

Reiterate:

# POSCO

(005490)

**BUY(L)**

불황에도 이익구조 안정적

주가 (11월 24일):	297,500원
6개월 목표주가:	450,000원
종합주가지수:	970
코스닥주가지수:	285
시가총액:	25.9조원
총발행주식수:	87,186,835주
120일 평균 거래대금:	1,963억원
52주 최저/최고:	234,500원/ 635,000원
상대수익률 (3월/6월):	-1.1%/0.8%
배당수익률 (08E):	3.4%
주당장부가치 (09E):	355,283원
유통주식비율:	74.0%
외국인지분:	41.2%
주요주주:	신일본제철 (5.0%) 국민연금 (3.9%)

과거 1년간 주가 추이



- **수익성은 09년 상반기 둔화후 하반기부터 회복 움직임 전망:** 08년과 09년 순이익전망을 각각 9%와 23% 하향조정하는데, 이는 예상보다 높을 달러대비 환율전망에 따른 부정적 영향과 국제가격의 하락을 반영하였기 때문. 이에 따라, 08년 순이익은 전년비 29% 증가하고, 09년에는 19% 감소할 것으로 보임. 한편, 10년에는 국제철강가격의 회복과 설비증설에 따른 생산증가, 환율 안정으로 11% 증가할 것으로 보임. 09년 상반기 수익성이 환율상승과 수출 가격하락, 1분기 미니밀 보수에다가 2분기 고로보수에 따른 생산감소 등으로 가장 부진하고 하반기부터 수익성은 원료가격하락과 환율 하향 안정 등으로 회복될 것으로 보임. 생산량은 08년 3,300만톤에서 09년 3,200만톤으로 줄어든후 10년 신제강공장완공 등으로 3,600만톤으로 늘어날 전망. 참고로 미국달러대비 원화환율이 10원상승시 600억원의 순이익감소효과가 발생.
- **원가수준으로 급락한 아시아철강가격은 등락 보이면서 빠르면, 09년 가을부터 점진적 회복 전망:** 당사는 아시아 일반재 열연가격을 08년 평균 850달러에서 09년에는 550달러내외, 10년에는 600달러로 전망. 고급재 가격은 이보다 100달러내외 높을 것으로 봄. 포스코의 수출가격은 국제가격수준에 따라 움직이면서 하락하겠지만, 내수가격은 09년 상반기에 높은 환율로 유지 가능성이 높고 (현재 열연수입가격은 500달러대이고 대미 달러환율 1,500원 기준 포스코 가격은 566달러수준), 중반이후에 환율 하향 안정과 원재료가격 하락으로 하락압력 존재 전망.
- **상대적으로 이익이 안정된 지수방어주로 투자 의견 BUY 유지:** 포스코에 대해 투자 의견 BUY 의견 유지하는 이유는 1) 09년 수익성이 감소해도 두자리 영업이익률을 유지 가능할 정도로 낮은 내수가격과 품질로 타 철강사나 타 업종대비 안정적이고, 2) 98년 IMF 경기위기가나 2002년 경기불황에도 지수대비 안정적인 주가흐름을 보인 지수 방어주이기 때문. 주가는 09년 주당순자산 0.7배인 20만원중반에서 강한 하방 경직성이 있을 것으로 보임. 목표주가는 기존 53만원에서 45만원으로 하향조정하는데, 이는 영업주당순이익 09년 8배인 34만원과 영업외 자산가치 15%할인한 11만원의 합.

12월 31일 기준	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전계속사업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)*	증감률 (%)	P/E (배)	EBITDA (십억원)	순부채 (십억원)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2005	21,695	5,912	5,354	4,013	46,027	4.9	6.5	7,393	(1,936)	3.2	22.5
2006	20,043	3,892	4,118	3,207	36,779	(20.1)	8.1	5,449	(1,068)	4.6	15.5
2007	22,207	4,308	4,792	3,679	42,202	14.7	7.0	6,029	(1,325)	4.1	15.9
2008E	30,639	6,705	6,252	4,752	54,502	29.1	5.5	8,446	(449)	3.0	18.0
2009E	27,590	5,020	5,048	3,837	44,007	(19.3)	6.8	6,859	(1,057)	3.6	12.9
2010E	28,663	5,482	5,620	4,271	48,988	11.3	6.1	7,407	(1,326)	3.3	13.3

참고: \* 일회성 항목 제외, 완전 회석화됨 자료: POSCO, 삼성증권 추정

- 당사는 11월 24일 기준으로 지난 3개월간 위 종목의 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 11월 24일 현재 위 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 위 조사분석담당자는 11월 24일 현재 위 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.

# 기업분석

## 분기별 이익 전망

(십억원)	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08E	1Q09E	2Q09E	3Q09E	4Q09E
매출액	6,066	7,458	8,813	8,302	7,173	6,925	6,622	6,870
영업이익	1,274	1,885	1,983	1,564	1,215	1,198	1,274	1,333
이익률 (%)	21.0	25.3	22.5	18.8	16.9	17.3	19.2	19.4
세전이익	1,340	1,940	1,679	1,294	1,222	1,205	1,281	1,340
순이익	1,031	1,476	1,219	1,026	929	916	974	1,018

자료: 삼성증권 추정

## 09~10년 포스코 주요 issue

주요사항	2009		2010
	상반기	하반기	연간
생산량	설비보수 등으로 100만톤 감소	설비보수완료로 생산정상화	설비투자로 생산능력확대로 생산증가
수출 가격	하락 추세	안정 전망	상승 전망
내수 가격	하락압력존재, 환율 상승은 지지요인	하락압력 (원료가 하락 반영)	안정내지 상승 전망
철광석 등 원료가격	08년도 높은 원료 원가반영	09년도 가격하락한 원료 투입	하향 안정 전망
환율영향	환율 상승으로 원가부담	환율안정화로 원가부담 감소	환율안정화로 원가부담 감소
판매경쟁	수요감소로 경쟁심화	수요안정으로 경쟁완화	현대제철 고로 완공으로 본격적인 경쟁체제
수익성 판단	가격약세와 감소, 높은 환율로 둔화	가격안정과 원료하락, 환율하락으로 안정	국제경기안정과 함께 향상 전망

자료: 삼성증권 추정

## 포스코의 국내 조강생산능력 추이

(백만톤)	2007	2008	2009	2010	2011
평균 조강생산능력	31.1	33.6	34.0	37.0	40.0
증가사유		광양 3고로 개수 출선비 향상	출선비 향상	광양4고로개수 (09년) 포항, 광양 신제강 가동분 일부 반영	포항4고로개수 (10년) 신제강 가동 100%반영

자료: 포스코 신문, 삼성증권 정리

## 이익전망 변경

(십억원)	2007	수정 후			수정 전			변화율 (%)		
		2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E
매출액	22,207	30,639	27,590	28,663	31,339	32,748	36,249	(2.2)	(15.8)	(20.9)
영업이익	4,308	6,705	5,020	5,482	6,690	6,086	6,227	0.2	(17.5)	(12.0)
세전이익	4,792	6,252	5,048	5,620	6,840	6,561	6,779	(8.6)	(23.1)	(17.1)
순이익	3,679	4,752	3,837	4,271	5,198	4,986	5,152	(8.6)	(23.1)	(17.1)
EPS (원)	42,202	54,502	44,007	48,988	59,623	57,193	59,092	(8.6)	(23.1)	(17.1)

자료: 삼성증권 추정

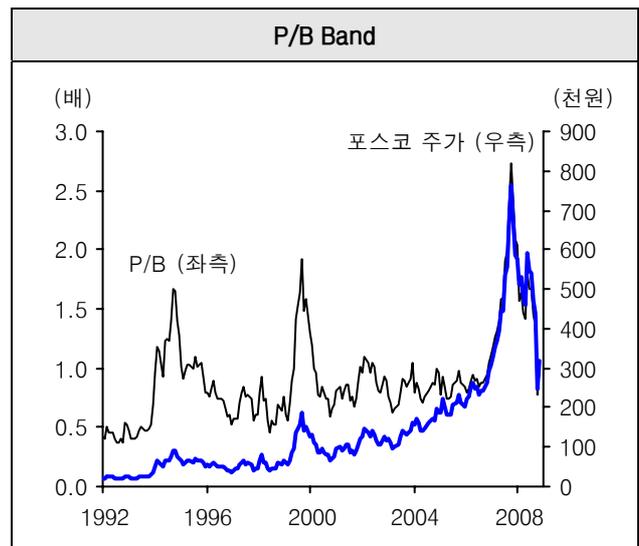
**세계 열연 가격은 일시적 반등 가능하지만,  
 빠르면 09년 가을 회복 전망**

세계 열연가격은 2002년 200달러대를 바닥으로 BRICA(BRICs+아랍)로 대표되는 이머징마켓의 성장에 따른 수요증가와 원료가격상승으로 08년 2분기에 1,200달러대까지 상승하였다. 그러나 최근 열연가격은 아시아에서는 500달러대, 미국과 유럽은 800달러대로 급락하였다. 세계 철근가격도 비슷한 동향을 보였다. 지역별로 보면, 아시아는 원가수준이하로 급락하였고, 미국과 유럽은 추가적인 가격하락이 전망된다.

향후, 국제철강가격은 09년 하락추세가 이어지고, 세계 경기가 회복될 09년 가을부터 빠르면 본격적으로 회복할 것이다. 다만, 각국의 재정확대정책과 상대적으로 설비확장이 작은 봉형강류의 상승탄력이 판재류보다 빠르게 나타날 것으로 보인다. 09년 까지 철강가격추세전망은 경기 급락에 따른 철강수요감소, 철강수요자들의 재고조정 (수요가와 유통점들은 08년 상반기 가격급등으로 많은 재고를 확보), 원재료인 고철, 철광석, 유연탄 가격 하락 때문이다. 참고로 과거 사이클하락국면이 1년6개월 임을 고려시 08년중반부터 하락한 철강가격은 10년에 회복될 것으로 보인다.



자료: Bloomberg, 삼성증권 추정



자료: 삼성증권 추정

## 철광석과 유연탄 원료가격 전망

**철광석 유연탄 가격은 하락불가피:** 08년 철광석과 유연탄 계약가격은 각각 87%와 117% 상승하였다. 그러나, 09년에는 철강 생산감소와 꾸준한 광산투자, 그동안 미국달러대비 강세를 보였던 자원국 화폐가치 하락, 중국 철광석재고 증가, 자연재해에서 벗어난 호주광산업체들의 원활한 생산 등으로 각각 20%, 35% 하락할 전망이다. 즉, 08년에 209달러 인상된 쇳물톤당 비용은 09년에 100달러 하락할 것으로 보인다.

**국내 열연가격에 미치는 영향에는 많은 요소들이 존재:** 09년도 국내 열연코일가격은 국제원재료 스팟 및 계약가격하락정도, 달러대비 원화환율, 중국의 원가와 한국으로의 수출여력, 중국산 대비 한국제품의 프리미엄 부여 정도, 일본의 대 한국 열연수출가격, 국내외 철강수요감소 정도 등 많은 요소들이 작용할 것으로 보인다. 참고로 09년도 중견 중국철강업체들의 원가수준의 열연수출가격은 09년도에 계약 및 스팟가격의 원재료동향을 고려할 때 550달러 (변동비기준으로는 400달러대) 수준으로 보인다. 이는 08년 중반 1,000달러에서 하락할 것으로 보인다. 한편, 달러대비 원화환율이 09년도에 1,500원, 1,300원, 1,100원 가정시 국내 열연가격 85만원은 각각 567달러, 653달러, 773달러로 변화하게 된다. 한편, 중국산대비 국내산은 100달러내외의 가격프리미엄이 존재할 수 있다.

## 철광석과 유연탄 가격과 쇳물 톤당 비용

(달러/톤)	철광석				유연탄				쇳물톤당비용 가중치고려	증가분
	분광	괴광	펠릿	가중고려	강점탄	미점탄	PCI탄	가중고려		
	70%	20%	10%		55%	30%	15%			
2004	22.7	27.6	38.0	25.2	57.0	37.0	46.5	49.4	74.9	13
2005	39.0	48.0	73.0	44.2	126.0	80.0	102.0	108.6	146.7	72
2006	46.5	57.1	70.8	51.1	116.0	56.5	66.0	90.7	145.1	(2)
2007	51.0	62.5	74.6	55.7	98.0	61.6	68.0	82.6	146.9	2
2008E	92.8	122.9	146.5	104.2	294.0	240.0	245.0	270.5	356.0	209
2009E	74.3	98.3	117.2	83.4	191.1	156.0	159.3	175.8	256.4	(100)
2010E	66.8	88.5	105.5	75.0	152.9	124.8	127.4	140.6	218.5	(38)
<b>전년비 (%)</b>										
2005	72.0	73.9	92.1	75.5	121.1	116.2	119.4	119.7	95.9	
2006	19.2	19.0	(3.0)	15.5	(7.9)	(29.4)	(35.3)	(16.5)	(1.1)	
2007	9.7	9.5	5.3	9.0	(15.5)	9.0	3.0	(8.9)	1.2	
2008E	82.0	96.5	96.5	87.2	200.0	289.6	260.3	227.5	142.4	
2009E	(20.0)	(20.0)	(20.0)	(20.0)	(35.0)	(35.0)	(35.0)	(35.0)	(28.0)	
2010E	(10.0)	(10.0)	(10.0)	(10.0)	(20.0)	(20.0)	(20.0)	(20.0)	(14.8)	

자료: 삼성증권 전망

**손익계산서**

12월 31일 기준 (십억원)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
<b>매출액</b>	<b>20,043</b>	<b>22,207</b>	<b>30,639</b>	<b>27,590</b>	<b>28,663</b>
제품매출	19,963	22,127	30,559	27,510	28,583
상품/기타매출	80	80	80	80	80
매출원가	15,033	16,606	22,551	21,076	21,568
제품매출원가	14,953	16,526	22,471	20,996	21,488
상품/기타 매출원가	80	80	80	80	80
<b>매출총이익</b>	<b>5,010</b>	<b>5,601</b>	<b>8,088</b>	<b>6,514</b>	<b>7,095</b>
판매 및 일반관리비	1,118	1,292	1,383	1,493	1,613
인건비	50	50	51	51	52
감가상각비	28	31	31	31	31
기타	1,040	1,211	1,301	1,411	1,530
<b>영업이익</b>	<b>3,892</b>	<b>4,308</b>	<b>6,705</b>	<b>5,020</b>	<b>5,482</b>
영업외수익	811	1,049	696	714	832
이자수익	82	126	116	134	152
외환관련이익	189	84	80	80	80
기타	540	838	500	500	600
영업외비용	585	565	1,149	686	694
이자비용	79	103	149	186	194
외환관련손실	114	149	600	100	100
기타	392	313	400	400	400
<b>세전계속사업이익</b>	<b>4,118</b>	<b>4,792</b>	<b>6,252</b>	<b>5,048</b>	<b>5,620</b>
(계속사업이익)법인세비용	912	1,113	1,501	1,212	1,349
계속사업이익	3,207	3,679	4,752	3,837	4,271
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
<b>순이익</b>	<b>3,207</b>	<b>3,679</b>	<b>4,752</b>	<b>3,837</b>	<b>4,271</b>
EBITDA	5,449	6,029	8,446	6,859	7,407
EPS (원)*	36,779	42,202	54,502	44,007	48,988

**현금흐름표**

12월 31일 기준 (십억원)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
<b>영업활동에서의 현금흐름</b>	<b>4,025</b>	<b>5,074</b>	<b>5,215</b>	<b>6,679</b>	<b>6,340</b>
순이익	3,207	3,679	4,752	3,837	4,271
유·무형자산 상각비	1,517	1,720	1,740	1,839	1,925
퇴직급여	43	44	46	49	51
순외환관련손실(이익)	(73)	55	260	10	10
지분법손실(이익)	(311)	(573)	(200)	(200)	(300)
순운전자본감소(증가)	366	(467)	(1,998)	783	(77)
기타	(724)	614	614	361	459
<b>투자활동에서의 현금흐름</b>	<b>(3,097)</b>	<b>(3,847)</b>	<b>(5,241)</b>	<b>(5,213)</b>	<b>(5,213)</b>
설비투자	(3,088)	(2,456)	(2,500)	(2,500)	(2,500)
투자자산의 (증가)감소	(1,166)	(2,369)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
기타	1,157	977	(741)	(713)	(713)
<b>재무활동에서의 현금흐름</b>	<b>(665)</b>	<b>(1,047)</b>	<b>126</b>	<b>(1,367)</b>	<b>(1,027)</b>
단기차입금의 증가(감소)	0	81	(81)	0	0
장기차입금 증가(감소)	33	(21)	85	(0)	12
사채증가(감소)	1,619	126	461	(6)	236
유동성장기부채의 증가(감소)	(921)	422	497	(2)	83
배당금	(641)	(621)	(749)	(758)	(758)
자본금 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타	(755)	(1,035)	(87)	(600)	(600)
조정항목	0	0	0	0	0
<b>현금증감</b>	<b>263</b>	<b>179</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
기초현금	250	512	691	791	891
기말현금	512	691	791	891	991

참고: \* 일회성 항목 제외, 완전 회석화됨

자료: POSCO, 삼성증권 추정

**대차대조표**

12월 31일 기준 (십억원)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
<b>유동자산</b>	<b>7,871</b>	<b>8,768</b>	<b>11,951</b>	<b>11,938</b>	<b>12,842</b>
현금 및 현금성자산	512	691	791	891	991
단기예금	2,701	2,875	3,375	3,875	4,375
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	1,804	1,896	2,911	2,483	2,580
재고자산	2,735	3,221	4,444	4,002	4,013
기타	119	85	430	687	884
<b>비유동자산</b>	<b>18,492</b>	<b>21,725</b>	<b>24,380</b>	<b>27,053</b>	<b>29,641</b>
투자자산	5,796	8,165	10,165	12,165	14,165
유형자산	12,466	13,202	13,961	14,622	15,197
무형자산	229	212	253	266	279
기타	0	0	0	0	0
<b>자산총계</b>	<b>26,363</b>	<b>30,493</b>	<b>36,331</b>	<b>38,991</b>	<b>42,483</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,747</b>	<b>2,812</b>	<b>3,551</b>	<b>3,479</b>	<b>3,946</b>
매입채무	520	632	872	785	816
단기차입금	0	81	0	0	0
유동성장기부채	10	432	929	927	1,010
기타	1,217	1,666	1,750	1,767	2,121
<b>비유동부채</b>	<b>2,824</b>	<b>3,178</b>	<b>4,383</b>	<b>4,536</b>	<b>5,048</b>
사채	2,061	2,187	2,648	2,642	2,878
장기차입금	75	54	139	139	151
기타	689	937	1,595	1,755	2,018
<b>부채총계</b>	<b>4,571</b>	<b>5,990</b>	<b>7,934</b>	<b>8,015</b>	<b>8,994</b>
자본금	482	482	482	482	482
자본잉여금	3,935	4,110	4,110	4,110	4,110
자본조정	(1,671)	(2,716)	(3,216)	(3,716)	(4,216)
기타포괄손익누계액	301	859	1,259	1,259	759
이익잉여금	18,744	21,768	25,762	28,841	32,354
<b>자본총계</b>	<b>21,792</b>	<b>24,503</b>	<b>28,397</b>	<b>30,976</b>	<b>33,489</b>

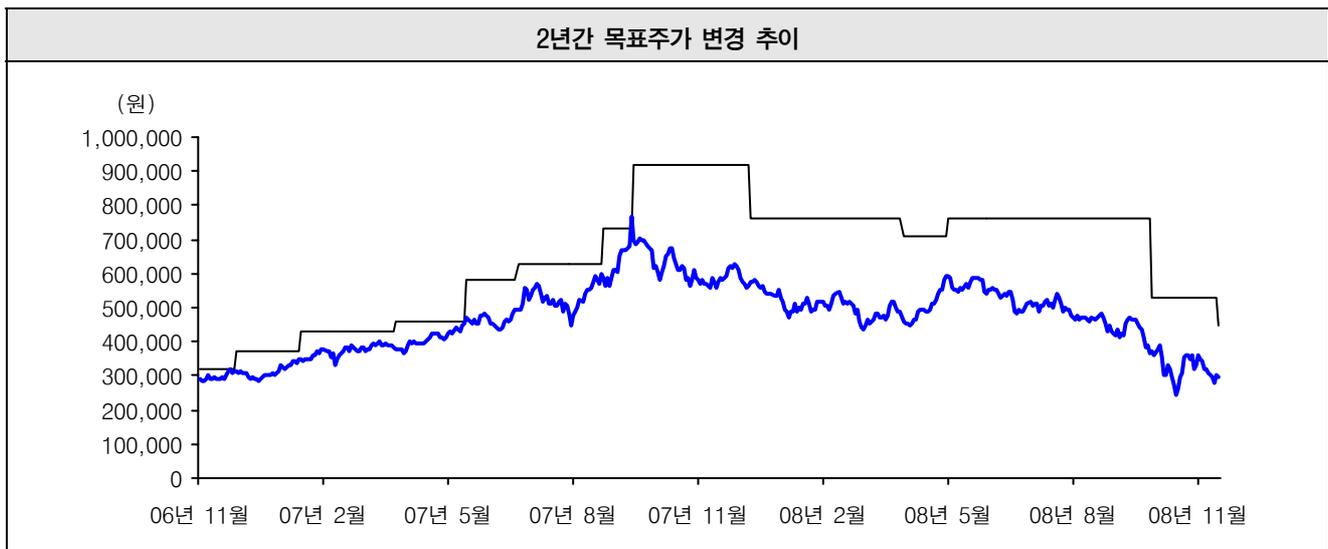
**재무비율 및 주당지표**

12월 31일 기준	2006	2007	2008E	2009E	2010E
<b>증감률 (%)</b>					
매출액	(7.6)	10.8	38.0	(10.0)	3.9
영업이익	(34.2)	10.7	55.6	(25.1)	9.2
세전계속사업이익	(23.1)	16.4	30.5	(19.3)	11.3
순이익	(20.1)	14.7	29.1	(19.3)	11.3
EBITDA	(26.3)	10.6	40.1	(18.8)	8.0
EPS*	(20.1)	14.7	29.1	(19.3)	11.3
<b>수익률 (%)</b>					
영업이익률	19.4	19.4	21.9	18.2	19.1
세전계속사업이익률	20.5	21.6	20.4	18.3	19.6
순이익률	16.0	16.6	15.5	13.9	14.9
EBITDA 마진율	27.2	27.1	27.6	24.9	25.8
ROE	15.5	15.9	18.0	12.9	13.3
ROA	12.9	12.9	14.2	10.2	10.5
<b>기타비율</b>					
순부채비율 (%)	nc	nc	nc	nc	nc
부채비율 (%)	21.0	24.4	27.9	25.9	26.9
이자보상비율 (배)	nm	nm	203.3	97.2	131.4
매출채권회전율 (배)	11.1	11.7	10.5	11.1	11.1
<b>주당지표 (원)</b>					
SPS	229,890	254,702	351,417	316,446	328,751
BPS	249,942	281,043	325,704	355,283	384,108
DPS	8,000	10,000	10,000	10,000	10,000
주당EBITDA	62,498	69,145	96,868	78,674	84,957

당사 및 조사분석 담당자 이해관계 및 계열관계 내역

종목명	성명	보유여부	수량	취득일	유가증권 발행관련	비고
-----	----	------	----	-----	-----------	----

해당사항 없습니다



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일 자	2006. 12/1	12/21	2007. 1/12	2/7	4/13	6/4	7/10	7/16	9/7	10/4
투자의견	BUY(M)	BUY(M)	BUY(M)	BUY(M)	BUY(M)	BUY(M)	BUY(M)	BUY(M)	BUY(M)	BUY(M)
목표주가	320,000원	370,000원	370,000원	430,000원	460,000원	580,000원	630,000원	630,000원	730,000원	920,000원
일 자	10/17	12/24	2008. 1/11	4/14	5/20	6/25	7/8	7/14	9/10	9/17
투자의견	BUY(M)	BUY(M)	BUY(L)	BUY(L)	BUY(L)	BUY(L)	BUY(L)	BUY(L)	BUY(L)	BUY(L)
목표주가	920,000원	760,000원	760,000원	710,000원	760,000원	760,000원	760,000원	760,000원	760,000원	760,000원
일 자	10/9	10/15	11/25							
투자의견	BUY(L)	BUY(L)	BUY(L)							
목표주가	530,000원	530,000원	450,000원							

● **투자기간 및 투자등급:** 삼성증권은 종목추천에 대한 투자기간을 6개월, 절대 수익률 기준의 투자등급 3단계와 리스크 3단계로 구분함.

BUY -매수 : 10% 초과 (Low), 15% 초과 (Medium), 20% 초과 (High)

HOLD -보유 : -10% ~ 10% (Low), -15% ~ 15% (Medium), -20% ~ 20% (High)

SELL -매도 : -10% 미만 (Low), -15% 미만 (Medium), -20% 미만 (High)

아래 지점은 1588-2323 / 1544-1544 로 통화하실 수 있습니다.

**Fn Honors 서울지역**

강남대로, 강서, 강남구청, 강동(명일동 Branch 포함), 갤러리아, 구로디지털, 구의(구리 Branch 포함), 대치, 도곡(도곡렉슬 Branch 포함), 명동, 목동, 반포, 방배(이수역 Branch 포함), 보라매, 삼성타운, 삼성동(공항터미널 Branch 포함), 상계, 서교, 서초, 송파(올림픽 Branch 포함), 수유, 신사, 압구정, 여의도, 영등포, 영업부, 은평, 이촌, 잠실, 제기동, 종로, 종합운동장, 청담, 태평로(마포 Branch 포함), 테헤란, 호텔신라(H-Club 종로타워 Branch 포함)

**Fn Honors 경기지역**

과천, 미금역, 부천, 부평, 분당, 수원, 수지(죽전 Branch 포함), 안산, 영통, 일산, 인천, 정자역, 평촌

**Fn Honors 충청·호남**

광주, 둔산, 목포, 서광주, 순천, 여수, 익산, 전주, 천안, 청주

**Fn Honors 영남지역**

거제, 경주, 구미(인동 Branch 포함), 김해, 대구, 대구서, 대구중앙, 동래, 마산, 범일동, 부산, 부산중앙, 상인, 시지, 안동, 울산(남울산 Branch 포함) 지산, 진주, 창원, 포항, 해운대

**Fn Honors 강원지역**

강릉, 원주, 춘천

**Fn Honors 제주지역**

제주

**고객 불편사항 접수**

080-911-0900

본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 본 조사자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.[작성자: 김경중, 이미나]