

2021. 3. 25



▲ 유틸리티/철강

Analyst 문경원, CFA

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 400,000 원

현재주가 (3.24) 306,000 원

상승여력 30.7%

KOSPI 2,996.35pt

시가총액 266,792억원

발행주식수 8,719만주

유동주식비율 66.44%

외국인비중 53.70%

52주 최고/최저가 321,500원/145,500원

평균거래대금 1,628.0억원

주요주주(%)

국민연금공단 11.10

BlackRock Fund Advisors 외 13인 5.23

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 11.7 62.8 110.3

상대주가 11.6 23.5 13.0

주가그래프



POSCO 005490

1Q21 Preview: 감산 정책 최대 수혜

- ✓ 1Q21 별도 영업이익 9,597억원 기록하며 컨센서스(8,273억원)를 뛰어넘을 전망
- ✓ 가격 상승 예상보다 강한 반면 원재료 상승은 2Q21부터 영향
- ✓ 중국 내 감산 정책은 철광석 가격 하향 안정화로 연결, 고로사들의 투자 매력 향상
- ✓ 이외에도 수출환급세율 인하 등 이슈 감안 시 상반기 내 철강 업황 추가 개선 가능
- ✓ 투자 의견 Buy 및 최선호 의견을 유지하며, 적정주가는 400,000원으로 +11.1% 상향

높아진 기대치를 뛰어넘는 1Q21

1Q21 연결 영업이익은 1,39조원(+96.7% YoY)을 기록하며 컨센서스(1,19조원)를 상회할 전망이다. 별도 영업이익 전망치 역시 9,597억원(+109.5% YoY)으로 컨센서스(8,273억원) 대비 높다. 탄소강 톤당 ASP가 +11.0% QoQ 상승하는 반면 원재료비는 +1.4% QoQ 상승하는 데 그치며 스프레드가 확대되기 때문이다. 1) 1Q21 철광석, 유연탄 스팟 가격 급등이 한 분기 시차를 두고 반영되는 점, 2) 부원재료 및 물류비 등 기타 변동비의 상승을 감안 시 2Q21에는 소폭 감익 가능성도 존재한다. 하지만 최근 철광석, 유연탄 가격 스팟 가격이 안정화되고 있는 점을 고려해야 한다. 3Q21부터는 제품 가격만 유지된다면 1Q21 수준의 이익 회복이 가능하다.

감산에 진심인 중국 정부, 높아지는 순수 고로사 투자 매력

중국 내 감산 정책이 최근 철강 업계의 최대 화두로 떠오르고 있다. 이는 제품 수급은 타이트하게 만드는 반면 철광석 가격을 끌어내리므로 중국 외 고로사들에게 호재로 작용한다. 따라서 순수 고로사인 동사를 최대 수혜주로 바라봐야 한다. 이 외에도 1)수출환급세율 인하 여부와 2)2Q21 실적부터 반영이 될 것으로 보이는 조선3사항 가격 협상 결과도 당장 기대할 수 있는 긍정적인 요인이다.

더 좋아질 상반기 철강 업황, 동사에 대한 최선호 의견 유지

수요 상승과 공급 제한이 겹치고 있다. 현 상황도 좋지만 단기적으로 추가 지표 개선이 나타날 가능성이 풍부하다. 그 중에서도 동사에 대해 투자 의견 Buy 및 최선호 의견을 유지하며, 적정주가는 400,000원으로 +11.1% 상향한다. 적용 PBR을 0.72배로 상향했다. 2021년 ROE 6.2% 감안 시 보수적인 수준이라는 판단이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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
2020	57,792.8	2,403.0	1,602.2	18,376	-9.8	508,464	14.8	0.5	5.3	3.6	65.9
2021E	63,641.3	5,206.9	2,808.2	32,209	65.3	533,733	9.5	0.6	3.7	6.2	60.6
2022E	65,636.1	4,412.1	2,167.1	24,856	-22.8	551,650	12.3	0.6	4.0	4.6	57.9
2023E	65,282.0	4,289.3	2,168.3	24,870	0.1	569,581	12.3	0.5	3.8	4.4	55.8

표1 POSCO 1Q21 Preview

(십억원)	1Q21E	1Q20	(% YoY)	4Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	15,867.3	14,545.8	9.1	15,264.2	4.0	15,481.3	2.5
영업이익	1,387.0	705.3	96.7	863.4	60.6	1,194.1	16.1
세전이익	1,170.8	660.4	77.3	518.4	125.8	1,156.6	1.2
지배순이익	750.7	395.4	89.9	701.0	7.1	733.0	2.4

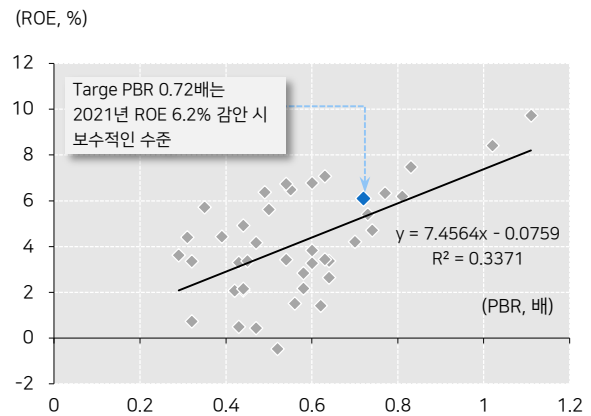
자료: POSCO, 메리츠증권 리서치센터

표2 POSCO 적정주가 산출 내역

구분	산출값	내용
2021년 순자산(십억원)	48,879.3	2021년 지배주주 자본총계 + 자사주 가치
적정 배수(배)	0.72	2021년 예상 ROE 6.1%, COE=8.1% (무위험 1.5%, MRP 6.8, Beta 0.97) 영구성장률 0.5%
적정 시가총액(십억원)	35,193.1	
발행 주식수(백만주)	87,187	기말 주식수
적정 주가(원)	400,000	
현재 주가(원)	306,000	
상승 여력(%)	30.7	

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	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
원/달러	1,220.1	1,210.0	1,178.8	1,118.9	1,123.0	1,120.0	1,100.0	1,090.0	1,169.9	1,181.9	1,108.3	1,050.0
판매량(천톤)												
탄소강 판매량	8,151.0	7,347.0	8,444.0	8,510.0	8,224.5	8,419.0	8,483.1	8,473.5	34,023.0	32,452.0	33,600.1	33,798.1
성장률(%QoQ, YoY)	-7.1	-9.9	14.9	0.8	-3.4	2.4	0.8	-0.1	1.3	-4.6	3.5	0.6
STS 판매량	470.0	415.0	451.0	482.0	472.7	475.1	475.5	475.1	1,968.0	1,818.0	1,898.4	1,895.5
성장률(%QoQ, YoY)	-7.3	-11.7	8.7	6.9	-1.9	0.5	0.1	-0.1	-1.7	-7.6	4.4	-0.2
ASP(원/kg)												
탄소강 ASP	691.7	643.0	634.2	679.2	756.3	816.4	812.3	788.0	721.9	662.4	793.5	751.1
성장률(%QoQ, YoY)	-4.2	-7.0	-1.4	7.1	11.4	7.9	-0.5	-3.0	-1.5	-8.2	19.8	-5.3
STS ASP	2,083.0	2,057.8	2,026.6	2,066.4	2,231.7	2,387.9	2,387.9	2,316.3	2,099.6	2,058.9	2,331.1	2,223.6
성장률(%QoQ, YoY)	3.2	-1.2	-1.5	2.0	8.0	7.0	0.0	-3.0	-1.9	-1.9	13.2	-4.6
스프레드(원/kg)												
탄소강 스프레드	430.5	383.6	382.9	417.4	490.7	483.2	512.0	493.7	444.6	403.7	495.1	467.6
성장률(%QoQ, YoY)	-8.8	-10.9	-0.2	9.0	17.6	-1.5	6.0	-3.6	-11.3	-9.2	22.6	-5.5
STS 스프레드	940.8	718.9	580.3	497.1	609.4	725.0	693.8	616.5	643.4	649.8	671.9	571.3
성장률(%QoQ, YoY)	8.9	-2.5	-19.3	-14.3	22.6	19.0	-4.3	-11.1	6.2	1.0	3.4	-15.0
연결 실적(십억원)												
연결 매출	14,546	13,722	14,261	15,264	15,867	15,965	16,066	15,743	64,367	57,793	63,641	65,636
철강	11,075	9,788	9,788	13,608	12,423	13,214	13,865	12,033	49,808	44,258	51,534	52,536
별도	6,970	5,885	6,578	7,077	7,593	8,316	8,336	8,087	30,374	26,510	32,331	30,842
해외	4,105	3,903	3,210	6,530	4,830	4,898	5,529	3,946	19,434	17,748	19,203	21,694
글로벌인프라	11,435	10,906	10,189	11,347	11,916	11,227	10,760	11,971	49,808	43,877	45,873	47,580
신성장	388	341	409	476	454	496	435	523	1,512	1,614	1,908	2,292
내부거래	-8,352	-7,313	-6,125	-10,166	-8,926	-8,971	-8,993	-8,784	-36,761	-31,956	-35,674	-36,772
매출액 성장률(% YoY)	-9.2	-15.9	-10.8	-4.9	9.1	16.3	12.7	3.1	-0.9	-10.2	10.1	3.1
연결 영업이익	705	168	667	863	1,387	1,209	1,396	1,215	3,869	2,403	5,207	4,412
철강	383	-197	345	686	1,007	916	1,070	919	2,687	1,217	3,911	2,988
별도	458	-108	262	524	960	878	1,037	896	2,586	1,135	3,770	2,809
해외	-75	-89	83	162	47	38	33	23	101	81	141	179
글로벌인프라	375	282	304	215	380	296	325	286	1,180	1,176	1,286	1,361
신성장	14	1	18	21	28	25	28	33	83	54	115	151
내부거래	-68	82	0	-58	-28	-28	-27	-23	-80	-44	-105	-88
영업이익률(%)	4.8	1.2	4.7	5.7	8.7	7.6	8.7	7.7	6.0	4.2	8.2	6.7
영업이익 성장률(% YoY)	-41.4	-84.3	-35.9	54.8	96.7	620.8	109.4	40.7	-29.5	-30.8	96.8	-17.8
세전이익	660	134	712	518	1,171	990	1,213	1,005	3,053	2,025	4,379	3,380
당기순이익	435	105	514	735	790	669	818	679	1,983	1,788	2,956	2,281
지배순이익	395	40	465	701	751	635	778	645	1,835	1,602	2,808	2,167

주: 스프레드는 철광석/유연탄 등 주원재료비만 고려하여 계산. 자료: 메리츠증권 리서치센터

POSCO (005490)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	64,366.9	57,792.8	63,641.3	65,636.1	65,282.0
매출액증가율 (%)	-0.9	-10.2	10.1	3.1	-0.5
매출원가	58,116.5	53,072.4	55,888.7	58,598.5	58,381.4
매출총이익	6,250.4	4,720.4	7,752.6	7,037.5	6,900.6
판매관리비	2,381.5	2,317.4	2,545.7	2,625.4	2,611.3
영업이익	3,868.9	2,403.0	5,206.9	4,412.1	4,289.3
영업이익률	6.0	4.2	8.2	6.7	6.6
금융손익	-369.9	-214.9	-236.6	-381.3	-282.5
종속/관계기업손익	273.7	133.3	185.7	170.5	174.1
기타영업외손익	-719.4	-296.3	-776.9	-821.7	-799.5
세전계속사업이익	3,053.3	2,025.1	4,379.2	3,379.6	3,381.4
법인세비용	1,070.6	236.9	1,423.2	1,098.4	1,099.0
당기순이익	1,982.6	1,788.2	2,956.0	2,281.2	2,282.5
지배주주지분 순이익	1,835.1	1,602.2	2,808.2	2,167.1	2,168.3

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	34,842.4	35,830.8	37,265.4	38,427.4	40,133.6
현금및현금성자산	3,514.9	4,754.6	5,213.9	4,387.6	6,219.5
매출채권	8,353.0	7,471.9	7,706.4	8,184.5	8,154.3
재고자산	10,920.3	9,051.8	9,335.9	9,915.0	9,878.4
비유동자산	44,216.3	43,256.2	43,084.0	43,203.0	43,006.0
유형자산	29,926.0	29,400.1	29,413.2	29,485.1	29,609.9
무형자산	4,908.5	4,449.4	4,077.8	3,745.1	3,447.3
투자자산	6,046.1	5,936.8	6,123.2	6,503.0	6,479.0
자산총계	79,058.7	79,087.0	80,349.3	81,630.4	83,139.6
유동부채	16,323.7	16,855.0	16,714.6	17,106.0	16,946.3
매입채무	3,422.9	3,755.5	3,873.4	4,113.7	4,098.5
단기차입금	5,486.3	5,194.4	4,934.7	4,934.7	4,934.7
유동성장기부채	3,061.9	3,483.1	3,345.9	3,214.0	3,087.4
비유동부채	14,940.3	14,557.4	13,609.1	12,822.6	12,814.1
사채	8,090.6	8,469.7	7,622.8	6,860.5	6,860.5
장기차입금	3,802.8	3,350.3	3,182.8	3,023.7	3,023.7
부채총계	31,264.0	31,412.4	30,323.7	29,928.6	29,760.4
자본금	482.4	482.4	482.4	482.4	482.4
자본잉여금	1,376.3	1,310.6	1,310.6	1,310.6	1,310.6
기타포괄이익누계액	-1,136.9	-1,392.9	-1,392.9	-1,392.9	-1,392.9
이익잉여금	45,080.1	46,111.5	48,314.6	49,876.8	51,440.1
비지배주주지분	3,322.8	3,343.2	3,491.0	3,605.1	3,719.2
자본총계	47,794.7	47,674.6	50,025.6	51,701.8	53,379.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	6,004.7	8,685.7	6,117.8	5,125.8	5,721.8
당기순이익(손실)	1,982.6	1,788.2	2,956.0	2,281.2	2,282.5
유형자산상각비	3,029.9	3,156.2	3,247.8	3,254.3	3,267.8
무형자산상각비	431.3	465.6	371.6	332.7	297.8
운전자본의 증감	-40.8	2,803.6	-283.7	-582.9	36.9
투자활동 현금흐름	-3,682.9	-6,259.3	-3,641.3	-4,309.8	-3,145.5
유형자산의증가(CAPEX)	-2,519.2	-3,196.9	-3,260.9	-3,326.1	-3,392.6
투자자산의감소(증가)	104.3	242.6	-0.6	-209.4	198.1
재무활동 현금흐름	-1,512.2	-1,090.9	-2,017.2	-1,642.4	-744.3
차입금의 증감	796.1	306.2	-1,398.2	-1,026.3	-128.4
자본의 증가	-34.3	-65.7	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	871.4	1,240.3	458.3	-826.3	1,832.0
기초현금	2,643.9	3,515.3	4,755.6	5,213.9	4,387.6
기말현금	3,515.3	4,755.6	5,213.9	4,387.6	6,219.5

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	738,263	662,862	729,942	752,821	748,760
EPS(지배주주)	21,048	18,376	32,209	24,856	24,870
CFPS	88,678	74,793	91,530	79,517	78,841
EBITDAPS	84,072	69,102	101,235	91,746	90,093
BPS	510,076	508,464	533,733	551,650	569,581
DPS	10,000	8,000	8,000	8,000	8,000
배당수익률(%)	4.2	2.9	2.6	2.6	2.6
Valuation(Multiple)					
PER	11.2	14.8	9.5	12.3	12.3
PCR	2.7	3.6	3.3	3.8	3.9
PSR	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
PBR	0.5	0.5	0.6	0.6	0.5
EBITDA	7,330.0	6,024.8	8,826.4	7,999.0	7,854.9
EV/EBITDA	4.4	5.3	3.7	4.0	3.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.2	3.6	6.2	4.6	4.4
EBITDA 이익률	11.4	10.4	13.9	12.2	12.0
부채비율	65.4	65.9	60.6	57.9	55.8
금융비용부담률	1.2	1.1	0.7	0.7	0.7
이자보상배율(x)	5.1	3.8	11.1	9.9	9.8
매출채권회전율(x)	7.6	7.3	8.4	8.3	8.0
재고자산회전율(x)	5.7	5.8	6.9	6.8	6.6

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)	
2019.03.19	산업분석	Buy	360,000	민사영	-29.2	-23.2	
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	-22.5	-10.7	
2021.03.25	기업브리프	Buy	400,000	문경원	-	-	