

2024. 8. 21



▲ 유틸리티/건설

Analyst 문경원, CFA

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

RA 윤동준

02. 6454-4886

dongjun.yoon@meritz.co.kr

Buy (신규)

(20 거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 73,000 원

현재주가 (8.20) 50,700 원

상승여력 44.0%

KOSPI 2,696.63pt

시가총액 89,193억원

발행주식수 17,592만주

유동주식비율 26.03%

외국인비중 6.56%

52주 최고/최저가 87,600원/42,000원

평균거래대금 1,516.0억원

주요주주(%)

포스코홀딩스 외 3 인 70.82

국민연금공단 5.03

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -10.1 -13.9 -37.8

상대주가 -6.8 -15.2 -42.2

주가그래프



포스코인터내셔널 047050

Q의 증명

- ✓ 에너지 사업의 차별화된 투자. 이제 Q 성장과 밸류에이션 재평가로 돌려받을 때
- ✓ 미얀마, SENEX는 가스 E&P 사업 증익 견인 중. 2025년 발전 사업 증익도 클 것
- ✓ 들쭉날쭉한 Peer들과 달리 안정적으로 연 15% 내외의 순이익 성장 가능
- ✓ 신규 탐사 결과에 따른 큰 폭의 멀티플 상승 기대. 선제적 매수 필요
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 73,000원을 제시하며 커버리지를 개시

에너지 사업 저평가, 이젠 'Q 성장'으로 뚫을 때

2004년 미얀마 가스전 탐사 성공, 2023년 포스코에너지 합병 등을 거쳐 뚜렷한 에너지 기업으로서 거듭났음에도 그 가치를 제대로 평가받고 있지 못하다. 에너지는 이익, 투자 계획 측면에서 뚜렷한 주력 사업이며, 지난 4년 동안 소극적이었던 글로벌 E&P 사업자들과 달리 공격적으로 투자해왔다. 이제 그 대가로 따라올 'Q 성장'에 대한 재평가가 필요하다.

Up, Mid, Downstream 모두 2025년부터 증익 + 거대한 신규 탐사 모멘텀

가스 Upstream(E&P) 주력 사업인 미얀마, SENEX의 투자 성과는 2024년, 2026년부터 본격화된다. 이에 따라 E&P 사업의 영업이익은 2024~2026년 평균 +17.5% 성장할 전망이다. 뿐만 아니라 신규 탐사 모멘텀에도 주목해야 한다. 2025~2027년까지 말레이시아, 호주, 동해 가스전에서의 탐사 결과는 잠재적으로 거대한 Upside다. 과거 미얀마 심해 가스전 개발 당시 PER 멀티플이 2배 이상 상승한 바 있다. 특히 동사는 국내 유일한 심해 가스전 개발 사업자로서 국내 사업 참여가 기대된다. 한편, 2025년에는 아시아 천연가스 가격 하락이 예상되는데, 이는 Downstream(발전) 사업의 증익(2025E, 2026E 평균 +19.3%)으로 이어질 전망이다. 전사 순이익은 2023~2026E 평균 +15.0% YoY 성장할 전망이다. 이는 Peer 평균인 -0.1%를 큰 폭으로 상회한다.

높은 주가 변동성 예상. 따라잡기보다는 선제적 매수 전략 필요

투자의견 Buy, 적정주가 73,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. Peer 대비 20% 프리미엄을 부여했다. 탐사 결과에 따라 높은 주가 변동성이 예상되는 만큼 합리적인 밸류에이션 수준에서 선제적으로 매수하는 전략이 필요하다. 바로 지금이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	37,989.6	902.5	589.8	4,780	69.7	32,283	4.7	0.7	5.0	15.8	184.6
2023	33,132.8	1,163.1	673.9	3,834	-21.1	34,693	16.3	1.8	9.6	13.4	150.8
2024E	32,168.2	1,161.7	687.9	3,910	2.7	36,946	13.0	1.4	7.8	10.9	152.6
2025E	34,545.0	1,304.0	818.2	4,651	21.3	40,603	10.9	1.2	6.9	12.0	142.9
2026E	37,183.0	1,537.3	947.3	5,385	21.6	44,782	9.4	1.1	6.0	12.6	133.4



Contents

Summary	3
Key Chart	4
1. 투자 의견 및 기업 개요	6
투자 의견 Buy, 적정주가 73,000원으로 커버리지 개시	6
실적 전망	9
기업 개요	10
주요 주가 변수	11
2. Upstream: Q의 증명 - 기존, 신규 광구에서 이뤄지는 성장성 재조명	13
한 발자국 빠른 투자의 결실	13
미얀마와 SENEX, 2026년까지 투자 회수 시기	14
앞으로 3년 간은 탐사 사업의 분기점	16
동해 심해 가스전 알아보기	17
Q1. 포스코인터, 동해가스전 개발 중심에 있는 이유?	17
Q2. 35~140억 배럴이라는 숫자가 지닌 가치는?	19
Q3. 탐사 성공 시 예상되는 주가 흐름은?	20
Q4. 심해 가스전과 천해 가스전의 차이는?	27
외면하기에는 너무 큰 Upside Risk, 미리 대응해야 하는 탐사 모멘텀	29
3. 투자포인트: 풍부해질 LNG, 행복한 Downstream	30
미국, 카타르를 중심으로 2025년 이후 LNG 수출 확대	30
아시아 LNG 가격, 결국에는 미국 가격을 따라 하락 예상	32
낮은 가스 가격의 최대 수혜는 동북아시아 LNG Downstream	34
송변전 혼잡과 수도권 전력 수요 집중도 긍정적인 요소	37
Midstream으로 연결되는 가스 수요 증가	39

Summary

차별화된 이익 성장 대비
저평가된 밸류에이션

포스코인터내셔널에 대해 투자의견 Buy, 적정주가 73,000원으로 커버리지를 개시한다. 그간 대외변수에 흔들렸던 주가가 펀더멘털을 반영할 때다. 특히 에너지 사업의 가치는 아직 정당한 평가를 받고 있지 못하다. Peer 대비 지난 4년 간 공격적인 투자를 해왔고, 이에 따라 2023~2026년 구간 차별화된 EPS 성장률을 보일 전망이다(2023~2026E 평균 +15.1% YoY vs Peer 평균 -0.1%), 2025E PER 10.9배는 오히려 Peer 평균 12.7배를 하회한다.

2025년부터 2026년까지는 1)가스 Up, Mid, Downstream 사업에서 모두 증익이 가능하며, 2)멀티플을 크게 끌어올릴 수 있는 신규 탐사 모멘텀이 부각되는 시기다. 저평가 탈출의 적기다.

2026년까지 미얀마, SENEX에서
E&P 사업 이익 증가를 견인

우선 가스 E&P 사업(Upstream)에서는 미얀마 3단계 개발 완료에 따른 감가상각비 하락, SENEX 증산에 따른 영업이익 증가가 2026년까지 증익을 이끌 전망이다. 신규 탐사 모멘텀은 멀티플을 끌어올린다. 말레이시아 PM524, 동해가스전, 인도네시아 Bunga 등의 탐사 결과가 거대한 Upside Risk로 작용할 전망이다.

신규 가스전 개발 가능성은
잠재적인 업사이드

최근 주식 시장 내 화두가 되고 있는 동해 심해 가스전의 성공 가능성은 아직 점칠 수 없다. 다만 1)동사의 참여 가능성, 2)매장량 당 기업가치 계산, 3)과거 탐사 사례(미얀마, 가이아나)가 주가에 영향을 미쳤던 패턴, 4)천해 가스전과 심해 가스전의 비교 등 성공 확률 이외의 부분에 대해 분석해보았다.

아시아 천연가스 가격 안정화로
Downstream도 기대

가스 Downstream과 Midstream의 실적 전망도 긍정적이다. 미국, 카타르를 중심으로 한 LNG 수출량 확대가 2025년부터 예상된다. 역사적 최저점 수준인 미국 천연가스 수입량이 늘어날 시 최대 수혜 밸류체인은 동사를 비롯한 동북아시아 가스 Downstream이다. 민간 회사들의 가스 수요가 늘어날수록 동사의 Midstream 실적도 개선된다. 2026년까지 증설 효과도 반영될 전망이다.

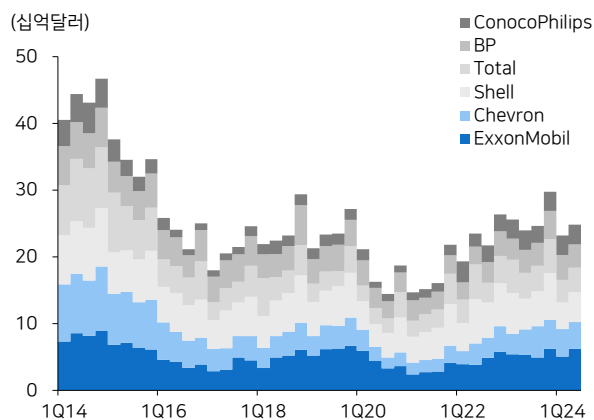
2024년 하반기 실적보다
2025년 이후의 그림이 중요

전반적인 2024년 실적 흐름은 상고하저다. 하반기에는 2Q24 대비 미얀마 Cost Recovery 매출 감소와 발전 부문의 수리 일정에 따른 감익이 예상된다. 그러나 미얀마, SENEX의 원활한 개발과 신규 탐사에 대한 기대감, 아시아 천연가스 가격 안정화 등의 힘으로 2025년의 그림은 더욱 명확해질 전망이다.

이 보고서는 요약본입니다

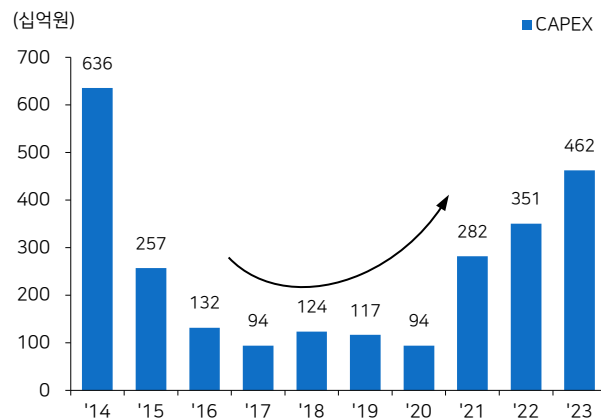
Key Chart

그림1 오일 메이저 분기별 CAPEX 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

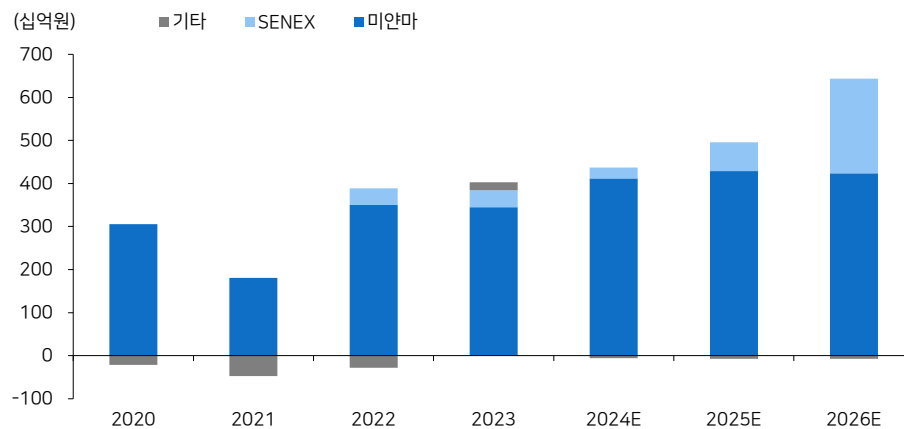
그림2 포스코인터내셔널 CAPEX 추이



주: 합병 이전(~'22)은 에너지와 인터내셔널 합계

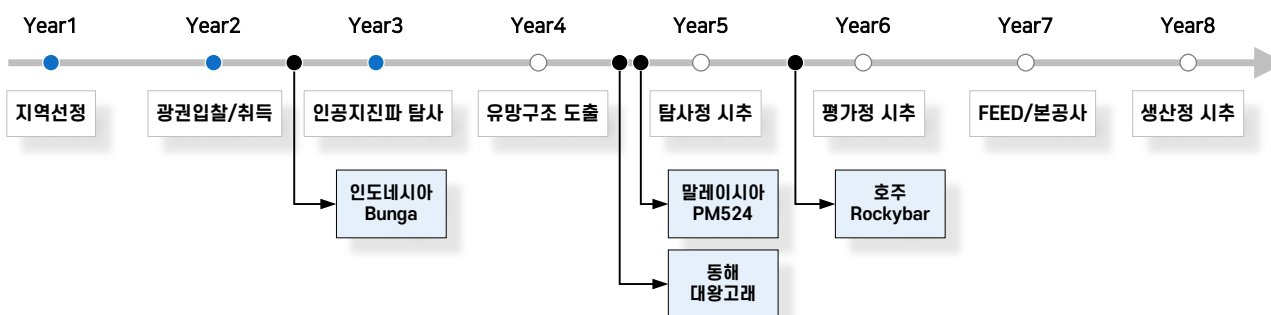
자료: 포스코인터내셔널, 포스코에너지, 메리츠증권 리서치센터

그림3 가스 E&P 사업 부문 영업이익 추이 및 전망



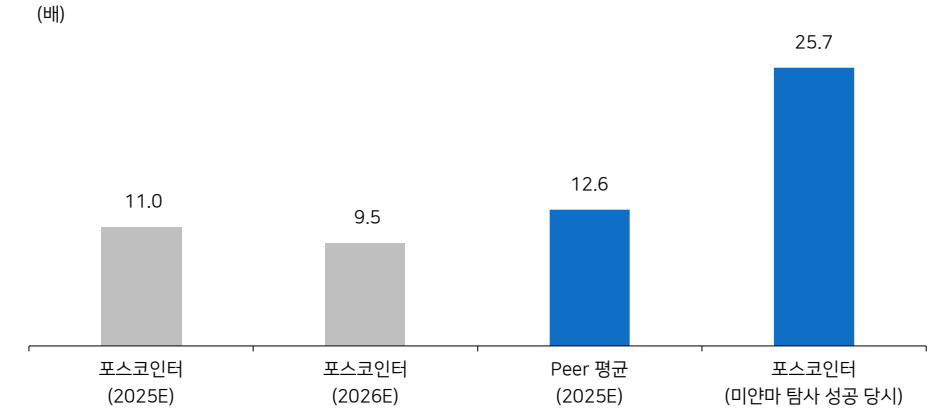
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 일반적인 탐사 단계와 포스코인터내셔널 각 프로젝트의 진행 단계



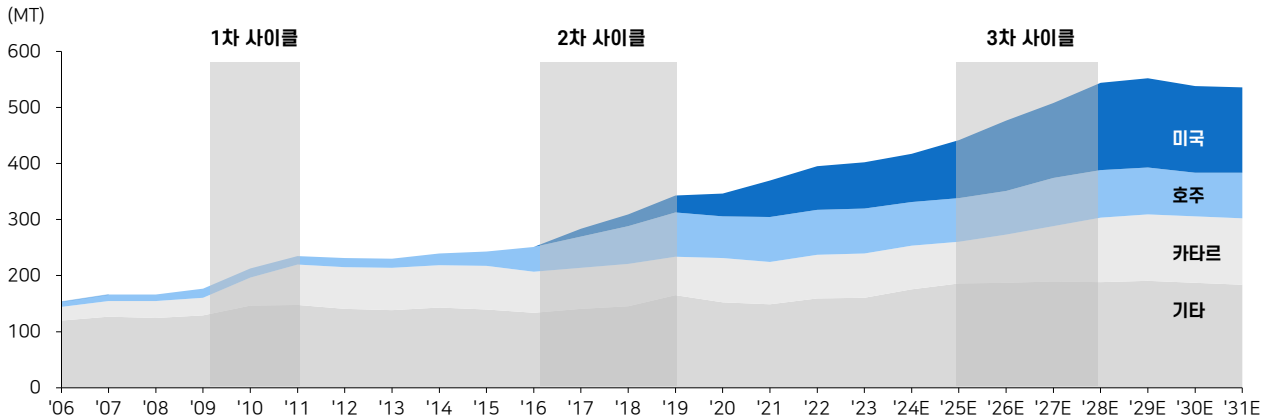
자료: 포스코인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

그림5 포스코인터내셔널 PER 멀티플 비교



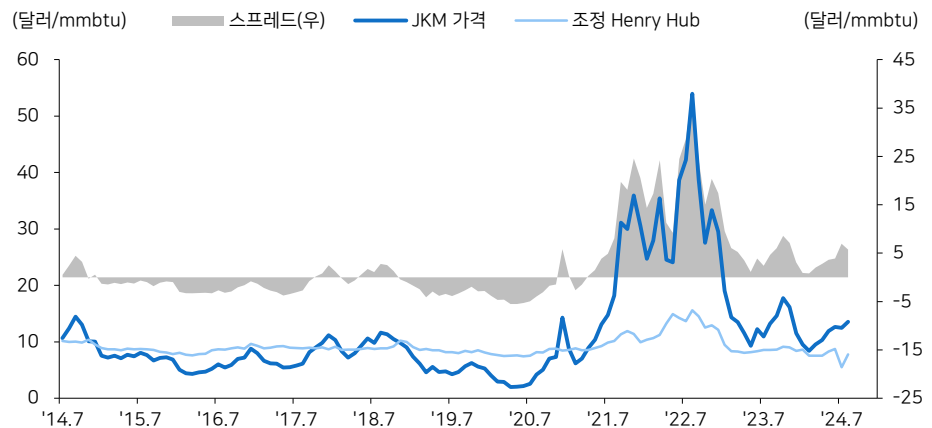
주: 1) Peer 평균은 가스 Up, Mid, Downstream 및 일본 상사 업체를 포함
 2) 미얀마 탐사 성공 당시는 2006년 평균 기준
 자료: Bloomberg, Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림6 글로벌 LNG 공급 전망



자료: Cheniere Energy, Wood Mackenzie (1Q24), 메리츠증권 리서치센터

그림7 미국 Henry Hub - 동북아시아 JKM 가격 스프레드 추이



주: 조정 Henry Hub는 운송비와 액화 비용을 합산한 값
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

포스코인터내셔널 (047050)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	37,989.6	33,132.8	32,168.2	34,545.0	37,183.0
매출액증가율(%)	11.9	-12.8	-2.9	7.4	7.6
매출원가	36,422.0	31,293.3	30,274.4	32,501.6	34,873.2
매출총이익	1,567.6	1,839.5	1,893.8	2,043.5	2,309.9
판매관리비	665.1	676.4	732.1	739.5	772.6
영업이익	902.5	1,163.1	1,161.7	1,304.0	1,537.3
영업이익률(%)	2.4	3.5	3.6	3.8	4.1
금융손익	-166.7	-289.8	-203.0	-174.7	-154.8
종속/관계기업손익	74.9	91.3	88.9	92.4	96.7
기타영업외손익	-68.6	-50.0	-50.3	-51.6	-56.6
세전계속사업이익	742.2	914.6	997.3	1,170.1	1,422.6
법인세비용	137.2	234.2	297.6	321.8	391.2
당기순이익	604.9	680.4	699.6	848.4	1,031.4
지배주주지분 순이익	589.8	673.9	687.9	818.2	947.3

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	7,319.5	8,077.3	9,196.0	10,288.9	11,563.4
현금및현금성자산	1,297.7	1,136.9	1,357.3	1,971.8	2,621.2
매출채권	3,480.0	4,112.8	4,661.3	4,950.9	5,329.4
재고자산	1,758.2	1,958.8	2,147.6	2,281.0	2,455.4
비유동자산	5,196.9	8,540.5	8,582.5	8,441.7	8,350.6
유형자산	1,560.8	3,704.9	3,883.5	3,903.1	3,929.0
무형자산	2,236.3	2,331.9	2,166.9	1,941.6	1,739.8
투자자산	486.3	1,055.4	1,104.8	1,169.7	1,254.6
자산총계	12,516.3	16,617.8	17,778.5	18,730.5	19,914.0
유동부채	5,487.4	6,275.5	7,464.3	7,724.5	8,064.6
매입채무	2,070.9	2,423.1	2,553.3	2,711.9	2,919.3
단기차입금	1,875.4	1,584.8	1,882.2	1,882.2	1,882.2
유동성장기부채	589.1	1,196.8	1,394.1	1,394.1	1,394.1
비유동부채	2,630.8	3,717.5	3,275.6	3,294.1	3,318.2
사채	1,363.6	1,864.1	1,391.9	1,391.9	1,391.9
장기차입금	792.6	1,214.9	1,241.5	1,241.5	1,241.5
부채총계	8,118.2	9,993.0	10,739.9	11,018.6	11,382.8
자본금	616.9	879.6	879.6	879.6	879.6
자본잉여금	540.5	1,826.2	1,839.5	1,839.5	1,839.5
기타포괄이익누계액	17.0	85.7	134.5	134.5	134.5
이익잉여금	2,808.1	3,336.7	3,683.9	4,327.1	5,062.3
비지배주주지분	415.3	521.5	538.9	569.0	653.1
자본총계	4,398.1	6,624.8	7,038.6	7,711.9	8,531.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	1,233.3	1,076.4	942.7	1,308.8	1,411.2
당기순이익(손실)	604.9	680.4	699.6	848.4	1,031.4
유형자산상각비	149.3	278.2	392.7	430.0	432.6
무형자산상각비	251.3	259.9	249.1	225.3	201.9
운전자본의 증감	265.9	-286.4	-440.9	-194.9	-254.7
투자활동 현금흐름	-1,465.7	-27.1	-577.9	-526.7	-559.4
유형자산의증가(CAPEX)	-262.8	-462.4	-499.5	-449.6	-458.6
투자자산의감소(증가)	-60.7	-569.1	-49.4	-64.9	-84.9
재무활동 현금흐름	978.8	-1,225.4	-151.0	-167.5	-202.4
차입금의 증감	967.3	1,339.3	113.2	7.5	9.8
자본의 증가	-17.7	1,548.4	13.3	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	776.6	-160.8	220.4	614.6	649.4
기초현금	521.2	1,297.7	1,136.9	1,357.3	1,971.8
기말현금	1,297.7	1,136.9	1,357.3	1,971.8	2,621.2

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	307,919	188,492	182,854	196,365	211,360
EPS(지배주주)	4,780	3,834	3,910	4,651	5,385
CFPS	10,421	10,066	10,570	11,388	12,572
EBITDAPS	10,562	9,678	10,252	11,137	12,345
BPS	32,283	34,693	36,946	40,603	44,782
DPS	1,000	1,000	1,026	1,245	1,513
배당수익률(%)	4.4	1.6	2.0	2.5	3.0
Valuation(Multiple)					
PER	4.7	16.3	13.0	10.9	9.4
PCR	2.2	6.2	4.8	4.5	4.0
PSR	0.1	0.3	0.3	0.3	0.2
PBR	0.7	1.8	1.4	1.2	1.1
EBITDA(십억원)	1,303.1	1,701.2	1,803.5	1,959.3	2,171.7
EV/EBITDA	5.0	9.6	7.8	6.9	6.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	15.8	13.4	10.9	12.0	12.6
EBITDA 이익률	3.4	5.1	5.6	5.7	5.8
부채비율	184.6	150.8	152.6	142.9	133.4
금융비용부담률	0.4	0.9	0.8	0.7	0.7
이자보상배율(x)	6.2	4.1	4.6	5.2	6.1
매출채권회전율(x)	10.1	8.7	7.3	7.2	7.2
재고자산회전율(x)	20.7	17.8	15.7	15.6	15.7

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 추천 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 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 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	83.3%
중립	16.7%
매도	0.0%

2024년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

포스코인터내셔널 (047050) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

