

Industrial팀

백재승

Senior Analyst

jaeseung.baek@samsung.com

POSCO홀딩스 (005490)

철강과 2차전지 모두 시황 회복 기다림 필요

- 철강 및 2차전지 시황 모두 회복을 위해 당분간 기다림이 필요한 상황
- 철강 스프레드는 수요 부진 감안 시 4Q23에 이어 1Q24에도 큰 폭 회복 어려울 것
- 시황 회복은 상반기보다 하반기 기대. 그 전까진 보수적 가정 기반한 투자 전략 필요

WHAT'S THE STORY?

시황 부진을 몸소 경험할 4Q23 실적: 2023년 3분기부터 하락이 본격화된 철강 가격은 4분 기에도 시황 둔화로 인한 하락이 이어졌다. 반면, 계절성에 기반한 호주 등에서의 공급 차질 및 중국 철강산업의 인위적 감산 부재 등으로 인해 철강 원재료인 철광석과 강점탄 가격이 모두 상승함에 따라, 4분기 철강사들의 스프레드 악화는 불가피해 보인다. 이러한 흐름에 더해 일부 일회성 비용들까지 겹쳐지며, POSCO홀딩스의 4Q23 매출은 전분기와 유사한 19조 원, 영업이익은 전분기 대비 35.9% 감소한 7,670억 원이 예상되며, 영업이익은 컨센서스를 31% 하회할 것으로 전망된다.

수요 회복은 점진적이겠지만, 단기적으로 시황 바닥 다질 것: 한편, 11월부터 중국 철강 가격은 원재료 가격 상승에 기반해 추가 하락을 멈추고 바닥을 다지며 소폭 반등에 성공했다. 다만, 원재료 가격 상승을 충분히 상쇄시킬 정도의 가격 전가력 발휘는 아직 나타나지 않고 있어, 여전히 중국 철강사들의 스프레드는 크게 회복되었다고 보긴 어렵다. 포스코 또한 이러한 기조에 맞춰 1Q24부터는 유통망 가격 인상을 본격적으로 단행할 가능성이 높아 보이며, 상대적으로 수요가 양호한 자동차 및 조선사향 가격에 대해서는 적극적인 인상 노력을 기울일 것으로 예상된다. 투입원가 상승 정도를 감안할 때 1Q24에도 스프레드가 전격적으로 회복될 가능성은 제한적이기에, 2024년 영업이익 추정치를 기존 대비 9% 하향하고, 목표주가 또한 8% 하향한 580,000원을 제시한다. 그러나, 1Q24부터 실적은 점차 바닥을 다져나갈 것으로 예상되며 미국 금리 인하 및 중국 경기 부양책의 실질 효과가 시황에 본격 영향을 줄 2024년 하반기부터 실적 개선이 가시화될 것으로 기대된다.

단기 투자 전략은 보수적 가정에 기반한 bottom level 측정에서 시작: 현재 회사의 기업 가치는 크게 철강 사업, 2차전지 소재 사업, 자회사 가치 등으로 구성된다. 리튬 가격 하락으로 대변되는 2차전지 시황의 눈높이 조절과 철강 시황 부진 등을 감안 시 단기적으로 모멘텀이 강하다고 보긴 어렵다. 이에 따라, 현시점에서는 POSCO홀딩스에 대해 보수적 가정에 근거한 기업 가치를 bottom level로 설정하여 투자 전략을 꾸릴 필요가 있다. 당사가 측정한 bottom 수준 시가총액은 약 40조 원으로 전망되는 바, BUY 투자 의견을 유지한다.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2022	2023E	2024E	2025E
매출액 (십억원)	84,750	77,432	80,645	82,355
영업이익 (십억원)	4,850	3,994	4,213	4,519
순이익 (십억원)	3,560	2,609	2,963	3,186
EPS (adj) (원)	33,356	34,248	33,740	36,544
EPS (adj) growth (%)	-57.4	2.7	-1.5	8.3
EBITDA margin (%)	10.1	10.1	10.2	10.6
ROE (%)	6.3	4.9	4.5	4.7
P/E (adj) (배)	14.2	13.8	14.0	12.9
P/B (배)	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA (배)	5.3	5.6	5.5	5.3
Dividend yield (%)	4.3	2.0	2.0	2.0

자료: POSCO홀딩스, 삼성증권 추정

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	580,000원	22.8%
현재주가	472,500원	
시가총액	41.3조원	
Shares (float)	84,571,230주 (81.3%)	
52주 최저/최고	272,000원/658,000원	
60일-평균거래대금	4,022.2억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
POSCO홀딩스 (%)	3.0	25.8	79.4
Kospi 지수 대비 (%pts)	-3.4	20.8	49.6

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	580,000	630,000	-7.9%
2023E EPS	34,248	35,291	-3.0%
2024E EPS	33,740	35,193	-4.1%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	17
Target price	669,647
Recommendation	4.0
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

표 1. POSCO홀딩스: 연결 실적 추정

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출	19,380.9	20,121.4	18,961.0	18,969.3	20,006.3	20,426.3	20,013.2	20,200.0	84,750.2	77,432.6	80,645.9
철강	9,475.0	10,160.9	9,587.4	9,598.2	9,826.1	10,141.4	10,075.2	10,376.8	42,597.9	38,821.6	40,419.5
무역	7,745.0	7,860.1	7,035.0	7,043.0	7,897.4	7,875.4	7,592.3	7,562.0	30,881.4	29,683.1	30,927.2
건설	1,969.2	2,122.5	2,009.8	1,978.1	1,942.7	2,058.8	2,009.8	1,907.3	7,267.1	8,079.5	7,918.6
기타	191.6	-22.1	328.8	350.1	340.1	350.7	335.9	353.9	4,003.8	848.4	1,380.7
영업이익	704.7	1,326.2	1,196.0	767.0	882.4	940.1	1,171.2	1,219.1	4,850.1	3,994.0	4,212.7
철강	314.4	937.2	804.9	463.5	537.3	570.2	796.4	887.0	3,077.5	2,519.9	2,790.9
무역	244.2	286.4	241.0	183.6	216.1	230.6	233.8	201.6	831.8	955.2	882.0
건설	57.2	46.3	45.5	45.0	51.4	53.7	57.5	55.3	294.2	194.1	217.7
기타	88.9	56.3	104.6	74.9	77.6	85.7	83.5	75.2	646.6	324.7	322.0
당기순이익	840.3	776.0	550.0	405.9	615.3	662.5	815.9	705.7	3,560.5	2,572.2	2,799.4
증가율 (전년대비, %)											
매출	-9.2	-12.6	-10.4	-1.4	3.2	1.5	5.5	6.5	11.0	-8.6	4.1
철강	-15.9	-15.1	-11.1	11.9	3.7	-0.2	5.1	8.1	3.7	-8.9	4.1
무역	6.2	-7.0	-7.4	-6.5	2.0	0.2	7.9	7.4	23.2	-3.9	4.2
건설	26.3	10.9	20.4	-6.9	-1.3	-3.0	0.0	-3.6	13.6	11.2	-2.0
기타	-84.3	-103.3	-70.0	-65.4	77.5	-1,686.8	2.2	1.1	6.1	-78.8	62.7
영업이익	-68.8	-36.8	30.1	n/a	25.2	-29.1	-2.1	58.9	-47.5	-17.7	5.5
철강	-80.4	-43.1	50.8	n/a	70.9	-39.2	-1.1	91.4	-62.1	-18.1	10.8
무역	23.1	-5.4	34.4	21.5	-11.5	-19.5	-3.0	9.8	70.1	14.8	-7.7
건설	-42.5	-62.5	21.5	33.6	-10.2	15.8	26.3	22.8	-30.6	-34.0	12.2
기타	-75.0	131.8	-38.1	-23.0	-12.7	52.2	-20.2	0.3	220.1	-49.8	-0.8
순이익	-55.9	-56.9	-7.0	n/a	-26.8	-14.6	48.3	73.9	-50.5	-27.8	8.8
이익률 (%)											
영업이익률	3.6	6.6	6.3	4.0	4.4	4.6	5.9	6.0	5.7	5.2	5.2
철강	3.3	9.2	8.4	4.8	5.5	5.6	7.9	8.5	7.2	6.5	6.9
무역	3.2	3.6	3.4	2.6	2.7	2.9	3.1	2.7	2.7	3.2	2.9
건설	2.9	2.2	2.3	2.3	2.6	2.6	2.9	2.9	4.0	2.4	2.7
기타	46.4	-254.8	31.8	21.4	22.8	24.4	24.9	21.2	16.1	38.3	23.3
순이익률	4.3	3.9	2.9	2.1	3.1	3.2	4.1	3.5	4.2	3.3	3.5

자료: POSCO홀딩스, 삼성증권 추정

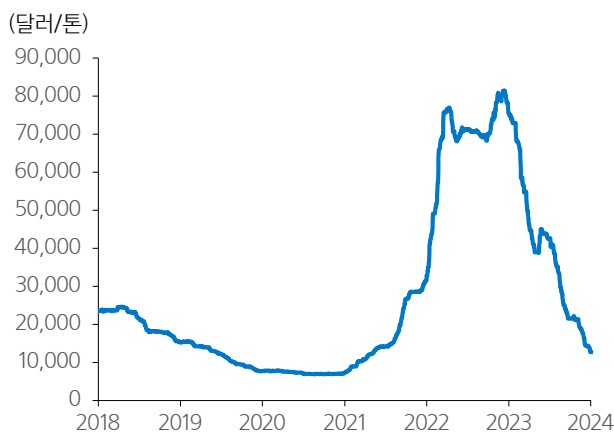
표 2. POSCO홀딩스 리튬사업 가치 추정

(십억원)	가동률 100% 시
매출	2,232
광양 수산화리튬 공장	1,032
판매량 (천톤)	43
가격 (백만원/톤)	24
가격 (달러/톤)	20,000
환율 (원/달러)	1,200
아르헨티나 염호	1,200
판매량 (천톤)	50
가격 (백만원/톤)	24
가격 (달러/톤)	20,000
환율 (원/달러)	1,200
EBITDA	677
광양 수산화리튬 공장	257
아르헨티나 염호	420
EBITDA 마진율 (%)	30.3
광양 수산화리튬 공장*	24.9
아르헨티나 염호**	35.0
영업이익	446
광양 수산화리튬 공장	206
아르헨티나 염호	240
영업이익률 (%)	20.0
광양 수산화리튬 공장***	20.0
아르헨티나 염호****	20.0
순이익	312
글로벌 peer 평균 P/E (배)	11.5
리튬사업 가치	3,578.5

참고: * 수산화리튬 가격과 Pilbara Minerals의 offtake 가격 차이 활용하여 가정; ** Albemarle과 SQM 리튬사업 EBITDA 마진율 참고
*** 투자비 7,600억 원에 대한 15년간 감가상각 가정; **** 투자비 2,7조 원에 대한 15년간 감가상각 가정

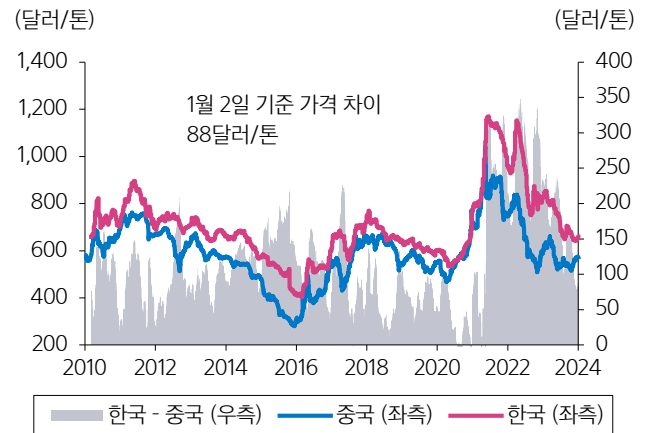
자료: 블룸버그, 삼성증권 추정

그림 1. 수산화리튬 가격 추이



자료: 블룸버그

그림 2. 철강 스프레드: 한국 vs 중국



자료: 스틸데일리, 블룸버그

표 3. POSCO홀딩스: 목표주가 변경

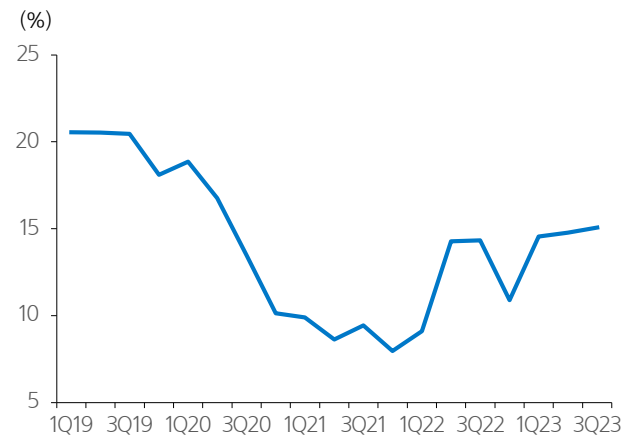
(십억원)	가치
상장사*	16,213.1
비상장사	25,679.7
포스코 철강사업	18,702.0
자본	33,658.9
Target P/B (배)**	0.56
포스코이앤씨	1,421.9
자본	3,554.6
Target P/B (배)	0.4
리튬사업 가치	3,578.5
순이익	312.5
Target P/E (배)***	11.5
기타 비상장 자회사	1,977.4
자본	9,886.8
Target P/B (배)	0.2
순현금	2,798.6
자사주****	2,970.2
기업 가치	47,661.6
주식 수 (주)	84,571,230
목표주가	580,000

참고: * 상장 자회사 자본 가치(1/2 증가 기준) 50% 할인; **ROE 감안하여 P/B 0.56배 적용;

*** 글로벌 peer 평균 적용; **** 현재 시장 가치를 30% 할인

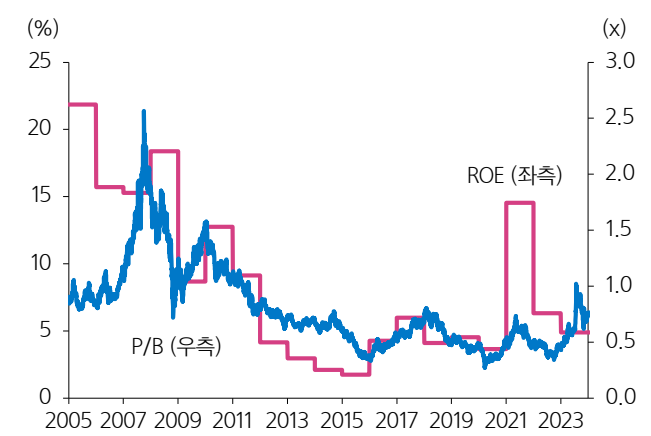
자료: 블룸버그, POSCO홀딩스, 삼성증권 추정

그림 3. POSCO홀딩스 순부채율 추이



자료: 블룸버그

그림 4. POSCO홀딩스 P/B vs ROE



자료: Quantiwise, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	76,332	84,750	77,432	80,645	82,355
매출원가	64,451	77,101	70,560	73,456	74,745
매출총이익	11,881	7,649	6,872	7,189	7,611
(매출총이익률, %)	15.6	9.0	8.9	8.9	9.2
판매 및 일반관리비	2,643	2,799	2,878	2,976	3,091
영업이익	9,238	4,850	3,994	4,213	4,519
(영업이익률, %)	12.1	5.7	5.2	5.2	5.5
영업외손익	178	-836	-501	19	33
금융수익	2,730	4,834	3,567	1,854	1,820
금융비용	2,765	5,804	4,181	1,887	1,840
지분법손익	650	676	394	445	445
기타	-437	-541	-280	-393	-393
세전이익	9,416	4,014	3,494	4,232	4,552
법인세	2,220	454	885	1,270	1,366
(법인세율, %)	23.6	11.3	25.3	30.0	30.0
계속사업이익	7,196	3,560	2,609	2,963	3,186
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	7,196	3,560	2,609	2,963	3,186
(순이익률, %)	9.4	4.2	3.4	3.7	3.9
지배주주순이익	6,617	3,144	2,253	2,500	3,186
비지배주주순이익	579	416	356	462	0
EBITDA	12,818	8,544	7,850	8,147	8,453
(EBITDA 이익률, %)	16.8	10.1	10.1	10.2	10.6
EPS (지배주주)	75,897	36,457	26,642	29,566	37,674
EPS (연결기준)	82,534	41,285	30,848	35,031	37,674
수정 EPS (원)*	78,345	33,356	34,248	33,740	36,544

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동에서의 현금흐름	6,259	6,187	9,366	7,568	7,778
당기순이익	7,196	3,560	2,609	2,963	3,186
현금유출입이없는 비용 및 수익	6,095	5,289	6,069	5,434	5,341
유형자산 감가상각비	3,135	3,205	3,336	3,509	3,693
무형자산 상각비	444	489	489	489	489
기타	2,516	1,595	2,244	1,436	1,159
영업활동 자산부채 변동	-7,071	-335	689	-829	-749
투자활동에서의 현금흐름	-5,584	-4,220	-7,078	-8,102	-8,842
유형자산 증감	-3,080	-4,927	-6,753	-7,385	-7,918
장단기금융자산의 증감	-2,427	2,209	51	-290	-494
기타	-76	-1,502	-376	-428	-430
재무활동에서의 현금흐름	-769	1,319	-807	-663	-663
차입금의 증가(감소)	1,107	2,668	2	0	0
자본금의 증가(감소)	77	13	0	0	0
배당금	-1,311	-1,218	0	0	0
기타	-642	-143	-809	-663	-663
현금증감	20	3,278	1,472	-1,206	-1,736
기초현금	4,756	4,776	8,053	9,525	8,320
기말현금	4,776	8,053	9,525	8,320	6,584
Gross cash flow	13,291	8,849	8,678	8,397	8,527
Free cash flow	3,180	1,259	2,613	183	-141

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 회식, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: POSCO홀딩스, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	46,622	47,649	48,130	48,522	48,500
현금 및 현금등가물	4,775	8,053	9,525	8,320	6,584
매출채권	9,267	8,696	8,389	8,845	9,418
재고자산	15,215	15,472	14,872	15,583	16,368
기타	17,365	15,428	15,343	15,774	16,130
비유동자산	44,850	50,757	52,758	55,967	59,673
투자자산	7,261	8,142	14,758	16,461	18,550
유형자산	29,597	31,781	33,161	34,668	36,284
무형자산	4,166	4,838	4,838	4,838	4,838
기타	3,826	5,995	-0	-0	-0
자산총계	91,472	98,407	100,887	104,489	108,173
유동부채	21,084	23,188	23,411	24,624	26,025
매입채무	5,468	5,521	5,470	5,985	6,684
단기차입금	5,110	6,833	6,833	6,833	6,833
기타 유동부채	10,505	10,834	11,108	11,805	12,508
비유동부채	15,583	16,961	17,367	17,407	17,111
사채 및 장기차입금	12,911	12,390	12,419	12,419	12,419
기타 비유동부채	2,672	4,572	4,948	4,989	4,693
부채총계	36,667	40,149	40,782	42,035	43,143
지배주주지분	50,427	52,512	54,245	56,477	58,933
자본금	482	482	482	482	482
자본잉여금	1,388	1,401	1,401	1,401	1,401
이익잉여금	51,533	52,965	54,698	56,930	59,386
기타	-2,976	-2,336	-2,336	-2,336	-2,336
비지배주주지분	4,378	5,745	5,860	5,977	6,097
자본총계	54,805	58,257	60,105	62,455	65,030
순부채	3,214	5,270	3,800	5,005	5,005

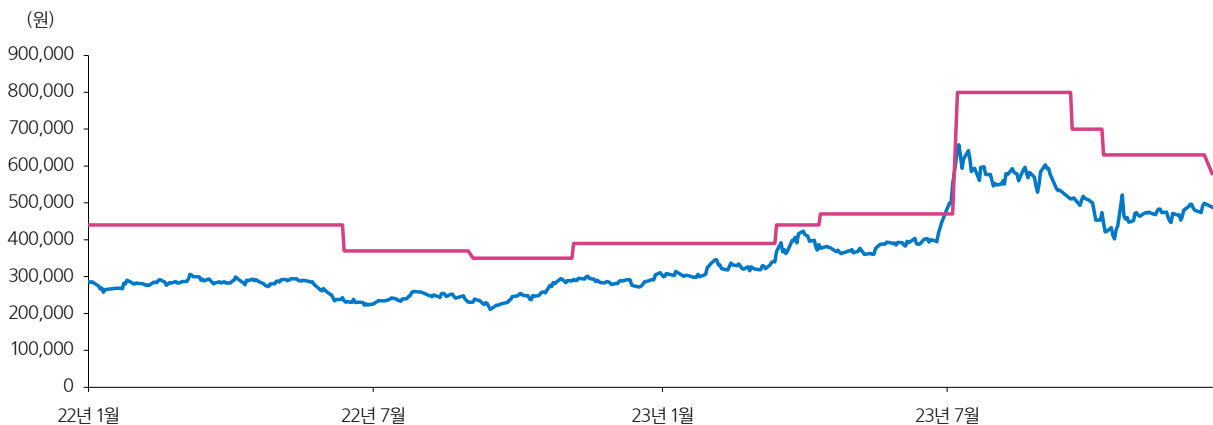
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2021	2022	2023E	2024E	2025E
증감률 (%)					
매출액	32.1	11.0	-8.6	4.1	2.1
영업이익	284.4	-47.5	-17.6	5.5	7.3
순이익	302.4	-50.5	-26.7	13.6	7.5
수정 EPS**	378.0	-57.4	2.7	-1.5	8.3
주당지표					
EPS (지배주주)	75,897	36,457	26,642	29,566	37,674
EPS (연결기준)	82,534	41,285	30,848	35,031	37,674
수정 EPS**	78,345	33,356	34,248	33,740	36,544
BPS	541,136	589,195	631,166	654,609	654,609
DPS (보통주)	17,000	12,000	10,000	10,000	10,000
Valuations (배)					
P/E***	6.0	14.2	13.8	14.0	12.9
P/B***	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	3.4	5.3	5.6	5.5	5.3
비율					
ROE (%)	14.5	6.3	4.9	4.5	4.7
ROA (%)	8.4	3.8	2.6	2.9	3.0
ROIC (%)	14.4	8.0	6.2	7.3	7.6
배당성향 (%)	256.9	381.7	343.0	31.9	23.8
배당수익률 (보통주, %)	6.2	4.3	2.0	2.0	2.0
순부채비율 (%)	7.4	10.4	6.3	8.0	10.4
이자보상배율 (배)	21.0	8.0	4.0	4.5	5.0

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2024년 1월 2일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2024년 1월 2일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2021/11/22	2022/6/29	9/19	11/22	2023/3/31	4/28	7/24	10/5	10/25	2024/1/3
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	440000	370000	350000	390000	440000	470000	800000	700000	630000	580000
과리율 (평균)	-35.81	-34.96	-28.29	-21.56	-10.69	-15.84	-27.77	-29.63	-26.07	
과리율 (최대or최소)	-30.34	-29.86	-15.86	-11.28	-3.75	17.23	-17.75	-26.00	-17.14	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

* 2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업

BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상
그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준

HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~15% 내외

SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상

NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 ($\pm 5\%$) 예상

UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2023.12.31 기준

매수(79.9%) 중립(20.1%) 매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA