

2022. 3. 30



▲ 유틸리티/철강

Analyst 문경원, CFA

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 450,000 원

현재주가 (3.29) 299,000 원

상승여력 50.5%

KOSPI 2,741.07pt

시가총액 260,689억원

발행주식수 8,719만주

유동주식비율 68.18%

외국인비중 53.05%

52주 최고/최저가 409,500원/257,500원

평균거래대금 983.0억원

주요주주(%)

국민연금공단 9.74

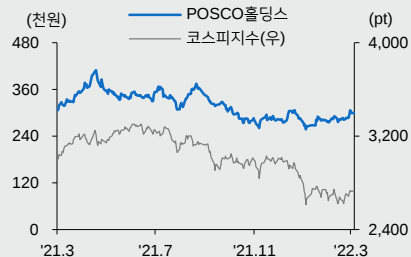
BlackRock Fund Advisors 외 13 인 5.23

주가상승률(%)

1개월 4.9 6개월 -9.4 12개월 -8.6

절대주가 3.3 1.2 1.3

주가그래프



POSCO홀딩스 005490

1Q22 Preview: 폭풍전야

- ✓ 1Q22 별도 영업이익은 1,22조원 기록하며 컨센서스(1,14조원)를 소폭 상회할 전망
- ✓ 판매량 축소, 평가 하락, 원재료비 상승 등 주요 지표가 모두 악화
- ✓ 판매량 감소 및 유연탄 가격 상승으로 2Q22까지 감익 기조 지속 전망
- ✓ 러시아 사태는 인한 평가 상승 보다 원재료 가격 상승 영향에 주목
- ✓ 불확실성 확인이 필요. 투자 의견 Buy, 적정주가 450,000원을 유지

1분기까지 나쁘지 않으나 2분기부터 원가 부담이 걱정

1Q22 연결 영업이익은 1,8조원(-24.1% QoQ)을 기록하며 컨센서스(1,65조원)를 소폭 상회할 전망이다. 별도 영업이익은 1,22조원(-26.9% QoQ)을 기록하며 컨센서스(1,14조원)를 역시 소폭 상회할 전망이다. 고로 개보수 영향으로 판매량이 -2.5% QoQ 감소하고, 유연탄 스팟 가격 상승 영향으로 인한 원재료비 상승(톤당 +2.6만원)했지만 평가 하락폭(톤당 -3.7만원)이 예상보다 적었을 것으로 추정한다. 3월 이후 톤당 500~600달러까지 급등한 유연탄 가격 영향은 5~6월 이후 본격화되는데, 수요 개선으로 인한 원가 상승이 아닌 만큼 평가에 이를 모두 반영할 가능성은 낮다. 2Q22까지 감익 기조가 이어지며, 3Q22 판매량 회복으로 인한 증익을 예상한다.

러시아 사태로 인한 평가 상승 보다 원재료 가격 상승에 주목

현 주가에는 러시아-우크라이나 전쟁으로 인한 유럽 철강재 가격 상승에 대한 기대감이 반영되어 있다. 그러나 EU의 세이프가드로 인해 아시아 시장에 미치는 영향은 제한적이다. 실제로 중국 철강 가격은 전쟁 발발 이후 수출 증가에도 불구하고 부동산 경기 하강 우려로 상승폭이 크지 않았다. 이보다는 원재료 가격 영향에 주목해야 한다. 우리나라는 연료탄 수입 중 15%, 스크랩 수입 중 10%를 러시아에 의존하고 있다. 우크라이나 사태는 스프레드 측면에서 악재다.

불확실성을 확인하고 접근하는 전략이 필요

수익성 대비 저평가 구간은 맞으나 단기적으로는 리스크 요인이 산해 있다. 중국 부동산 경기 및 철강 가격 반등, 연료탄 수급 정상화 등 불확실성 해소를 확인하고 접근하는 전략이 필요하다. 투자 의견 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 (%)
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
2021	76,332.4	9,238.1	6,617.2	75,897	302.4	578,383	3.6	0.5	2.5	14.0	66.9
2022E	85,773.3	7,193.0	4,866.0	55,811	-28.8	619,417	5.4	0.5	2.8	9.3	59.2
2023E	82,387.8	6,270.7	4,344.4	49,829	-10.7	655,327	6.0	0.5	2.4	7.8	48.2
2024E	82,813.0	6,460.5	4,649.1	53,324	7.0	694,731	5.6	0.4	2.1	7.9	44.9

표1 POSCO 1Q22 Preview

(십억원)	1Q22E	1Q21	(% YoY)	4Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	22,464.7	16,068.7	39.8	21,334.3	5.3	20,022.5	12.2
영업이익	1,798.2	1,552.4	15.8	2,368.3	-24.1	1,648.4	9.1
세전이익	1,812.0	1,559.6	16.2	2,099.3	-13.7	1,743.9	3.9
지배순이익	1,248.0	1,024.7	21.8	1,498.4	-16.7	1,150.4	8.5

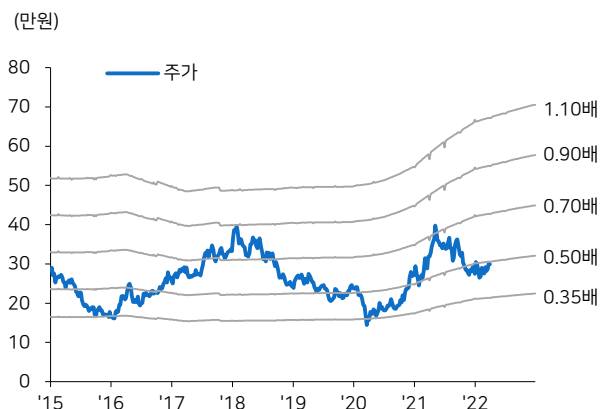
자료: POSCO, 메리츠증권 리서치센터

표2 POSCO 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	80,847	85,106	85,773	82,388	6.1%	-3.2%
영업이익	7,993	8,233	7,193	6,271	-10.0%	-23.8%
영업이익률	9.9%	9.7%	8.4%	7.6%	-1.5%p	-2.1%p
당기순이익	5,737	6,033	5,122	4,573	-10.7%	-24.2%

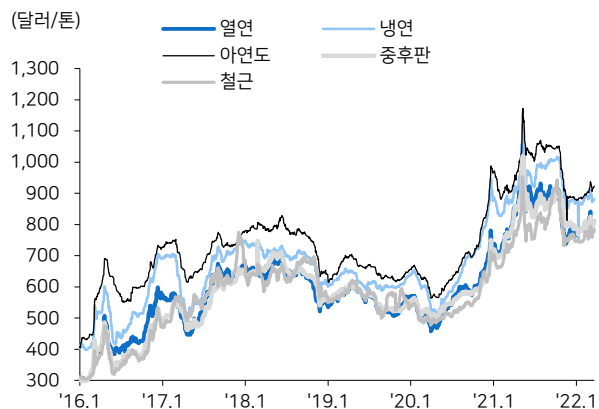
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 POSCO 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 중국 강종별 유통 가격 추이



자료: Steeldaily, 메리츠증권 리서치센터

그림3 철광석 및 유연탄 국제 가격 추이

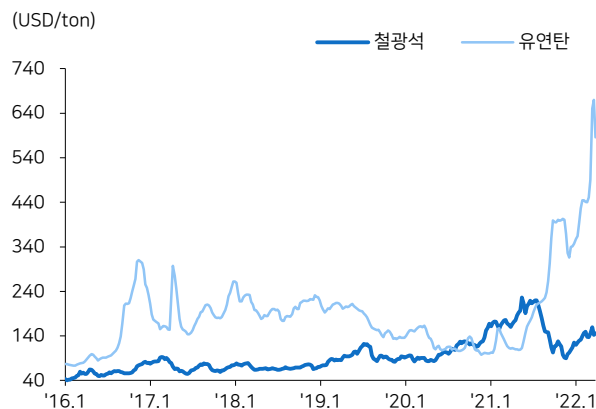
주: 호주산 철광석 중국 수입 가격, 호주산 유연탄 수출 가격
자료: 자원정보서비스, 메리츠증권 리서치센터

표3 POSCO 실적 전망 및 주요 가정

주요 지표	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
원/달러	1,123.0	1,121.3	1,158.0	1,183.1	1,205.0	1,210.0	1,195.0	1,180.0	1,180.3	1,144.0	1,197.5	1,155.0
판매량(천톤)												
탄소강 판매량	8,331.0	8,521.0	8,517.0	8,103.0	7,900.4	7,742.4	8,477.9	8,469.5	32,452.0	33,472.0	32,590.3	33,793.3
성장률(%QoQ, YoY)	-2.1	2.3	0.0	-4.9	-2.5	-2.0	9.5	-0.1	-4.6	3.1	-2.6	3.7
STS 판매량	481.0	479.0	505.0	518.0	505.1	494.9	542.0	541.4	1,818.0	1,983.0	2,083.4	2,160.3
성장률(%QoQ, YoY)	-0.2	-0.4	5.4	2.6	-2.5	-2.0	9.5	-0.1	-7.6	9.1	5.1	3.7
ASP(원/kg)												
탄소강 ASP	762.7	900.7	1,097.3	1,143.7	1,106.4	1,202.3	1,177.6	1,075.6	662.4	975.2	1,139.7	922.9
성장률(%QoQ, YoY)	12.3	18.1	21.8	4.2	-3.3	8.7	-2.1	-8.7	-8.2	47.2	16.9	-19.0
STS ASP	2,199.6	2,388.3	2,712.9	3,021.2	3,316.9	3,307.2	3,104.8	3,112.6	2,058.9	2,590.5	3,206.3	3,117.7
성장률(%QoQ, YoY)	6.4	8.6	13.6	11.4	9.8	-0.3	-6.1	0.3	-1.9	25.8	23.8	-2.8
스프레드(원/kg)												
탄소강 스프레드	457.2	472.8	578.3	593.6	545.1	530.2	509.2	540.6	362.4	511.3	530.8	450.4
성장률(%QoQ, YoY)	9.5	18.5	22.3	2.6	-8.2	-2.7	-4.0	6.2	-8.9	41.1	3.8	-15.1
STS 스프레드	448.9	591.5	651.0	596.6	595.7	596.0	601.0	600.9	651.8	556.8	595.5	622.2
성장률(%QoQ, YoY)	-7.4	31.8	10.1	-8.3	-0.2	0.0	0.8	0.0	1.3	-14.6	6.9	4.5
연결 실적(십억원)												
연결 매출	16,069	18,292	20,637	21,334	22,465	21,810	19,947	21,552	57,793	76,332	85,773	82,388
철강	13,025	15,076	17,670	17,778	21,163	19,327	20,069	17,857	45,818	63,549	78,416	67,799
별도	7,800	9,277	11,315	11,528	11,007	11,575	12,350	11,435	26,510	39,920	46,366	40,134
해외	5,225	5,799	6,355	6,250	10,156	7,752	7,719	6,423	19,308	23,629	32,050	27,664
글로벌인프라	3,044	3,216	2,967	3,556	1,302	2,483	-122	3,695	11,974	12,783	7,357	14,589
매출액 성장률(% YoY)	10.5	33.3	44.7	39.8	39.8	19.2	-3.3	1.0	-10.2	32.1	12.4	-3.9
연결 영업이익	1,552	2,201	3,117	2,368	1,798	1,498	1,705	2,191	2,403	9,238	7,193	6,271
철강	1,341	2,048	2,916	2,060	1,538	1,210	1,388	1,935	1,217	8,365	6,071	4,917
별도	1,073	1,608	2,296	1,673	1,222	961	1,105	1,550	1,135	6,650	4,838	3,923
해외	268	440	620	387	315	249	282	385	81	1,715	1,232	994
글로벌인프라	211	153	201	308	260	288	318	256	1,187	873	1,123	1,354
영업이익률(%)	9.7	12.0	15.1	11.1	8.0	6.9	8.5	10.2	4.2	12.1	8.4	7.6
영업이익 성장률(% YoY)	120.1	1,212.1	367.5	174.3	15.8	-31.9	-45.3	-7.5	-30.8	191.1	-30.7	-9.2
세전이익	1,560	2,398	3,359	2,099	1,812	1,488	1,728	2,037	2,025	9,416	7,065	6,308
당기순이익	1,139	1,807	2,628	1,622	1,314	1,079	1,253	1,477	1,788	7,196	5,122	4,573
지배순이익	1,025	1,664	2,430	1,498	1,248	1,025	1,190	1,403	1,602	6,617	4,866	4,344

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

자료: 메리츠증권 리서치센터

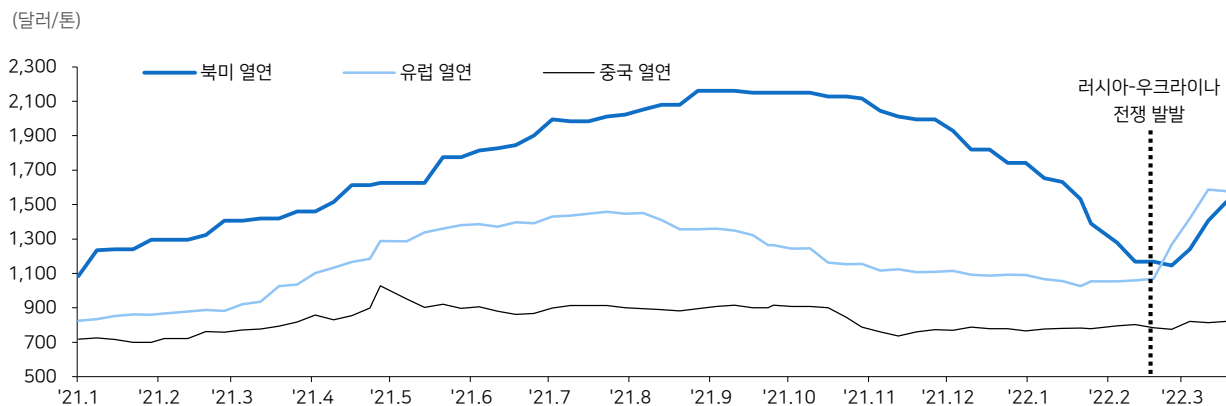
러시아 사태, 호재인가 악재인가

러시아-우크라이나 전쟁 발발 이후 각 지역별 철강 흐름은 판이하게 달랐다. 미국 및 유럽 가격은 30~50% 상승한 반면 중국 가격은 5% 상승하는 데 그쳤다. 유럽의 러시아, 벨라루스산 철강 수입 금지 이후 유럽 내 철강 수급이 타이트해졌으나, 아시아 시장에의 영향은 제한적이었다. 세이프가드 효과이다.

아시아 역시 단기적으로 소폭의 철강 가격 상승을 기대해볼 수 있다. 그러나 중국 내 부동산 경기 부진, CoVID-19 확산으로 인해 부진한 역내 수요를 감안하면 원재료 가격을 온전히 전이시키기는 어려울 전망이다. 오히려 중장기적으로 러시아의 對 중국 수출량이 늘어나며 수급이 악화될 가능성도 있다.

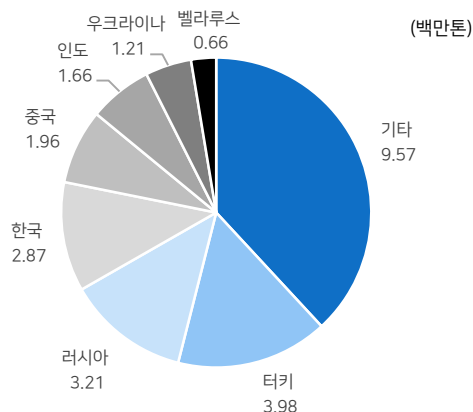
직접 수출 효과도 크지 않다. 2020 년 러시아, 벨라루스의 對 EU 수출량은 약 328 만톤으로, 이를 나머지 수출 국가가 수출량에 비례해서 가지고 간다면 한국의 추가 수출량은 약 49 만톤이다. 50 만원의 프리미엄을 가정한다면 시장 전체로 봐도 이익 증대 효과는 2,500 억원에 그치는 셈이다.

그림4 러시아-우크라이나 전쟁 발발 이후 각 지역별 열연 가격 추이



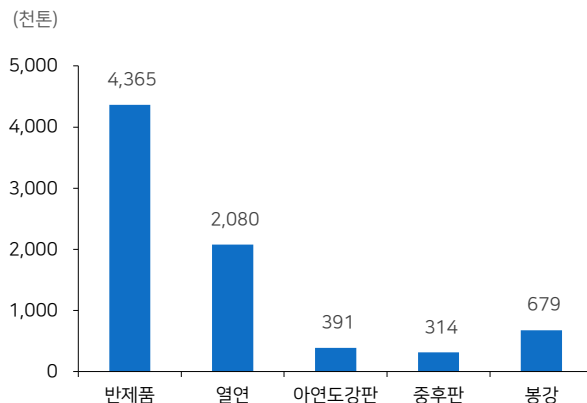
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 EU의 국가별 철강 수입량



주: 2020년 기준. 자료: Eurofer, 메리츠증권 리서치센터

그림6 러시아의 강재별 EU 수출



주: 2021년 기준. 자료: 한국철강협회, 메리츠증권 리서치센터

POSCO 홀딩스 (005490)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	57,792.8	76,332.4	85,773.3	82,387.8	82,813.0
매출액증가율 (%)	-10.2	32.1	12.4	-3.9	0.5
매출원가	53,072.4	64,451.2	75,976.1	73,362.3	73,539.0
매출총이익	4,720.4	11,881.1	9,797.2	9,025.5	9,274.0
판매관리비	2,317.4	2,643.0	2,604.2	2,754.8	2,813.5
영업이익	2,403.0	9,238.1	7,193.0	6,270.7	6,460.5
영업이익률	4.2	12.1	8.4	7.6	7.8
금융손익	-214.9	-35.1	-40.1	172.5	185.1
중속/관계기업손익	133.3	649.6	449.7	542.7	512.4
기타영업외손익	-296.3	-436.5	-537.7	-678.2	-408.0
세전계속사업이익	2,025.1	9,416.1	7,065.0	6,307.7	6,750.1
법인세비용	236.9	2,220.2	1,942.9	1,734.6	1,856.3
당기순이익	1,788.2	7,195.9	5,122.1	4,573.1	4,893.8
지배주주지분 순이익	1,602.2	6,617.2	4,866.0	4,344.4	4,649.1

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	35,830.8	46,621.6	48,965.9	48,748.8	51,378.8
현금및현금성자산	4,754.6	4,775.2	5,799.1	7,975.3	8,815.3
매출채권	7,471.9	9,266.7	9,361.4	7,841.5	8,153.3
재고자산	9,051.8	15,215.1	15,370.6	12,875.1	13,386.9
비유동자산	43,256.2	44,850.0	44,364.7	43,113.7	43,801.4
유형자산	29,400.1	29,596.7	29,377.9	29,624.7	30,344.5
무형자산	4,449.4	4,166.3	3,825.6	3,518.8	3,242.4
투자자산	5,936.8	7,261.1	7,335.3	6,144.4	6,388.6
자산총계	79,087.0	91,471.6	93,330.6	91,862.6	95,180.2
유동부채	16,855.0	21,083.6	20,551.2	17,940.7	17,803.7
매입채무	3,755.5	5,468.2	5,524.1	4,627.2	4,811.1
단기차입금	5,194.4	5,110.4	4,599.4	4,139.4	3,725.5
유동성장기부채	3,483.1	3,719.6	3,573.1	3,432.3	3,297.0
비유동부채	14,557.4	15,583.1	14,140.6	11,923.7	11,698.0
사채	8,469.7	9,082.3	8,174.1	6,621.0	6,621.0
장기차입금	3,350.3	3,828.8	3,273.7	2,946.3	2,651.7
부채총계	31,412.4	36,666.7	34,691.8	29,864.4	29,501.8
자본금	482.4	482.4	482.4	482.4	482.4
자본잉여금	1,310.6	1,388.0	1,388.0	1,388.0	1,388.0
기타포괄이익누계액	-1,392.9	-678.9	-678.9	-678.9	-678.9
이익잉여금	46,111.5	51,532.9	55,110.6	58,241.4	61,676.9
비지배주주지분	3,343.2	4,377.6	4,633.7	4,862.4	5,107.0
자본총계	47,674.6	54,804.9	58,638.7	61,998.2	65,678.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	8,685.7	6,259.4	8,249.1	10,015.4	7,637.3
당기순이익(손실)	1,788.2	7,195.9	5,122.1	4,573.1	4,893.8
유형자산상각비	3,156.2	3,135.4	3,360.1	3,365.7	3,434.6
무형자산상각비	465.6	444.1	340.7	306.8	276.4
운전자본의 증감	2,803.6	-7,070.6	-143.0	2,295.0	-470.7
투자활동 현금흐름	-6,259.3	-5,583.5	-3,800.0	-4,076.8	-4,734.5
유형자산의증가(CAPEX)	-3,196.9	-3,079.7	-3,141.3	-3,612.5	-4,154.4
투자자산의감소(증가)	242.6	-674.7	375.5	1,733.6	268.2
재무활동 현금흐름	-1,090.9	-768.7	-3,425.1	-3,762.3	-2,062.8
차입금의 증감	306.2	1,118.5	-2,117.9	-2,531.2	-833.6
자본의 증가	-65.7	77.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	1,240.3	20.1	1,023.4	2,176.2	839.9
기초현금	3,515.3	4,755.6	4,775.7	5,799.1	7,975.3
기말현금	4,755.6	4,775.7	5,799.1	7,975.3	8,815.3

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	662,862	875,503	983,787	944,957	949,833
EPS(지배주주)	18,376	75,897	55,811	49,829	53,324
CFPS	74,793	152,444	118,488	107,342	112,427
EBITDAPS	69,102	147,012	124,948	114,045	116,662
BPS	508,464	578,383	619,417	655,327	694,731
DPS	8,000	17,000	16,000	16,000	16,000
배당수익률(%)	2.9	6.2	5.4	5.4	5.4
Valuation(Multiple)					
PER	14.8	3.6	5.4	6.0	5.6
PCR	3.6	1.8	2.5	2.8	2.7
PSR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
EBITDA	6,024.8	12,817.5	10,893.8	9,943.2	10,171.4
EV/EBITDA	5.3	2.5	2.8	2.4	2.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.6	14.0	9.3	7.8	7.9
EBITDA 이익률	10.4	16.8	12.7	12.1	12.3
부채비율	65.9	66.9	59.2	48.2	44.9
금융비용부담률	1.1	0.6	0.5	0.5	0.4
이자보상배율(x)	3.8	21.0	16.7	15.7	18.1
매출채권회전율(x)	7.3	9.1	9.2	9.6	10.4
재고자산회전율(x)	5.8	6.3	5.6	5.8	6.3

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	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(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.01.20	산업브리프	Buy	290,000	민사영	-22.0	-14.8	
2020.02.14				Univ Out			
2020.11.27	산업분석	Buy	320,000	문경원	-16.1	-8.0	
2021.01.11	기업브리프	Buy	360,000	문경원	-22.1	-10.7	
2021.03.25	기업브리프	Buy	400,000	문경원	-11.5	2.4	
2021.06.08	산업분석	Buy	450,000	문경원	-	-	