



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

Buy

적정주가 (12개월)	450,000 원		
현재주가 (1.10)	304,000 원		
상승여력	48.0%		
KOSPI	2,926.72pt		
시가총액	265,048억원		
발행주식수	8,719만주		
유동주식비율	67.92%		
외국인비중	52.61%		
52주 최고/최저가	409,500원/245,500원		
평균거래대금	1,197.7억원		
주요주주(%)			
국민연금공단	9.74		
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	5.23		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.0	-10.1	3.2
상대주가	11.1	-1.1	11.2

주가그래프



POSCO 005490

4Q21 Preview: 성장보다 지속성이 관건

- ✓ 4Q21 별도 영업이익은 1.71조원을 기록하며 컨센서스(1.82조원)에 소폭 하회 전망
- ✓ 급등한 유연탄 가격으로 스프레드 악화. 파업 영향으로 판매량이 예상 대비 부진
- ✓ 1Q22 판가 약세 예상되나 철광석 투입 원가 하락으로 소폭의 증익 가능
- ✓ 지주사 전환은 단기적으로 중립적. 중국 부양책에 대한 기대는 2분기 이후
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 450,000원을 유지

4Q21, 여전히 역대급 실적 지속

4Q21 연결 영업이익은 2.39조원(+177% YoY)을 기록하며 컨센서스(2.42조원)에 부합할 전망이다. 별도 영업이익은 1.71조원(+226% YoY)을 기록하며 컨센서스(1.82조원)에 소폭 하회할 전망이다. 판가 상승세가 주춤한 가운데 급등한 유연탄 가격이 투입 원가에 반영되며 스프레드가 악화되었다. 이에 더해 화물연대 파업으로 인한 판매량 감소가 시장 예상 대비 감익 폭을 더 키운 것으로 보인다. 1Q22은 판가 하락세가 본격화될 수 있으나, 철광석 하락세가 투입원가에 인식되기 시작하면서 소폭의 증익이 가능할 전망이다.

지주사 전환은 단기적으로 중립적, 중장기적으로 긍정적

물적분할을 통한 지주사 전환은 일반적으로 부정적으로 받아들여지나, 1)철강 사업 회사 비상장 체제에 대한 경영진의 강력한 의지, 2)주주총회를 앞두고 발표될 자사주 소각 등 주주가치 제고 정책을 고려해보면 최소한 중립적인 이슈라는 판단이다. 중장기적으로는 리튬, 니켈, 수소 등 신사업 가치가 재평가되는 계기가 될 수 있다. 분할을 전후로 공격적인 신사업 추진이 기대된다.

2분기 이후 본격적인 재평가 구간 진입 기대

전세계적인 금리 상승 및 중국 정부의 완화적 통화 정책에 대한 기대감으로 12월 초 이후 동사는 우수한 주가 수익률을 기록했다(코스피 대비 +8.2%). 다만 중국의 부양책이 시장 기대치에 미치지 못하고 있다는 점, 춘절 및 올림픽 기간 내 철강 수요가 둔화될 수 있다는 점을 고려해보면 본격적인 재평가는 2분기 이후부터 이루어질 가능성이 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	78,367.4	9,256.1	6,631.4	76,059	300.7	576,990	3.6	0.5	2.7	14.0	71.6
2022E	78,867.4	8,577.4	5,908.0	67,762	-13.2	628,272	4.5	0.5	2.3	11.2	59.0
2023E	82,052.5	8,322.5	5,895.3	67,617	-0.2	680,275	4.5	0.4	1.8	10.3	53.0

표1 POSCO 4Q21 Preview

(십억원)	4Q21E	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	23,369.3	15,264.2	53.1	20,636.9	13.2	20,238.3	15.5
영업이익	2,386.3	863.4	176.4	3,116.7	-23.4	2,422.1	-1.5
세전이익	2,242.5	518.4	332.6	3,359.4	-33.2	2,302.3	-2.6
지배순이익	1,512.6	701.0	115.8	2,429.7	-37.7	1,556.8	-2.8

자료: POSCO, 메리츠증권 리서치센터

표2 POSCO 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	78,333	73,128	78,367	78,867	0.0%	7.8%
영업이익	9,379	8,454	9,256	8,577	-1.3%	1.5%
영업이익률	12.0%	11.6%	11.8%	10.9%	-0.2%p	-0.7%p
당기순이익	7,216	5,591	7,166	6,219	0.4%	8.5%

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 POSCO 12개월 선행 PBR 밴드



표3 POSCO 실적 전망 및 주요 가정

주요 지표	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2019	2020	2021E	2022E
원/달러	1,123.0	1,108.0	1,158.0	1,195.0	1,195.0	1,190.0	1,170.0	1,150.0	1,169.9	1,180.3	1,146.0	1,176.3
판매량(천톤)												
탄소강 판매량	8,331.0	8,521.0	8,517.0	8,261.5	8,252.3	8,243.2	8,234.0	8,224.9	34,023.0	32,452.0	33,630.5	32,954.4
성장률(%QoQ, YoY)	-2.1	2.3	0.0	-3.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	1.3	-4.6	3.6	-2.0
STS 판매량	481.0	479.0	505.0	489.9	489.4	488.9	488.4	487.9	1,968.0	1,818.0	1,954.9	1,954.5
성장률(%QoQ, YoY)	-0.2	-0.4	5.4	-3.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-1.7	-7.6	7.5	0.0
ASP(원/kg)												
탄소강 ASP	762.7	900.7	1,097.3	1,099.3	995.3	917.4	890.9	917.7	721.9	662.4	965.1	930.4
성장률(%QoQ, YoY)	12.3	18.1	21.8	0.2	-9.5	-7.8	-2.9	3.0	-1.5	-8.2	45.7	-3.6
STS ASP	2,199.6	2,388.3	2,712.9	3,138.1	3,198.9	3,141.4	3,130.9	3,125.4	2,099.6	2,058.9	2,613.6	3,149.2
성장률(%QoQ, YoY)	6.4	8.6	13.6	15.7	1.9	-1.8	-0.3	-0.2	-1.9	-1.9	26.9	20.5
스프레드(원/kg)												
탄소강 스프레드	457.2	545.7	578.3	550.2	540.6	491.3	494.7	521.8	397.9	362.4	502.4	512.4
성장률(%QoQ, YoY)	9.5	19.4	21.2	-4.9	-1.7	-9.1	0.7	5.5	-11.7	-8.9	38.6	2.0
STS 스프레드	448.9	576.0	679.5	706.4	708.3	706.7	706.4	706.2	643.4	651.8	575.6	730.0
성장률(%QoQ, YoY)	-7.4	28.3	18.0	3.9	0.3	-0.2	0.0	0.0	6.2	1.3	-11.7	26.8
연결 실적(십억원)												
연결 매출	16,069	18,292	20,637	23,369	23,378	19,688	16,482	19,320	64,367	57,793	78,367	78,867
철강	13,025	15,076	17,670	19,269	19,801	16,001	15,177	14,918	49,808	45,818	65,040	65,898
별도	7,800	9,277	11,315	11,170	10,299	9,583	9,340	9,553	30,374	26,510	39,562	38,774
해외	5,225	5,799	6,355	8,100	9,502	6,418	5,838	5,366	19,434	19,308	25,478	27,124
글로벌인프라	3,044	3,216	2,967	4,100	3,577	3,687	1,304	4,401	14,559	11,974	13,327	12,970
매출액 성장률(% YoY)	10.5	33.3	44.7	53.1	45.5	7.6	-20.1	-17.3	-0.9	-10.2	35.6	0.6
연결 영업이익	1,552	2,201	3,117	2,386	2,461	1,994	2,017	2,106	3,869	2,403	9,256	8,577
철강	1,341	2,048	2,916	2,171	2,172	1,717	1,740	1,872	2,687	1,217	8,476	7,500
별도	1,073	1,608	2,296	1,708	1,713	1,351	1,370	1,474	2,586	1,135	6,684	5,908
해외	268	440	620	463	459	366	370	398	101	81	1,791	1,592
글로벌인프라	211	153	201	216	289	277	277	234	1,182	1,187	781	1,077
영업이익률(%)	9.7	12.0	15.1	10.2	10.5	10.1	12.2	10.9	6.0	4.2	11.8	10.9
영업이익 성장률(% YoY)	120.1	1,212.1	367.5	176.4	58.6	-9.4	-35.3	-11.8	-29.5	-30.8	184.1	-7.9
세전이익	1,560	2,398	3,359	2,243	2,499	2,018	2,085	2,157	3,053	2,025	9,559	8,759
당기순이익	1,139	1,807	2,628	1,592	1,774	1,433	1,480	1,532	1,983	1,788	7,166	6,219
지배순이익	1,025	1,664	2,430	1,513	1,686	1,361	1,406	1,455	1,835	1,602	6,631	5,908

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

POSCO (005490)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	64,366.9	57,792.8	78,367.4	78,867.4	82,052.5
매출액증가율 (%)	-0.9	-10.2	35.6	0.6	4.0
매출원가	58,116.5	53,072.4	66,580.9	67,744.9	71,065.4
매출총이익	6,250.4	4,720.4	11,786.4	11,122.5	10,987.1
판매관리비	2,381.5	2,317.4	2,530.4	2,545.1	2,664.6
영업이익	3,868.9	2,403.0	9,256.1	8,577.4	8,322.5
영업이익률	6.0	4.2	11.8	10.9	10.1
금융손익	-369.9	-214.9	-81.2	113.4	319.2
증속/관계기업순익	273.7	133.3	644.2	446.4	537.5
기타영업외순익	-719.4	-296.3	-259.7	-378.1	-438.9
세전계속사업이익	3,053.3	2,025.1	9,559.3	8,759.0	8,740.3
법인세비용	1,070.6	236.9	2,393.6	2,540.1	2,534.7
당기순이익	1,982.6	1,788.2	7,165.8	6,218.9	6,205.6
지배주주지분 순이익	1,835.1	1,602.2	6,631.4	5,908.0	5,895.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	6,004.7	8,685.7	6,156.1	11,697.7	9,937.5
당기순이익(손실)	1,982.6	1,788.2	7,165.8	6,218.9	6,205.6
유형자산상각비	3,029.9	3,156.2	3,133.6	3,162.2	3,147.8
무형자산상각비	431.3	465.6	421.5	331.7	298.4
운전자본의 증감	-40.8	2,803.6	-5,899.8	2,417.1	809.1
투자활동 현금흐름	-3,682.9	-6,259.3	-6,603.2	-4,908.2	-5,227.8
유형자산의증가(CAPEX)	-2,519.2	-3,196.9	-2,948.5	-3,007.5	-3,067.6
투자자산의감소(증가)	104.3	242.6	-2,508.2	2,021.5	1,064.7
재무활동 현금흐름	-1,512.2	-1,090.9	751.5	-2,906.2	-1,516.8
차입금의 증감	796.1	306.2	2,563.3	-1,455.1	-141.5
자본의 증가	-34.3	-65.7	44.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	871.4	1,240.3	435.8	3,883.4	3,192.9
기초현금	2,643.9	3,515.3	4,755.6	5,191.4	9,074.7
기말현금	3,515.3	4,755.6	5,191.4	9,074.7	12,267.6

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	34,842.4	35,830.8	47,462.0	50,233.5	54,966.1
현금및현금성자산	3,514.9	4,754.6	5,191.4	9,074.7	12,267.6
매출채권	8,353.0	7,471.9	11,439.4	9,457.1	8,793.5
재고자산	10,920.3	9,051.8	13,858.2	11,456.7	10,652.8
비유동자산	44,216.3	43,256.2	46,486.8	44,425.3	43,519.4
유형자산	29,926.0	29,400.1	29,656.2	29,501.4	29,421.3
무형자산	4,908.5	4,449.4	4,216.5	3,884.8	3,586.3
투자자산	6,046.1	5,936.8	9,089.2	7,514.2	6,986.9
자산총계	79,058.7	79,087.0	93,948.7	94,658.7	98,485.6
유동부채	16,323.7	16,855.0	20,994.2	18,716.5	17,886.3
매입채무	3,422.9	3,755.5	5,749.6	4,753.3	4,419.8
단기차입금	5,486.3	5,194.4	5,727.7	5,727.7	5,727.7
유동성장기부채	3,061.9	3,483.1	2,747.0	2,638.8	2,534.8
비유동부채	14,940.3	14,557.4	18,219.1	16,424.8	16,237.6
사채	8,090.6	8,469.7	10,359.0	9,323.1	9,323.1
장기차입금	3,802.8	3,350.3	3,979.7	3,780.7	3,780.7
부채총계	31,264.0	31,412.4	39,213.4	35,141.3	34,123.9
자본금	482.4	482.4	482.4	482.4	482.4
자본잉여금	1,376.3	1,310.6	1,354.5	1,354.5	1,354.5
기타포괄이익누계액	-1,136.9	-1,392.9	-716.9	-716.9	-716.9
이익잉여금	45,080.1	46,111.5	51,482.9	55,954.0	60,488.0
비지배주주지분	3,322.8	3,343.2	4,429.4	4,740.4	5,050.7
자본총계	47,794.7	47,674.6	54,735.4	59,517.4	64,361.7

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	738,263	662,862	898,844	904,579	941,111
EPS(지배주주)	21,048	18,376	76,059	67,762	67,617
CFPS	88,678	74,793	147,457	133,579	130,633
EBITDAPS	84,072	69,102	146,940	138,453	134,983
BPS	510,076	508,464	576,990	628,272	680,275
DPS	10,000	8,000	19,000	18,000	18,000
배당수익률(%)	4.2	2.9	6.9	5.9	5.9
Valuation(Multiple)					
PER	11.2	14.8	3.6	4.5	4.5
PCR	2.7	3.6	1.9	2.3	2.3
PSR	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
PBR	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
EBITDA	7,330.0	6,024.8	12,811.2	12,071.3	11,768.7
EV/EBITDA	4.4	5.3	2.7	2.3	1.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.2	3.6	14.0	11.2	10.3
EBITDA 이익률	11.4	10.4	16.3	15.3	14.3
부채비율	65.4	65.9	71.6	59.0	53.0
금융비용부담률	1.2	1.1	0.5	0.5	0.4
이자보상배율(X)	5.1	3.8	22.1	24.0	23.5
매출채권회전율(X)	7.6	7.3	8.3	7.5	9.0
재고자산회전율(X)	5.7	5.8	6.8	6.2	7.4

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	80.1%
중립	19.9%
매도	0.0%

2021년 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(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
2019.10.30	산업분석	Buy	290,000	민사영	-20.7	-14.3		
2020.02.14				Univ Out				
2020.11.27	산업분석	Buy	320,000	문경원	-16.1	-8.0	600,000	
2021.01.11	기업브리프	Buy	360,000	문경원	-22.1	-10.7		
2021.03.25	기업브리프	Buy	400,000	문경원	-11.5	2.4	400,000	
2021.06.08	산업분석	Buy	450,000	문경원	-	-	200,000	