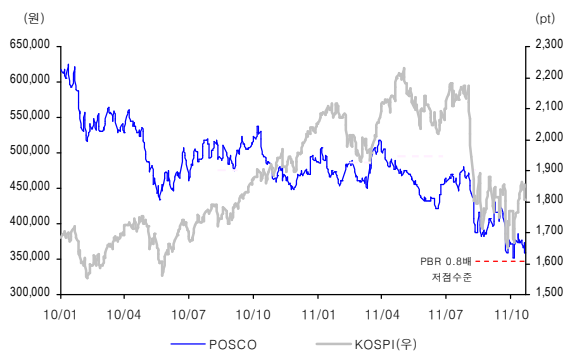
비관련 M&A를 더 이상 추진하지 않겠다고 천명한 점은 긍정적으로 평가

국내 비관련 M&A를
하지 않겠다고 언급
이는 긍정적 평가

POSCO는 실적발표 IR에서 시황은 내년 1분기를 저점으로 보고 있다고 밝혔다. 이는 당사의 View와 크게 차이가 나지 않는다. 다만 주가에 모멘텀으로 작용할 철강 spot 가격의 반등은 내년 1분기 중에 나타날 것으로 예상되어 주가는 실적개선에 선행하여 반등할 것으로 전망된다.

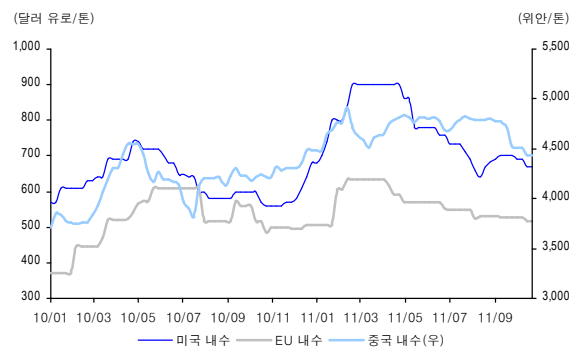
한편 올해 투자비는 당초 계획대비 1.4조원 축소하며 이는 대한통운 인수 실패 이후, 국내에서는 M&A를 더 이상 진행할 계획이 없기 때문이라고 밝혔다. 그동안 비관련 M&A가 주가상승을 저해한 요인이기도 한 점을 고려하면 긍정적으로 평가할 부분이다. 또한 수입대체를 추진하며 당분간 감산 계획은 없다고 밝혔다.

〈그림1〉 POSCO 주가 추이



자료 : HMC투자증권

〈그림2〉 열연 spot 가격 추이



자료 : MetalBulletin, SBB, HMC투자증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2009	2010	2011F	2012F	2013F
매출액	36,855	60,638	67,953	71,864	77,018
증가율 (%)	-11.7	64.5	12.1	5.8	7.2
매출원가	31,037	51,561	58,823	62,477	66,678
매출원가율 (%)	84.2	85.0	86.6	86.9	86.6
매출총이익	5,818	9,077	9,129	9,387	10,340
매출이익률 (%)	15.8	15.0	13.4	13.1	13.4
증가율 (%)	-36.6	56.0	0.6	2.8	10.2
판매관리비	1,949	3,339	3,355	3,462	3,768
조정영업이익 (GP-SG&A)	3,868	5,738	5,774	5,924	6,571
조정영업이익률 (%)	10.5	9.5	8.5	8.2	8.5
증가율 (%)	-46.1	48.3	0.6	2.6	10.9
기타영업손익	0	0	-122	-129	-129
EBITDA	6,421	8,689	7,770	8,039	8,854
EBITDA 이익률 (%)	17.4	14.3	11.4	11.2	11.5
증가율 (%)	-32.8	35.3	-10.6	3.5	10.1
영업이익	3,868	5,738	5,653	5,795	6,442
영업이익률 (%)	10.5	9.5	8.3	8.1	8.4
증가율 (%)	-46.1	48.3	-1.5	2.5	11.2
금융손익	-219	-273	-317	189	10
기타영업외손익	97	-431	-367	0	0
총속/관계기업관련손익	-7	303	83	139	139
세전계속사업이익	3,739	5,338	5,052	6,123	6,591
세전계속사업이익률 (%)	10.1	8.8	7.4	8.5	8.6
증가율 (%)	-38.7	42.7	-5.3	21.2	7.6
법인세비용	536	1,113	1,197	1,500	1,615
계속사업이익	3,242	4,218	3,858	4,623	4,976
당기순이익	3,242	4,218	3,858	4,623	4,976
당기순이익률 (%)	8.8	7.0	5.7	6.4	6.5
증가율 (%)	-25.5	30.1	-8.5	19.8	7.6
지배주주지분 순이익	3,218	4,181	3,757	4,457	4,798
비지배주주지분 순이익	24	36	101	166	178
기타포괄이익	0	0	-679	0	0
총포괄이익	0	0	3,179	4,623	4,976

(단위: 십억원)

현금흐름표	2009	2010	2011F	2012F	2013F
영업활동으로인한현금흐름	8,633	2,025	3,004	5,663	5,828
당기순이익	3,242	4,218	3,858	4,623	4,976
유형자산 상각비	2,553	2,951	2,038	2,188	2,357
무형자산 상각비	0	0	79	56	55
외환손익	-463	199	337	-501	-358
운전자본의 감소(증가)	2,911	-5,828	-3,397	-703	-1,203
기타	389	485	89	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-9,717	-6,890	-5,726	-7,320	-5,235
투자자산의 감소(증가)	-1,193	-4,298	1,084	-488	-835
유형자산의 감소	379	253	104	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-6,407	-5,896	-5,188	-7,198	-4,527
기타	-2,497	3,051	-1,727	366	127
재무활동으로인한현금흐름	862	5,679	3,802	-316	634
장기차입금의 증가(감소)	6	1,924	832	100	100
사채의증가(감소)	1,328	455	3,250	1,000	1,900
자본의 증가	127	-35	-3,234	0	0
배당금	-689	-693	-771	-772	-772
기타	90	4,029	3,724	-644	-593
기타현금흐름	-70	587	-38	0	0
현금의증가(감소)	-292	1,401	1,042	-1,973	1,227
기초현금	2,491	2,199	3,521	4,563	2,590
기말현금	2,199	3,600	4,563	2,590	3,817

(단위: 십억원)

재무상태표	2009	2010	2011F	2012F	2013F
유동자산	20,634	27,107	32,199	31,618	35,227
현금성자산	2,197	3,599	4,563	2,590	3,817
단기투자자산	6,545	3,458	2,682	2,817	3,049
매출채권	5,145	7,996	9,729	10,219	11,058
재고자산	5,153	9,803	11,346	11,917	12,895
기타유동자산	1,594	2,251	3,879	4,074	4,408
비유동자산	29,678	40,839	45,110	50,552	53,501
유형자산	21,840	25,699	28,465	33,475	35,646
무형자산	630	3,161	4,832	4,776	4,720
투자자산	6,471	10,769	9,685	10,173	11,008
기타비유동자산	737	1,209	2,128	2,128	2,128
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	50,312	67,946	77,309	82,169	88,728
유동부채	9,275	17,093	19,843	19,654	19,839
단기차입금	3,226	5,838	8,404	8,404	8,404
매입채무	2,735	4,125	4,655	4,890	5,291
유동성장기부채	787	3,431	2,336	1,688	1,089
기타유동부채	2,527	3,699	4,448	4,672	5,056
비유동부채	9,373	13,651	16,658	17,857	20,027
사채	6,855	7,310	10,560	11,560	13,460
장기차입금	1,375	3,299	4,044	4,144	4,244
장기금융부채 (리스포함)	0	0	87	87	87
기타비유동부채	1,143	3,043	1,967	2,066	2,236
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	18,647	30,745	36,502	37,512	39,866
지배주주지분	30,909	34,895	38,719	42,404	46,429
자본금	482	482	482	482	482
자본잉여금	4,446	4,411	1,177	1,177	1,177
자본조정 등	-2,411	-2,403	-2,393	-2,393	-2,393
기타포괄이익누계액	455	1,009	912	912	912
이익잉여금	27,936	31,395	38,540	42,225	46,251
비지배주주지분	755	2,306	2,089	2,254	2,432
자본총계	31,664	37,201	40,807	44,658	48,862

(단위: 원배,%)

주요투자지표	2009	2010	2011F	2012F	2013F
EPS(당기순이익 기준)	37,188	48,375	44,249	53,024	57,079
EPS(지배순이익 기준)	36,914	47,958	43,087	51,125	55,035
BPS(자본총계 기준)	355.95	390.42	412.62	457.43	506.28
BPS(지배지분 기준)	347.28	363.97	388.66	431.57	478.38
DPS	8,000	10,000	10,000	10,000	10,000
PER(당기순이익 기준)	16.6	10.1	8.1	6.8	6.3
PER(지배순이익 기준)	16.7	10.2	8.4	7.1	6.6
PBR(자본총계 기준)	1.7	1.2	0.9	0.8	0.7
PBR(지배지분 기준)	1.8	1.3	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA(Reported)	9.1	6.6	6.7	6.7	6.1
배당수익률	1.3	2.1	2.8	2.8	2.8
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-25.5	30.1	-8.5	19.8	7.6
EPS(지배순이익 기준)	-26.5	29.9	-10.2	18.7	7.6
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	10.8	12.2	9.9	10.8	10.6
ROE(지배순이익 기준)	11.0	12.7	10.2	11.0	10.8
ROA	6.7	7.1	5.3	5.8	5.8
안정성 (%)					
부채비율	58.9	82.6	89.4	84.0	81.6
순차입금비율	11.1	34.5	44.7	46.0	42.0
이자보상배율	7.3	8.7	6.8	6.4	7.1

* 2009~2010은 K-GAAP 기준, 2011F~2013F은 K-IFRS 연결 기준

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표주가	일자	투자 의견	목표주가
09/12/04	매수(Buy)	700,000원	10/11/15	매수(Buy)	700,000원
09/12/30	매수(Buy)	700,000원	11/01/07	매수(Buy)	700,000원
10/01/15	매수(Buy)	700,000원	11/01/14	매수(Buy)	700,000원
10/03/04	매수(Buy)	700,000원	11/02/18	매수(Buy)	700,000원
10/03/10	매수(Buy)	700,000원	11/03/31	매수(Buy)	700,000원
10/04/14	매수(Buy)	700,000원	11/04/25	매수(Buy)	650,000원
10/06/23	매수(Buy)	700,000원	11/07/25	매수(Buy)	629,000원
10/07/14	매수(Buy)	700,000원	11/07/29	매수(Buy)	629,000원
10/09/28	매수(Buy)	700,000원	11/08/23	매수(Buy)	550,000원
10/10/13	매수(Buy)	700,000원	11/10/18	매수(Buy)	550,000원
10/10/19	매수(Buy)	700,000원	11/10/24	매수(Buy)	500,000원

▶ 최근 2년간 POSCO 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 본 자료를 작성한 애널리스트는 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 추천일 현재 해당회사와 관련하여 계열회사의 관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 박현욱, 정승은의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자 의견 분류

▶ HMC투자증권의 종목투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- HOLD : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

- 본 조사항목은 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.