

04 January 2013

건조한 중국 철강가격 반등, 문제는 밸류에이션

■ 중국 등 국제 철강가격은 예상보다 건조하게 상승 중

- 중국가격은 12월 중순부터 예상보다 강하게 상승 중. 이는, 중국경기가 3분기를 바닥으로 회복 중이고(중국의 10월, 11월 철강 실질소비도 상반기 정체에서 전년비 8%씩 증가), 철강재고도 많이 감소하였기 때문. 이에 따라, 최근 아시아로의 열연 수출 오퍼가격도 540달러에서 최근 560달러로 상승. 중국의 경기회복과 철강수요 증가로 철광석가격 상승도 작용
- 국내 고로사 수익 악화 요인인 국내 철강가격은 2월부터는 상승 전망. 중국 및 수입가격 상승에 따라, 국내 고로사들은 국내 판재류 유통가격을 톤당 2~3만원 인상 발표. 늦어도 2월부터는 상승 전망

■ 포스코 4분기 영업이익은 예상보다 부진한 국내가격 하락으로 3,900억원으로 추정

- 포스코 별도 4분기 영업이익은 3,900억원으로 예상되어 당초 예상 및 시장컨센서스보다 5,000억원 대보다 낮을 것으로 보임. 이는 예상보다 중국가격 하락에 따른 국내가격 하락 폭이 큰 것으로 보이기 때문
- 이에 따라, 12년 별도 영업이익은 전년비 36% 감소한 2,6조원, 13년은 12년 4분기를 바닥으로 회복되어 12년 수준 유지할 것으로 보임. 하지만, 13년 연결 영업이익은 대우인터내셔널 등 자회사 실적 향상으로 4% 증가할 것으로 보임
- 공정위가 국내 냉연업체 가격담합에 대해 조사하여 포스코 983억원, 포스코강판은 193억원을 과징금으로 부과하여 12년 4분기 실적에 반영 전망. 이러한 과징금은 영업외비용으로 반영 추정. 영업비용으로 처리시 영업이익은 그만큼 감소 가능성

■ 철강가격 사이클 상승국면으로 봄까지는 트레이딩 BUY 전략, 모멘텀 플레이 수준

- 포스코는 12년과 13년 이익하향 조정에도 불구하고 봄까지는 트레이딩 BUY 전략이 필요. 즉 철강가격은 봄까지 상승 후 5월~8월까지의 하락 국면. 그리고 다시 8월 중순부터 10월까지 상승. 즉, 포스코 주가는 연말연초와 가을 두 번 철강가격 회복 모멘텀으로 상승 전망
- 포스코 주가 밸류에이션은 글로벌 철강업체 수준이어서 매수 보유 전략보다는 모멘텀 플레이주로서 한정. 당사는 11월 발간한 13년 철강산업 전망자료에서 연말을 매수기회로 추천. 이후 포스코 주가는 시장을 아웃퍼폼했음, 지금부터 봄까지는 시장을 따라가는 수준으로 판단되지만, 외국인에 의한 바이코리아 강도가 관건 (12년 초에 40만원을 돌파한 것은 외국인에 의한 바이코리아 때문)

BUY(유지)

목표주가(13M, 유지) 450,000원
현재주가(01/03) 370,000원

Key Data (기준일: 2012. 01. 03)

KOSPI(pt)	2,019.41
KOSDAQ(pt)	499.07
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	32,258.8
52주 최고/최저(원)	427,000 / 304,500
52주 일간 Beta	0.90
발행주식수(천주)	87,187
평균거래량(3M, 천주)	208
평균거래대금(3M, 백만원)	70,508
배당수익률(13F, %)	2.1
외국인 지분율(%)	51.8
주요주주 지분율(%)	
국민연금공단	5.9

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	11.4	-1.4	-1.5	-4.1
KOSPI대비상대수익률	6.4	-3.1	-11.2	-15.3

Financial Data (IFRS 기준)

결산기(12월), 연결기준	2011	2012E	2013E
매출액(십억원)	68,938.7	64,710.5	66,962.1
영업이익(십억원)	5,408.1	3,575.2	3,709.0
영업이익율(%)	7.8%	5.5%	5.5%
세전이익(십억원)	4,782.4	3,407.2	3,379.9
순이익(십억원)	3,714.3	2,685.3	2,651.3
자배이익(십억원)	3,648.1	2,515.2	2,577.6
주당순이익(원)	41,843	28,849	29,564
증가율(%)	-11.1%	-31.1%	2.5%
주당순자산(원)	467,361	489,329	510,906
ROE(%)	9.7%	6.4%	6.3%
P/E(배)	9.1	12.5	12.2
P/B(배)	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	6.8	8.5	8.0

결산기(12월), 별도기준

매출액(십억원)	39,171.7	36,431.8	35,855.5
영업이익(십억원)	4,196.0	2,670.3	2,682.5
세전이익(십억원)	4,065.7	3,002.3	2,853.4
당기순이익(십억원)	3,188.8	2,401.9	2,282.7

자료: 유진투자증권 추정



도표 1 포스코 분기별 이익 전망

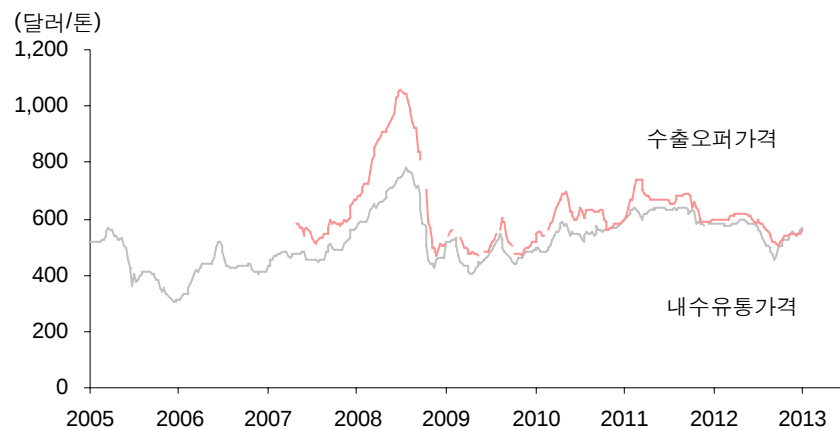
단위: 십억원, %								
IFRS연결기준	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12E	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E
매출액(십억원)	16,308.6	16,488.0	15,739.0	16,174.9	16,489.5	17,159.1	16,238.1	17,075.3
영업이익(십억원)	787.8	1,065.0	1,061.0	661.4	895.7	1,002.9	845.3	965.1
영업이익율(%)	4.8%	6.5%	6.7%	4.1%	5.4%	5.8%	5.2%	5.7%
세전이익(십억원)	875.1	735.4	1,090.6	723.1	813.5	920.6	763.0	882.9
당기순이익(십억원)	635.6	465.8	723.3	593.4	631.3	729.2	594.7	696.1
지배이익(십억원)	629.5	509.3	750.0	653.4	612.9	706.5	582.7	675.5
IFRS별도기준								
매출액(십억원)	9,460.4	9,223.4	8,910.3	8,837.8	8,712.9	9,071.4	8,928.0	9,143.2
영업이익(십억원)	422.2	1,057.2	819.5	398.4	639.1	715.5	634.8	693.1
영업이익율(%)	4.5%	11.5%	9.2%	4.5%	7.3%	7.9%	7.1%	7.6%
세전이익(십억원)	680.3	895.4	946.6	507.1	681.8	758.2	677.5	735.9
당기순이익(십억원)	538.6	704.0	744.1	442.2	539.2	615.5	534.8	593.2
IFRS 연결-별도								
매출액(십억원)	6,848.2	7,264.6	6,828.7	7,337.1	7,776.6	8,087.7	7,310.0	7,932.2
영업이익(십억원)	365.6	7.8	241.5	263.0	256.6	287.4	210.5	272.0
영업이익율(%)	5.3%	0.1%	3.5%	3.6%	3.3%	3.6%	2.9%	3.4%
세전이익(십억원)	194.9	-160.0	144.1	216.0	131.6	162.4	85.5	147.0
순이익(십억원)	97.1	-238.2	-20.8	151.2	92.1	113.7	59.8	102.9

자료: 유진투자증권

■ 포스코 차입금을 상환을 통한 주주가치 향상 필요, 자회사 이익 증가는 긍정적

- 포스코는 연결기준으로 05년 1조원의 순현금이 12년 9월에는 19조원의 순차입금으로 변화. 이중 포스코 단독으로 2조원의 순현금이 9조원의 순차입금으로 바뀌고 그룹 차입금의 50% 차지. 포스코는 고로 보수 및 설비확장에다가 고급강을 위한 투자, 자회사 투자 등으로 사용. 10년 9월에 인수한 대우인터내셔널이 3.2조원 순차입금. 포스코에너지가 1.4조원 (05년엔 1조원) 순차입금. 포스코건설이 1.1조원 순차입금(05년에 1,554억원 순현금) 10년5월에 인수한 성진지오택이 4,167억원 순차입금, 포스코특수강이 1,650억원 차입금 (05년엔 1,400억원) 등
- 즉, 05년대비 20조원의 차입금이 늘어 주주가치가 그만큼 감소(주당 23만원). 향후 투자결실이 이익으로 나타나 차입금 감소 기대. 현재 자회사 기여 영업이익은 10년에 12%에서 12년에는 26%, 14년에는 30%로 증가 전망

도표 2 중국의 열연 유통가격과 수출오퍼: 중국 수출가격 상승으로 국내 철강가격 인상 여력 높아져



자료: 유진투자증권

POSCO(005490.KS) 재무제표(K-IFRS 연결 기준)

대차대조표

(단위: 십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
자산총계	69,418.4	78,408.8	78,368.3	81,787.5	87,172.2
유동자산	27,672.4	33,556.9	30,208.1	31,573.5	34,007.4
현금성자산	7,904.3	8,255.0	8,755.0	9,255.0	9,755.0
매출채권	9,219.0	11,450.5	9,706.6	10,044.3	10,853.3
재고자산	955.9	12,283.6	9,713.0	10,051.0	10,860.5
비유동자산	41,746.0	44,851.9	48,160.2	50,214.0	53,164.8
투자자산	11,150.2	10,298.2	10,394.9	9,418.4	9,506.3
유형자산	25,437.7	28,453.2	31,359.7	34,069.7	36,596.4
기타	5,158.1	6,100.5	6,405.6	6,725.8	7,062.1
부채총계	30,881.0	37,678.9	35,553.0	37,017.3	40,208.1
유동부채	18,276.8	19,605.4	20,314.1	21,168.5	22,938.5
매입채무	3,980.7	4,397.3	4,127.6	4,271.2	4,615.2
유동성이자부채	10,476.3	10,791.5	11,328.3	11,553.3	12,444.8
기타	3,819.8	4,416.6	4,858.2	5,344.0	5,878.5
비유동부채	12,604.2	18,073.6	15,238.9	15,848.8	17,269.6
비유동이자부채	10,663.9	16,020.2	12,877.5	13,133.2	14,146.7
기타	1,940.3	2,053.4	2,361.4	2,715.6	3,122.9
자본총계	38,537.4	40,729.9	42,815.3	44,770.2	46,964.1
자배지분	36,576.0	38,356.4	40,271.6	42,152.9	44,249.1
자본금	482.4	482.4	482.4	482.4	482.4
자본잉여금	1,101.6	1,150.5	1,150.5	1,150.5	1,150.5
이익잉여금	35,952.2	38,709.5	40,624.8	42,506.0	44,602.2
기타	(963.1)	(1,986.0)	(1,986.0)	(1,986.0)	(1,986.0)
비자배지분	1,961.4	2,373.6	2,543.6	2,617.3	2,715.0
자본총계	38,537.4	40,729.9	42,815.3	44,770.2	46,964.1
총차입금	21,140.2	26,811.7	24,205.9	24,686.5	26,591.6
순차입금	13,235.9	18,556.7	15,450.9	15,431.5	16,836.6

현금흐름표

(단위: 십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업현금	3,582.0	1,691.6	8,773.6	4,629.2	4,285.1
당기순이익	4,185.7	3,714.3	2,685.3	2,651.3	2,866.3
자산상각비	3,017.5	2,292.7	2,241.7	2,438.3	2,621.6
기타(현금성손익)	(591.3)	62.8	(482.2)	(578.5)	(554.6)
운전자본증감	(3,029.8)	(4,378.2)	4,328.8	118.2	(648.1)
매출채권감소(증가)	(643.2)	(2,231.5)	1,743.9	(337.7)	(809.0)
재고자산감소(증가)	(2,993.0)	(11,327.7)	2,570.6	(338.0)	(809.5)
매입채무증가(감소)	572.0	416.6	(269.7)	143.6	344.0
기타	34.5	8,764.5	283.9	650.3	626.3
투자현금	(6,914.8)	(5,517.0)	(5,401.7)	(4,343.8)	(5,424.2)
단기투자자산감소	3,586.0	727.0	0.0	0.0	0.0
장기투자증권감소	(4,765.0)	822.5	(96.7)	976.5	(87.9)
설비투자	(11,734.3)	(5,159.9)	(5,000.0)	(5,000.0)	(5,000.0)
유형자산처분	(4,204.6)	(5,159.9)	(5,000.0)	(5,000.0)	(5,000.0)
무형자산처분	(16.8)	(942.5)	(305.0)	(320.3)	(336.3)
재무현금	4,580.8	4,903.0	(2,871.9)	214.6	1,639.1
차입금증가	15,026.8	5,671.5	(2,601.9)	484.6	1,909.1
자본증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	(693.3)	(770.0)	(770.0)	(770.0)	(770.0)
현금 증감	1,248.0	1,077.6	500.0	500.0	500.0
기초현금	2,273.1	3,521.0	4,598.7	5,098.7	5,598.7
기말현금	3,521.0	4,598.7	5,098.7	5,598.7	6,098.7
Gross Cash flow	6,914.3	6,069.8	4,712.0	4,511.0	4,933.3
Gross Investment	12,567.0	17,879.4	607.9	4,695.4	5,423.3
Free Cash Flow	(5,652.7)	(11,809.6)	4,104.2	(184.4)	(490.1)

자료: POSCO, 유진투자증권

주: IFRS 연결 기준

손익계산서

(단위: 십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	47,887.3	68,938.7	64,710.5	66,982.1	72,355.2
증가율(%)	-	44.0	(6.1)	3.5	8.1
매출원가	39,722.0	59,823.9	57,236.4	59,383.4	64,319.9
매출총이익	8,165.3	9,114.9	7,474.1	7,578.7	8,035.3
판매 및 일반관리비	2,620.7	3,660.4	3,768.9	3,739.7	3,855.5
기타영업손익	(110.6)	(46.4)	(130.0)	(130.0)	(130.0)
영업이익	5,433.5	5,408.1	3,575.2	3,709.0	4,049.8
증가율(%)	-	(0.5)	(33.9)	3.7	9.2
EBITDA	8,451.0	7,700.8	5,816.9	6,147.3	6,671.3
증가율(%)	-	(8.9)	(24.5)	5.7	8.5
영업외손익	(166.4)	(625.7)	(167.9)	(329.1)	(379.7)
이자수익	292.9	216.2	425.2	450.2	475.2
이자비용	586.9	788.3	765.3	733.4	769.2
지분법손익	182.7	50.6	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(55.1)	(104.2)	172.1	(46.0)	(85.8)
세전순이익	5,267.1	4,782.4	3,407.2	3,379.9	3,670.0
증가율(%)	-	(9.2)	(28.8)	(0.8)	8.6
법인세비용	1,081.5	1,068.1	721.9	728.6	803.8
당기순이익	4,185.7	3,714.3	2,685.3	2,651.3	2,866.3
증가율(%)	-	(11.3)	(27.7)	(1.3)	8.1
지배주주지분	4,105.6	3,648.1	2,515.2	2,577.6	2,768.6
증가율(%)	-	(11.1)	(31.1)	2.5	7.4
비지배지분	80.0	66.1	170.1	73.7	97.7
EPS	47,090	41,843	28,849	29,564	31,755
증가율(%)	-	(11.1)	(31.1)	2.5	7.4
수정 EPS	47,090	41,843	28,849	29,564	31,755
증가율(%)	-	(11.1)	(31.1)	2.5	7.4

주요투자지표

(단위: 원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표					
EPS	47,090	41,843	28,849	29,564	31,755
BPS	447,077	467,361	489,329	510,906	534,949
DPS	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
밸류에이션(배%)					
PER	10.3	9.1	12.5	12.2	11.4
PBR	1.1	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	6.8	6.8	8.5	8.0	7.6
배당수익률	2.1	2.6	2.8	2.8	2.8
PCR	6.3	5.6	7.1	7.2	6.6
수익성(%)					
영업이익률	11.3	7.8	5.5	5.5	5.6
EBITDA이익률	17.6	11.2	9.0	9.2	9.2
순이익률	8.7	5.4	4.1	4.0	4.0
ROE	12.0	9.7	6.4	6.3	6.4
ROIC	13.3	9.2	5.7	5.7	5.7
안정성(%)					
순차입금/자본	34.3	45.6	36.1	34.5	35.8
유동비율	151.4	171.2	148.7	149.2	148.3
이자보상배율	18.5	9.5	10.5	13.1	13.8
활동성(%)					
총자산회전율	0.7	0.9	0.8	0.8	0.8
매출채권회전율	5.2	6.0	6.7	6.7	6.7
재고자산회전율	50.1	5.6	6.7	6.7	6.7
매입채무회전율	12.0	15.7	15.7	15.7	15.7



Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

• STRONG BUY	추천기준일 종가대비 +50%이상
• BUY	추천기준일 종가대비 +20%이상 ~ +50%미만
• HOLD	추천기준일 종가대비 0%이상 ~ +20%미만
• REDUCE	추천기준일 종가대비 0%미만

과거 2년간 투자이전 및 목표주가 변동내역			POSCO(005490.KS) 주가 및 목표주가 추이
추천일자	투자이전	목표가(원)	
2011-10-04	BUY	470,000	
2011-12-05	BUY	460,000	
2012-01-04	BUY	450,000	
2012-01-18	BUY	450,000	
2012-02-23	BUY	450,000	
2012-03-26	BUY	450,000	
2012-04-09	BUY	450,000	
2012-05-16	BUY	450,000	
2012-06-29	BUY	450,000	
2012-07-08	BUY	450,000	
2012-08-21	BUY	450,000	
2012-09-06	BUY	450,000	
2012-10-23	BUY	450,000	
2012-11-27	BUY	450,000	
2012-12-28	BUY	450,000	
2013-01-04	BUY	450,000	