

매수(유지) / TP 420,000원

# POSCO (005490)

기업브리프 | 철강/비철금속

2013년 04월 26일

Analyst 박병철 ☎ 02 6915 5655 [bcpark@ibks.com]

## 1Q 원료비 감소, 향후 수익은 원가의 가격 전가가 관건

- 원재료비 감소 등으로 1Q OP 5,814억원(OPM 7.6%)으로 개선 환율 상승으로 영업업 손익 악화
- 2Q 출하가 소폭 상승하면서 수익 개선 추세 유지(OPM 8.5%). 3Q 비용 상승 압력 발생하나 역내외 수급, 경쟁 여건상 가격 전가 미진 가능성. 연간 별도 매출, OP 각각 32.6조원, 2.57조원
- 철강 수익력 악화 불구하고 낮아진 Valuation 지표, 국내외 철강 및 철강외 투자의 성과 가시화 고려 '매수(목표주가 42만원) 유지'

### 1Q 원재료비 감소로 철강 수익성 회복

1Q 별도 OPM 7.6%로 개선  
원재료비 감소가 주요인

1Q 동사는 별도 매출 7.68조원(-18.8%YoY, -4.8%QoQ), OP 5,814억원(+23.3%YoY, +53.5%QoQ)을 달성했다. 판매가 하락(탄소강 -1.8만원QoQ, 판매량 844만톤)에도 불구하고 원재료비가 감소하면서 수익 개선이 가능했다. 철광석/원료탄 투입비 하락폭(4만원)이 당초 예상치를 소폭 넘어서면서 영업이익도 예상치를 소폭 상회했다.

환율 급등 따른 외화평가손,  
매도가능증권 평가손 발생

원/달러 환율 상승에 따른 외화평가손(순부채 35억달러&15억엔, 기말 원/달러 +48원, 원/백엔 -46원)과 매도가능증권의 평가손이 각각 1,000억원 내외씩 발생하면서 세전 이익은 예상치를 하회하는 4,517억원(-33.6%YoY, -24.7%QoQ)을 기록했다.

계절성 따른 건설 사업 실적  
감소로 연결 수익성 악화

한편, 연결 기준으로는 매출 14.58조원(-10.6%YoY, -3.2%QoQ), 영업이익 7,169억원(-9.0%YoY, -2.9%QoQ), 세전이익 3,674억원(-58.0%YoY, -44.9%QoQ)로 이익이 둔화되었다. E&C 부문 등의 계절적 수익성 둔화 영향이 가장 컸다.

표 1. POSCO 13.1Q 실적

(단위: 십억원 %)

	11.1Q	11.2Q	11.3Q	11.4Q	12.1Q	12.2Q	12.3Q	12.4Q	13.1Q	YoY	QoQ
별도 매출액	9,112	10,032	9,961	10,066	9,460	9,223	8,910	8,071	7,685	-18.8%	-4.8%
영업이익	924	1,525	1,110	771	471	1,101	838	379	581	23.3%	53.5%
영업이익률	10.1%	15.2%	11.1%	7.7%	5.0%	11.9%	9.4%	4.7%	7.6%	-	-
세전이익	1,174	1,642	255	993	680	895	947	600	452	-33.6%	-24.7%
순이익	927	1,246	249	767	539	704	744	513	383	-28.8%	-25.2%
연결 매출액	16,251	17,047	16,953	18,688	16,309	16,488	15,739	15,068	14,582	-10.6%	-3.2%
영업이익	1,303	1,797	1,387	968	788	1,065	1,062	738	716.9	-9.0%	-2.9%
영업이익률	8.0%	10.5%	8.2%	5.2%	4.8%	6.5%	6.7%	4.9%	4.9%	-	-
세전이익	1,436	1,825	255	1,266	876	735	1,091	667	367.4	-58.0%	-44.9%
자배주순이익	1,091	1,323	227	1,008	630	509	731	592	278.0	-55.8%	-53.1%

자료: POSCO, IBK투자증권

Company Data		(단위:십억원배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
현재가 (4/25)	322,500원	매출액	39,172	35,665	32,573	32,677	33,540
KOSPI (4/25)	1,951.60pt	영업이익	4,196	2,790	2,578	2,703	2,925
시가총액	28,118십억원	세전이익	4,066	3,122	2,575	2,697	2,884
발행주식수	87,187천주	당기순이익	3,189	2,500	2,111	2,211	2,364
액면가	5,000원	EPS(원)	36,575	28,669	24,217	25,365	27,120
52 주 최고가	391,000원	증가율(%)	-24.1	-21.6	-15.5	4.7	6.9
최저가	308,000원	영업이익률(%)	10.7	7.8	7.9	8.3	8.7
60 일		순이익률(%)	8.1	7.0	6.5	6.8	7.0
일평균거래대금	58십억원	ROE(%)	8.8	6.5	5.3	5.4	5.6
외국인 지분율	51.5%	PER	10.4	12.2	13.3	12.7	11.9
배당수익률		PBR	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
(배당수익률 (12.12 월))	2.3%	EV/EBITDA	7.3	8.2	8.0	7.6	7.0

자료: Company data, IBK투자증권 예상

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 증명자료로 사용될 수 없습니다.

표 2. POSCO 판매량 및 판매단가

	11.1Q	11.2Q	11.3Q	11.4Q	12.1Q	12.2Q	12.3Q	12.4Q	13.1Q	YoY	QoQ
조강생산량(천톤)	8,940	9,283	9,470	9,633	9,426	9,405	9,662	9,493	9,096	-3.5%	-4.2%
매출액(십억원)	9,112	10,032	9,961	10,066	9,460	9,223	8,910	8,071	7,685	-18.8%	-4.8%
철강제품(십억원)	8,702	9,682	9,594	9,655	9,046	8,794	8,521	7,661	7,294	-19.4%	-4.8%
판매량(천톤)	8,195	8,657	8,686	8,956	8,777	8,669	8,929	8,670	8,438	-3.9%	-2.7%
내수(천톤)	5,265	5,751	5,067	5,087	5,266	5,248	5,219	4,713	4,886	-7.2%	3.7%
수출(천톤)	2,930	2,906	3,619	3,869	3,510	3,421	3,710	3,957	3,552	1.2%	-10.2%
탄소강(천톤)	7,762	8,216	8,248	8,477	8,291	8,220	8,495	8,227	7,999	-3.5%	-2.8%
STS(천톤)	433	441	438	479	485	449	434	443	440	-9.5%	-0.9%
평균판매단가(천원/톤)	1,062	1,118	1,105	1,078	1,031	1,014	954	884	864	-16.1%	-2.2%
내수(천원/톤)	1,058	1,129	1,141	1,086	1,040	1,008	969	921	880	-15.4%	-4.4%
수출(천원/톤)	1,069	1,097	1,054	1,067	1,016	1,024	934	840	843	-17.0%	0.5%
탄소강(천원/톤)	942	1,011	1,007	982	930	926	876	800	782	-15.9%	-2.2%
STS(천원/톤)	3,215	3,122	2,940	2,783	2,758	2,632	2,482	2,441	2,364	-14.3%	-3.1%
평균판매단가(달러/톤)	948	1,033	1,019	942	913	880	843	810	797	-12.7%	-1.7%
원/달러환율(평균)	1,120	1,083	1,084	1,145	1,130	1,153	1,132	1,090	1,085	-3.9%	-0.5%

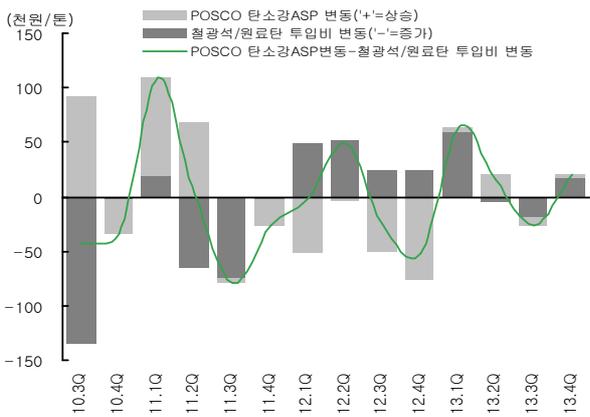
자료: POSCO, IBK투자증권

### 2Q 단가 상승으로 수익 개선, 경기 부진과 경쟁으로 2H 수익성 둔화

2Q 단가 상승으로 수익 개선  
유지(별도 OP 6,930억원, OPM 8.5%)

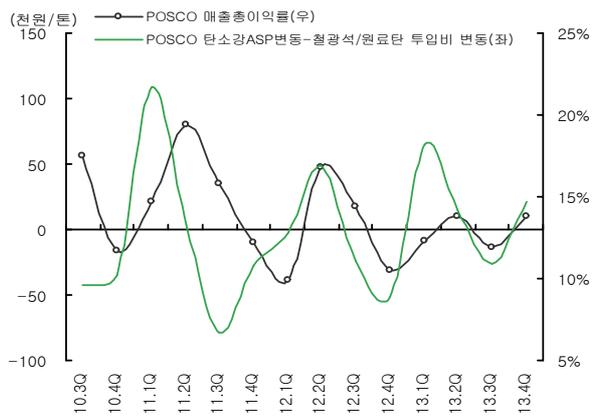
2Q 실적은 출하가 상승 기반으로 실적 개선 추세가 이어질 전망이다. 별도 매출, 영업이익 예상치는 각각 8.14조원, 6,930억원(OPM 8.5%)이다. 1Q 계약분 철광석/원료탄 비용 증가는 미미하고 spot 가격도 약보합세인 만큼 원가 증분은 1만원 미만으로 예상된다. 철강 판매 단가는 일부 품목의 내수 출하가 인상분 적용 및 수출 선적이 상승으로 탄소강 기준 2~3만원 상승이 가능할 전망이다.

그림 1. POSCO 철광석/원료탄 비용, 탄소강 ASP 변동



자료: POSCO, IBK투자증권

그림 2. POSCO 탄소강 수익 지표 변동과 GPM



자료: POSCO, IBK투자증권

3Q 비용 상승 압력, 수급과 경쟁 여건상 가격 전가력 미진 가능성

그러나 수익 개선 추세의 하반기 유지 가능성은 불확실하다. 2Q 계약분 철광석/원료탄 비용 증가(계약가 기준 +6만원, 투입 시차 등 감안시 +3만원)에도 불구하고 역내의 철강 수급, 경쟁 여건 고려시 비용의 가격 전가력이 불충분할 것으로 보이기 때문이다.

특히 상반기에는 동사 포함 국내 업계 설비 보수로 열연 수급 여건이 tight했으나 중반 이후 보수 완료 및 신규 라인 진입으로 공급 증대 압력이 커질 것이다(POSCO 광양 1고로, 현대제철 3고로 및 C열연, 현대하이스코 2냉연 등).

표 3. 철광석, 원료탄 비용

(단위: 달러)

	11.1Q	11.2Q	11.3Q	11.4Q	12.1Q	12.2Q	12.3Q	12.4Q	13.1Q	13.2Q	13.3Q
Fine Ore(c/dmtu, FOB, Hamersley)	229	280	275	272	232	210	219	189	167	222	200
Lump Ore(c/dmtu, FOB, Hamersley)	269	320	314	310	264	239	250	215	190	253	228
Pellet(c/dmtu, FOB, Nibrasco)	238	286	281	277	236	214	224	192	170	226	204
WA(fine:lump:pellet=74:20:6)	237	288	283	280	238	216	226	194	172	228	205
WA at 65% Fe	154	187	184	182	155	140	147	126	112	148	134
Iron Ore IO factor in BF Process	1.54	1.54	1.54	1.54	1.54	1.54	1.54	1.54	1.54	1.54	1.54
Metal IO factor in Liquid Steel Process	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95
Iron Ore Cost in Liquid Steel Process	226	274	269	266	227	205	215	185	163	217	195
+/-	34	48	-5	-3	-39	-22	9	-30	-21	54	-22
Premium Hard Coking Coal	225	330	314	285	240	216	231	170	165	172	169
Semi soft Coking Coal	183	263	224	190	167	159	170	125	122	127	124
Low vol. PCI	180	275	234	199	175	166	176	130	126	141	141
WA(hard:semi:PCI=55:30:15)	206	302	275	244	208	191	204	151	146	154	151
Coal IO factor in Coking Process	1.65	1.65	1.65	1.65	1.65	1.65	1.65	1.65	1.65	1.65	1.65
Coke IO factor in BF Process	0.44	0.44	0.44	0.44	0.44	0.44	0.44	0.44	0.44	0.44	0.44
Metal IO factor in Liquid Steel Process	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95
Coal Cost in Liquid Steel Process	142	208	189	168	144	132	141	104	101	106	104
+/-	17	66	-19	-21	-24	-12	9	-37	-3	5	-2
Total cost in Liquid Steel Process	368	482	459	434	370	337	356	288	264	323	300
+/-	51	115	-23	-25	-64	-33	18	-67	-24	59	-24
2m 이후 투입 기준 Total +/- in Liquid Steel Process	334	406	474	451	413	359	343	333	280	284	315
+/-	-13	72	69	-24	-38	-54	-16	-10	-53	3	32
KRW/US\$	1,119	1,083	1,084	1,145	1,131	1,153	1,133	1,090	1,087	1,100	1,070

자료: TexReport, IBK투자증권

**중국 재고 조정 과정,  
단기 시장 약보합 지속 예상**

수입재의 경우 중국 시황 부진과 엔화 환율 변동이 장애 요인으로 작용할 가능성이 높다. 중국은 재고 부담과 생산, 경기 성장 둔화 등으로 인해 가격 반등이 쉽지 않은 상황이다. 공급 측면의 경우 수익성 악화에 이은 감산(특히 중소형 철강사) 여부, 신정부의 환경 규제 강화 등이 주목할 변수이다. 수요 측면에서는 인프라투자가 상대적으로 높은 증가율 보이는 점은 우호적이나 정체된 제조업 경기의 반전이 필요하다.

**엔화 가치 하락세 장기화 및  
철강재 가격 경쟁 심화 위험**

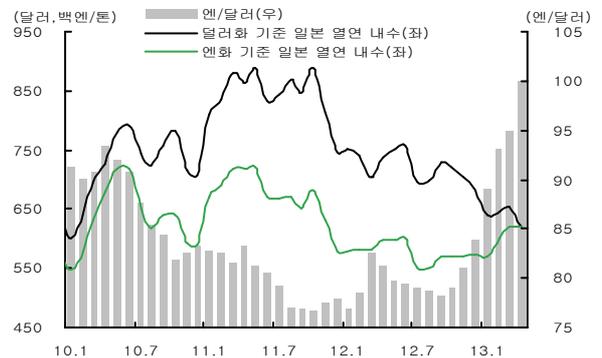
일본의 경우 공격적 양적 완화 정책의 철강 수요 견인 효과보다는 단기적으로는 엔화 가치 하락에 따른 철강재 대외 경쟁력 상승이 더 크게 작용할 것이다. 일본 철강업의 높은 수출 비중(조강 수출/생산 42%, 주요 품목별 수출/생산: 후판 35%, 열연 65%, 냉연 50% 등) 고려시 경기 부양 효과 미진시 역내외 시장에서의 출하 경쟁 강도 상승이 우려된다.

그림 3. 중국 철강 소비 증가율, 중점기업 재고 순환



자료: CISA, IBK투자증권

그림 4. 일본 열연(동경제철) 엔화, 달러 기준 가격



자료: MB, IBK투자증권

### 투자 의견 ‘매수’, 목표주가 42만원

중기 수익성 회복, 연결 기준  
비철강 사업 성과 가시화

13년 상반기 동사 수익성은 역내의 철강 시황 개선과 원가 하락으로 영업이익률이 8% 수준으로 회복될 전망이다. 하반기는 원가 부담 재증가와 출하 경쟁 재개로 7% 중후반의 영업이익률이 예상된다. 연간 별도 기준 매출, 영업이익 예상치는 각각 32.6조원, 2,57조원이다(당초 예상치 대비 +2.9%).

시황 둔화, 경쟁 심화에 따른 수익 창출력 약화에도 불구하고 낮아진 Valuation 지표(별도 기준 PBR 0.7배), 국내외 상하공정 투자를 통한 경쟁 기반 강화 및 철강의 사업 부문의 성과 가시화를 고려해 ‘매수’를 유지한다. 목표주가는 14년 조정EBITDA(별도영업이익+감가상각비+투자자산 관련 이익)\*8배를 적용한 42만원이다.

표 4. POSCO 중기 실적 전망

매출액(십억원)	05	06	07	08	09	10	11	12	13F	14F
열연강판	5,300	4,101	4,011	6,040	5,411	6,081	6,810	6,170	5,225	5,057
중후판	2,392	2,577	3,004	4,849	4,557	4,377	6,490	5,310	4,698	4,655
선재	1,283	1,079	1,174	1,744	1,688	1,973	2,425	2,246	2,181	2,158
냉연강판	7,203	6,361	7,115	10,871	8,804	11,812	13,434	12,769	12,188	12,364
전기강판	674	663	1,074	1,512	1,505	1,460	1,531	1,343	1,265	1,247
STS강판	3,887	4,272	4,639	3,935	3,461	4,887	5,390	4,680	4,562	4,749
기타	956	990	1,190	1,691	1,528	1,992	3,092	3,146	2,454	2,447
합계	21,695	20,043	22,207	30,642	26,954	32,582	39,172	35,665	32,573	32,677
판매량(천톤)										
열연강판	9,201	8,326	7,642	7,759	7,642	7,757	8,036	8,136	7,378	7,328
중후판	3,419	3,900	4,297	5,157	4,917	4,810	6,350	6,088	5,826	5,943
선재	1,945	1,853	2,018	2,020	1,960	2,020	2,091	2,074	2,178	2,221
냉연강판	10,428	10,760	11,763	12,793	10,568	12,779	13,084	13,544	14,099	14,804
전기강판	727	659	907	932	840	980	956	939	967	987
STS강판	1,858	1,885	1,609	1,306	1,368	1,693	1,791	1,812	1,848	1,904
기타	1,083	1,157	1,345	1,199	1,142	1,425	2,186	2,452	2,599	2,677
합계	28,661	28,540	29,581	31,166	28,437	31,464	34,494	35,045	34,896	35,863
평균판매단가(천원/톤)										
열연강판	576	493	525	778	708	784	847	758	708	708
중후판	700	661	699	940	927	910	1,022	872	806	806
선재	660	582	582	863	861	977	1,160	1,083	1,001	1,001
냉연강판	690	608	616	821	852	936	1,066	993	939	939
전기강판	927	1,006	1,184	1,622	1,792	1,490	1,602	1,430	1,308	1,308
STS강판	2,092	2,266	2,883	3,013	2,530	2,887	3,009	2,583	2,468	2,468
주요 수익성지표										
(판매가-매출원가)/판매가(%)	32.3%	25.2%	25.4%	26.0%	16.5%	16.9%	9.7%	11.3%	13.2%	13.6%
(판매가-원재료비)/판매가(%)	49.5%	46.1%	42.6%	34.7%	40.6%	37.9%	29.2%	34.2%	37.9%	38.9%
OP Margin(%)	27.2%	19.4%	19.4%	21.3%	11.7%	15.5%	11.1%	7.8%	7.9%	8.3%
EBITDA Margin(%)	34.1%	27.2%	27.1%	27.6%	19.3%	22.6%	15.2%	13.1%	14.0%	14.6%

자료: POSCO, IBK투자증권

Compliance Notice

등 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.  
 등 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 등 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.  
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.  
 등 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

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

해당사항없음

투자이견 안내

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

◆적극매수 ▲매수 ●중립 ■비중축소 Not Rated 또는 담당자 변경

