



▲ 유티리티/철강
Analyst 문경원, CFA
02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

POSCO 005490

급락 편향에서 벗어날 때

- ✓ 3Q21 연결 영업이익은 3.12조원을 기록하며 잠정 실적에서 크게 벗어나지 않음
- ✓ 4Q21도 견조한 흐름, 원가 상승으로 인한 스프레드 악화되나 판가는 소폭 상승
- ✓ 1Q22부터는 철광석 가격 급락세가 온기 반영되면서 증익도 기대
- ✓ 현 주가는 ROE 4~5% 대로의 급락을 합의하고 있으나, 두 자릿수 ROE 유지 예상
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 450,000원을 유지

Buy

적정주가 (12개월)	450,000 원
현재주가 (10.25)	313,000 원
상승여력	43.8%
KOSPI	3,020.54pt
시가총액	272,895억원
발행주식수	8,719만주
유동주식비율	68.07%
외국인비중	54.41%
52주 최고/최저가	409,500원/208,000원
평균거래대금	1,474.0억원
주요주주(%)	
국민연금공단	9.74
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	5.23

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-9.3	-12.0	42.3
상대주가	-6.1	-7.1	11.2

주가그래프



4Q21에도 나쁘지 않은 흐름

3Q21 연결 영업이익은 3.12조원(+367.5% YoY)을 기록하며 잠정 실적에서 크게 벗어나지 않았다. 다만 로이힐 배당금 수익(1,300억원) 등 금융순익의 개선으로 순이익의 개선 폭이 영업이익 대비 더 컸다.

유연탄 가격 급등으로 인한 4Q21 감익은 익히 시장에 예상된 바이나, 그 폭은 예상 대비 크지 않을 전망이다. 판가는 소폭의 상승이 가능하다. 10월~11월 판가가 보합세를 유지한 가운데 연말에는 자동차 강판 가격 인상 등이 기대되기 때문이다. 1~2만원 내외의 판가 상승, 6~7만원 내외의 원가 상승이 예상된다. 1Q22부터는 철광석 가격 급락세가 온기 반영되면서 원가는 하락 추세로 전환될 예상되며, 판가 흐름에 따라 증익도 기대해볼만 하다.

현 주가는 부정 편향이 아닌 급락 편향

현 주가 수준은 12개월 선형 순자산 기준 0.53배로, 2022년에도 두 자릿수의 ROE가 기대된다는 점을 기대하면 과도한 저평가 국면이라는 판단이다. 경험적, 이론적으로 0.5배의 PBR이 정당화되기 위해서는 ROE가 4%대로 급락해야 하는데, 이는 2021년 당사의 예상 ROE 14.2%, 2022년 예상 ROE 10.3%와 괴리가 크다.

최근의 감산과 수출 제한이 구조적이라는 측면에서 이러한 괴리는 정당화될 수 없다. 최근 중국 정부는 북부 지역 철강사에 3월 15일까지 전년 대비 최소 30%의 감산을 명령했다. 반면 최근 WSA에 따르면 중국 외 지역의 회복으로 글로벌 철강 수요는 2022년 +2.2% 상승할 전망이다. 수익성 방어에 대한 믿음이 멀티플 상승으로 이어질 가능성성이 높다. 투자의견 Buy, 적정주가 450,000원을 유지한다.

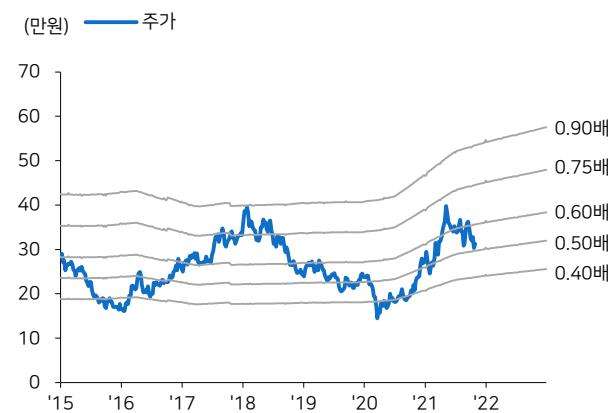
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	64,366.9	3,868.9	1,835.1	21,048	4.8	510,076	11.2	0.5	4.4	4.2	65.4
2020	57,792.8	2,403.0	1,602.2	18,376	-9.8	508,464	14.8	0.5	5.3	3.6	65.9
2021E	77,884.5	9,293.1	6,690.7	76,740	300.3	573,502	4.1	0.5	2.9	14.2	66.9
2022E	76,888.1	8,518.9	5,346.4	61,321	-21.4	617,476	5.1	0.5	2.5	10.3	56.7
2023E	75,569.7	7,131.3	4,598.9	52,748	-14.0	656,345	5.9	0.5	2.1	8.3	49.8

표1 POSCO 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	73,865	74,126	77,884	76,888	5.4%	3.7%
영업이익	8,772	6,243	9,293	8,519	5.9%	36.5%
영업이익률	11.9%	8.4%	11.9%	11.1%	0.1%p	2.7%p
당기순이익	6,173	3,849	7,158	5,628	16.0%	46.2%

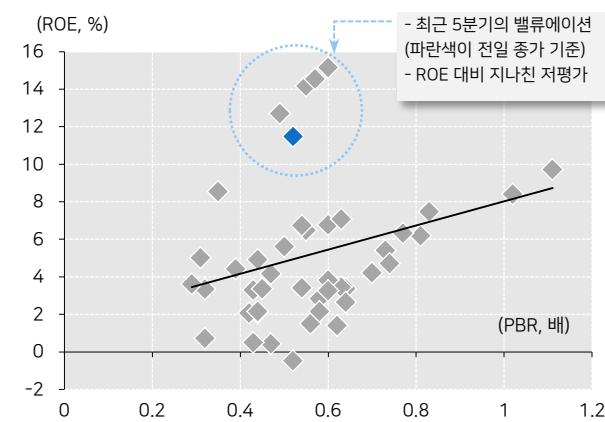
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 POSCO 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

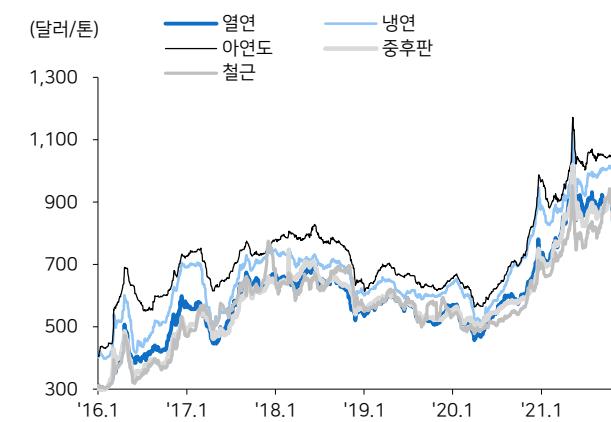
그림2 POSCO 역사적인 ROE-PBR 비교



주: 2011년 이후 분기별 선행 12개월 ROE와 PBR 비교

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 중국 강종별 유통 가격 추이



자료: Steeldaily, 메리츠증권 리서치센터

표2 POSCO 실적 전망 및 주요 가정

주요 지표	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
원/달러	1,220.1	1,221.3	1,188.2	1,118.9	1,123.0	1,108.0	1,158.0	1,173.0	1,169.9	1,180.3	1,140.5	1,153.8
판매량(천톤)												
탄소강 판매량	8,151.0	7,347.0	8,444.0	8,510.0	8,331.0	8,521.0	8,517.0	8,406.3	34,023.0	32,452.0	33,775.3	33,532.0
성장률(%QoQ, YoY)	-7.1	-9.9	14.9	0.8	-2.1	2.3	0.0	-1.3	1.3	-4.6	4.1	-0.7
STS 판매량	470.0	415.0	451.0	482.0	481.0	479.0	505.0	498.4	1,968.0	1,818.0	1,963.4	1,988.8
성장률(%QoQ, YoY)	-7.3	-11.7	8.7	6.9	-0.2	-0.4	5.4	-1.3	-1.7	-7.6	8.0	1.3
ASP(원/kg)												
탄소강 ASP	691.7	643.0	634.2	679.2	762.7	900.7	1,097.3	1,111.6	721.9	662.4	968.7	921.3
성장률(%QoQ, YoY)	-4.2	-7.0	-1.4	7.1	12.3	18.1	21.8	1.3	-1.5	-8.2	46.2	-4.9
STS ASP	2,083.0	2,057.8	2,026.6	2,066.4	2,199.6	2,388.3	2,712.9	2,748.1	2,099.6	2,058.9	2,516.9	2,277.5
성장률(%QoQ, YoY)	3.2	-1.2	-1.5	2.0	6.4	8.6	13.6	1.3	-1.9	-1.9	22.2	-9.5
스프레드(원/kg)												
탄소강 스프레드	430.5	381.2	380.9	417.4	457.2	545.7	658.9	630.7	444.6	404.1	574.9	571.2
성장률(%QoQ, YoY)	-8.8	-12.6	-0.1	9.6	9.5	19.4	20.7	-4.3	-11.3	-9.1	42.3	-0.6
STS 스프레드	940.8	748.9	566.8	484.6	448.9	576.0	679.5	569.9	643.4	651.8	551.1	61.2
성장률(%QoQ, YoY)	8.9	1.6	-24.3	-14.5	-7.4	28.3	18.0	-16.1	6.2	1.3	-15.5	-88.9
연결 실적(십억원)												
연결 매출	14,546	13,722	14,261	15,264	16,069	18,292	20,637	22,886	64,367	57,793	77,884	76,888
철강	11,075	9,788	11,348	13,608	13,025	15,076	17,670	19,441	49,808	45,818	65,212	63,554
별도	6,970	5,885	6,578	7,077	7,800	9,277	11,315	11,269	30,374	26,510	39,662	37,306
해외	4,105	3,903	4,770	6,530	5,225	5,799	6,355	8,172	19,434	19,308	25,550	26,248
글로벌인프라	3,471	3,934	2,913	1,657	3,044	3,216	2,967	3,445	14,559	11,974	12,672	13,335
매출액 성장률(% YoY)	-9.2	-15.9	-10.8	-4.9	10.5	33.3	44.7	49.9	-0.9	-10.2	34.8	-1.3
연결 영업이익	705	168	667	863	1,552	2,201	3,117	2,423	3,869	2,403	9,293	8,519
철강	383	-197	345	686	1,341	2,048	2,916	2,217	2,687	1,217	8,522	7,458
별도	458	-108	262	524	1,073	1,608	2,296	1,744	2,586	1,135	6,721	5,876
해외	-75	-89	83	162	268	440	620	472	101	81	1,801	1,583
글로벌인프라	322	365	322	178	211	153	201	206	1,182	1,187	771	1,061
영업이익률(%)	4.8	1.2	4.7	5.7	9.7	12.0	15.1	10.6	6.0	4.2	11.9	11.1
영업이익 성장률(% YoY)	-41.4	-84.3	-35.9	54.8	120.1	1,212.1	367.5	180.7	-29.5	-30.8	187.0	-7.1
세전이익	660	134	712	518	1,560	2,398	3,359	2,347	3,053	2,025	9,663	8,337
당기순이익	435	105	514	735	1,139	1,807	2,628	1,584	1,983	1,788	7,158	5,628
지배순이익	395	40	465	701	1,025	1,664	2,497	1,505	1,835	1,602	6,691	5,346

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	77,884.5	76,888.1	75,569.7
매출액증가율 (%)	-0.9	-10.2	34.8	-1.3	-1.7
매출원가	58,116.5	53,072.4	66,060.8	65,824.1	65,773.7
매출총이익	6,250.4	4,720.4	11,823.7	11,064.1	9,796.0
판매관리비	2,381.5	2,317.4	2,530.6	2,545.2	2,664.8
영업이익	3,868.9	2,403.0	9,293.1	8,518.9	7,131.3
영업이익률	6.0	4.2	11.9	11.1	9.4
금융손익	-369.9	-214.9	-223.6	-215.8	-92.5
종속/관계기업손익	273.7	133.3	395.9	297.0	325.8
기타영업외손익	-719.4	-296.3	197.9	-262.6	-192.7
세전계속사업이익	3,053.3	2,025.1	9,663.4	8,337.5	7,171.8
법인세비용	1,070.6	236.9	2,505.2	2,709.7	2,330.9
당기순이익	1,982.6	1,788.2	7,158.2	5,627.8	4,841.0
지배주주지분 순이익	1,835.1	1,602.2	6,690.7	5,346.4	4,598.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	6,004.7	8,685.7	6,074.7	10,616.3	9,796.1
당기순이익(손실)	1,982.6	1,788.2	7,158.2	5,627.8	4,841.0
유형자산상각비	3,029.9	3,156.2	3,117.8	3,098.5	3,077.5
무형자산상각비	431.3	465.6	390.5	315.1	284.5
운전자본의 증감	-40.8	2,803.6	-5,255.4	1,859.2	1,906.3
투자활동 현금흐름	-3,682.9	-6,259.3	-5,981.4	-4,653.8	-4,906.4
유형자산의증가(CAPEX)	-2,519.2	-3,196.9	-2,830.6	-2,887.2	-2,944.9
투자자산의감소(증가)	104.3	242.6	-2,568.6	1,508.6	1,568.0
재무활동 현금흐름	-1,512.2	-1,090.9	-1,247.7	-2,719.8	-1,395.2
차입금의 증감	796.1	306.2	23.0	-1,194.5	-172.5
자본의 증가	-34.3	-65.7	45.6	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	871.4	1,240.3	-1,088.6	3,242.7	3,494.5
기초현금	2,643.9	3,515.3	4,755.6	3,667.0	6,909.7
기말현금	3,515.3	4,755.6	3,667.0	6,909.7	10,404.2

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	34,842.4	35,830.8	44,845.1	47,490.8	50,544.5
현금및현금성자산	3,514.9	4,754.6	3,667.0	6,909.7	10,404.2
매출채권	8,353.0	7,471.9	11,203.0	9,678.2	8,114.8
재고자산	10,920.3	9,051.8	13,571.8	11,724.5	9,830.6
비유동자산	44,216.3	43,256.2	45,827.0	44,089.2	42,429.9
유형자산	29,926.0	29,400.1	29,379.5	29,168.2	29,035.6
무형자산	4,908.5	4,449.4	4,148.3	3,833.2	3,548.7
투자자산	6,046.1	5,936.8	8,901.4	7,689.8	6,447.6
자산총계	79,058.7	79,087.0	90,672.2	91,579.9	92,974.5
유동부채	16,323.7	16,855.0	20,575.8	18,819.3	17,024.1
매입채무	3,422.9	3,755.5	5,630.8	4,864.4	4,078.6
단기차입금	5,486.3	5,194.4	6,089.6	6,089.6	6,089.6
유동성장기부채	3,061.9	3,483.1	2,225.4	2,137.7	2,053.5
비유동부채	14,940.3	14,557.4	15,785.1	14,334.1	13,892.9
사채	8,090.6	8,469.7	8,471.5	7,624.3	7,624.3
장기차입금	3,802.8	3,350.3	3,471.2	3,297.6	3,297.6
부채총계	31,264.0	31,412.4	36,360.9	33,153.4	30,917.0
자본금	482.4	482.4	482.4	482.4	482.4
자본잉여금	1,376.3	1,310.6	1,356.2	1,356.2	1,356.2
기타포괄이익누계액	-1,136.9	-1,392.9	-1,005.8	-1,005.8	-1,005.8
이익잉여금	45,080.1	46,111.5	51,466.1	55,300.0	58,688.9
비지배주주지분	3,322.8	3,343.2	4,309.4	4,590.8	4,832.8
자본총계	47,794.7	47,674.6	54,311.2	58,426.5	62,057.5

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	738,263	662,862	893,306	881,878	866,756
EPS(지배주주)	21,048	18,376	76,740	61,321	52,748
CFPS	88,678	74,793	149,881	132,039	117,026
EBITDAPS	84,072	69,102	146,827	136,860	120,354
BPS	510,076	508,464	573,502	617,476	656,345
DPS	10,000	8,000	21,000	18,000	15,000
배당수익률(%)	4.2	2.9	6.7	5.8	4.8
Valuation(Multiple)					
PER	11.2	14.8	4.1	5.1	5.9
PCR	2.7	3.6	2.1	2.4	2.7
PSR	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
PBR	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
EBITDA	7,330.0	6,024.8	12,801.4	11,932.4	10,493.3
EV/EBITDA	4.4	5.3	2.9	2.5	2.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.2	3.6	14.2	10.3	8.3
EBITDA 이익률	11.4	10.4	16.4	15.5	13.9
부채비율	65.4	65.9	66.9	56.7	49.8
금융비용부담률	1.2	1.1	0.6	0.5	0.5
이자보상배율(X)	5.1	3.8	21.0	21.5	18.2
매출채권회전율(X)	7.6	7.3	8.3	7.4	8.5
재고자산회전율(X)	5.7	5.8	6.9	6.1	7.0

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 간접 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)

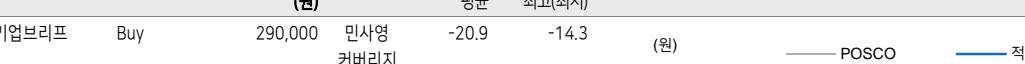
기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy Hold Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	80.9%
중립	19.1%
매도	0.0%
2021년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율	

POSCO (005490) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며 투자등급변경 그래프는 순정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
2019.10.25	기업브리프	Buy	290,000	민사영 커버리지 제외	-20.9	-14.3	600,000	
2020.02.14								
2020.11.27	산업분석	Buy	320,000	문경원	-16.1	-8.0	400,000	
2021.01.11	기업브리프	Buy	360,000	문경원	-22.1	-10.7	400,000	
2021.03.25	기업브리프	Buy	400,000	문경원	-11.5	2.4	400,000	
2021.06.08	산업분석	Buy	450,000	문경원	-	-	400,000	