

2021. 1. 11



## ▲ 유틸리티/철강

Analyst 문경원, CFA

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) 360,000 원

현재주가 (1.8) 294,500 원

상승여력 22.2%

KOSPI 3,152.18pt

시가총액 256,765억원

발행주식수 8,719만주

유동주식비율 66.43%

외국인비중 50.82%

52주 최고/최저가 294,500원/138,000원

평균거래대금 1,013.3억원

## 주요주주(%)

국민연금공단 11.75

BlackRock Fund Advisors 외 13 인 5.23

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 10.9 54.6 29.2

상대주가 -5.0 5.9 -11.8

## 주가그래프



## POSCO 005490

## 4Q20 Preview: 호황 국면 초기

- ✓ 4Q20 영업이익은 8,893억원(+59.5% YoY)으로 컨센서스를 소폭 상회할 전망
- ✓ 탄소강 판가 상승하는 가운데 원화 강세, 유연탄 가격 하락이 원료비 상승폭 제한
- ✓ 중국 수요는 강세 지속, 추가적인 공급 제한 조치 가능성에도 주목
- ✓ 급등한 철광석 가격 역시 투기 수요 진정 및 전기로 가동률 상승으로 안정화 예상
- ✓ 적정주가를 360,000원으로 +12.5% 상향, 투자 의견은 Buy를 유지

## 철강 가격 상승 효과가 본격적으로 나타날 4분기

4Q20 영업이익은 8,893억원(+59.5% YoY)으로 컨센서스(8,362억원)를 소폭 상회할 전망이다. 주요 개선 요인은 글로벌 열연 가격 상승과 판매 믹스 개선으로 +3.2만 원 QoQ 상승하는 탄소강 ASP이다. 또한, 철광석 가격 급등에도 불구하고 원화 강세와 유연탄 가격의 하락이 원료비 상승폭을 제한했다. 원재료 가격 인식 시점에 따라 예상치를 상회하는 실적을 기록할 가능성도 충분하다. 포스코인터내셔널 등 주요 연결자회사 역시 무난한 실적이 예상된다.

## 수요 강세+공급 제한: 타이트한 철강 수급

인프라 투자 및 소비 진작 정책으로 인해 중국 열연유통가격이 톤당 700달러 중반까지 상승했다. 동사의 PBR이 0.9배까지 상승했던 2018년보다도 높은 수준이다. 수요 강세 지속과 공급 제한 조치 강화에 따라 향후 수급이 더 타이트해질 가능성이 높다. 특히 추가적인 공급 제한 조치 가능성에 주목해야 한다. 중국 산업통신부장관은 12월 말 컨퍼런스에서 연간 조강 생산량을 줄여야 한다고 발언했다. 탄소 배출 저감 및 철광석 가격 상승 대응을 위해서이다. 12월까지 급등했던 철광석 가격 역시 투기 수요 진정과 전기로 가동률 상승에 따라 안정화될 가능성이 높다.

## 철강 산업 호황 초기 국면, 밸류에이션 Upside는 풍부하다

동사의 적정주가를 360,000원으로 +12.5% 상향, 투자 의견은 Buy를 유지한다. 2021년 ROE 추정치를 상향(5.1%→5.5%)하며 적정 PBR 역시 0.58배에서 0.65배로 상향했다. 높아진 지수 수준을 감안 시 추가적인 상향 가능성도 열어둬야 한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	64,977.8	5,542.6	1,690.6	19,391	-36.4	497,452	12.5	0.5	3.9	3.9	67.3
2019	64,366.9	3,868.9	1,835.1	21,048	4.8	510,076	11.2	0.5	4.4	4.2	65.4
2020E	57,898.3	2,429.0	1,380.8	15,838	-21.4	511,688	17.2	0.5	5.7	3.1	70.7
2021E	61,784.4	4,331.1	2,508.8	28,775	69.4	533,924	10.2	0.6	4.2	5.5	64.3
2022E	65,954.5	5,200.6	3,086.1	35,397	23.0	562,782	8.3	0.5	3.7	6.5	60.8

표1 POSCO 4Q20 Preview

(십억원)	4Q20E	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	15,369.7	16,043.0	-4.2	14,261.2	7.8	15,217.5	1.0
영업이익	889.3	557.6	59.5	666.7	33.4	836.2	6.3
세전이익	740.1	82.6	796.0	712.2	3.9	751.6	-1.5
지배순이익	474.6	50.7	836.6	465.5	2.0	505.7	-6.2

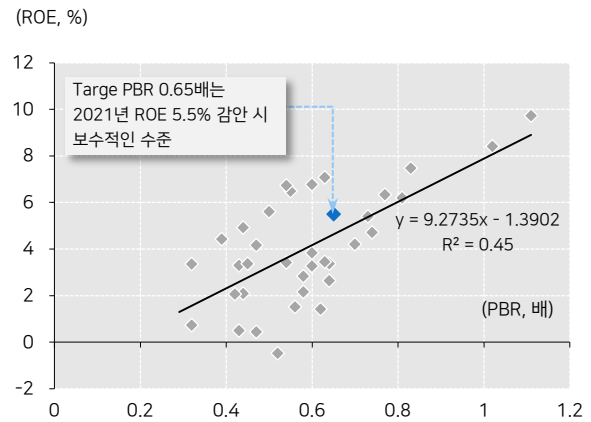
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표2 POSCO 적정주가 산출 내역

구분	산출값	내용
2021년 순자산(십억원)	48,365.1	2021년 지배주주 자본총계 + 자사주 가치
적정 배수(배)	0.65	2021년 예상 ROE 5.5%, COE=8.1% (무위험 1.5%, MRP 6.8, Beta 0.97)
<b>적정 시가총액(십억원)</b>	<b>31,437.3</b>	
발행 주식수(백만주)	87,187	기말 주식수
<b>적정 주가(원)</b>	<b>360,000</b>	
현재 주가(원)	294,500	
<b>상승 여력(%)</b>	<b>22.2</b>	

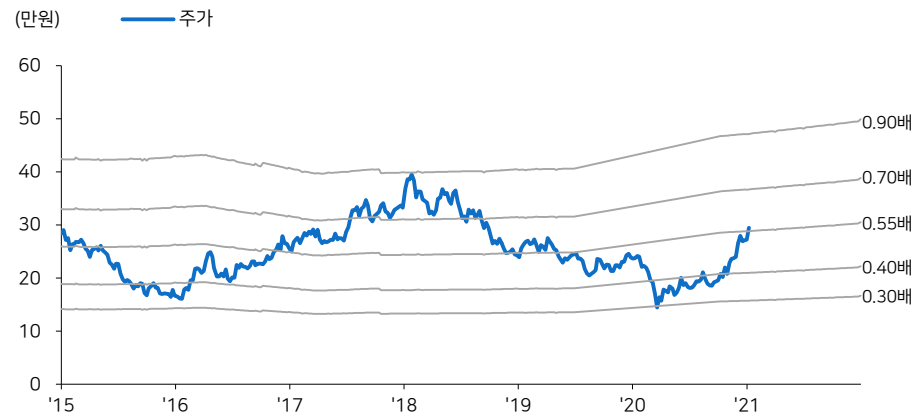
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 과거 POSCO PBR-ROE 상관관계



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 POSCO 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 POSCO 실적 전망 및 주요 가정

주요 지표	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2018	2019	2020E	2021E
원/달러	1,220.1	1,210.0	1,178.8	1,100.0	1,100.0	1,100.0	1,095.0	1,085.0	1,102.0	1,169.9	1,177.2	1,095.0
<b>판매량(천톤)</b>												
탄소강 판매량	8,151.0	7,347.0	8,444.0	8,486.2	8,494.7	8,503.2	8,511.7	8,520.2	33,589.0	34,023.0	32,428.2	34,029.8
성장률(% YoY)	-7.1	-11.4	0.3	-0.5	4.2	15.7	0.8	0.4	2.7	1.3	-4.7	4.9
STS 판매량	470.0	415.0	451.0	452.3	452.7	453.2	453.6	454.1	2,002.0	1,968.0	1,788.3	1,813.5
성장률(% YoY)	-7.3	-7.4	-15.4	-5.8	-3.7	9.2	0.6	0.4	0.3	-1.7	-9.1	1.4
<b>ASP(원/kg)</b>												
탄소강 ASP	691.7	643.0	634.2	665.4	687.9	701.8	712.6	718.2	2,933.0	2,888.2	2,634.2	2,820.7
성장률(% YoY)	-4.2	-12.6	-13.7	-4.4	-0.5	9.2	12.4	7.9	6.0	-1.5	-8.8	7.1
STS ASP	2,083.0	2,057.8	2,026.6	2,087.4	2,108.3	2,114.6	2,120.9	2,127.3	2,140.9	2,099.6	2,064.0	2,117.8
성장률(% YoY)	3.2	-2.8	-4.1	-3.2	1.2	2.8	4.7	1.9	1.4	-1.9	-1.7	2.6
<b>스프레드(원/kg)</b>												
탄소강 스프레드	430.5	384.0	381.5	409.1	431.7	442.2	454.2	468.1	2,701.4	2,610.9	2,376.8	2,564.6
성장률(% YoY)	-8.8	-19.2	-15.3	3.3	6.4	15.2	19.1	14.4	7.2	-3.3	-9.0	7.9
STS 스프레드	940.8	960.4	832.3	775.3	783.4	776.9	770.2	763.4	748.0	854.9	877.1	773.5
성장률(% YoY)	8.9	9.6	-4.4	-4.6	-16.6	-19.1	-7.5	-1.5	-13.6	14.3	2.6	-11.8
<b>연결 실적(십억원)</b>												
연결 매출	14,546	13,722	14,261	15,370	15,572	15,568	15,481	15,163	64,978	64,367	57,898	61,784
철강	11,075	9,788	9,788	11,392	11,656	11,513	12,225	11,028	50,421	49,808	42,043	46,421
글로벌인프라	11,435	10,906	10,189	11,981	11,895	12,036	11,102	11,712	48,557	49,808	44,511	46,745
Trading	8,424	8,030	7,477	8,358	8,773	8,967	8,230	8,006	38,319	37,625	32,289	33,976
E&C	1,937	1,986	1,705	2,444	2,043	2,106	1,790	2,516	7,321	7,714	8,073	8,456
에너지	454	316	431	438	456	310	433	459	1,983	1,944	1,638	1,658
ICT	269	224	235	328	258	268	276	326	935	977	1,056	1,129
기타	351	349	342	413	365	385	372	404	-1	1,548	1,455	1,526
신성장	388	341	409	396	548	503	524	554	3,280	1,512	1,534	2,129
내부거래	-8,352	-7,313	-6,125	-8,399	-8,527	-8,485	-8,369	-8,130	-37,281	-36,761	-30,189	-33,511
매출액 성장률(% YoY)	-9.2	-15.9	-10.8	-4.2	7.1	13.5	8.6	-1.3	7.1	-0.9	-10.0	6.7
연결 영업이익	705	168	667	889	1,036	1,016	1,097	1,182	5,543	3,869	2,429	4,331
철강	383	-197	345	617	631	676	728	907	4,513	2,687	1,148	2,942
글로벌인프라	375	282	304	243	387	331	339	249	929	1,180	1,204	1,306
Trading	148	115	107	83	141	153	136	81	491	654	452	511
E&C	124	97	84	99	132	105	91	104	326	266	404	431
에너지	84	45	91	33	89	42	91	34	72	167	252	257
ICT	11	13	11	19	14	20	11	19	42	48	54	64
기타	9	12	12	10	11	11	11	11	-1	45	42	43
신성장	14	1	18	31	29	22	37	31	210	83	65	118
내부거래	-68	82	0	-1	-11	-12	-7	-5	-110	-80	12	-35
영업이익률(%)	4.8	1.2	4.7	5.8	6.7	6.5	7.1	7.8	8.5	6.0	4.2	7.0
영업이익 성장률(% YoY)	-41.4	-84.3	-35.9	59.5	46.9	506.0	64.5	32.9	59.2	-29.5	-30.2	67.1
세전이익	660	134	712	748	898	894	1,024	1,097	3,563	3,053	2,255	3,912
당기순이익	435	105	514	505	606	603	691	740	1,892	1,983	1,559	2,641
지배순이익	395	40	465	480	576	573	657	703	1,691	1,835	1,381	2,509

자료: 메리츠증권 리서치센터

## POSCO (005490)

## Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	64,977.8	64,366.9	57,898.3	61,784.4	65,954.5
매출액증가율 (%)	7.1	-0.9	-10.0	6.7	6.7
매출원가	57,005.4	58,116.5	53,269.1	55,119.8	58,276.1
매출총이익	7,972.4	6,250.4	4,629.2	6,664.7	7,678.4
판매관리비	2,429.8	2,381.5	2,200.2	2,333.6	2,477.8
영업이익	5,542.6	3,868.9	2,429.0	4,331.1	5,200.6
영업이익률	8.5	6.0	4.2	7.0	7.9
금융손익	-538.5	-369.9	-101.3	-10.2	4.6
종속/관계기업손익	112.6	273.7	161.5	202.7	197.7
기타영업외손익	-1,554.0	-719.4	-234.4	-611.1	-590.3
세전계속사업이익	3,562.8	3,053.3	2,254.8	3,912.4	4,812.6
법인세비용	1,670.8	1,070.6	696.3	1,271.5	1,564.1
당기순이익	1,892.1	1,982.6	1,558.5	2,640.9	3,248.5
지배주주지분 순이익	1,690.6	1,835.1	1,380.8	2,508.8	3,086.1

## Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	33,651.0	34,842.4	38,300.3	39,161.2	41,440.8
현금및현금성자산	2,643.9	3,514.9	8,287.7	9,551.8	8,646.1
매출채권	8,648.3	8,353.0	8,002.4	7,894.9	8,744.2
재고자산	11,499.9	10,920.3	10,462.0	10,321.4	11,431.8
비유동자산	44,597.3	44,216.3	43,600.8	43,073.4	43,340.4
유형자산	30,018.3	29,926.0	29,948.5	29,803.0	29,733.2
무형자산	5,170.8	4,908.5	4,642.3	4,338.2	4,060.3
투자자산	5,851.3	6,046.1	5,792.4	5,714.6	6,329.3
자산총계	78,248.3	79,058.7	81,901.2	82,234.6	84,781.2
유동부채	18,938.0	16,323.7	17,968.5	17,386.1	18,020.7
매입채무	4,006.1	3,422.9	3,279.3	3,235.2	3,583.2
단기차입금	7,487.8	5,486.3	6,399.0	6,079.0	6,079.0
유동성장기부채	2,801.8	3,061.9	4,120.4	3,958.0	3,802.0
비유동부채	12,550.7	14,940.3	15,941.4	14,786.5	14,020.1
사채	5,451.0	8,090.6	9,436.2	8,492.6	7,643.3
장기차입금	4,468.7	3,802.8	3,584.8	3,405.6	3,235.3
부채총계	31,488.7	31,264.0	33,909.9	32,172.6	32,040.8
자본금	482.4	482.4	482.4	482.4	482.4
자본잉여금	1,410.6	1,376.3	1,316.4	1,316.4	1,316.4
기타포괄이익누계액	-1,383.9	-1,136.9	-1,211.6	-1,211.6	-1,211.6
이익잉여금	44,216.0	45,080.1	45,651.9	47,590.6	50,106.6
비지배주주지분	3,388.3	3,322.8	3,378.8	3,510.9	3,673.3
자본총계	46,759.6	47,794.7	47,991.3	50,062.1	52,740.5

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	5,869.7	6,004.7	5,822.5	6,226.3	5,438.8
당기순이익(손실)	1,892.1	1,982.6	1,558.5	2,640.9	3,248.5
유형자산상각비	2,911.1	3,029.9	3,179.0	3,310.7	3,298.2
무형자산상각비	356.6	431.3	417.0	304.1	278.0
운전자본의 증감	-2,052.5	-40.8	490.4	152.9	-1,207.7
투자활동 현금흐름	-2,648.0	-3,682.9	-2,520.7	-2,763.5	-4,602.5
유형자산의증가(CAPEX)	-2,135.6	-2,519.2	-3,103.1	-3,165.1	-3,228.4
투자자산의감소(증가)	393.1	104.3	415.3	280.5	-417.0
재무활동 현금흐름	-3,195.1	-1,512.2	1,480.6	-2,198.7	-1,741.9
차입금의 증감	-966.8	780.4	3,067.2	-1,608.1	-1,152.4
자본의 증가	-2.0	-34.3	-59.9	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	31.3	871.4	4,772.4	1,264.1	-905.7
기초현금	2,612.5	2,643.9	3,515.3	8,287.7	9,551.8
기말현금	2,643.9	3,515.3	8,287.7	9,551.8	8,646.1

## Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	745,271	738,263	664,072	708,644	756,473
EPS(지배주주)	19,391	21,048	15,838	28,775	35,397
CFPS	105,931	88,678	71,263	86,165	95,634
EBITDAPS	101,050	84,072	69,104	91,135	100,667
BPS	497,452	510,076	511,688	533,924	562,782
DPS	10,000	10,000	7,500	7,500	7,500
배당수익률(%)	4.1	4.2	2.8	2.5	2.5
Valuation(Multiple)					
PER	12.5	11.2	17.2	10.2	8.3
PCR	2.3	2.7	3.8	3.4	3.1
PSR	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
PBR	0.5	0.5	0.5	0.6	0.5
EBITDA	8,810.2	7,330.0	6,025.0	7,945.8	8,776.8
EV/EBITDA	3.9	4.4	5.7	4.2	3.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.9	4.2	3.1	5.5	6.5
EBITDA 이익률	13.6	11.4	10.4	12.9	13.3
부채비율	67.3	65.4	70.7	64.3	60.8
금융비용부담률	1.1	1.2	1.1	1.0	0.9
이자보상배율(x)	7.5	5.1	3.7	7.3	9.3
매출채권회전율(x)	7.5	7.6	7.1	7.8	7.9
재고자산회전율(x)	6.1	5.7	5.4	5.9	6.1

## Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

## 투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

## 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	82.2%
중립	17.8%
매도	0.0%

2020년 12월 31일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## POSCO (005490) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.01.08	산업브리프	Buy	360,000	민사영	-28.0	-20.8	
2019.05.28	산업분석	Buy	340,000	민사영	-32.9	-25.9	
2019.10.25	기업브리프	Buy	290,000	민사영	-20.9	-14.3	
2020.02.14				커버리지 제외			
2020.11.27	산업분석	Buy	320,000	문경원	-16.1	-8.0	
2021.01.11	기업브리프	Buy	360,000	문경원	-	-	