LEADING Research

POSCO (005490 KS)

2012년 8월 27일

철강부문 수익성 2분기를 고점으로 하락 전망

Analyst. : 박준모
jmpark@leading.co.kr
82-2-2009-7328

Leading Traffic Light: Yellow

POSCO 는...

- ✓ 국내와 중국의 후발업체와 경쟁력 차이가 축소되며 시장지배력 약화
- ✓ 여전히 품질경쟁력을 활용할 수 있는 고급강 판매비중 확대로 시장변화에 대응

Yellow light because:

- ✓ 성수기 진입을 앞두고도 철강가격 회복가능성 불투명
- ✓ 예측 가능한 시일 내에 중국 설비과잉의 해소는 어려울 전망

철강시황:

- ➢ 철강가격이 저점에 도달하였으나 기술적인 반등 외에 추세적인 회복을 기대하기는 힘든 상황
- ➢ 가시적인 시황회복의 신호를 확인하기 전까지는 철강산업에 보수적인 시각 유지

POSCO 의 영업환경:

- ➢ 일반강 시장에서는 과거의 시장지배력을 상실하고 후발업체들과의 경쟁 심화
- ➢ 메이저 글로벌 완성차업체로의 고급강 판매가 빠르게 증가하고 있는 것은 긍정적인 변화이나 철강시황의 부진으로 크게 부각되지 못하는 상황

실적 추이:

- ➢ 2 분기 실적의 수익성 개선은 긍정적인 점이나 주가를 재평가할 만한 수준은 아니라고 판단
- ➢ 하반기 철강부문의 수익성은 악화되나 연결영업이익은 2 분기 수준 유지할 전망

Valuation:

- ➢ 현재의 철강시황이 동사 주가에 프리미엄을 부여할 상황은 아닌 것으로 판단
- ➢ 향후 12 개월 Forward EPS 에 시장 PER 적용한 목표주가는 420,000 원으로 12.1% 상승여력
- ➢ HOLD 투자의견으로 커버리지 개시

CAVEAT EMPTOR!!! – Watch out for…

- ➢ 중국의 설비과잉 규모가 추가적으로 확대될 가능성

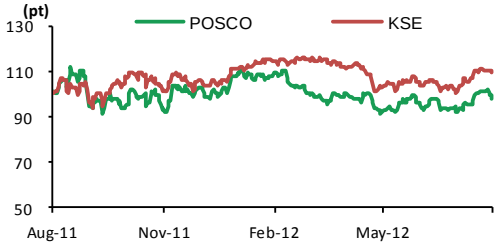
HOLD

목표주가	420,000 원
현재주가	374,500 원
목표수익률	12.1%

Key Data	2012 년 8 월 24 일
산업분류	소재
코스피	1,919.81
시가총액 (십억원)	32,651.5
발행주식수 (백만주)	87.2
외국인 지분율 (%)	50.8
52 주 고가 (원)	429,500
저가 (원)	351,000
60 일 일평균거래대금 (십억원)	57.1
주요주주	(%)
국민연금공단	6.8
신일본제철	5.0

주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	5.9	(9.3)	(3.2)
상대주가	(2.6)	(4.4)	(12.0)

Relative Performance



Valuation Forecast

FY	Sales (Wbn)	% chg yoy	OP (Wbn)	OPM (%)	NP (Wbn)	EPS (W)	EPS Growth (%)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	ROE (%)	P/B (x)
2009	36,855	(11.7)	3,868	10.5	3,203	36,914	(26.5)	10.1	5.6	10.7	1.1
2010	47,887	29.9	5,434	11.3	4,186	47,090	27.6	8.0	5.5	11.9	0.9
2011	68,939	44.0	5,408	7.8	3,714	41,843	(11.1)	9.0	6.8	9.4	0.9
2012E	66,104	(4.1)	4,053	6.1	3,041	33,837	(19.1)	11.1	8.3	7.3	0.8
2013E	70,194	6.2	4,551	6.5	3,676	40,772	20.5	9.2	8.2	8.3	0.8
2014E	74,626	6.3	5,003	6.7	4,007	44,349	8.8	8.4	7.8	8.4	0.7

목차

핵심 투자포인트 3

Section 1-1: Valuation – 목표주가 4

Section 1-2: Valuation – 동종업체 비교 5

Section 2: 철강시황 6

Section 3: 원재료가격 추이 8

Section 4: 주요제품별 시장현황 10

Section 5: 실적전망 13

핵심 투자포인트

✓ 철강시황은 기술적인 반등 외에는 추세적인 회복을 기대하기 어려운 상황

아시아지역 철강가격은 금년 2분기 들어 하락폭이 확대되며 지난 2년 내 최저 수준에 도달하였다. POSCO 의 철강부문 실적이 원재료비 하락의 영향으로 일시적으로 개선되기도 하였으나 대부분의 지역 내 철강업체들은 적자상태이거나 손익분기점 근처의 저조한 수익성에 머물고 있다. 과거에는 이러한 상황에 도달할 경우 철강시황의 반등을 기대하며 큰 위험부담 없이 철강주식의 비중을 확대할 수 있었으나 현재로서는 기술적인 반등 외에는 추세적인 회복을 기대하기 어려운 상황으로 판단된다. 지난해부터 시장에서 기대해왔던 중국의 2천만호 주택건설, 철강산업 구조조정, 철강가격 바닥논리 등 철강시황 회복에 대한 다양한 전망들은 지금까지 전혀 실현되지 못하였다. 시장의 예상이 현실적인 철강시황과 차이가 있었다는 이유만으로 비관적인 시각을 가질 필요는 없겠지만 철강업종의 설비과잉과 수요부진이 당초 시장의 예상보다 심각하다는 사실이 확인된 만큼 가시적인 회복의 신호를 확인하기 전까지는 철강업종에 대해 보수적인 시각을 유지하는 것이 바람직하다고 판단된다. (페이지 6)

✓ POSCO 는 고급강 판매확대로 시장변화에 대응

철강시황의 추세적인 회복을 확신하기 어려운 가장 큰 이유는 중국의 설비과잉으로 최근 수년간 산업사이클이 무너진 상황이기 때문이며 철강가격이 소폭이나마 반등하여 어느 정도의 수익성만 확보되면 중국업체들이 시장에 물량을 "퍼붓는" 상황이 반복되고 있다. 일부에서 기대하는 중국의 철강산업 구조조정은 예측 가능한 기간 내에 가시적인 수급개선의 효과를 창출하기 어려울 것으로 예상되며 2~3 년에는 오히려 중국의 설비과잉 규모가 확대될 가능성이 높은 것으로 판단된다. (페이지 7)

POSCO 는 과거에는 대부분의 제품에서 품질우위를 기반으로 가격이나 물량 면에서 선제적인 시장대응이 가능하였으나 중국과 국내 경쟁업체들의 증설과 시장진입으로 일반강 시장에서 경쟁력 차이가 거의 없어진 상황이다. 이에 따라 POSCO 입장에서는 여전히 품질경쟁력을 활용할 수 있는 자동차용 냉연강판을 비롯한 고급강 시장에서의 점유율 확대에 주력하며 시장변화에 대응하고 있다. 실제로 지난 2009 년 6 천톤에 불과하던 일본의 도요타에 대한 자동차용 강판 공급량이 금년에는 23 만톤으로 증가하여 2009 년 대비 37 배 증가하는 등 메이저 글로벌 완성차업체에 대한 판매량 확대에 힘입어 같은 기간 중 POSCO 의 연간 자동차용 강판 판매량은 50% 증가할 것으로 예상되고 있다. 냉연강판을 자동차 부품으로 비유하자면 POSCO 는 국내 자동차부품 업체 중 고객다변화에 가장 성공한 업체이다. 이 점은 POSCO 의 영업활동 중 가장 긍정적인 변화이나 아직 실적에 큰 영향을 줄만한 수준이 아니며 무엇보다 전체적인 철강시황의 부진으로 크게 부각되지 못하고 있다. (페이지 10)

✓ 하반기 철강부문 이익은 2 분기 대비 감소하나 연결 영업이익은 유지될 전망

POSCO 의 2 분기 연결실적은 대우인터내셔널의 대규모 평가손실 발생에도 불구하고 원재료비 투입단가의 하락으로 전분기 대비 영업이익이 크게 개선되었으나 외환관련손실 발생으로 순이익은 감소하였다. 철강부문의 수익성이 개선되었다는 점은 긍정적이나 판매가격 회복이 아닌 원재료비 투입시기의 차이에서 발생하는 기술적인 이익증가였다는 점에서 동사의 주가를 재평가할 만한 실적은 아니었다고 판단된다. 3 분기에는 원재료 투입단가 하락을 상회하는 판매가격 하락으로 철강부문 영업이익은 2 분기 대비 감소하겠으나 일회성 평가손실이 발생하지 않을 경우 연결 영업이익은 2 분기와 비슷한 수준을 유지하고 세전이익은 외환환산손실 감소로 전분기 대비 50% 가량 증가할 것으로 예상된다. 대부분의 시장예상에 비해 보수적으로 4 분기 철강가격의 인상은 없는 걸로 가정하였다. POSCO 측에서도 4 분기 원가인상의 부담은 원료배합기술을 최대한 활용하는 등 자체적인 비용절감으로 대응한다는 계획이다. 2013~2014 년 수익성은 점진적으로 개선되는 가운데 철강부문 보다는 계열사의 비철강부문의 수익성 개선속도가 빠를 것으로 예상하였다. (페이지 13)

✓ 투자의견 HOLD - 목표주가 420,000 원

동사에 대한 투자의견을 HOLD 로 커버리지를 시작한다. 동사의 주가는 2011 년부터 주식시장 대비 소폭의 프리미엄에 거래되고 있으나 현재의 철강시황을 감안할 때 주가가 프리미엄의 재평가를 받을만한 상황은 아니라고 판단된다. 이에 따라 동사의 12 개월 Forward 지배주주 EPS 41,727 원에 시장 PER 10.1 배를 적용하여 420,000 원의 목표주가를 산정하였다. (페이지 4)

Section 1-1: Valuation – 목표주가 420,000 원

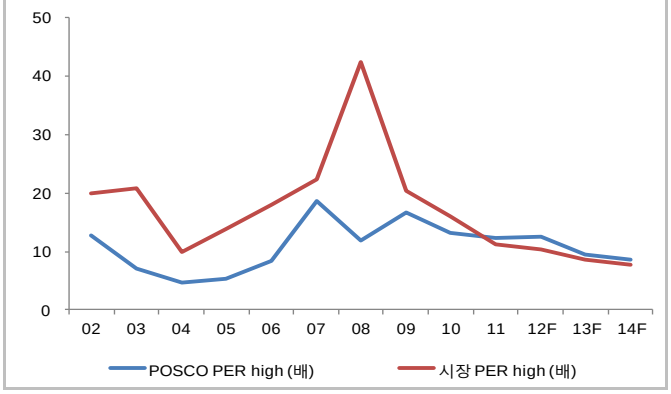
철강주식에 대한 프리미엄 부여는 위험부담이 큰 것으로 판단

POSCO 의 주가는 PER 밸류에이션 측면에서 역사적으로 주식시장 대비 저평가되었으나 2011 년부터는 소폭의 프리미엄에 거래되고 있다. 그러나 철강시장의 수급이 악화되고 판매가격이 약세로 전환하는 등 주가가 프리미엄의 재평가를 받을만한 상황은 아니었다고 판단된다. 프리미엄의 주요 이유로는 지난 해부터 중국의 2 천만호 주택건설, 철강산업 구조조정, 철강가격 바닥논리 등 지금까지 전혀 현실화되지 못하고 있는 낙관적인 전망들로 인해 동사의 실적에 대한 시장의 기대치가 지나치게 높았기 때문이라고 판단된다. 아울러 주가가 PBR Band 하단까지 하락한 점도 디스카운트 상태로의 주가하락을 제한하고 있다고 해석된다.

투자의견 HOLD – 목표주가 420,000원

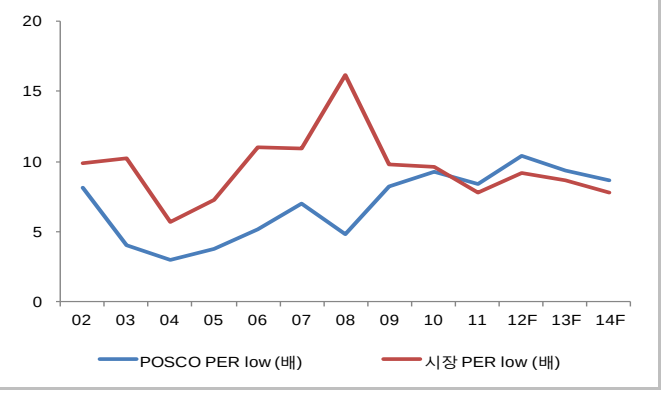
당사의 판단으로는 동사의 2012 년을 포함한 향후 실적에 대한 시장의 컨센서스도 여전히 높은 수준에 형성되어 있는 것으로 보인다. 가까운 시일내에 개선되기 어려운 철강시황을 감안할 때 동사를 비롯한 철강업체 주가에 시장대비 프리미엄을 부여하고 비중확대를 하는 것은 위험부담이 큰 것으로 판단된다. 이에 따라 동사의 12 개월 Forward 지배주주 EPS 41,727 원에 시장 PER 10.1 배를 적용하여 420,000 원의 목표주가를 산정하였으며 투자의견으로는 HOLD 를 제시한다.

Exhibit 1. 연중최고 PER 추이 (POSCO vs. 주식시장)



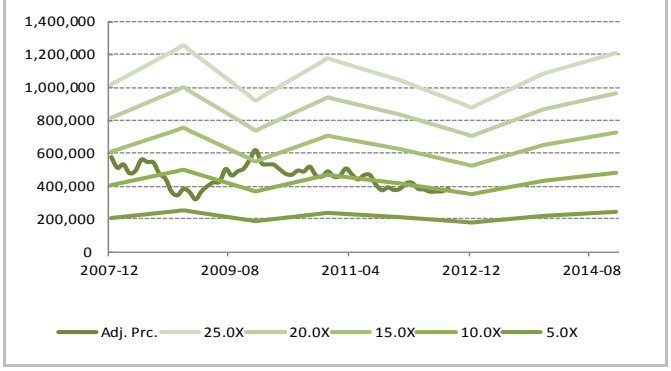
자료: FnGuide, 리딩투자증권

Exhibit 2. 연중최저 PER 추이 (POSCO vs. 주식시장)



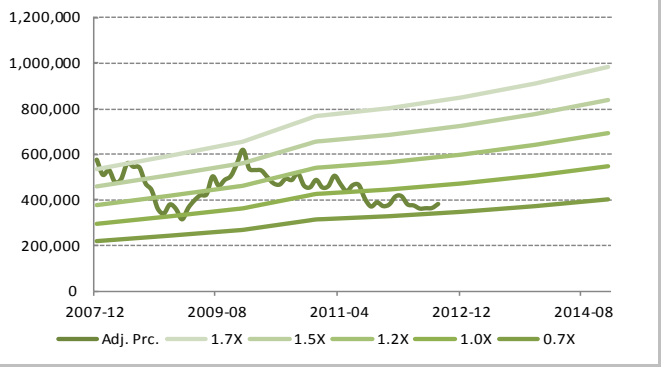
자료: FnGuide, 리딩투자증권

Exhibit 3. PER Band



자료: FnGuide, 리딩투자증권

Exhibit 4. PBR Band



자료: FnGuide, 리딩투자증권

Section 1-2: Valuation –동종업체 비교

국내 경쟁업체에 비해 특별한 투자매력은 없는 것으로 판단

POSCO 는 P/E 나 EV/EBITDA 밸류에이션 면에서 국내 주요 철강/금속 업체들에 비해 특별하게 부각되는 투자매력이 없는 것으로 판단된다. 아시아지역내 경쟁업체들에 비해서는 POSCO 만이 아니라 국내업체들도 저평가 상태이며 손익분기점 근처의 극히 저조한 수익성에 기인한 해외업체들의 고평가 밸류에이션을 국내업체 주가에 적용할 수는 없는 것으로 판단된다

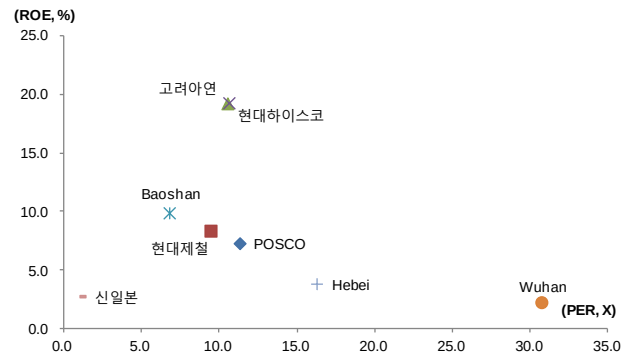
Exhibit 5. 동종업체 밸류에이션 비교

회사	종목코드	국가	시가총액 (백만 US$)	매출액 (백만 US$)				영업이익률 (%)			
				10	11	12F	13F	10	11	12F	13F
POSCO	005490 KS	한국	29,453	41,433	62,287	58,468	62,086	11.3	7.8	6.1	6.5
현대제철	004020 KS	한국	6,556	8,856	13,787	13,090	13,790	10.3	8.4	7.3	8.5
현대하이스코	010520 KS	한국	3,206	5,940	7,382	7,778	8,434	4.5	5.3	5.4	5.6
고려아연	010130 KS	한국	6,800	3,321	5,020	4,847	5,241	16.9	17.4	17.1	17.8
Baoshan	600019 CH	중국	11,328	29,832	34,418	32,773	32,503	8.2	3.7	4.9	5.8
Wuhan	600005 CH	중국	4,099	12,809	15,602	15,817	16,349	3.8	2.3	1.6	2.1
Hebei	000709 CH	중국	4,345	18,412	20,604	22,060	23,107	2.9	2.9	1.6	1.9
신일본	5401 JP	일본	15,073	48,089	51,848	50,018	52,389	4.0	1.9	1.8	2.3
JFE	5411 JP	일본	8,687	37,392	40,132	39,397	41,191	5.7	1.4	1.4	2.8

회사	P/E (X)				EV/EBITDA (X)				P/B (X)				ROE (%)			
	10	11	12F	13F	10	11	12F	13F	10	11	12F	13F	10	11	12F	13F
POSCO	9.1	8.0	11.3	9.4	6.3	6.8	8.4	8.4	1.0	0.8	0.8	0.8	11.9	9.4	7.3	8.3
현대제철	11.3	10.8	9.4	7.9	12.3	8.5	8.7	7.6	1.2	0.9	0.7	0.7	12.1	8.5	8.4	9.2
현대하이스코	10.3	9.4	10.5	9.3	5.6	5.7	6.7	5.8	1.5	1.7	1.9	1.6	16.1	21.2	19.2	18.2
고려아연	8.9	7.6	10.6	9.1	6.4	4.4	6.3	5.2	1.8	1.6	1.9	1.6	21.3	22.7	19.3	18.9
Baoshan	8.8	11.5	6.8	8.1	5.8	7.5	4.1	3.8	1.1	0.8	0.6	0.6	12.6	6.6	9.9	7.1
Wuhan	17.7	26.5	30.7	16.1	7.6	8.3	6.2	5.5	1.0	0.8	0.7	0.7	6.2	3.1	2.3	4.2
Hebei	23.3	22.0	16.3	10.7	9.5	9.6	7.9	7.1	0.6	0.7	0.6	0.6	4.0	2.6	3.9	4.6
신일본	18.0	24.4	N/A	24.6	7.5	8.7	8.6	7.9	0.9	0.8	0.6	0.6	6.7	3.5	N/A	3.1
JFE	22.0	N/A	N/A	9.7	6.6	9.1	7.1	7.9	0.9	0.7	0.4	0.4	6.0	(1.9)	(0.9)	4.2

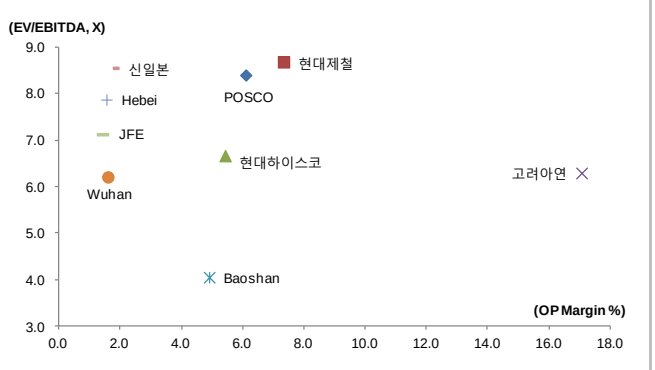
주: 주가는 2012 년 8 월 23 일 종가 기준
자료: Bloomberg, 리딩투자증권

Exhibit 6. 동종업체 2012 년 PER vs. ROE



자료: Bloomberg, 리딩투자증권

Exhibit 7. 동종업체 2012 년 EV/EBITDA vs. 영업이익률



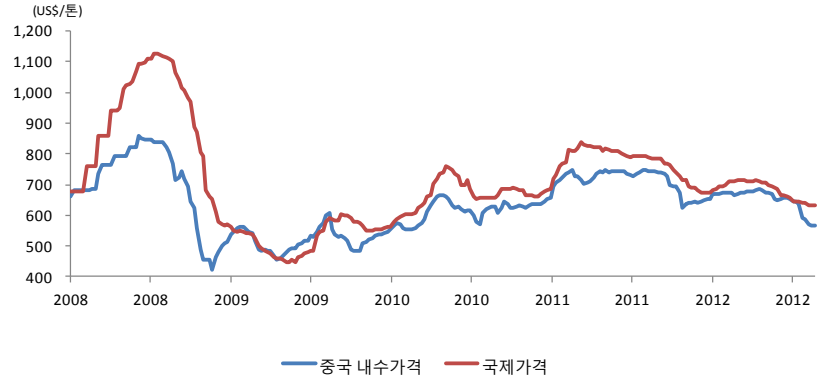
자료: Bloomberg, 리딩투자증권

Section 2: 철강시황

철강가격 저점으로 하락하였으나 시황의 반등을 기대하기 어려운 상황

아시아지역의 철강가격 (열연기준) 은 금년 7 월들어 원재료 가격의 급락을 반영하며 600 달러/톤을 하회하며 지난 2 년내 최저 수준에 도달하였다. POSCO 를 비롯한 일부 고로업체 들의 분기별 실적이 원재료 가격 하락으로 일시적으로 개선되기도 하였으나 상당수의 지역내 중소형 철강업체들의 경우 적자상태이거나 손익분기점 근처의 저조한 수익성에 머물고 있다. 과거에는 이러한 상황에 도달할 경우 철강시황의 반등을 기대하며 큰 위험부담없이 철강주식에 대한 비중을 확대할 수 있었으나 현재로서는 단기적인 기술적 반등외에는 추세적인 회복을 확신하기 어려운 상황이다.

Exhibit 8. 아시아지역 철강가격 추이



자료: Bloomberg

중국의 설비과잉으로 시장수급이 무너진 상황으로 소폭의 기술적인 변동성만 확대

철강시황의 추세적인 회복을 확신하기 어려운 이유는 중국의 설비과잉으로 최근 수년간 산업사이클이 무너진 상황이기 때문이다. 중국의 조강생산능력은 2009 년을 제외하고는 지속적으로 수요증가율을 크게 상회하면서 설비과잉이 심화되었다. 중국의 설비과잉 정도를 생산능력과 생산량 차이로만 볼 경우 2011 년말 기준 1.7 억톤이며 소비량과의 차이를 기준으로 한다면 2.0 억톤에 달하여 2005 년에 비해 3 배이상 증가하였다. 미국 금융위기 이후의 단기적인 철강가격의 변동성을 산업사이클이 짧아졌다는 의미로 해석할 수도 있겠으나 500 달러 후반에서 700 달러 중반의 좁은 구간에서 원자재 가격 변동에 따라 기술적인 등락만을 거듭하고 있는 상황을 사이클이라고 보기에는 어려운 것으로 판단된다. 철강가격이 추세적인 흐름을 타지 못하는 이유는 중국업체들이 철강가격이 반등하여 어느정도의 수익성만 확보되면 시장에 물량을 "퍼붓는" 상황이 반복되고 있기 때문이다.

Exhibit 9. 중국 철강 수급 추이

(백만톤)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
조강소비	362	393	440	453	571	600	653	679	706	749
조강생산	353	419	489	500	574	627	683	700	730	770
생산능력	420	563	610	650	720	800	850	869	881	891
증가율 (%)										
조강소비	26.0	8.7	11.9	2.9	26.1	5.1	8.8	4.0	4.0	6.0
조강생산	24.9	18.7	16.7	2.3	14.6	9.3	9.0	2.4	4.3	5.5
생산능력	24.7	34.0	8.3	6.6	10.8	11.1	6.3	2.2	1.5	1.1
설비과잉										
생산대비	67	144	121	150	146	173	167	169	151	121
소비대비	58	170	170	197	149	200	197	189	175	142
가동률 (%)	84.1	74.4	80.2	77.0	79.7	78.3	80.4	80.6	82.9	86.4

자료: 세계철강협회 등의 관련기관, 리딩투자증권

철강가격의 추세적인 회복은 어려울 것으로 예상

시장에서는 9 월들어 수요산업의 성수기 진입과 중국정부의 경기부양 정책 가능성으로 철강가격의 반등을 기대하고 있으며 철강관련 기관들은 향후 중국의 수급상황이 점진적으로 개선될 것으로 예상하고 있다. 중국업체들이 생산량을 어느정도 수준에서 유지해줄 수 있느냐가 가장 중요한 변수이나 철강가격 상승시 중국업체들이 생산증가를 통해 물량을 시장에 "퍼부는" 상황이 재연될 가능성이 큰 것으로 판단된다. 이에 따라 단기적이고 제한적인 수준의 가격회복은 가능할 수 있겠으나 추세적인 수급개선과 철강가격의 회복은 어려울 것으로 예상된다.

의문시되는 중국의 철강산업 구조조정 효과

아울러 일부에서 중장기적으로 설비과잉 해소에 기여할 것으로 기대하는 중국 철강산업의 구조조정도 예측 가능한 시일내에 가시적인 수급개선의 효과를 창출하기는 어려울 것으로 판단된다. 중국 철강산업 구조조정의 필요성은 2000 년대 중반부터 제기되어 왔으나 오히려 설비과잉이 심화되었다. 구조조정의 기본방향도 중국 철강산업의 규모의 경제 확보로 지방의 중소형 업체들을 폐쇄하고 대형업체에 설비를 집중하는 방식이어서 설비과잉의 해소 효과가 의문시된다.

단기적으로는 중국의 설비과잉 규모 확대될 가능성

과거와는 달리 중소형업체들의 설비폐쇄가 점진적으로나마 진행되고 있다고 알려졌으나 지역경제의 고용과 경제에 부담이 되는 철강회사 폐쇄가 중앙정부의 계획대로 진행될 지의 여부는 미리 예상하기보다는 결과를 지켜봐야할 사항이라고 판단된다. 또한 대형철강사로의 설비집중이 수급개선에 기여할 수 있을 것으로 기대하는 이유는 중소형업체들이 난립한 상황보다는 상대적으로 소수의 대형업체들에 의한 수급조절이 용이할 수 있다는 논리이나 과거의 경험상 과연 시장수요에 대응하는 중국의 대형업체들의 생산량 조절이 가능할지는 의문시된다. 현재는 중소형업체의 설비폐쇄보다는 대형업체의 설비확장이 더 빠른 속도로 진행되고 있으며 POSCO 도 중국의 설비과잉 규모가 2013 년에 2.8 억톤으로 증가할 것으로 전망하기도 하였다.

국내 철강수요 산업의 성장성도 둔화

국내시장의 철강수요도 대부분의 수요산업의 성장성이 둔화되면서 부진한 상황이 지속될 것으로 예상된다. 자동차용 강판의 수요는 안정적이나 현대/기아차가 생산능력의 확대보다는 품질개선을 통한 질적성장에 집중하고 있는 상황이다. 일반기계를 제외하고는 나머지 주요 수요산업인 조선의 경우도 하반기 들어 건조량이 전년수준에 그칠 것으로 예상되고 있으며 건설수요도 소폭 증가에 그칠 것으로 예상된다.

Exhibit 10. 국내 철강 수급 추이

(백만톤)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
내수	46.6	49.6	55.2	58.6	45.4	52.4	56.4	56.9	58.4	60.2
수출	16.3	18.2	19.1	20.8	20.5	24.9	29.1	31.0	32.4	34.2
총수요	62.9	67.8	74.3	79.4	66.0	77.3	85.5	87.9	90.7	94.4
생산	54.5	57.2	61.7	64.4	56.9	65.9	72.3	74.8	77.7	81.2
수입	8.3	10.6	12.6	15.0	9.0	11.3	13.2	13.1	13.0	13.3
증가율 (%)										
내수	(0.9)	6.5	11.2	6.2	(22.5)	15.4	7.6	1.0	2.5	3.2
수출	7.8	11.9	5.2	8.6	(1.2)	21.1	16.9	6.4	4.6	5.6
총수요	1.2	7.9	9.6	6.8	(16.9)	17.2	10.6	2.8	3.2	4.1
생산	0.1	5.0	7.8	4.3	(11.6)	15.9	9.6	3.5	3.9	4.4
수입	9.3	27.3	19.2	18.8	(39.8)	25.4	16.5	(0.9)	(0.5)	2.0

자료: 한국철강협회, 리딩투자증권

하반기 철강가격 상승이 되더라도 원재료비 상승을 흡수하는 수준

결론적으로 철강시황은 가격이 저점에 있고 중국업체들이 적자상황에 있어 추가적인 하락의 가능성이 낮아졌다고도 볼 수 있으나 반등의 폭도 제한적인 지지부진한 상황이 지속될 가능성이 높은 것으로 판단된다. 철강가격이 8 월까지 바닥을 다진다는 가정하에 9 월 성수기들어 회복되더라도 원재료비 상승을 상쇄하는 수준이 될 것으로 예상된다. 미국시장 철강가격 반등의 파급효과에 대한 기대도 있으나 철강시장이 글로벌한 시장이 아니라는 점에서 아시아지역 철강가격에 대한 영향은 미미할 것으로 판단된다.

Section 3: 원재료가격 추이

원재료비 변동에 대응하는 철강업체 가격전가력/유지력 상실

원재료 가격은 철강가격과 업체 수익성에 가장 중요한 결정요인이다. 철강업체들의 문제는 수요부진과 설비과잉이 겹치면서 가격전가력/유지력을 상실하였으며 철강가격 상승만으로는 수익성을 개선시킬 수 없다는 점이다. 실제로 지난 해까지의 철강판매가격의 상승은 원재료 가격 상승을 최소한 반영하는 수준이었고 수익성은 철강업체의 판매가격 상승과 반비례하며 급격하게 악화되었다. 당시에는 원재료 가격이 하락하게 되면 철강업체의 수익성이 개선될 지 모른다는 막연한 기대가 있었으나 원재료가격이 추세적인 하락을 시작한 지난 일년동안 철강가격도 빠른 속도로 하락하면서 수익성이 오히려 악화되었다.

Exhibit 11. 철광석과 열연강판 가격 추이

자료: Bloomberg

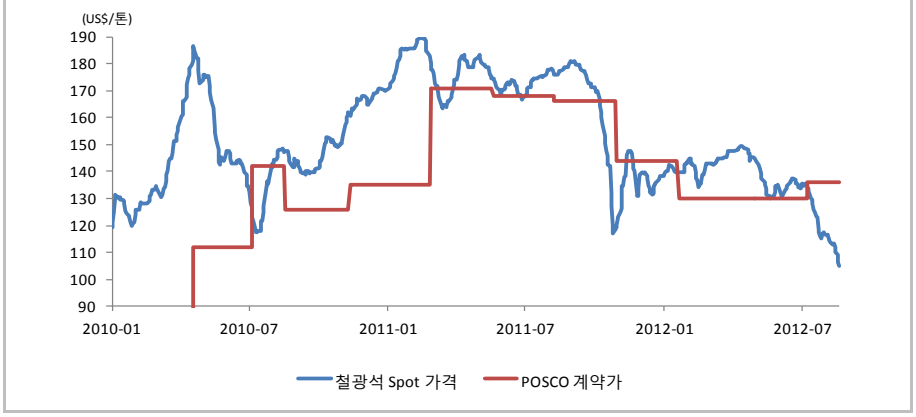
원재료의 분기별 계약가격과 스팟가격 차이가 철강업체 수익성을 결정

원재료 가격의 상승/하락에 상관없이 철강업체들의 수익성을 확보하지 못하고 있는 것은 수요부진과 설비과잉 문제가 해결되지 못하고 있는 상황에서 원재료 가격 하락에 대응하여 중국업체들이 판매가격을 하향조정하고 있기 때문이다. POSCO 도 시장변화에 선제적으로 가격대응을 하지 못하고 있는 상황이며 철강가격 자체보다는 원재료의 분기별 계약가격과 스팟가격 차이에 따라 수익성이 결정되고 있다.

원재료 스팟가격은 하락세가 지속되고 있으나 POSCO 의 3분기 계약가격은 소폭 상승

철광석과 연료탄의 원재료 스팟가격은 지난해부터 하락세가 지속되고 있으나 POSCO 를 비롯한 대형 고로사들의 원재료 분기계약가격은 금년 3 분기들어 소폭 상승하여 철광석은 전분기 대비 4.6% 인상된 136 달러/톤, 강점탄 가격은 7.1% 상승한 225 달러/톤으로 결정되었다. 2~3 개월의 재고보유기간을 감안할 때 인상된 3 분기 원재료 가격은 POSCO 의 4 분기에 실적에 반영되며 3 분기까지는 원재료 투입단가 하락의 추세가 지속될 것으로 예상된다.

Exhibit 12. 철광석 가격 추이



자료: Bloomberg

4분기 원가인상 요인에도 POSCO 판매가격 동결 가능성

시장에서는 고로사들이 수익성을 유지하기 위해서 4 분기에 최소한 원가인상에 상응하는 제품가격 인상을 실시할 것으로 예상하고 있다. 개별업체별로 제품가격인상을 시도할 수는 있으나 스팟가격 하락으로 중국 중소형 업체들이 추가적인 수익성을 확보한 상황에서 대형업체들이 판매가격을 원재료비 분기인상분을 상회하며 수익성을 개선시키는 수준으로 인상하기는 어려울 것으로 판단된다. 실제로 POSCO 측에서도 현재로서는 4 분기 제품가격 인상 계획이 없으며 다만 저품위의 원재료 투입비중을 확대하는 원료배합기술 (Blending technology)을 최대한 활용하여 1~2 만원/톤 정도의 원가인상 요인은 자체적으로 흡수할 수 있을 것으로 예상하고 있다.

원재료 가격은 중장기적으로 하향 안정화 될 것으로 전망

금년 3 분기 원재료 계약가격은 공급차질과 성수기 진입에 대한 기대로 일시적으로 반등하였으나 최대소비국인 중국의 성장률 둔화와 광산업체의 생산량 증가로 인해 중장기적으로 하향 안정화 될 것으로 예상된다. 지난 해까지 원재료 가격 급등의 주요 원인이었던 중국의 조강소비량 증가율은 2009 년의 25%에서 5% 수준으로 하락하였고 향후에도 현 수준의 성장률에서 크게 회복되지 못할 것으로 전망되고 있다.

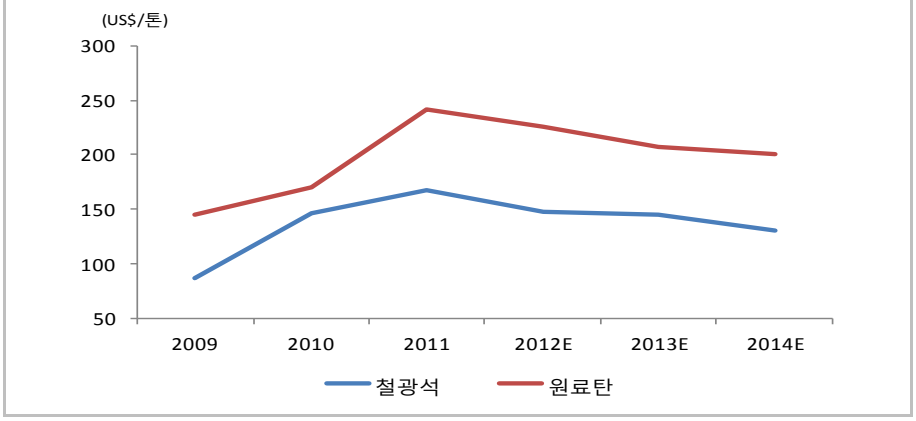
광산투자 증가로 원재료 공급증가가 수요증가를 상회

세계 최대의 철광석 프로젝트인 호주의 Sino (2,800 만톤) 가 금년 하반기부터 생산을 시작할 예정이고 3 대 메이저 광산업체들도 연간 생산능력을 현재의 8 억톤에서 2014 년까지 10 억톤을 상회하는 수준으로 확대할 계획으로 있어 2013 년부터 공급증가율이 철강생산량 증가율을 상회할 것으로 예상된다. 아울러 원료탄도 호주지역의 공급차질이 해소되었고 몽고를 비롯한 주요 생산국의 공급량 증가로 가격하락폭이 철광석에 비해 높은 수준이 될 것으로 예상되고 있다.

원재료 계약기간의 장기전환 가능성 제기는 가격하락 전망에 기인

한편 최근들어 대형고로사의 원재료 계약기간을 현재의 분기단위에서 연간단위로 변경하는 가능성이 언급되고 있다. 계약기간의 장기화가 철강업체의 미치는 부정적인 영향이 제한적이라는 분석도 있으나 기본적으로 장기계약은 원재료 가격의 추세적인 상승기에는 철강업체에 유리하며 하락기에는 광산업체에 유리하다. 아직까지 광산업체와 철강업체 간의 구체적인 논의는 전혀 없는 것으로 알려졌으나 이러한 가능성이 제기되는 자체가 경기부진과 광산투자 증가로 향후 원재료 가격의 약세 가능성이 높기 때문이며 광산업체의 입장을 대변하는 것으로 판단된다.

Exhibit 13. 원재료 가격 향후 전망



자료: Bloomberg, 리딩투자증권

Section 4: 주요제품별 시장현황

경쟁심화로 고급강 판매비중 확대에 주력

POSCO 의 주요제품 중 냉연강판의 영업환경은 안정적인 편이나 열연과 후판은 공급과잉의 영향으로 경쟁이 심한 편이다. POSCO 의 전반적인 영업환경이 과거와 다른 점은 과거에는 대부분의 제품에서 품질우위를 기반으로 가격이나 물량면에서 시장대응에 여유가 있었으나 현재는 고급강을 제외한 일반탄소강의 경우 중국을 비롯한 후발업체와의 경쟁력 차이가 거의 없어진 상황이라는 것이다. 이에 따라 POSCO 입장에서는 여전히 품질경쟁력을 활용할 수 있는 자동차용 냉연강판을 비롯한 고급강 시장에서의 점유율 확대에 주력하고 있다.

냉연강판 (CR)

POSCO 의 제품 중 냉연강판의 영업상황이 가장 안정적

CR 의 영업환경이 가장 안정적인 이유는 수요산업인 자동차 산업의 호황 외에도 POSCO 와 일본고로업체들을 제외하고는 자동차용 고급강을 생산할 수 있는 중국업체가 거의 없기 때문이다. 중국 현지에서도 로컬업체들을 제외하고는 대부분의 외국계 완성차 업체들의 경우 중국산 CR 을 사용하지 않는 것으로 알려졌다. 예측가능한 시일내에 중국의 자동차용 냉연강판의 생산기술이 POSCO 나 일본업체 수준에 도달할 가능성은 거의 없는 상황으로 결국 POSCO 와 일본업체의 점유율 경쟁이 될 것으로 예상된다.

글로벌 완성차업체에 대한 공급물량 확대로 자동차용 강판 판매량 빠른 속도로 증가

미국시장을 제외하고는 자동차 수요가 감소하거나 성장세가 둔화되고 있고 현대/기아차도 추가적인 생산대수의 확대를 계획하고 있지 않아 당분간 자동차용 강판시장의 자체적인 성장성은 크지 않은 것으로 판단된다. 아울러 현대/기아차의 성장성 저하와 현대하이스코 공급량 증가에 대한 우려가 제기되기도 하였다. 그러나 POSCO 는 최근 수년간 메이저 글로벌 완성차업체에 대한 공급물량을 확대하면서 자동차용 냉연강판의 판매량이 빠른 속도로 증가하고 있다.

일본에 대한 자동차용 강판 판매량이 가장 빠르게 증가하는 추세

실제로 POSCO 의 자동차용 냉연강판 판매량은 2012 년 750 만톤에 달하며 지난 2009 년 대비 50% 증가하여 전체 철강판매량 증가율 28%를 크게 상회하고 같은 기간 중 판매량 비중은 17.6%에서 20.4%로 상승할 것으로 예상된다. 주요 고객별로는 아직 판매비중이 크지는 않으나 2009 년 6 천톤에 불과하던 도요타에 대한 공급물량이 금년에는 23 만톤으로 증가하여 2009 년 대비 37 배 증가할 것으로 예상된다. 완성차 업체 중 품질요구 조건이 가장 까다로운 일본에 대한 전체 수출물량은 2009 년의 52 만톤에서 2012 년에는 2 배 가까이 증가한 100 만톤에 달하여 POSCO 의 지역별 시장 중 가장 빠른 성장률을 기록하는 시장이 되고 있다. GM 을 비롯한 기타 메이저 업체에 대한 2009 년 대비 판매량 증가율도 60~200%에 달할 것으로 예상된다.

Exhibit 14. 주요 고객별 자동차용 냉연강판 판매추이

(만톤)	2009	2010	2011	2012E	2009~2012 증가율 (%)
현대차그룹	96	110	120	120	25.0
GM	75	105	110	120	60.0
르노	30	55	59	60	100.0
VW	10	22	25	30	200.0
혼다	10	19	20	26	160.0
도요타	1	10	14	23	3,733.3
기타	278	339	362	371	33.3
합계	**500**	**660**	**710**	**750**	**50.0**

자료: POSCO

현대차그룹에 대한 점유율 감소는 위협요인이 아니라고 판단

향후 현대/기아차의 성장성 둔화와 현대하이스코의 냉연강판 생산량 증가는 POSCO 에 대한 위협요인이 아니라고 판단된다. 현대차그룹에 판매되는 자동차용 냉연강판은 120 만톤으로 POSCO 의 연간 판매량 750 만톤의 16% 수준에 불과하여 일부에서 추정하는 것과는 달리 현대차그룹에 대한 판매량만으로 POSCO 의 전체 자동차용 냉연강판 판매실적이 좌지우지되는 상황이 아니다.

현대차그룹에 대한 판매의존도는 낮은 수준

물론 최근 수년간 현대차그룹 물량의 비중이 점진적으로 하락하고는 있으나 판매량 자체는 안정적으로 증가하여 왔으며 향후에도 판매량의 감소는 없을 것으로 예상된다. 현대차그룹이 구매하는 자동차용 냉연강판에서 현대하이스코가 50% 이상의 비중을 차지하고 있으며 POSCO 가 20% 수준이고 나머지 30%는 일본업체가 공급하고 있다. 현대하이스코 공급물량의 비중이 추가적으로 상승한다고 하더라도 이미 점유율이 최저 수준으로 하락한 POSCO 제품보다는 수입 일본산을 대체할 것으로 예상된다.

후판

설비과잉 규모 확대 추세

후판은 최근 수년간 시장수급 및 수익성이 가장 악화된 제품이다. 과거에는 만성적인 공급부족으로 POSCO 의 제품 중 일부 고급강을 제외하고는 수익성이 가장 높았으며 이에 따라 단순 압연업체인 동국제강도 큰 수익을 확보할 수 있었다. 그러나 조선시황이 둔화되는 가운데 현대제철이 시장진입을 하고 기존의 POSCO 와 동국제강도 설비증설을 하면서 급속도로 공급과잉 상황으로 전환되었다. 동국제강이 금년 6 월 100 만톤 규모의 후판 1 공장을 폐쇄하였으나 현대제철이 2013 년 총 200 만톤 규모의 증설 및 신규공장을 계획하고 있어 설비과잉 규모가 확대될 것으로 예상된다. 현재로서는 생산업체 중 가장 경쟁력이 없는 동국제강의 추가적인 설비감축과 POSCO 의 노후화된 1 후판공장의 폐쇄가 필요한 것으로 판단된다.

Exhibit 15. 후판시장 추이

(만톤)	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
POSCO	500	529	779	779	779	779	779
동국제강	290	290	400	440	340	340	340
현대제철			150	150	150	350	350
설비합계	790	819	1,329	1,369	1,269	1,469	1,469
내수	1,395	1,035	1,104	1,258	1,191	1,213	1,230
생산	790	726	900	1,079	1,132	1,171	1,223
생산능력/내수 (%)	56.6	79.1	120.4	108.8	106.5	121.2	119.5
가동률 (%)	100.0	88.6	67.7	78.8	89.2	79.7	83.2

주: 설비능력은 연말 국내기준

자료: 한국철강협회, POSRI, 리딩투자증권

POSCO 와 동국제강의 해외 생산능력 확대

설비과잉에도 불구하고 POSCO 와 동국제강의 슬래브와 후판 생산능력은 해외공장 건설로 확대될 전망이다. POSCO 의 경우 2013 년 12 월 준공예정인 연간 300 만톤 규모의 인도네시아 공장에서 슬래브와 후판을 각각 150 만톤씩 생산할 계획이다. 그러나 슬래브의 경우 현지 철강업체인 크라카타우와 판매계약으로 수요처가 확보되어 있으며 후판의 경우도 지역 건설시장으로 판매가 가능할 것으로 예상되어 POSCO 의 인도네시아 공장 가동은 큰 무리가 없을 것으로 판단된다.

브라질 공장의 성공여부는 아직 불투명

그러나 동국제강과 브라질의 Vale 이 합작으로 건설 중인 브라질 공장 (2015 년 8 월 준공예정) 의 성공적인 가동여부는 불투명한 것으로 판단된다. 연산 300 만톤 규모의 브라질 공장에서는 슬래브를 생산하게 되며 생산량에 대한 합작회사 별 지분은 동국제강이 160 만톤이며 POSCO 는 80 만톤이다. 동국제강은 슬래브를 국내공장으로 가져와 후판을 생산하여 자체적인 원재료 확보와 후판의 품질을 개선할 계획이며 POSCO 는 현재로서는 특별한 판매계획이 정해지지 않았다. 아직 준공까지는 3 년의 기간이 남아있으나 동국제강의 국내 후판시장에서의 입지가 더욱 축소되고 POSCO 도 현지 판매처를 확보하지 못한다면 양사 모두 브라질 공장 생산물량이 부담이 될 가능성이 있는 것으로 판단된다. 현재 브라질 공장은 50% 이상의 설비발주가 완료된 상태이다.

열연강판 (HR)

과거에 비해 POSCO 의 열연강판 시장입지 약화

판재류의 원자재인 열연강판의 경우 후판처럼 설비과잉의 규모가 심각하지는 않으나 2009 년 동부제철이 300 만톤 규모의 열연공장을 준공한데 이어 2011 년까지 현대제철의 800 만톤 설비가 추가되면서 공급과잉으로 전환되었다. 과거에는 품질경쟁력을 바탕으로 프리미엄을 부과할 수 있는 상황이었으나 현재는 일반강의 경우 현대제철과 중국의 후발업체들과 품질차이가 대폭 축소되면서 국내외 시장에서 경쟁이 심화되었다. 차공정 투입용을 제외한 열연강판 내수시장에서는 현대제철의 점유율이 지속적으로 확대되고 있으며 이에 따라 POSCO 는 자체적인 냉연 및 도금강판 투입비중을 확대하면서 대응하고 있다.

Exhibit 16. 열연강판 수급 추이

(만톤)	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
내수	3,048	2,500	3,184	3,252	3,309	3,414	3,551
수출	363	418	472	644	658	679	708
총수요	3,412	2,918	3,656	3,897	3,966	4,094	4,259
생산	2,659	2,338	2,941	3,365	3,492	3,629	3,783
수입	752	579	715	531	474	465	476
생산능력	3,181	3,431	3,481	3,831	3,831	3,831	3,831
생산능력/내수 (%)	104.3	137.3	109.3	117.8	115.8	112.2	107.9
가동률 (%)	83.6	68.2	84.5	87.8	91.2	94.7	98.7

주: 차공정 투입용 포함

자료: 한국철강협회, POSRI, 리딩투자증권

Section 5: 실적전망

철강부문 원가하락으로 2분기 수익성 전분기 대비 크게 개선

POSCO 의 2 분기 연결매출액과 영업이익은 각각 16.5 조원과 1.06 조원으로 영업이익이 2010 년 이후 분기별 최고의 수익성을 기록했던 전년동기에 비해서는 큰 폭으로 하락하였으나 전분기 대비로는 35.2% 증가하였다. 이익증가에 절대적인 기여를 한 사업부문은 철강사업으로 지속적인 원재료비 하락의 영향으로 별도기준 영업이익이 전분기 대비 2.5 배 증가하였다. 별도기준 실적은 예상에 부합하는 수준이었으나 연결기준 영업이익은 대우인터내셔널 관련 평가손실이 발생하면서 시장 컨센서스 (1.34 조원) 를 하회하였다.

Exhibit 17. 분기별 실적 추이

(십억원)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12E	4Q12E
매출액	16,251	17,047	16,953	18,688	16,309	16,488	16,145	17,162
영업이익	1,356	1,746	1,288	1,018	788	1,065	1,083	1,118
철강	1,102	1,637	1,223	911	481	1,069	838	851
무역	89	56	73	88	67	95	115	120
건설	96	59	(18)	149	17	32	41	43
ICT	4	6	5	10	(2)	3	7	7
에너지	32	29	43	20	93	42	58	45
화학/소재	23	35	34	27	18	37	47	48
기타	10	(76)	(72)	(187)	114	(213)	(23)	5
세전이익	1,436	1,825	255	1,266	876	736	1,110	1,169
순이익	1,093	1,372	229	1,020	636	466	972	968
이익률 (%)								
영업이익	8.3	10.2	7.6	5.4	4.8	6.5	6.7	6.5
세전이익	8.8	10.7	1.5	6.8	5.4	4.5	6.9	6.8
순이익	6.7	8.0	1.3	5.5	3.9	2.8	6.0	5.6
별도기준 실적								
매출액	9,112	10,032	9,961	10,066	9,460	9,223	8,929	9,046
영업이익	921	1,496	1,087	692	422	1,057	829	841
세전이익	1,174	1,642	255	993	680	895	934	1,028
순이익	927	1,246	249	767	539	704	742	802
이익률 (%)								
영업이익	10.1	14.9	10.9	6.9	4.5	11.5	9.3	9.3
세전이익	12.9	16.4	2.6	9.9	7.2	9.7	10.5	11.4
순이익	10.2	12.4	2.5	7.6	5.7	7.6	8.3	8.9

자료: POSCO, 리딩투자증권

대우인터내셔널의 평가손실 발생으로 연결실적은 별도실적에 비해 상대적으로 저조

대우인터내셔널은 2 분기 중 재고평가손실 1 천억원과 교보생명 지분평가에 대한 손상차손으로 1,700 억원의 일회성 비용이 발생하였다. 이에 따라 연결과 별도 영업이익의 차이가 전분기의 3,656 억원에서 2 분기에는 78 억원으로 감소하였다. 건설부문이 소폭 흑자전환하는 등 개별 사업부문별로 수익성의 변동이 있었으나 이익규모가 작아 연결실적에 의미있는 영향을 줄 만한 사항들은 아니었다.

대규모 외환관련 손실로 세전이익은 전분기 대비 감소

한편 연결 영업외손익은 전분기의 877 억원의 순익에서 2 분기에는 3,290 억원의 순손실이 발생하면서 영업이익 증가에도 불구하고 세전이익이 오히려 전분기 대비 15.9% 감소한 7,360 억원을 기록하였다. 영업외손실의 대부분은 외화부채에 대한 평가손실을 반영한 것으로 1 분기의 2,500 억원의 평가이익에서 2 분기에는 2,720 억원의 평가손실이 발생하였다.

2분기 실적에서 철강부문 수익성 개선은 긍정적이나 전체적으로 주가를 재평가할 만한 실적은 아니라고 판단

동사의 2 분기 실적에서 긍정적인 면은 철강부문의 수익성이 개선되었다는 점이다. 그러나 판매가격이나 수요증가와 같은 철강시황 회복에 기인한 것이 아니라 원재료 투입시기의 차이에서 발생하는 기술적인 사항이고 이미 시장에서 충분히 예상하고 있었다는 점에서 POSCO 의 주가를 재평가할 만한 실적은 아니라고 판단된다.

하반기 철강부문 수익성은 2분기 대비 감소하나 연결이익은 크게 증가할 전망

동사의 하반기 분기별 실적 추이는 철강부문이 이익증가에 기여했던 2 분기와는 다른 방향으로 진행될 것으로 예상된다. 원재료 가격하락의 효과가 지속되어 2 분기에 톤당 6 만원이상 하락하였던 원재료 투입단가는 3 분기에도 톤당 2~3 만원 가량 하락할 것으로 추정된다. 그러나 국제 철강가격의 하락을 반영하여 대형 고정거래처에 공급되는 일부제품의 내수가격을 제외하고는 내수와 수출가격이 원재료비에 비해 큰 폭으로 하락할 것으로 판단된다. 이에 따라 철강부문의 3 분기 별도기준 영업이익은 지난 2011 년과 비슷한 추세를 보이며 2 분기 고점에서 21.6% 감소한 8,288 억원으로 전망된다. 그러나 연결기준 영업이익은 2 분기에 발생하였던 대우인터내셔널의 지분평가손실과 같은 일회성 비용이 발생하지 않을 경우 전분기 대비 50% 가량 증가한 1.1 조원에 달할 것으로 예상된다.

4분기 철강판매가격 인상 가능성은 낮은 것으로 판단

4 분기 수익성과 관련해 시장 일부에서는 3 분기에 가격이 인상된 원재료비가 투입되지만 성수기에 진입하는 가운데 중국 현지의 내수부양 정책과 감산노력으로 POSCO 도 원재료비 인상을 상회하는 판매가격 인상이 가능할 것으로 기대하고 있다. 그러나 당사는 의미있는 수익성 개선이 이루어질 정도의 판매가격 인상의 가능성이 낮은 것으로 예상하며 이에 따라 4 분기 별도기준 영업이익률을 3 분기와 비슷한 수준으로 가정하였다. POSCO 측에서도 보수적인 관점에서 4 분기 철강판매가격 인상에 큰 기대를 걸지 않고 있으며 원재료비 상승의 부담은 자체적인 원가절감으로 대응한다는 계획이다. 다만 3 분기와 마찬가지로 비철강부문의 수익성이 점진적으로 개선되면서 연결이익 규모는 추가적으로 증가할 것으로 예상된다.

2013~2014년에는 비철강부문의 수익성 기여도가 상승할 것으로 예상

POSCO 의 2012 년 연결 매출액은 66.1 조원, 영업이익은 4.05 조원으로 전년대비 각각 4.1%와 25.2% 감소가 예상된다. 2013 년과 2014 년에는 2012 년에 비해 수익성이 점진적으로 개선될 것으로 가정하였으나 여전히 2011 년 수준을 회복하지는 못할 것으로 예상하였다. 사업부문 별로는 철강보다는 비철강부문의 수익성 개선속도가 빠를 것으로 예상하였다. 철강부문에 대한 당사의 실적전망이 시장 컨센서스에 비해 지나치게 보수적일 수는 있겠으나 단기간 내에 개선되기 힘든 현재의 시장수급이나 최근 1~2 년간 시장에서 기대했던 수급개선 요인들이 전혀 현실화되지 못했다는 점을 감안할 때 가시적인 시황변화를 확인하기 전까지는 보수적인 시각을 유지하는 것이 바람직하다고 판단된다.

Exhibit 18. 연간 실적전망

(십억원)	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
연결기준							
매출액	41,743	36,855	47,887	68,939	66,104	70,194	74,626
영업이익	7,174	3,868	5,434	5,408	4,053	4,551	5,003
세전이익	6,096	3,739	5,267	4,782	3,891	4,713	5,137
순이익	4,362	3,203	4,186	3,714	3,041	3,676	4,007
이익률 (%)							
영업이익	17.2	10.5	11.3	7.8	6.1	6.5	6.7
세전이익	14.6	10.1	11.0	6.9	5.9	6.7	6.9
순이익	10.4	8.7	8.7	5.4	4.6	5.2	5.4
별도기준							
매출액	30,642	26,954	32,582	39,172	36,659	37,336	38,660
영업이익	6,540	3,148	4,785	4,196	3,149	3,366	3,532
세전이익	5,830	3,583	4,677	4,066	3,537	3,774	4,014
순이익	4,447	3,172	3,784	3,189	2,787	2,944	3,131
이익률 (%)							
영업이익	21.3	11.7	14.7	10.7	8.6	9.0	9.1
세전이익	19.0	13.3	14.4	10.4	9.6	10.1	10.4
순이익	14.5	11.8	11.6	8.1	7.6	7.9	8.1

자료: POSCO, 리딩투자증권

재무제표

손익계산서

(십억원)	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12F	13F	14F
매출액	**17,789**	**23,973**	**26,302**	**25,842**	**31,608**	**41,743**	**36,855**	**47,887**	**68,939**	**66,104**	**70,194**	**74,626**
증가율 (%)	23.9	34.8	9.7	(1.7)	22.3	32.1	(11.7)	29.9	44.0	(4.1)	6.2	6.3
매출원가	13,451	17,361	18,767	19,897	24,903	32,562	31,037	39,722	59,824	58,146	61,649	65,277
매출총이익	**4,338**	**6,612**	**7,535**	**5,946**	**6,705**	**9,180**	**5,818**	**8,165**	**9,115**	**7,958**	**8,546**	**9,349**
이익률 (%)	24.4	27.6	28.6	23.0	21.2	22.0	15.8	17.1	13.2	12.0	12.2	12.5
판매관리비	1,075	1,293	1,451	1,556	1,785	2,006	1,949	2,621	3,660	3,773	3,949	4,292
조정영업이익	**3,263**	**5,319**	**6,083**	**4,389**	**4,920**	**7,174**	**3,868**	**5,544**	**5,454**	**4,185**	**4,597**	**5,057**
이익률 (%)	18.3	22.2	23.1	17.0	15.6	17.2	10.5	11.6	7.9	6.3	6.5	6.8
순 기타수익								(111)	(46)	(132)	(46)	(54)
발표영업이익	**3,263**	**5,319**	**6,083**	**4,389**	**4,920**	**7,174**	**3,868**	**5,434**	**5,408**	**4,053**	**4,551**	**5,003**
이익률 (%)	18.3	22.2	23.1	17.0	15.6	17.2	10.5	11.3	7.8	6.1	6.5	6.7
순 지분법 이익	(5)	4	20	46	43	(24)	(7)	183	51	39	44	51
금융수익	359	829	762	702	747	2,337	2,287	1,739	3,190	3,148	3,264	3,348
금융비용	871	809	1,376	853	811	3,391	2,409	2,088	3,867	3,350	3,146	3,265
세전이익	**2,747**	**5,343**	**5,488**	**4,285**	**4,899**	**6,096**	**3,739**	**5,267**	**4,782**	**3,891**	**4,713**	**5,137**
법인세 비용	730	1,502	1,482	922	1,274	1,734	536	1,081	1,068	850	1,037	1,130
법인세율 (%)	26.6	28.1	27.0	21.5	26.0	28.4	14.3	20.5	22.3	21.8	22.0	22.0
당기순이익	**2,017**	**3,841**	**4,006**	**3,363**	**3,625**	**4,362**	**3,203**	**4,186**	**3,714**	**3,041**	**3,676**	**4,007**
지배주주	2,017	3,841	4,006	3,363	3,625	4,362	3,203	4,106	3,648	2,950	3,555	3,867
비지배주주								80	66	91	121	140

대차대조표

(십억원)	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12F	13F	14F
유동자산	**7,622**	**10,488**	**11,509**	**12,119**	**14,292**	**22,088**	**20,230**	**27,672**	**33,557**	**30,640**	**30,549**	**31,085**
현금및 현금성 자산	594	488	654	936	1,293	2,491	2,199	3,521	4,599	3,322	2,403	2,216
단기금융자산	2,349	3,507	3,503	3,061	3,296	3,208	6,545	3,544	2,418	2,241	1,590	1,502
매출채권	2,332	3,163	3,189	3,723	4,290	6,158	5,344	9,536	11,848	11,238	11,582	12,026
재고자산	2,068	3,066	3,793	4,018	4,902	8,662	5,153	9,559	12,284	11,338	12,330	12,533
기타유동자산	279	264	371	381	511	1,570	988	1,511	2,409	2,502	2,644	2,808
비유동자산	**13,147**	**13,641**	**15,999**	**19,030**	**21,983**	**24,873**	**30,082**	**41,746**	**44,852**	**51,414**	**57,096**	**60,665**
유형자산	9,846	10,440	12,272	14,643	15,582	18,069	21,840	25,438	28,453	34,809	40,886	44,432
장기금융자산	2,265	2,286	2,393	3,033	4,634	4,446	5,643	6,551	5,102	4,980	4,667	4,780
관계기업투자	154	142	484	207	605	833	828	3,306	3,832	3,850	3,702	3,500
이연법인세자산	43	54	172	385	382	427	699	539	856	881	890	916
기타비유동자산	838	718	678	762	781	1,099	1,072	5,912	6,609	6,894	6,951	7,037
자산총계	**20,769**	**24,129**	**27,507**	**31,149**	**36,275**	**46,961**	**50,312**	**69,418**	**78,409**	**82,054**	**87,645**	**91,750**
유동부채	**4,172**	**4,995**	**5,881**	**5,005**	**6,504**	**11,009**	**9,275**	**18,277**	**19,605**	**20,139**	**21,119**	**21,630**
매입채무	371	685	258	1,126	1,359	1,894	1,193	3,981	4,397	4,419	4,747	5,222
단기금융부채	1,753	1,704	1,917	1,643	2,055	4,024	4,013	10,476	10,792	11,277	11,818	11,859
기타유동부채	2,048	2,606	3,706	2,235	3,089	5,091	4,069	3,820	4,417	4,442	4,554	4,549
비유동부채	**3,347**	**2,748**	**1,759**	**3,743**	**4,653**	**7,608**	**9,373**	**12,604**	**18,074**	**18,916**	**20,624**	**20,983**
장기매입/기타채무								3	150	165	172	178
장기금융부채	2,952	2,051	1,131	2,726	3,306	6,896	8,230	10,722	16,123	17,160	18,617	18,826
기타비유동부채	395	697	628	1,017	1,347	712	1,143	1,880	1,800	1,591	1,835	1,979
부채총계	**7,519**	**7,743**	**7,640**	**8,747**	**11,157**	**18,617**	**18,647**	**30,881**	**37,679**	**39,055**	**41,743**	**42,613**
자본금	482	482	482	482	482	482	482	482	482	482	482	482
자본잉여금	3,829	3,895	3,991	4,035	4,177	4,319	4,446	1,102	1,150	1,150	1,150	1,150
기타자본구성요소	(1,230)	(1,151)	(1,152)	(1,468)	(1,942)	(2,531)	(1,955)	(896)	(1,986)	(1,986)	(1,986)	(1,986)
이익잉여금	9,875	12,851	16,158	18,863	21,767	25,393	27,936	35,888	38,709	40,887	43,669	46,764
비지배주주	293	308	387	489	634	681	755	1,961	2,374	2,465	2,586	2,726
자본총계	**13,250**	**16,386**	**19,867**	**22,402**	**25,118**	**28,344**	**31,664**	**38,537**	**40,730**	**42,999**	**45,902**	**49,137**

현금흐름표

(십억원)	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12F	13F	14F
당기순이익	**2,017**	**3,841**	**4,006**	**3,363**	**3,625**	**4,362**	**3,203**	**4,186**	**3,714**	**3,041**	**3,676**	**4,007**
비현금성 비용/수익 조정	**2,160**	**1,882**	**2,139**	**2,376**	**2,528**	**3,732**	**2,480**	**4,618**	**4,264**	**1,846**	**2,253**	**2,077**
유형/무형자산	1,538	1,442	1,487	1,734	2,127	2,379	2,553	2,961	2,133	2,344	2,423	2,454
충당부채전입금	165	193	213	145	212	314	79	174	237	252	266	278
순 외화평가차익	(112)	160	140	79	(46)	(811)	436	(219)	(271)	(306)	(216)	(95)
순 지분법투자이익	(5)	4	20	46	43	(24)	(7)	183	51	39	44	51
기타	310	286	473	574	185	204	276	1,372	1,541	1,156	754	851
영업자산과 부채의 가산	**(657)**	**(750)**	**(688)**	**(1,790)**	**(673)**	**(4,426)**	**2,892**	**(4,715)**	**(4,923)**	**1,576**	**(1,010)**	**(173)**
운전자금의 증가(감소)	979	1,515	1,179	(108)	1,218	5,093	(3,621)	5,810	4,619	(1,577)	1,008	172
기타	(322)	(765)	(491)	1,899	(545)	(667)	728	(1,096)	304	(1)	(2)	(1)
영업활동현금흐름	**3,520**	**4,973**	**5,456**	**3,948**	**5,480**	**3,667**	**8,575**	**4,089**	**3,055**	**6,464**	**4,920**	**5,910**
설비투자	1,299	2,265	3,361	3,709	2,892	4,093	6,407	5,792	5,331	8,700	8,500	6,000
잉여현금흐름	**2,221**	**2,708**	**2,096**	**239**	**2,588**	**(426)**	**2,169**	**(1,703)**	**(2,276)**	**(2,236)**	**(3,580)**	**(90)**
배당금	286	485	644	638	621	756	763	616	770	772	772	772
신주발행	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
차입금증가	(396)	(950)	(707)	1,320	993	5,558	1,322	8,956	5,717	1,522	1,998	249
기타	1,351	1,526	712	1,490	2,674	3,286	3,778	5,647	1,873	161	(1,096)	(124)
순현금흐름	**327**	**(106)**	**166**	**283**	**356**	**1,198**	**(292)**	**1,322**	**1,078**	**(1,277)**	**(918)**	**(187)**
기초현금	267	594	488	654	936	1,293	2,491	2,199	3,521	4,599	3,322	2,403
기말현금	594	488	654	936	1,293	2,491	2,199	3,521	4,599	3,322	2,403	2,216

재무안정성지표

	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12F	13F	14F
유동비율 (%)	182.7	210.0	195.7	242.1	219.7	200.6	218.1	151.4	171.2	152.1	144.7	143.7
당좌비율 (%)	7.8	4.7	5.7	7.7	9.0	11.3	10.9	12.7	13.7	10.8	7.9	7.1
재고보유기간 (일)	50.7	54.0	66.7	71.6	65.4	76.0	81.2	67.6	66.6	74.1	70.1	69.5
매출채권회수기간 (일)	42.0	41.8	44.1	48.8	46.3	45.7	57.0	56.7	56.6	63.7	59.3	57.7
매입채무지급기간 (일)	10.0	10.5	8.8	12.6	17.6	16.3	20.5	21.4	24.4	28.1	26.7	27.8
차입금 (십억원)	4,705	3,755	3,048	4,369	5,362	10,920	12,242	21,198	26,915	28,437	30,435	30,685
현금성자산 (십억원)	2,943	3,995	4,157	3,997	4,588	5,698	8,744	7,065	7,016	5,562	3,994	3,718
순차입금 (십억원)	1,762	(240)	(1,108)	372	774	5,222	3,498	14,133	19,898	22,875	26,442	26,967
순차입금/자기자본 (%)	13.3	(1.5)	(5.6)	1.7	3.1	18.4	11.0	36.7	48.9	53.2	57.6	54.9
부채비율 (%)	56.7	47.3	38.5	39.0	44.4	65.7	58.9	80.1	92.5	90.8	90.9	86.7
이자보상배율 (배)	13.0	27.7	40.7	23.9	20.5	20.8	7.3	9.3	6.9	4.9	5.2	5.7

Valuations and margins

(십억원)	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12F	13F	14F
EV/EBITDA (배)	7.1	4.7	4.1	5.4	4.7	4.0	5.6	5.5	6.8	8.3	8.2	7.8
EPS (원)	22,893	43,748	46,011	38,012	40,816	50,223	36,914	47,090	41,843	33,837	40,772	44,349
EPS 변동률 (%)	83.2	91.1	5.2	(17.4)	7.4	23.0	(26.5)	27.6	(11.1)	(19.1)	20.5	8.8
PER (배)	16.4	8.6	8.1	9.9	9.2	7.5	10.1	8.0	9.0	11.1	9.2	8.4
BVPS (원)	148,603	184,410	223,430	251,328	280,823	317,292	354,514	419,509	439,933	464,910	496,822	532,311
P/BVPS (배)	2.5	2.0	1.7	1.5	1.3	1.2	1.1	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
주당배당금 (원)	6,000	8,000	8,000	8,000	10,000	10,000	8,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
배당수익률 (%)	1.6	2.1	2.1	2.1	2.7	2.7	2.1	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
ROE (%)	16.3	25.9	22.1	15.9	15.3	16.3	10.7	11.9	9.4	7.3	8.3	8.4
ROA (%)	10.1	17.1	15.5	11.5	10.8	10.5	6.6	7.0	5.0	3.8	4.3	4.5
매출총이익률 (%)	24.4	27.6	28.6	23.0	21.2	22.0	15.8	17.1	13.2	12.0	12.2	12.5
영업이익률 (%)	18.3	22.2	23.1	17.0	15.6	17.2	10.5	11.6	7.9	6.3	6.5	6.8
순이익률 (%)	11.3	16.0	15.2	13.0	11.5	10.4	8.7	8.7	5.4	4.6	5.2	5.4
EBITDA 이익률 (%)	27.2	28.7	29.3	23.9	22.3	22.9	17.4	17.9	11.2	10.1	10.2	10.3
ROIC (%)	16.0	24.5	25.4	16.6	15.0	17.3	9.6	10.0	7.5	5.2	5.2	5.3
WACC (%)	9.8	10.9	10.3	8.4	9.0	9.1	8.1	9.1	7.0	6.9	7.8	8.9
ROIC - WACC (%)	6.2	13.7	15.2	8.2	5.9	8.2	1.6	0.9	0.5	(1.7)	(2.7)	(3.6)

▶ Compliance Notice

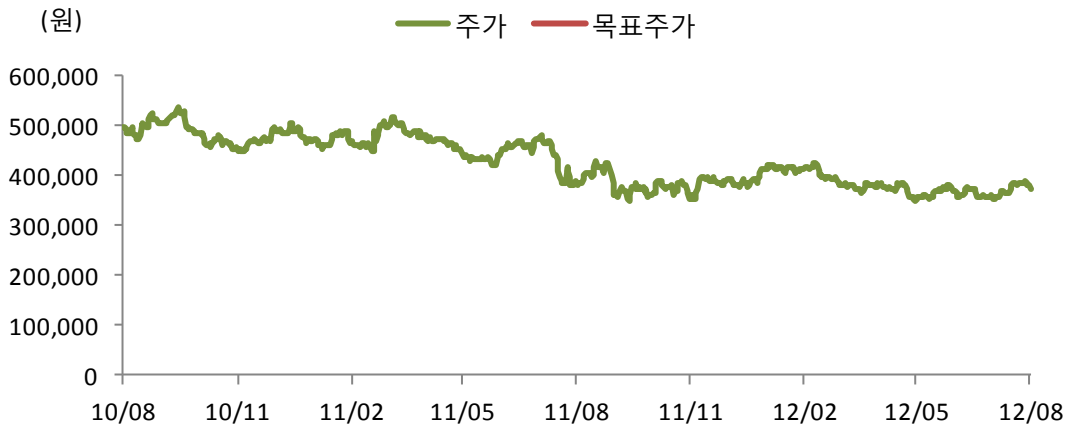
본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- *당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.*
- *본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.*
- *당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.*
- *본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.*
- *당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.*
- *본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.*
- *본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.*

▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

POSCO (005490 KS)	
일자	2012-08-27
투자의견	HOLD
목표주가	420,000

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이



▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

*©. 2012 **Leading Investment & Securities Co**. All rights reserved*