

2010.03.10

Company Brief

# POSCO (005490)

원료탄 가격 타격으로 내수가격 인상 가시권 진입

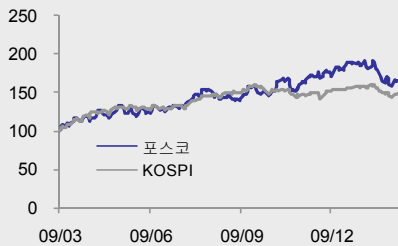
박현욱 연구위원 02) 3787-2190 hwpark@hmc.com

## Buy [유지]

### 목표주가(6개월) 700,000원

현재주가 (3/9)	565,000원		
상승여력	23.9%		
52주 최고가/최저가	633,000원/318,000원		
시가총액	49,261십억원		
발행주식수	87,187천주		
일평균 거래대금(60일)	147십억원		
자본금/액면가	482십억원/5,000원		
외국인지분율	49.19%		
주요주주	국민연금 5.1%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	7.0	2.0	21.0
상대주가(%p)	1.3	0.4	17.7
당사 추정 EPS (10F)	58,460원		
컨센서스 EPS (10F)	57,677원		
컨센서스 목표주가	704,318원		

### 최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

### 일본고로사들, 원료탄 가격 55% 인상에 합의

일본 고로업체들은 원료탄 가격을 전년대비 55% 상승하는데 합의하였다. 철광석 가격은 최소한 40% 상승할 것으로 예상되며 이에 따라 내수가격은 최소한 94,000원/톤을 인상할 것으로 전망된다. POSCO의 열연코일 내수가격 기준으로 인상률은 14%이다.

### 원가상승분, 철강가격 반영에 큰 어려움 없어

원재료 가격이 급등하여 철강가격 인상이 불가피하다는 인식이 확산되고 있다. 과거처럼 원가상승분을 철강가격에 반영하는데 어려움은 없을 것으로 판단된다. 원재료 가격이 급등하였던 2004년과 2008년에도 원가상승분을 철강 가격에 반영하였다. 이는 수요가 발생할 뿐만 아니라 수요산업의 원가에서 철강이 차지하는 비중이 크지 않기 때문이다.

### 투자의견 매수(Buy), 목표주가 700,000원 유지

POSCO에 대하여 투자의견 매수, 목표주가 700,000원을 유지한다. 준절 이후 KOSPI 철강지수의 수익률은 KOSPI를 상회하고 있다. 국내 내수가격 인상에 대한 기대감과 중국 유통가격의 상승이 KOSPI를 Outperform할 수 있는 모멘텀(2월23일 산업보고서 및 3월4일 POSCO보고서 참조)이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2008	30,642	6,540	5,830	4,447	8,448	51,005	20.9	11.6/4.7	1.5	5.1	17.0
2009	26,954	3,148	3,583	3,172	5,208	36,385	-28.7	17.0/8.3	1.3	7.5	10.8
2010F	31,467	6,111	6,460	5,097	8,175	58,460	60.7	9.7	1.4	6.0	15.4
2011F	33,010	6,190	6,434	5,076	8,386	58,220	-0.4	9.7	1.2	5.9	13.5
2012F	33,117	6,164	6,544	5,163	8,360	59,217	1.7	9.5	1.1	5.8	12.3

## Investment Point 및 주가전망

### 투자 의견 매수 유지, 내수가격 인상 모멘텀 기대

POSCO에 대하여 투자 의견 매수, 목표주가 700,000원을 유지한다. 일부 품목에 이어 주력제품의 내수가격 인상에 대한 기대감이 KOSPI 수익률을 상회할 수 있는 모멘텀으로 작용할 것으로 판단된다. 원재료 가격이 급등한 점을 고려하면 내수가격 인상도 한차례가 아닌 2004년, 2008년처럼 두·세차례 인상될 가능성이 높아 주가에는 더욱 긍정적이다.

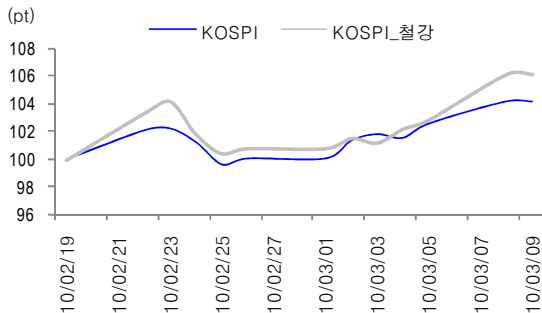
POSCO 주가(KOSPI 철강지수)는 예상대로 중국 춘절 이후 KOSPI 대비 Outperform을 하고 있다. 원가상승과 성수기에 진입함에 따라 중국 유통가격도 우상향이 지속될 것으로 예상되고 POSCO의 주력제품 내수가격 인상도 조만간 단행될 가능성이 높다고 판단된다.

2004년, 2008년의 경우에서도 알 수 있듯이 원가상승분을 철강가격에 반영할 것으로 예상된다. 가수요 뿐만 아니라 수요산업 입장에서 원가 중 철강이 차지하는 비중은 크지 않기 때문이다.

### 하반기 원재료 분기 계약이 철강가격의 지지요인으로 작용

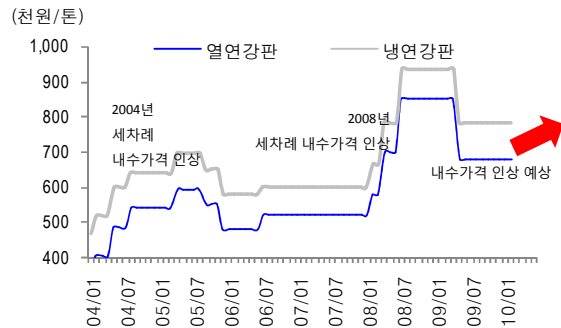
한편 원재료 중 일부가 분기로 체결되면 하반기 철강가격이 약세로 전환될 가능성은 당초 예상보다 완화될 수 있다고 생각한다. 원재료 가격은 우상향할 것으로 전망되어 높은 cost가 높은 철강가격의 지지 요인으로 작용할 것이기 때문이다. 이는 좀 더 고민하여 발표할 예정이다.

〈그림1〉 KOSPI 및 KOSPI 철강업종 지수 추이



자료 : HMC투자증권

〈그림2〉 POSCO 주력제품 내수가격 추이



자료 : HMC투자증권

〈표1〉 Global 대형 철강사들 Valuation 비교

(USD, 배 %)	POSCO	신일철	JFE	바오스틸	아셀러미탈	US스틸	NUCOR
ROE	15%	10%	12%	9%	6%	1%	6%
EV/톤	1,388	1,064	1,163	728	850	481	739
PER							
2009	14.7	254.4	48.0	25.2	100.7	N/A	N/A
2010F	9.8	12.3	11.5	14.1	16.8	156.5	22.2
PBR							
2009	1.5	1.3	1.4	1.5	1.1	1.9	1.9
2010F	1.4	1.2	1.3	1.4	1.0	1.9	1.9
EV/EBITDA							
2009	6.0	13.4	11.3	8.9	15.5	N/A	67.2
2010F	5.6	7.3	6.6	6.7	7.9	12.5	9.2

주: Bloomberg 컨센서스 기준, ROE 및 EV/톤은 2010년 예상실적 기준  
 자료 : Bloomberg, HMC투자증권

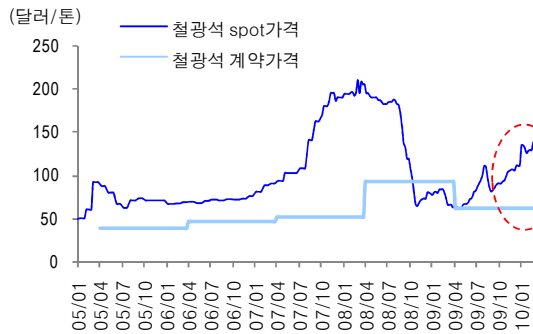
## Cost push 요인으로 실적 추가상향 가능성 높아

### 철광석 40%, 원료탄 55% 인상시 톤당 9.4만원 원가 상승

이미 주지하다시피 일본 고로사들은 호주 광산 업체와 2010년 원료탄 계약가격을 전년대비 55% 인상하는데 합의(50%는 연간계약, 50%는 분기계약) 하였다. 철광석 계약가격은 진행 중인데 중국 철강사들은 40% 인상을 요구하고 있으나 철광석 업체들은 60~80% 인상을 요구하는 것으로 알려지고 있다. 2010년 상반기 Cost push로 가격인상이 불가피하다는 의미이다.

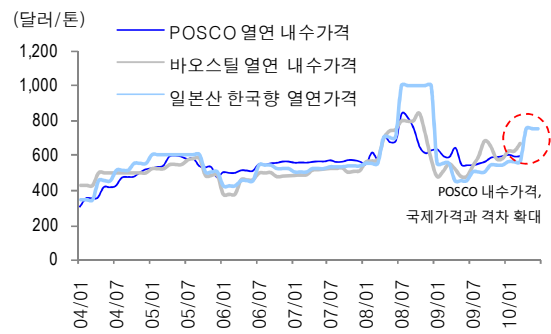
또한 중국 및 일본 철강업체들이 내수가격과 수출가격을 인상하고 있다. 중국 바오스틸은 3월 열연코일 내수가격을 7% 인상하여 665달러이고 언론보도에 따르면 일본 고로사들은 2분기 한국향 열연코일 수출가격을 750달러에 오피하고 있다. 현재 POSCO 열연코일 내수가격은 달러 환산시 590달러에 불과하여 가격 괴리가 확대되고 있는 상황이다.

〈그림3〉 철광석 계약 및 spot 가격 추이



자료 : MetalBulletin, HMC투자증권 정리

〈그림4〉 아시아 3국 가격 비교



자료 : HMC투자증권 정리

### 철광석 40%, 원료탄 55% 인상시 톤당 9.4만원 원가 상승

원료탄 계약가격이 55% 상승하고 철광석이 40% 상승한다고 가정하면 원가상승을 상쇄하기 위하여 톤당 94,000원의 내수가격 인상이 필요하다. POSCO의 열연코일 가격이 톤당 680,000 원이므로 인상률은 14%가 된다. 철강 수호산업에게 원가 중 철강이 차지하는 비중이 크지 않아 철강업체들이 원가상승분을 철강가격에 반영하는 것은 어렵지 않을 것으로 전망된다. 한편 원재료 중 일부가 분기로 계약이 되면 POSCO 내수가격 정책의 변화가 필요하다고 판단된다.

〈표2〉 철광석 및 원료탄에 따른, 톤당 원가상승 민감도 (천원/톤)

원료탄	+0%	+20%	+30%	+55%	+60%	+80%
철광석 +0%	0	17	26	48	52	69
+20%	23	40	49	71	75	92
+40%	46	63	72	94	98	115
+50%	58	75	83	105	109	127
+60%	69	86	95	117	121	138
+80%	92	109	118	140	144	161

주1 : 2009년 철광석 기중평균 계약가격 66.7달러/톤, 원료탄 기중평균 계약가격 107.3달러로 추정

주2 : 쇳물 1톤 생산시, 철광석 1.5톤, 석탄 0.7톤으로 가정

자료 : HMC투자증권

**1분기 보수 등으로 일시적으로 판매량 감소, 영업이익 1.47조원 예상**

2010년 1분기 실적은 매출액 7조 1,193억원, 영업이익 1조 4,734억원, 세전이익 1조 5,607억원, 순이익 1조 2,314억원으로 예상된다. 전분기대비 영업이익이 소폭 감소(전분기 영업이익 1조 5,868억원, QoQ -7%)할 것으로 예상하는 이유는 설비보수 등으로 생산량, 판매량이 일시적으로 감소할 것으로 판단되기 때문이다. 주로 보수는 열연에 집중되어 있는데 1월에 광양 2열연, 2월에 광양 3열연 보수가 시행되었다.

〈표3〉 POSCO 1분기 예상 실적

(십억원%)	1Q10F				1Q09	4Q09
	당사전망	컨센서스	%YoY	%QoQ		
매출액	7,119.3	7,244.1	10%	-2%	6,471	7,288.1
영업이익	1,473.4	1,582.8	295%	-7%	373	1,586.8
영업이익률	21%	22%			6%	22%
세전이익	1,560.7	1,688.4	282%	3%	409	1,521.5
순이익	1,231.4	1,341.3	279%	-3%	325	1,275.3

자료 : Fnguide, HMC투자증권

**2분기 내수가격 인상으로, 영업이익 전분기대비 24% 증가 전망**

내수가격 인상 등으로 2분기 실적은 매출액 8조 1,216억원, 영업이익 1조 8,254억원, 세전이익 1조 9,127억원, 순이익 1조 5,092억원을 기록할 것으로 예상된다. 전분기대비 각각 14%, 24%, 23%, 23% 증가하는 것이다. 2분기 실적추정에는 4월 중순 톤당 9.4만원 내수가격을 인상하는 것으로 가정하였다. 이는 철광석 계약가격 40%, 원료탄 55% 인상을 염두에 둔 것이다. 철광석 계약가격이 당사 가정을 상회할 가능성이 높으며 POSCO의 내수가격은 두·세차레 인상될 수 있다. 이렇게 되면 2분기 영업이익은 추가로 상향 조정될 여지가 크다.

〈표4〉 POSCO 분기실적 추이 전망

(십억원)	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10F	2Q10F	3Q10F	4Q10F
매출액	6,471	6,344.0	6,850.5	7,288.1	7,119.3	8,121.6	8,073.9	8,151.8
영업이익	373	170.4	1,017.8	1,586.8	1,473.4	1,825.4	1,397.4	1,414.5
세전이익	409	445.9	1,206.1	1,521.5	1,560.7	1,912.7	1,484.7	1,501.9
순이익	325	430.5	1,141.9	1,275.3	1,231.4	1,509.2	1,171.4	1,185.0

자료 : HMC투자증권

〈표5〉 POSCO 연간실적 조정 내역

(십억원 원)	변경후		변경전		변동률(%)	
	2010F	2011F	2010F	2011F	2010F	2011F
매출액	31,467	33,010	32,612	30,117	-4%	10%
영업이익	6,111	6,190	6,068	6,628	1%	-7%
세전이익	6,460	6,434	6,357	7,030	2%	-8%
순이익	5,097	5,076	5,016	5,546	2%	-8%
주당순이익	58,460	58,220	57,528	63,614	2%	-8%

자료 : HMC투자증권

(단위:십억원)

손익계산서	2008	2009	2010F	2011F	2012F
매출액	30,642	26,954	31,467	33,010	33,117
매출원가	22,707	22,574	23,968	25,369	25,432
매출총이익	7,935	4,380	7,499	7,641	7,685
판매관리비	1,395	1,232	1,388	1,451	1,521
인건비	122	100	114	119	125
일반관리비	425	406	462	483	507
판매비	819	694	790	826	866
영업이익	6,540	3,148	6,111	6,190	6,164
(영업이익률)	21.3	11.7	19.4	18.8	18.6
영업외수익	1,880	2,066	986	1,045	999
이자수익	191	208	238	252	274
외환이익	899	1,072	114	152	84
지분법이익	399	585	633	642	642
영업외비용	2,590	1,632	636	802	619
이자비용	143	289	308	332	332
외환손실	1,681	738	128	270	87
지분법손실	423	235	200	200	200
(영업외수지)	-711	435	349	244	380
세전사업이익	5,830	3,583	6,460	6,434	6,544
법인세비용	1,383	410	1,363	1,357	1,381
계속사업이익	4,447	3,172	5,097	5,076	5,163
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	4,447	3,172	5,097	5,076	5,163
EBITDA	8,448	5,208	8,175	8,386	8,360

(단위:십억원)

대차대조표	2008	2009	2010F	2011F	2012F
유동자산	13,693	12,918	14,731	15,035	16,326
현금성자산	2,466	6,208	6,990	6,941	8,207
단기투자자산	1,256	546	546	546	546
매출채권	3,229	2,684	3,133	3,287	3,298
재고자산	6,416	2,996	3,498	3,669	3,681
비유동자산	23,340	27,075	30,768	34,982	38,251
투자자산	8,633	10,212	12,871	15,551	16,242
유형자산	14,466	16,646	17,696	19,246	21,841
무형자산	170	152	136	120	104
자산총계	37,033	39,993	45,499	50,017	54,577
유동부채	4,283	2,686	2,810	2,863	2,874
매입채무	1,109	740	864	906	909
단기차입금	341	431	431	442	449
유동성장기부채	204	1	1	1	1
비유동부채	4,967	6,356	7,356	7,356	7,356
사채	4,525	5,595	6,595	6,595	6,595
장기차입금	59	87	87	87	87
부채총계	9,250	9,041	10,165	10,219	10,230
자본금	482	482	482	482	482
자본잉여금	4,291	4,404	4,404	4,404	4,404
자본조정 등	-2,450	-1,878	-1,977	-1,977	-1,977
이익잉여금	25,460	27,943	32,425	36,888	41,438
자본총계	27,784	30,951	35,334	39,797	44,348
부채와자본총계	37,033	39,993	45,499	50,017	54,577

(단위:십억원)

현금흐름표	2008	2009	2010F	2011F	2012F
영업활동현금흐름	3,613	7,143	5,916	6,666	6,901
당기순이익	4,447	3,172	5,097	5,076	5,163
유형자산감가상각비	1,836	2,021	2,049	2,181	2,181
무형자산상각비	72	38	16	16	16
외화환산손실(이익)	619	-409	23	121	45
지분법손실(이익)	23	-350	-433	-442	-442
운전자본감소(증가)	-3,680	2,460	-827	-283	-20
기타	297	210	-9	-3	-41
투자활동현금흐름	-4,669	-8,376	-6,454	-6,422	-5,044
설비투자	-3,172	-4,229	-3,099	-3,731	-4,775
투자자산감소(증가)	-1,715	-809	-3,092	-3,121	-1,133
유형자산처분	38	23	0	0	0
기타	181	-3,361	-263	430	864
재무활동현금흐름	1,306	918	384	-613	-613
단기차입금증가(감소)	224	98	0	0	0
장기차입금증가(감소)	6	29	0	0	0
사채증가(감소)	1,940	1,450	1,000	0	0
배당금	-755	-689	-616	-613	-613
자본금증가(감소)	0	0	0	0	0
기타	-109	30	0	0	0
현금증가(감소)	251	-315	-154	-368	1,245
기초현금	691	942	627	473	105
기말현금	942	627	473	105	1,350

(단위:원배,%)

투자지표	2008	2009	2010F	2011F	2012F
EPS	51,005	36,385	58,460	58,220	59,217
수정EPS	51,010	36,613	58,460	58,220	59,217
BPS	318,668	355,000	405,267	456,461	508,652
DPS	10,000	8,000	8,000	8,000	8,000
CFPS	72,889	60,007	82,142	83,414	84,410
EBITDAPS	96,896	59,729	93,769	96,189	95,888
PER	9.1	12.3	9.7	9.7	9.5
수정PER	9.1	12.2	9.7	9.7	9.5
PBR	1.5	1.3	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	5.1	7.5	6.0	5.9	5.8
배당수익률	2.6	1.3	1.4	1.4	1.4
매출총이익률	25.9	16.2	23.8	23.1	23.2
영업이익률	21.3	11.7	19.4	18.8	18.6
순이익률	14.5	11.8	16.2	15.4	15.6
EBITDA Margin	27.6	19.3	26.0	25.4	25.2
ROE	17.0	10.8	15.4	13.5	12.3
ROA	13.2	8.2	11.9	10.6	9.9
매출액증가율	38.0	-12.0	16.7	4.9	0.3
영업이익증가율	51.8	-51.9	94.1	1.3	-0.4
순이익증가율	20.9	-28.7	60.7	-0.4	1.7
부채비율	33.3	29.2	28.8	25.7	23.1
순차입금비율	9.6	-0.3	0.4	0.5	-2.4
이자보상배율	45.7	10.9	19.8	18.7	18.6

▶ 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 특별한 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 박현욱의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

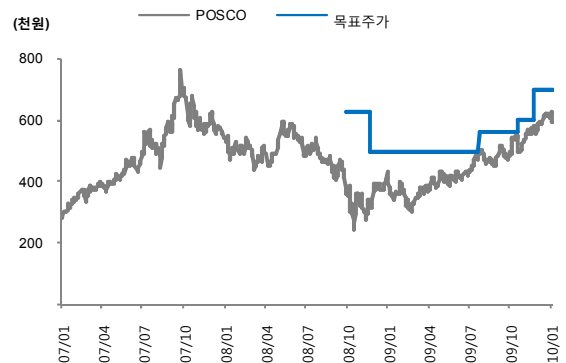
▶ 투자의견 분류

- HMC투자증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
  - 매수(Buy) : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
  - 보유(Hold) : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
  - 매도(Sell) : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
08/10/06	매수(Buy)	630,000원	09/06/26	매수(Buy)	500,000원
08/10/15	매수(Buy)	630,000원	09/07/14	매수(Buy)	500,000원
08/10/16	매수(Buy)	630,000원	09/08/03	매수(Buy)	560,000원
08/12/01	매수(Buy)	500,000원	09/09/30	매수(Buy)	560,000원
09/1/12	매수(Buy)	500,000원	09/10/26	매수(Buy)	600,000원
09/1/16	매수(Buy)	500,000원	09/11/10	매수(Buy)	600,000원
09/3/13	매수(Buy)	500,000원	09/11/13	매수(Buy)	600,000원
09/04/12	매수(Buy)	500,000원	09/12/04	매수(Buy)	700,000원
09/04/24	매수(Buy)	500,000원	09/12/30	매수(Buy)	700,000원
09/05/15	매수(Buy)	500,000원	10/01/15	매수(Buy)	700,000원
09/05/26	매수(Buy)	500,000원	10/03/04	매수(Buy)	700,000원
09/06/1	매수(Buy)	500,000원	10/03/10	매수(Buy)	700,000원

▶ 최근 2년간 POSCO 주가 및 목표주가



- 본 조사자료는 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.