



포스렉(003670)

2008년 4월 5일

금속 및 광물

천천히 달아오른 용광로에 성장의 불을 지피다!

BUY

Valuation

Target Price: 48,100

Price: 35,450

Margin of Safety: 36%

MktCap.(100mn): 2,094

ROE: 14.04%

Op.Magin: 7.17%

PER: 12.39

PBR: 1.62

Dividend Yield: 2.1%

Major Sh.Holder:

POSCO(60%)

Foreign Shr.: 0.37%

KOSPI 비교



기업분석 1팀

최용림, 김동희

이상욱, 김민정

- 포스렉은 포스코에 내화물을 납품하는 자회사

포스렉은 포스코가 60%, 포스텍(포항공대)이 5%의 지분을 보유하고 있는 포스코 그룹의 계열사로 매출액의 약 75%가 포스코와의 거래로부터 발생하고 있다. 2007년 기준으로 전체 매출액에서 내화물 제조가 51.3%, 내화물 유지보수 공사 32.4%, 축로 시공이 16.3%를 차지하였다.

- 현재도 매우 잘하고 있다

포스렉은 우선 포스코라는 안정적인 매출처를 확보하고 있다. 포스코의 안정적인 매출로 인한 혜택을 고스란히 받고 있는 포스렉은 재무구조 역시 안정적인데 부채비율이 낮고 시가총액 대비 당좌자산의 비중이 높아 투자여력도 존재한다. 또한 포스코가 조강생산량을 증가시키겠다고 발표함에 따라 앞으로 포스렉 매출액의 증대가 기대된다

- 안전마진의 확보, 생석회 사업 진출

포스렉은 올해부터 전체 예상 매출액의 24%정도에 해당하는 1,000억원 규모의 생석회 사업에 돌입한다. 축적된 경험과 노하우로 생석회 사업에서 원가, 생산성, 품질의 측면에서 포스코보다 효율적인 시스템을 가지고 있는 포스렉은 포스코 재직 당시 생석회 담당 임원이었던 이상영 현 포스렉 사장을 등에 업고 새로운 사업에 진출한다. 또한 포항뿐 아니라 올해 하반기 혹은 내년 상반기에 광양제철소의 생석회 사업 계약 수주가 거의 확실시 되어 추가적으로 비슷한 규모의 매출이 발생할 것으로 예상된다.

- 기타 투자요소들

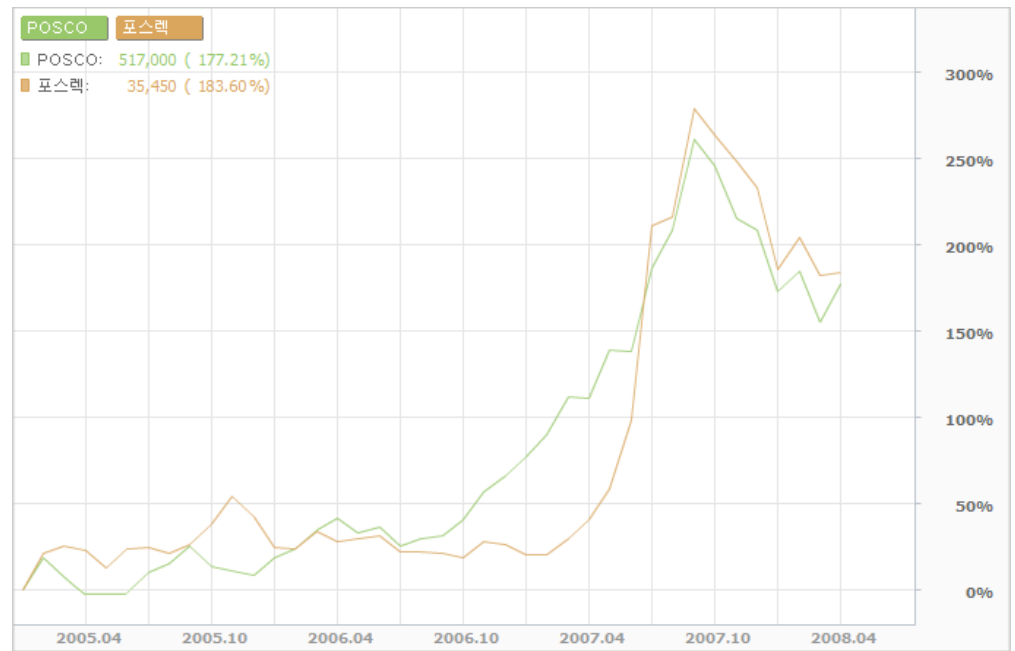
포스렉은 포스코의 자회사로 IFRS의 도입이후 포스코와 연결경영에 돌입한다. 주당 750의 현금배당 등의 주주중시경영을 펼치고 있는 포스렉은 현재 내화물 사업의 낮은 수익성을 극복하고자 부산물을 활용하여 환경사업을 추진 중이며 포스코의 해외 진출시 동반진출의 가능성이 매우 높다

- Valuation 및 결론

생석회 사업부문을 제외한 Valuation시 42,270원 도출, 생석회 사업부문 포함시 48,100원을 도출하여 현재 주가 대비 36%의 안전마진을 확보하여 BUY를 추천함

포스렉은 2008년 1월 29일 포스코로부터 석회소성 설비를 임대하여 운영하게 되었음을 공시하였다. 그 후, 3월 3일에 계약금액 1,026억원으로 포항제철소의 생석회 사업에 대한 계약이 체결되었음을 공시하였다. 포스렉의 2007년 매출액이 약 2,900억원이었던 것을 생각한다면 약 35%나 되는 엄청난 변화라고 할 수 있다. 하지만 이러한 변화를 반영할 만한 주가의 상승은 보이지 않았다. 효율적 시장가설에 따라 정보가 적시에 시장에 반영되어야 하는 점을 감안하여 Research 1 Team에서는 이미 이 정보가 시장에 반영되었을 가능성을 생각해보았다. 하지만 공시 이전의 뉴스와 각종 게시판, 애널리스트 보고서를 참고한 결과 생석회 사업의 양수를 예측한 정보는 발견할 수가 없었다. 그렇다면 왜 주가는 오르지 않았을까? 아래 그래프는 최근 2년간 포스코와 포스렉의 주가 변동에 관한 것이다.

그림 1. 주가의 변동



자료: SMIC Research 1 Team

두 기업의 주가 변동의 그래프는 놀랍도록 닮아있다. 포스렉이 포스코에서 지분을 60%를 보유한 자회사이며 매출액의 75%가 포스코에서 나오고 있다는 점을 감안 하더라도 이렇게 주가 변동의 상관관계가 높을 수 있을까? Research 1 Team에서는 시장에서 포스렉의 기업가치는 포스코의 기업가치에만 영향을 받을 것이라는 오해를 하고 있기 때문에 포스렉에 대해 정확한 가치 평가를 하지 못하고 있는 것이 아닌가 하는 추측을 하게 되었다. 그리고 이 추측에 대한 답을 얻기 위해 Research를 시작하였다.

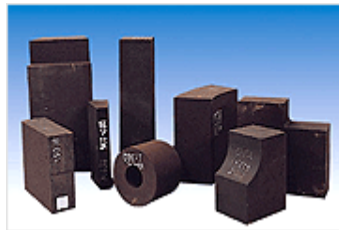
1. 내화물 시장의 선구자 포스렉

포스렉은 종합로재 전문회사이다

포스렉은 포스코의 자회사로 내화물 제조, 내화물 공사, 제철소 로재 시공을 맡고 있다

주식회사 POSREC(POSCO REFRACTORIES & ENVIRONMENT CO.LTD. - 이하 포스렉)은 포스코와 포스텍(포항공대)이 각각 60%와 5%의 지분을 보유한 포스코의 계열사로서 내화물의 생산/시공/판매 전반, 각종 공업로설비, 설계 제작 및 엔지니어링 등을 주로 하는 업체이다. 포스렉은 1993년 내화물 제조를 담당하던 삼화화학 주식회사와 정비 부문을 담당하던 포항로공업 주식회사가 합병하여 탄생한 기업으로 내화물 산업에 있어서 설계에서 시공, 내화물 제조까지 가능한 국내 유일의 종합로재 전문회사이다. 그러면 포스렉이 영위하고 있는 내화물 산업의 특성과 내화물에 대해서 먼저 살펴보자.

그림 2. 포스렉 내화물 제품 및 주원료



마그네시아 카본질 벽돌



스프레이저



내화물의 주원료인 클린커

자료: 포스렉 홈페이지

두 갈래로 나누어지는 내화물 시장

내화물 시장은 크게 산성과 염기성으로 나뉜다

내화물이란 고온에서 용해가 되지 않고 고열을 견뎌 내는 물질로 1300°C 이상 열처리가 필요한 모든 공법에 사용되는 세라믹스이다. 내화물 제품을 크게 분류하면 그 형태(물리적 분류)에 따라 정형 · 부정형 내화물로, 화학성분(화학적 분류)에 따라 산성 · 중성 · 염기성 내화물로 구분된다. 철이 만들어지는 과정은 크게 '제선 → 제강 → 연주 → 압연' 네 파트로 나누어지는데 이 중 염기성 내화물은 제강공정에 주로 사용되며, 산 · 중성 내화물은 제선 및 압연(재가열로) 공정에 주로 사용된다. 따라서 내화물 시장은 산성을 생산하는 업체와 염기성 내화물을 생산하는 업체로 양분되어 있으며, 포스렉은 염기성 내화물 생산에 주력하고 있다.

Lock-in효과를 가지는 내화물 산업

국내 내화물 업체는 특정 수요처와 독점 공급관계를 형성함

내화물은 수요업체인 제철소 및 시멘트 업체, 유리제작사 별로 요구하는 종류가 다르고, 소모품의 성격을 가지고 있어서 회사별 사양에 맞는 지속적인 제품 공급은 물론, 유지보수가 필요하기 때문에 한 번 제품을 공급하기 시작하면 공급자가 거의 바뀌지 않는 Lock-in 효과를 갖는다. 따라서 국내 내화물 시장은 내화물 업체와 특정 수요처 간에 독점 공급관계를 형성하는 경우가 많다.

7천억원 규모의 한국 내화물 시장에는 포스렉, 동국내화, 조선내화, 한국내화가 경쟁구도를 이루고 있다.

7천억원 규모의 한국 내화물 시장에는 포스렉, 동국내화, 조선내화, 한국내화 등의 4개의 큰 기업을 필두로 200여 개의 내화물 업체가 경쟁하고 있는데 그 중 포스렉과 조선내화가 각각 염기성 내화물과 산성·중성 내화물을 국내 최대 수요처(내화물 시장의 약 70% 차지함)인 포스코에 납품하고 있으며 동국내화는 동국제강과, 한국내화는 현대제철에 납품하고 있다. 2007년 내화물 생산 규모 기준으로 포스렉은 조선내화에 이어 시장점유율 2위를 기록 중이다. 그러나 최근 내화물 기술의 발전에 따른 내화물 수명 연장과 설비 합리화, 중국산 값싼 내화물의 진출 등으로 인하여 국내 내화물 업체들의 영업이익률은 높지 않은 편이다.

업체	주요 납품처	매출규모 (백만원)	영업이익률
포스렉	포스코	290,199	7.6%
조선내화	포스코	325,319	6.1%
동국내화	동국제강	66,969	6.7%
한국내화	현대제철	36,432	-2.1%

조강생산량 증가로 내화물 산업의 동반 성장 예상

내화물 산업은 전방산업인 철강산업의 영향을 받아 시장이 커질 것이다

하지만 내화물 산업의 미래는 절대 어둡지 않다. 내화물은 철강 생산에 필수불가결한 요소이므로 전방산업인 철강산업의 조강생산량과 연동되는 경향이 강한데 현재 철강산업의 전망이 매우 밝기 때문에 내화물 산업의 시장 규모도 이에 따라 계속 증가할 것으로 예측된다.

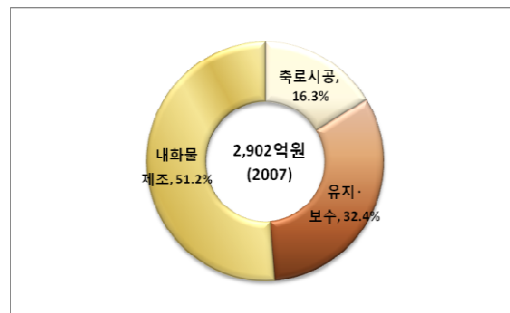
세계 철강재 수요 전망		
2006년	2007년	2008년
1,130	1,214	1,297
출처: International Iron and Steel Institute, 단위: 백만톤		

포스텍의 비즈니스모델

포스텍은 내화물 제조와 축로 시공, 내화물 공사를 통한 안정적인 사업을 구사해 왔으며 이 중에서 축로 시공 및 내화물 공사에 특히 경쟁력을 갖추고 있다

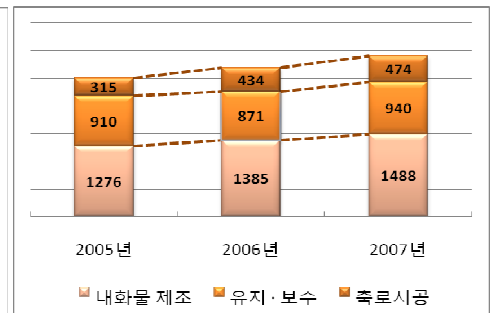
포스텍의 사업보고서를 살펴보면 내화물제조와 건설에서 절반 정도의 매출을 올리고 있는 것을 확인할 수 있다. 좀 더 구체적으로 확인하면 2007년 기준으로 전체 매출액에서 차지하는 비중은 각각 내화물 제조가 52.1%, 유지·보수 분야가 32.4%, 축로 시공 분야가 16.3%이다.

그림 3. 포스텍의 매출 구성



자료: SMIC Research 1 Team

그림 4. 사업별 매출액 추이



자료: SMIC Research 1 Team

포스텍의 주요사업, 내화물

내화물 사업 부문은 자체 영업이익률이 낮지만 Lock-in효과를 감안하면 7%의 영업이익률이 나온다

내화물 제조는 포스텍의 핵심 사업으로서 국내 내화물 시장에서 염기성 내화물 분야의 독점적 시장 지배력을 보유하고 있다. 현재 내화물 제조 부문의 영업이익률은 4%내외로 매우 낮은 수준이다. 하지만 내화물 제조를 통해 영업이익률 10%내외인 유지·보수 사업을 수주할 수 있다는 측면을 간과해서는 안 된다. Research 1 Team에서 내화물 제조와 유지, 보수 부문에 대해 5년간의 자료를 고려하여 재계산한 결과 내화물 관련 사업부의 영업이익률은 7%를 상회하는 수준이었다.

	2003년	2004년	2005년	2006년	2007년
포스코 (조강생산량, 천톤)	28,900	30,000	30,000	30,000	31,000
포스텍 (정비 작업 계약, 백만원)	90,100	94,600	95,600	86,950	86,050
포스텍 (내화물 내수매출, 백만원)	106,838	114,020	119,387	127,701	137,548
정비작업 + 내수매출	196,938	208,620	214,987	214,651	223,598
내화물 관련 영업이익률	7.7%	7.6%	7.6%	7.2%	7.1%

또한 포스코가 조강생산량 증가 계획을 발표하였으므로 자연스럽게 내화물 수요도 증가할 것이고, 이는 유지 보수 대상 역시 동반 증가할 것이라는 사실을 의미한다. 포스텍의 2007년 전체 매출액 중 73.5%는 포스코와의 거래에서 발생하였다.

환경사업에 대한 도전

환경재와 난연재를 생산하는 환경사업을 시작한 포스텍

포스텍은 핵심 사업인 내화물 사업부의 경쟁력을 높이기 위하여 내화물 생산시 부산물을 활용, 환경사업으로의 진출을 모색하고 있다. 추후 원료 및 중간재 생산을 줄이는 대신 환경재와 난연재 생산을 확대하여 수익성을 개선할 계획이다. 2007년 8월까지 난연재 생산을 위한 설비투자 34억원을 지출하였고, 이를 바탕으로 2007년 70억원 이었던 매출액을 2010년에는 300억원 규모로 확대할 계획이다. 다만 아직은 매출에서 차지하는 비중이 매우 미미하고 환경사업이 이제 막 태동하기 시작하는 산업이라는 측면에서 향후 전망이 매우 불확실하기 때문에 포스텍에 대한 투자포인트에서 이 부분은 제외하였다.

내화물 유지 보수

포스텍은 포스코의 고로 유지-보수 작업을 맡아서 하고 있음

내화물 유지 보수는 각종 제철 용로에 대해 주기적, 정기적, 반복적인 시공업무를 수행하는 사업이다. 포스텍은 포스코 내에서의 각종 제철 용로의 풍부한 시공 및 정비경험을 바탕으로 유지 보수에 있어서 탁월한 능력을 소유하였다. 매년 포스코와 내화물 시설 정비 작업에 관한 거래를 하고 있으며 2007년에도 포항 연와보수 외주작업과 광양 연와보수 외주작업 건으로 각각 406억, 497억의 계약을 체결하여 2007년 연간매출액의 30%에 달하는 매출을 올리는데 성공하였다.

축로시공

축로시공에 있어서 포스텍은 다수의 전문 인력을 보유하고 있으며 이 부문에서 높은 영업이익률을 내고 있다

축로시공은 제철, 비철금속, 석유화학, 소각로 등에 대한 종합적 설계 엔지니어링 서비스로서, 포스텍은 다양한 업종의 산업로에 대해 국내 최고 시공 기술력 및 최대 시공경험을 보유하고 있다. 포스텍은 독보적 위치를 지속적으로 유지하기 위한 방편으로 기술 인력 확보에 전력을 다하여 1974년부터 세계유일의 전문 축로기능사 양성 기관인 포스텍 직업훈련원을 운영, 현재 관련 근무 인력 중 96.7%가 축로기능사 자격증을 취득한 상태이다. 여기에 전기, 금속 및 관련 산업 25종의 자격증을 취득한 전문 인력 78명을 추가로 보유하여 동종업계에서 가장 우수한 인재 풀을 갖추었다. 2007년에 447억을 기록한 축로시공 분야의 매출이 지난 5년간 연평균 성장률(CAGR) 42.5%를 기록하였고, 2007년에 20.6%라는 매우 높은 영업이익률을 기록하였다는 사실은 축로시공 분야에서 포스텍이 갖는 위상을 입증하는 근거이다.



포스코의 조강생산량 증가

포스코 회장의 Vision 2018 발표

2008년 4월 1일, 이구택 포스코 회장은 창립 40주년 기념사에서 Vision 2018을 공개하며 조강생산량을 국내의 포항과 광양에서 4,000만 톤까지 확대하고, 해외에서 1,000만 톤 이상의 사업기반 확충하여 5,000만 톤을 상회하는 글로벌 생산체제 구축하겠다는 원대한 계획을 발표하였다.

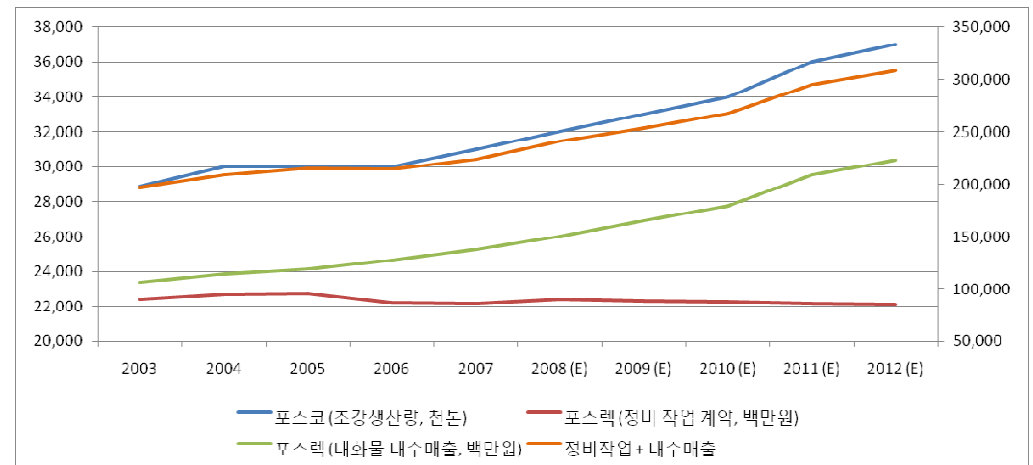
포스코의 내년 조강생산량 목표는 3,300만톤임

2007년 말 기준 자회사들의 생산량을 제외한 포스코의 국내 생산량은 3,100만 톤. 2008년에는 3,300만 톤 생산을 목표로 하고 있다. 자회사의 조강생산 증가분을 감안하더라도 목표를 달성하기 위해서는 포스코 자체적으로 생산량을 3,700만 톤까지 증산시켜야 하므로 이를 위하여 2008년 8월부터 2010년 6월까지 포항 신제강 건설에 돌입, 조강생산량을 연간 200만 톤 늘리고, 2008년 8월부터 2010년 6월까지 연간 조강생산량 200만 톤 규모의 광양 후판공장을 신설할 계획이다.

포스코의 조강생산량 증가는 포스텍의 내화물 매출 증가를 불러온다

하단의 그래프에서 확인할 수 있듯이 포스코의 조강생산량과 포스텍의 내화물 판매 및 유지보수 매출은 비슷한 비율로 성장하는 추세를 보여왔다. 따라서 향후 정체되었던 포스코의 조강생산량이 증가함과 더불어 포스텍의 내화물 관련 매출도 크게 증가할 것이라 추론할 수 있다.

그림 5. 포스코의 조강생산량과 포스텍의 매출액 간 상관관계



자료: 포스코 2008 CEO Forum, 포스텍 재무제표, SMIC Research 1 Team Estimation Data

2. New Star사업 - 생석회

포스렉의 새로운 Cashcow 역할을 할 생석회 사업

생석회 사업이란

석회석을 고온(1100°C)에 열을 가할 경우 석회석이 산화칼슘(CaO)와 이산화탄소로 분해된다. 이때 나오는 산화칼슘을 생석회라고 부른다. 이런 공정을 통해서 만들어진 생석회는 토양 중화제, 해양수질개선, 건축이나 화학 또는 제강 등에 사용된다.

포스렉이 새로운 Cashcow로 시작하는 사업이 바로 생석회 사업이다. 특히 생석회 중에서도 포스코에 납품될 제강용 생석회를 주로 생산하고 있다. 제철소는 제선공정을 통해 생산된 1차 씻물을 정련하는 과정에서 생석회를 첨가, 씻물과 생석회의 산화환원반응으로 일으켜 씻물 안에 남아 있는 유해물인 P(인), S(황)을 제거한다. 이 과정에서 강의 품질이 향상되는데 통상적으로 조강 톤당 약 29kg의 생석회가 소비된다.

그림 6. 제강용 생석회



자료: 백광소재 홈페이지

생석회 사업에서 갖는 포스렉의 강점

이전까지는 법의 규제로 인하여 대기업 간의 거래를 방지했었지만 2008년부터 규제가 풀리면서 포스코가 포스렉에 사업을 이전하고 포스렉과 거래를 하는 관계를 형성하게 된다.

포스렉의 생석회 사업은 결코 새로운 일이 아니다. 생석회는 내화물을 만드는 과정에도 반드시 필요한 재료라서 포스렉은 1987년부터 일본 우계사와의 기술협력으로 생석회를 자체적으로 생산하고 있었다. 2007년까지는 대기업이 생석회를 판매 및 거래하는 것을 금지하는 법이 존재했기 때문에 포스코와 포스렉은 각자가 자신들이 사용해야 할 생석회를 자체 생산하는 방식을 고수할 수 밖에 없었다. 하지만 올해부터는 해당 법령이 폐지되었으므로 포스코는 생석회 소결에 기술력이 뛰어난 포스렉에 사업을 넘기고 포스렉 제품을 구매하기로 결정하였다.

포스렉은 포스코보다 월등히 뛰어난 생석회 소결 기술을 가지고 있음

포스코 측에서 포스렉에 생산 장비를 임대하고 여기서 생산된 생석회를 구매하기로 결정한 이유는 크게 두 가지를 꼽을 수 있다. 첫째는 포스렉이 지니고 있는 뛰어난 생석회 소결법 때문이다. 앞에서 언급하였던 생석회는 석회석을 고온으로 열처리(소결과정)하는 과정을 거쳐 생산된다. 이 과정에서 소결로 내부에 단순 공기를 채울 수도 있겠지만 아르곤 등의 기체를 흘려서 소결로 내부의 분위기를 바꿔주면 발생하는 내부의 반응을 통해서 생성되는 생석회의 Purity를 조절할 수 있다. 포스렉은 이러한 면에서 포스코보다 상당히 앞선 기술을 축적하고 있다. 따라서 포스코는 그룹 차원에서 중첩되는 비즈니스 부분을 정리, 그룹의 효율성을 재고함과 동시에 포스코와 포스렉이 서로 윈-윈하는 전략을 취한 것으로 분석된다.

포스코에서 자회사의 성장을 위하여 대량의 생석회 담당 인력을 포스렉으로 발령했다고 추정해 볼 수 있음

둘째로 포스코의 이구택 회장이 그룹의 연결경영을 강조한 2007년 시무식의 내용대로 포스코 그룹의 자회사 성장을 위한 결정이라고 볼 수 있다. 포스코는 포스렉으로 생석회 사업을 이전하면서 기존 포스코 내에서 생석회를 담당하던 50명의 인력을 포스렉 쪽으로 발령, 30명은 고용이전을 20명은 1년간 단기계약으로 전환하였다. 또한 2007년 3월에 부임하여 현재 포스렉 사장을 맡고 있는 이상영 사장은 포스코 재직 당시 생석회 사업을 담당하던 임원이었다. 이러한 사실로 미루어 포스코는 2008년 규제가 풀리는 것에 맞추어 생석회 사업을 포스렉에 이전해서 계열사 성장의 추진력을 달아주려고 했던 것으로 해석된다. 이는 일련의 재정비가 결국 연결경영을 통하여 포스코 그룹 전체의 성장으로 이어진다는 그룹 차원의 비전으로 볼 수 있다. 따라서 이러한 생석회 사업 이전은 어떤 관점에서는 충분히 예상 가능한 변화였으며, 포스렉을 이를 바탕으로 성장시키려고 했다고 볼 수 있다.

생석회 생산 설비를 포스코 측에서 임대한 것으로 추가적인 설비투자가 없음

포스렉은 생석회 추가 생산을 위한 장비를 마련하기 위하여 연간 89억원의 임대료로 포스코 측의 기존 설비를 임대하였다. 그리고 여기서 생산된 생석회는 전량 포스코에 판매된다. 다시 말하면 설비투자를 위해서 자기 비용을 부담해야 할 필요가 없어진 것이다. 이는 결국 ROE가 큰 폭으로 증가할 것이라는 결론을 얻을 수 있다. 포스렉은 이미 2008년 12월 31일까지 1,026억원 상당의 거래 계약이 체결되었음을 공시하였고 현재 생석회를 생산 중이다. 생석회 사업 진출로 올해 매출액은 전년대비 크게 상승한 4,000억원 수준에 도달할 것으로 예측된다.

향후 생석회 사업의 전망

추가적으로 광양 제철소의 생석회 사업 역시 인수하게 되므로 1000억원 정도의 추가 매출 증가 예상된다

포스렉에서 공시하지 않은 내용이지만, 생석회 사업 이전이 안정화되는 올해 하반기나 내년부터 광양 제철소에 있는 생석회 사업도 포스렉에서 이전받기로 합의되어 있음을 IR 담당자와의 통화를 통해서 확인하였다. 광양 제철소의 생석회 부문까지 이전하겠다는 포스코의 계획은 두 제철소에 공급하는 생석회를 모두 포스렉



이 담당함으로써, 그룹차원에서 생석회 생산의 효율성을 꾀함과 동시에 자회사의 지속적이고 빠른 성장을 유도하려는 것으로 해석된다. 포스텍 IR 담당자를 통해 포스텍이 광양 제철소의 생석회 사업을 이전 받아 포항 제철소의 생석회 사업 이전과 동일한 1000억의 추가매출을 예상하고 있다는 사실을 확인하였다.

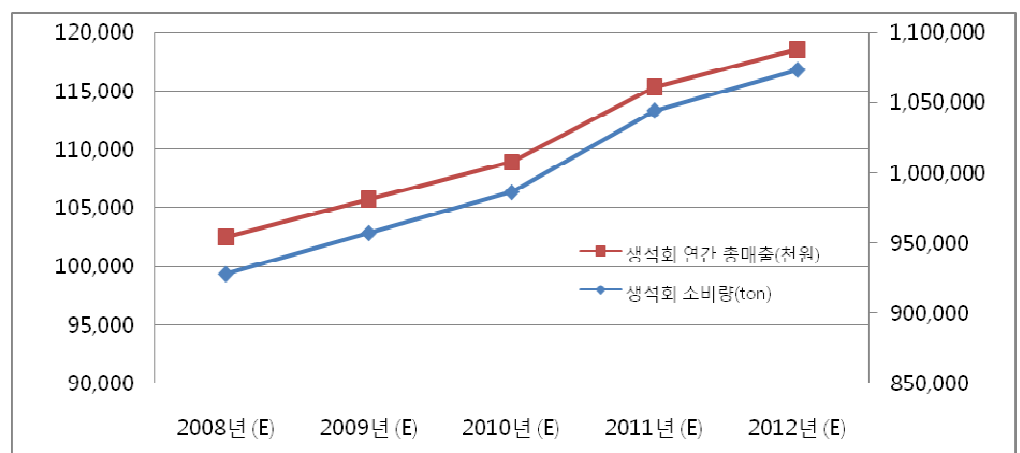
포스코의 자회사 관리를 위해서 영업이익률 7~8% 보장할 것이다

생석회 사업의 또 다른 장점은 내화물 판매가 매우 낮은 영업이익률을 기록하는데 반하여 이번 생석회 공급은 포스코 측에서 자회사와 연결경영을 고려, 자회사의 영업이익률을 어느 정도 보장해 주는 것으로 내부 의견이 조율되었다고 한다. 따라서 포스텍의 생석회 사업은 향후 7~8%의 영업이익률을 유지할 수 있을 것으로 예상된다.

포스코의 조강생산량 증가에 직접적인 수혜를 받아 생석회 판매 매출이 지속적으로 증가할 것이다

철강업이 등장한지 오랜 세월이 흘렀음에도 불구하고 생석회는 아직까지 제강 과정에 필수 자재로 사용되고 있다. 개량도 생석회의 순도를 조절하거나 생석회에 약간의 첨가물을 더하는 수준에서 이루어졌다는 사실을 고려하면 생석회의 대체제가 존재하지 않는다고 볼 수 있다. 앞서 확인하였듯 포스코는 지속적으로 설비 투자와 조강생산량을 증가시킬 계획이므로 생석회도 더욱 많이 필요할 것이고 자연스럽게 포스텍의 매출액 역시 증가할 것으로 예상된다. 톤당 필요한 생석회 양인 29kg과, 그리고 올해 계약된 매출인 1,026억을 활용하여 1톤당 생석회 가격을 추정하였고 이를 포스코의 조강생산량 전망과 결합하여 향후 포스텍의 생석회 매출을 계산한 결과 지속적으로 성장할 것임을 알아낼 수 있었다.

그림 7. 포스코의 조강생산량과 포스텍의 매출액 간 상관관계



자료: SMIC Research 1 Team

3. 기타 이슈들

포스텍은 포스코의 “자회사”

포스텍의 상대적인
입지를 알기 위해서는
포스코의 자회사에 대한
정책이 중요

포스코의 자회사이자 포스코를 중요 매출처로 보유하고 있다는 점은 안정성이라는 측면에서 높은 점수를 부여할 수 있지만, 극단적으로 말해서 본사가 수익률을 높이기 위하여 영업이익률의 포기를 강요하면 포기할 수 밖에 없는 “을”의 위치에 있다고 볼 수 있다. 아직까지 우리나라의 경영환경에서 자회사가 본사의 결정에 큰 영향을 받는다는 것은 부인할 수 없는 사실이다. 그렇다면 포스코에 대한 포스텍의 상대적인 입지를 알아보기 위하여 포스코의 자회사에 대한 정책 검토가 중요할 것이다.

포스코는 2007년부터 연결경영을 주창

포스코는 자회사와
유기적인 경영을 주창함

포스코의 이구택 회장은 2007년 시무식에서 “그룹 동반 성장과 전체 가치 극대화를 위해 올해를 포스코그룹의 연결경영 원년으로 삼고자 한다”고 밝힌 바 있다. 그 동안 포스코가 자회사와 일체감이 크지 않은 편이었고 그룹이라는 용어도 사용하지 않았다는 점을 상기하면 앞으로의 행보가 주목된다고 하겠다. 실제 40주년을 맞아 발표한 2018에서도 연결기준 매출액 100조원을 목표로 제시하며 포스코의 연결경영은 포스코와 국내·외 자회사가 마치 하나의 회사처럼 통일된 비전과 전략 아래 성과관리, IR 활동 등 경영 전반에 걸쳐 유기적으로 움직여야 한다는 것으로 주력 자회사의 자력 성장기반 및 신성장 사업의 지속 발굴을 강조하였다.

연결경영이 강조된 실질적인 사례

자회사의 임원이 본사의
임원으로 선임된 것은
연결경영의 실질적
사례임

포스코는 본사와 계열사 간 상하관계가 강한 편으로 본사에서 계열사로 나간 임원은 불가피한 경우가 아니면 본사 임원으로 복귀하지 않는다는 인사 불문율을 가지고 있었다. 하지만 작년에 처음으로 포스텍의 법인본부장을 맡고 있던 김수관씨를 본사 상무로 전격 선임하였다. 이구택 회장은 기자간담회를 열어 앞으로는 본사와 계열사 간, 그리고 계열사 간 인사이동을 활발히 해 전체가 하나로 성장하는 계기를 마련할 것이라고 밝혔다.

연결경영을 실시는 IFRS의 도입 때문

IFRS가 도입되면서
주재무제표가
연결재무제표로 변경됨

자산규모 2조원 이상의 상장사의 경우, 2011년부터 기존의 K-GAAP이 아닌 IFRS에 따른 재무제표를 공시하여야 하며 비교재무제표 공시를 위해서는 실질적으로 2010년도, 그 준비과정은 이미 작년부턴 시작되었다. IFRS하에서는 주재무제표를

개별재무제표에서 연결재무제표로 변경하게 된다. 계열사의 실적을 포괄하는 연결재무제표가 주(主)재무제표로 공시되는 것을 계기로 포스코는 본사와 국내,외 자회사를 하나의 회사처럼 묶어 유기적으로 경영하겠다고 발표하였다. 계열사의 실적을 완전히 포괄하여 공시하게 된다면 본사의 수익성을 위해 자회사에 저수익을 요구할 필요성이 없어진다.

주주친화적인 정책

포스렉은 주주를 중심으로 한 경영을 하고있음

포스렉은 2004년 ~ 2007년 평균 배당성향 28.5%를 유지하고 있고 2007년도에는 전년도와 동일한 현금배당으로 주당 750원을 실시하였다. 2007년 초반 주가가 13,000원 정도였을 당시, 배당수익률로 약 5.7%를 확보할 수 있는 배당주로서 주목을 받았다. 2008년 3월 13일에 싱가포르, 14일에는 홍콩에서 해외 기업설명회를 가지기도 했다. 2007년도부터 포스코에서 자회사의 경영진 성과평가항목에 주가 수익률을 도입했고 그 비중이 전체의 20%를 차지한다는 점은 포스렉의 주주친화적인 정책을 가속화할 것으로 보인다.

해외로 나아가는 포스렉

포스코의 베트남, 인도로의 해외진출 계획에 따라 포스렉도 동반진출 할것으로 보임

포스코는 2005년부터 인도에 일관제철소 건설을 추진하였고, 건설 관련 인허가 취득을 완료하였으며, 현재 인프라스트럭처 건설과 산림지역 해제·탐사권 취득 절차를 진행 중이다. 포스코의 로드맵에 따르면 1단계로 슬라브 150만 톤, 열연제품 250만 톤 등 연간 총 400만 톤의 생산설비 건설하고, 최종 생산규모를 1,200만 톤까지 확대하여 Vision 2018을 달성할 계획이다.

또한 베트남 정부와의 돈독한 협력관계를 바탕으로 지난 2006년 베트남 응웬 락 쉐옹 총리로부터 베트남 일관제철소 건설 요청을 받고 원료확보, 부지, 시장수급, 운영 등 제철소 건설 타당성을 검토하고 있다. 포스코는 2008년 상반기 내로 타당성 평가를 완료하고 조속한 시기에 착공을 시작할 예정이다.

포스렉과 포스코의 IR 담당자에게 확인한 결과 포스코의 해외 진출 시 포스렉의 동반 진출은 거의 확실시 된다. 포스코는 해외 진출의 안정성을 꾀하기 위하여 현지 업체 대신 포스렉과 포스코건설 등 충분히 검증된 자회사들에게 주주를 맡길 계획이다. 포스렉은 현지 법인을 설립하여 로재 건설과 내화물 납품 및 유지 보수를 담당할 것으로 예상된다. 포스코의 인도 일관제철소 완공 시까지 높은 영업이익률이 보장되는 로재 건설로 수익을 거두고, 건설 사업이 마무리되면 조강생산량에 비례하여 안정적인 이익을 창출할 수 있을 것이다.

포스텍은 자회사라는
이점 외에도 주요제품이
소모품이라는 점,
축로시공의 이익률이
높다는 점 덕분에
재무구조가 안정적이다

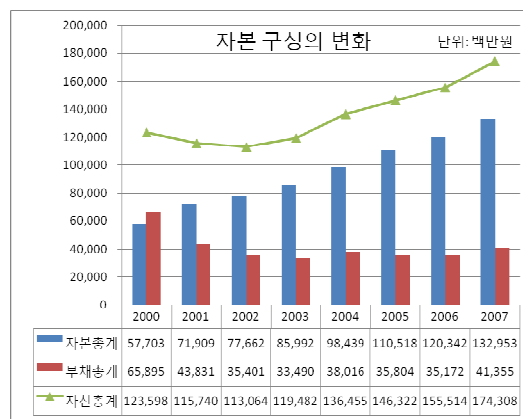
안정적인 재무구조

POSCO는 포스텍의 지분을 60% 보유하고 있으며, 포스텍의 2007년 매출액의 73.5%가 POSCO와의 거래에서 발생하였다. POSCO와의 관계를 고려할 때 포스텍의 사업 기반 및 이익 창출 측면의 안정성은 매우 높다고 판단된다. 그 외에 포스텍이 중점적으로 거래하는 내화물과 당기부터 제공할 생석회가 모두 소모품이라는 점도 포스텍에게 있어 매출의 안정성을 보장 해준다. 이처럼 매출이 안정적이다 보니 포스텍의 재무구조도 자연스럽게 안정되어, 부채비율은 30%대 초반을 넘나들며 같은 산업의 다른 회사들보다 훨씬 낮은 수치를 보이고 있으며 시가총액 대비 당좌자산의 비중이 높아 투자여력이 있다.

축로시공의 높은 영업이익률도 포스텍의 탄탄한 재무구조에 한 몫을 하고 있다. 축로시공 사업부문이 포스텍에서 차지하는 매출비중이 내화물 제조 사업부문 다음으로 큰 34.2%인데다, 그 영업이익률이 20.6%에 달하여 높은 수익성을 보장해주고 있다.

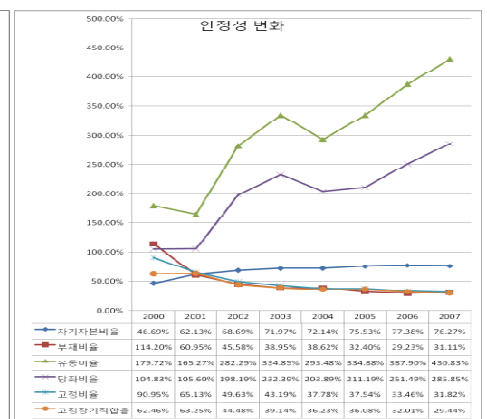
포스텍은 이러한 영업현금 창출 능력을 바탕으로 2007년 12월 말 기준으로 382억원의 당좌자산을 보유하고 있으며 2007년말 기준으로 공시지가 기준 338억원의 토지를 소유하고 있어 높은 수준의 재무 안정성을 보이고 있다. 이에 따라 포스텍의 회사채 신용 등급은 2007년 7월 5일 한국신용정보에 의해 'A-'에서 'A'로 상향조정되었다.

그림 8. 자본 구성의 변화 그래프



자료: SMIC Research 1 Team

그림 9. 안정성 변화 그래프



자료: SMIC Research 1 Team

4. Valuation 및 결론

Valuation을 통해 시장의
오해라는 것을 확인할
것임

2단계로 Valuation을 수행할 예정

지금까지 생석회 사업의 공시에도 불구하고 주가에 변화가 없었던 것이 포스렉에 대한 시장의 오해라는 것을 기존 사업의 안정적인 성장성, 생석회 사업이 cash cow의 역할을 할 수 있다는 점, 안정적인 재무구조를 보유하고 있다는 정성적인 측면에서 설명하였다. 이제부터는 그 원인을 정량적으로 검증하기 위해 우선은 생석회 사업을 제외한 상태에서 valuation을 하여 현재의 주가와 비교해보고 2단계로 생석회 사업에서 기대되는 매출액과 영업이익을 반영하여 valuation을 해보도록 하겠다. 그리고 생석회 사업이라는 존재가 안전마진을 확보할 수 있다는 점을 확실히 검증하기 위해 valuation에 있어 최대한 보수적으로 접근하였다.

포스렉의 기업가치평가에
있어 최대한 보수적으로
가정함

생석회 사업을 제외한 부문에 대한 Valuation

내화물 제조와 유지-보수 부문의 매출액이 포스코의 조강생산량과 밀접한 상관관계를 보이는 것은 이미 그림 7에서 설명하였다. 따라서 우리 Research 1 Team은 포스코에서 발표한 미래 조강생산량을 활용하여 포스렉의 미래 매출액을 추정해 보기로 하였다. 포스코가 지난 2008년 1월 CEO 포럼에서 발표한 장기 로드맵에 따르면 2008년의 예상 조강생산량은 3300만톤으로 증가하게 되고 추가로 2010년까지 포항과 광양에 각각 200만톤의 설비를 추가하게 된다고 하였다. 이를 근거로 조강생산량의 증가에 대해 보수적으로 접근하여 2008년의 경우 전년보다 100만톤이 증가한 3200만톤의 조강생산량이 추정되고 400만톤의 설비가 추가되는 시점은 2012년으로 추정하여 2008년부터 2012년까지는 매년 100만톤 가량 증가할 것으로 추정하였다. 내화물 제조부문과 유지-보수 부문의 영업이익률은 그 동안 회사의 평균치인 4%와 10%로 가정하였다. 앞에서 포스코의 자회사에 대한 정책을 논의한 부분을 감안한다면 해당 부문의 영업이익률이 지속될 것이라는 가정이 타당하다고 본다. 내화물 수출의 경우 안정적인 증가세를 유지하고 있는 점을 감안하여 보수적으로 2007년의 수출액이 유지될 것으로 예측하였으며, 축로 시공 관련 매출액은 2003년부터 2007년까지 5년간 평균 증가율이 42.49%였고 향후 포스코의 설비 증설 계획이 있기는 하지만 축로시공 관련 금액을 합리적으로 추정할 수 없다고 판단, 보수적인 관점에서 5년동안 5%씩 증가한다고 추정하였다. 영업이익률은 평균치인 19%보다 낮은 16%로 추정하였다.



그림 10. 생석회 사업을 반영하지 않은 상황에서의 FCFF

	2007/12	2008/12	2009/12	2010/12	2011/12	2012/12	2012/13
내화물 관련 매출액	231,533,192	240,798,655	256,653,392	270,670,579	298,704,952	312,722,138	312,722,139
예상영업이익률	6.4%	6.3%	6.1%	6.0%	5.8%	5.7%	5.7%
예상EBIT	14,900,432	15,049,946	15,762,157	16,290,612	17,347,524	17,875,979	17,875,979
속로시공 관련 매출액	47,435,134	49,806,891	52,297,235	54,912,097	57,657,702	60,540,587	63,567,616
예상영업이익률	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%
예상EBIT	7,589,621	7,969,103	8,367,558	8,785,936	9,225,232	9,686,494	10,170,819
내화물 수출액	11,231,156	11,231,156	11,231,156	11,231,156	11,231,156	11,231,156	11,231,157
예상영업이익률	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
예상EBIT	449,246	449,246	449,246	449,246	449,246	449,246	449,246
총예상매출액	290,199,482	301,836,702	320,181,783	336,813,832	367,593,810	384,493,881	387,520,912
총예상EBIT	22,939,300	23,468,295	24,578,961	25,525,794	27,022,002	28,011,719	28,496,044
NOPLAT	16,630,993	17,014,514	17,819,747	18,506,201	19,590,952	20,308,497	20,659,632
(+)유,무형자산 상각비	7,093,544	9,960,611	10,565,999	11,114,856	12,130,596	12,688,298	12,788,190
총현금유입	23,724,537	26,975,125	28,385,745	29,621,057	31,721,547	32,996,795	33,447,822
영업용 운전자본	63,143,714	53,968,402	57,248,503	60,222,313	65,725,773	68,747,506	69,288,739
순유형고정자산	31,997,903	44,822,750	47,546,995	50,016,854	54,587,681	57,097,341	57,546,855
기타 영업용 순자산	(3,927,783)	965,877	1,024,582	1,077,804	1,176,300	1,230,380	1,240,067
IC	91,213,834	99,757,030	105,820,079	111,316,971	121,489,754	127,075,228	128,075,662
예상ROIIC(평균)	17.0%	17.8%	17.3%	17.0%	16.8%	16.3%	16.2%
예상ROIIC(기초)	17.4%	18.7%	17.9%	17.5%	17.6%	16.7%	16.3%
IC증가액		8,543,196	6,063,049	5,496,892	10,172,783	5,585,473	1,000,434
(+)유,무형자산 상각비	7,093,544	9,960,611	10,565,999	11,114,856	12,130,596	12,688,298	12,788,190
총투자액		18,503,807	16,629,048	16,611,749	22,303,378	18,273,772	13,788,624
예상 FCFF		8,471,318	11,756,697	13,009,309	9,418,169	14,723,023	19,659,198

자료 : SMIC Research 1 Team

19%의 수익률을 기대함

WACC은 3년간 월별 베타를 사용하였고 영구성장률은 GDP성장률에 수렴한다고 가정하여 4%로 산정하였다. 한계조달금리는 포스텍의 신용평가등급인 A에 적절한 스프레드를 적용하여 6.08%를 적용하였다. 계산 결과 적정주가 42,270원으로 현재 주가 대비 19%의 수익률을 기대할 수 있었다.

생석회 사업에 대해서도 보수적인 가정을 적용함

생석회 사업부문을 포함한 Valuation

다음으로 생석회 사업에서 기대되는 이익을 반영한 valuation을 해보았다. 포스텍 담당자에게 문의해보니 포스텍의 원가담당자가 모든 비용을 감안하여 계산해본 결과 생석회 사업부문에서 영업이익률 7%를 기대하고 있다고 한다. 또한 금년 말에 포항제철소와 같은 규모로 광양제철소에 대해 계약을 성사할 것이 확실시된다고 하였다. 생석회 사업에 대해서도 보수적으로 접근하여 올해 4월부터 매출이 개시된다고 보고 올해는 750억원, 내년에는 포항제철소에서만 매출이 나온다고 가정하여 1,000억원, 2010년부터 2,000억원의 매출을 예상하였다. 생석회의 수요가 조강 생산량의 증가에 비례한다는 측면은 우선 제외하여 수요의 증가량은 없는 것으로 최대한 보수적으로 접근하였고 영업이익률도 6%로 가정하였다.

그림 11. 생석회를 반영한 FCFF

	2007/12	2008/12	2009/12	2010/12	2011/12	2012/12	2012/13
내화물 관련 예상 매출액	231,533,192	240,798,655	256,653,392	270,670,579	298,704,952	312,722,138	312,722,139
예상영업이익률	6.4%	6.3%	6.1%	6.0%	5.8%	5.7%	5.7%
예상EBIT	14,900,432	15,049,946	15,762,157	16,290,612	17,347,524	17,875,979	17,875,979
축로서공 예상 매출액	47,435,134	49,806,891	52,297,235	54,912,097	57,657,702	60,540,587	63,567,616
예상영업이익률	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%
예상EBIT	7,589,621	7,969,103	8,367,558	8,785,936	9,225,232	9,686,494	10,170,819
내화물 수출액	11,231,156	11,231,156	11,231,156	11,231,156	11,231,156	11,231,156	11,231,157
예상영업이익률	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
예상EBIT	449,246	449,246	449,246	449,246	449,246	449,246	449,246
생석회 예상 매출액		75,000,000	100,000,000	200,000,000	200,000,000	200,000,000	200,000,000
예상영업이익률		6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
예상EBIT		4,500,000	6,000,000	12,000,000	12,000,000	12,000,000	12,000,000
총예상매출액	290,199,482	376,836,702	420,181,783	536,813,832	567,593,810	584,493,881	587,520,912
총예상EBIT	22,939,300	27,968,295	30,578,961	37,525,794	39,022,002	40,011,719	40,496,044
NOPLAT	16,630,993	20,277,014	22,169,747	27,206,201	28,290,952	29,008,497	29,359,632
(+)유, 무형자산 상각비	7,093,544	12,435,611	13,865,999	17,714,856	18,730,596	19,288,298	19,388,190
총현금유입	23,724,537	32,712,625	36,035,745	44,921,057	47,021,547	48,296,795	48,747,822
영업용 운전자본	63,143,714	67,378,402	75,128,503	95,982,313	101,485,773	104,507,506	105,048,739
순유형고정자산	31,997,903	55,960,250	62,396,995	79,716,854	84,287,681	86,797,341	87,246,855
기타 영업용 순자산	(3,927,783)	1,205,877	1,344,582	1,717,804	1,816,300	1,870,380	1,880,067
IC	91,213,834	124,544,530	138,870,079	177,416,971	187,589,754	193,175,228	194,175,662
예상ROIC(평균)	17.0%	18.8%	16.8%	17.2%	15.5%	15.2%	15.2%
예상ROIC(기초)	17.4%	22.2%	17.8%	19.6%	15.9%	15.5%	15.2%
IC증가액		33,330,696	14,325,549	38,546,892	10,172,783	5,585,473	1,000,434
(+)유, 무형자산 상각비	7,093,544	12,435,611	13,865,999	17,714,856	18,730,596	19,288,298	19,388,190
총투자액		45,766,307	28,191,548	56,261,749	28,903,378	24,873,772	20,388,624
예상 FCFF		(13,053,682)	7,844,197	(11,340,691)	18,118,169	23,423,023	28,359,198

자료 : SMIC Research 1 Team

해외진출에 대한 기대는 Valuation에서 배제함

안전마진 36%가
도출되어 BUY를 추천함

계산 결과, 적정주가로 48,100원이 도출되어 그림 10과 비교하여 포스텍의 주가에 있어서 생석회사업부분의 사업가치는 주당 5,380원정도로 추산되었다. 포스코와 포스텍에 문의한 결과, 포스코의 해외 진출시 동반진출의 가능성이 매우 높은 상황이다. 하지만 아직은 진출할 시기와 포스텍에서 동반 진출할 사업의 범위에 대한 예측이 힘들기 때문에 Valuation에서는 제외하였다. 만약, 포스텍의 동반진출의 시기와 범위가 확정된다면 더 높은 가치를 부여할 수 있을 것이다. Research 1 Team에서는 안전마진 36%를 기대하며 Buy를 추천한다

이 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서이며 그 정확성과 완전성을 보증하지 않습니다. 서울대투자연구회에서는 본 보고서의 내용에 의거한 어떤 행위도 책임을 지지 않습니다.