

POSCO 홀딩스 (005490)

새는 알을 깨고 나온다

투자의견

BUY(유지)

목표주가

630,000 원(유지)

현재주가

426,000 원(01/31)

시가총액

36,027 (십억원)

철강/금속 이유진_02)368-6141_eugenelee@eugenefn.com

■ 4Q23 Review: 연결 매출액 18.7조원, 영업이익 3,043억원 기록

- 모든 자회사들의 실적 부진으로 컨센서스를 -62% 하회. 친환경미래소재 부문의 1,691억원 영업손실이 가장 큰 영향. 이는 퓨처엠의 재고평가손실 반영, 역래깅 효과 및 리튬 생산 자회사들의 초기 비용에서 기인함. 철강 부문에서는 Cost Push 실패로 사업회사 포스코와 해외 철강 자회사의 영업이익이 각각 2,629억원(-64%qoq)과 107억원(-85%qoq)으로 시장 기대치 대비 낮았음

■ 철강사는 무엇으로 사는가

- 국가와 산업의 성숙도가 높아지면 철강사들은 지속적인 성장을 위해 신사업 또는 철강 사업에 집중하는 것을 선택. POSCO 홀딩스는 소재 신사업을 통한 포트폴리오 확대 전략을 선택함. 2024년은 POSCO홀딩스의 구조적 변화 직전의 단계라 판단. 리튬 공장 Ramp-up(영수 1/2, 광양 광석)과 퓨처엠 전구체 공장 완공 시점 고려 시 2025년부터 온기로 양극재사向 리튬 상업 판매 예상. 한편 리튬 가격 하락, 이차전지 산업 성장을 둔화, 차기 회장 선임까지 겹쳐 2024년에 불확실성이 확대되는 국면이나 리튬이 한계원가에 다다르고 있고, 중국 철강 유통가격 상승으로 주가 하락 리스크는 제한적

■ 투자의견 'BUY'와 목표가 640,000원 유지

- 2005년 한국종합에너지, 2010년 대우인터내셔널과 퓨처엠의 음극재 사업부문 인수는 철강 사업을 보완, 확대하여 외형 성장의 기반을 마련해왔고 2025년 구조적인 변화와 자회사들 간 시너지 고려하여 목표주가와 투자의견 유지

주가(원,01/31)	426,000
시가총액(십억원)	36,027

발행주식수	84,571천주
52주 최고가	764,000원
최저가	293,500원
52주 일간 Beta	1.81
60일 일평균거래대금	3,195억원
외국인 지분율	27.4%
배당수익률(2024F)	2.8%

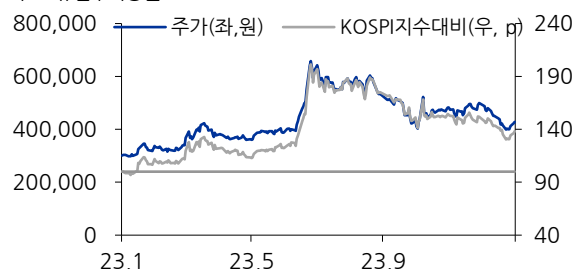
주주구성	
자사주 (외 1인)	10.3%
국민연금공단 (외 1인)	6.7%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-8.8%	-28.5%	38.8%
절대기준	-14.7%	-33.6%	41.8%

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	630,000	630,000	-
영업이익(23)	3,531	4,059	▼
영업이익(24)	4,576	4,817	▼

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E
매출액	76,332	84,750	77,127	82,566
영업이익	9,238	4,850	3,531	4,576
세전손익	9,416	4,014	2,628	3,113
당기순이익	7,196	3,560	1,832	2,345
EPS(원)	75,897	37,177	20,077	23,848
증감률(%)	313.0	-51.0	-46.0	18.8
PER(배)	3.6	7.4	21.2	17.9
ROE(%)	14.0	6.1	3.2	3.7
PBR(배)	0.5	0.4	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	2.2	3.4	5.4	4.3

자료: 유진투자증권



실적 전망

도표 1. POSCO 홀딩스 연결 실적 추정

(단위: 십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022E	2023P	2024E
매출액	19,381	20,121	18,961	18,664	20,331	20,783	20,840	20,613	84,750	77,127	82,566
철강	15,770	16,547	15,803	15,419	16,752	17,221	17,568	17,429	70,651	63,540	68,970
POSCO	9,622	10,298	9,675	9,376	10,187	10,729	11,197	11,125	42,696	38,972	43,237
POSCO 외	6,148	6,249	6,128	6,043	6,565	6,492	6,371	6,304	27,955	24,568	25,733
비철강	15,032	16,388	15,146	15,414	16,332	16,801	16,549	16,340	69,290	61,980	66,022
글로벌인프라	13,870	15,195	13,833	14,260	14,638	15,140	14,831	14,577	51,917	54,835	59,186
친환경 미래소재	1,162	1,194	1,313	1,154	1,693	1,661	1,718	1,764	3,302	4,760	5,774
연결조정	-11,421	-12,814	-11,989	-12,169	-12,753	-13,239	-13,277	-13,157	-55,190	-48,392	-52,426
영업이익	705	1,326	1,196	304	943	1,179	1,291	1,164	4,850	3,531	4,576
철강	338	1,021	853	346	505	723	880	848	3,236	2,557	2,956
POSCO	251	841	727	263	374	528	657	596	2,295	2,083	2,155
POSCO 외	87	180	126	83	131	195	223	252	942	475	801
비철강	392	449	408	123	472	511	499	410	2,003	1,372	1,892
글로벌인프라	382	445	414	292	432	445	415	323	1,555	1,533	1,616
친환경 미래소재	10	4	-6	-169	11	24	33	35	143	-161	102
연결조정	-25	-144	-65	164	34	55	87	94	-389	-69	271
당기순이익	840	776	551	-335	537	611	654	543	3,560	1,832	2,345

자료: 유진투자증권

도표 2. 철강 사업회사 POSCO 실적 추정

(단위: 십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022E	2023P	2024E
매출액	9,622	10,298	9,675	9,376	10,187	10,729	11,197	11,125	42,696	38,972	43,237
영업이익	251	841	727	263	374	528	657	596	2,295	2,083	2,155
OPM(%)	3%	8%	8%	3%	4%	5%	6%	5%	17%	5%	5%
주요 가정											
출하량(천톤)											
열연	2,244	2,331	2,181	2,193	2,255	2,275	2,248	2,280	8,462	8,949	9,058
후판	1,220	1,393	1,261	1,268	1,297	1,423	1,405	1,436	4,890	5,142	5,562
선재	583	563	607	610	626	664	627	597	1,964	2,364	2,514
냉연	3,441	3,262	3,475	3,494	3,424	3,229	3,572	3,388	13,390	13,672	13,613
전기강판	155	136	164	165	206	206	204	216	677	620	832
기타	158	231	214	215	236	249	247	248	1,273	817	981

자료: 유진투자증권

POSCO 홀딩스 4 분기 실적 주요 Q&A(01/31)

1) [리튬]

* PPLS-1(포스코형 공정)

- 작년 말 준공, 현재 조업 정상화 진행 중, 1 년 Ramp-up 기간 설정
- 연말 가동률 80% 후반 예상하며 올해 4Q 흑자 가능

* PPLS-2(상용화 공정)

- 올해 상반기 준공, 연말 가동률 70% 후반 예상

* 구매-판매 계약

- 필바라 구매: Fastmarket, Platts 가격 인덱스 포물러 구성
- 판매: 장기 계약건들 협의 중이며, 계약체결만 남은 단계

* 손익

- 영업이익 두자리수 가능하며, 판가-원가 포물러로 일정마진 수취
- 호주산 스포듀민 800~900 달러/톤이 채광원가이기 때문에, 현재 가격이 최저점이라 판단
- 아르헨티나도 빠르면 올해 4 분기, 아니면 내년 1 분기 흑자 전망

* 경쟁력과 산업구조

- 중국 현지 리튬 업체들과 비슷한 경쟁력 있음
- 리튬 앞으로 3 년 간 공급 초과 예상하고, 자연스러운 구조조정 예상

2) [니켈]

- 니켈은 FEOC 에 가장 영향을 받는 메탈
- 광양 SNNC Matte 는 FEOC 영향 X, IRA 조건 충족
- 인니에서 진행하는 중국 니켈 JV 건은 애초에 IRA 충족 X 를 가정하고 진행, 유럽 업체 나 시장 수요에 대응하기 위한 것
- 만약 인니-미국 FTA 체결 시 지분구조 검토 가능

3) [철강]

* 수입재 증가 대응

- 안티덤핑이 가장 많이 사용되는 수단
- 현재는 폭넓게 수입재 대응 진행 검토 중

* 판매량

- 23 년 3,300 만톤 판매, 24 년도 비슷한 수준 예상

* 해외 투자

- 인도와 인니 이미 진행했고, 추가 진행 검토 중
- 인도: 현지 파트너와 일관밀 합작 검토 중
- 인니: PTKP(현재 후판, 슬라브)를 자동차강판할 수 있는 일관밀로 구축 계획

* 원료탄

- 현재 가격 강세 이유 1) 인도 조강생산량 증가, 2) 인도 코크스 가동률 증가, 3) 기상이변 영향
- 올해 원료탄 신규 프로젝트 Ramp-up 으로 +1,000 만톤 증가하여 중장기적으로 가격 안정화 예상
- 원료탄 추가 투자는 설비 전환 계획과 자급률 목표, 파트너사 ESG 등 고려해서 할 것

참고: POSCO 홀딩스 3 분기 실적 주요 Q&A(10/24)

- 1) 리튬, 니켈 급락했는데 실적 가이드언스에 변화 있는지: 매출액이 떨어진다하더라도 원가(광석)가 떨어져 손익 영향 크지 않음. 그러나 염화같은 경우에는 변동비가 크지 않아서 마진이 스퀴즈 되는 건 맞음. 사업계획은 리튬 기준 25,000 달러/톤~30,000 달러/톤에서 계획했고, 크게 벗어나지 않을 것. 지난해 가격이 비이상적이었던 것이 맞고, 올해 3 분기부터 전기차 수요 자체도 단기 조정 국면
- 2) 리튬 가격 추가하락 가능성: OEM 사는 리튬 가격 2.5~3.0 만불이면 문제 없다고 말하고 있으며, 리튬 업계에서는 2.0 만불 이하면 신규광산 지연에 대해서 언급. 1.0 만불은 다시 도래하지 않을 것이라 예상하며, 리튬 하방 지지선은 2.0 만불이라 생각함
- 3) 리튬 구입/판매 인덱스 및 시점: 현재 Fastmarket 기준으로 거래 중. 필바라에서는 선적 월 평균해서 벤치마크 가격 포물러로 정광 판매하고, PPLS 에서 리튬을 판매할 때는 전 월 평균가로 판매. 이미 필바라와는 원료계약 체결이 완료됨
- 4) 리튬/니켈 품질인증: 공장 램프업은 12 개월정도 걸리나, 내부적으로는 9 개월로 단축하는 것이 목표. 리튬 인증은 양극재, 배터리사 둘 다에게 받아야 함. 그러나 퓨처엠 내재화되어 있어 인증 기간 단축 예상함. 니켈은 양극재 업체에만 인증받으면 되지만, 배터리사에서도 새로 거래할 때에는 간략한 형태의 인증 받음
- 5) 니켈 가격 전망: 장기적으로는 19,000 달러/톤~22,000 달러/톤
- 6) 아르헨티나 운반비: 포스코플로우는 개발 중이며, 톤당 300 달러 예상 중
- 7) 자사주 소각 계획: 10.3% 있으나 교환사채 고려 시 7%가 안되는 수준. 현재는 자사주 관련 구체적 계획 없음
- 8) 철강 업황과 4Q, 내년 전망: 3 분기와 비슷하게 약세 예상함
- 9) 산업별 철강 가격 정책: 자동차는 인상 협의가 완료. 조선 업황은 호조이나 가격 협상 중이며 가전은 시황이 좋지 않아 가격 유지
- 10) 해외 조강생산 능력 확장 규모: 현재 해외 상공정은 500 만톤 수준이고, 추후 목표는 1,400 만톤으로 +900 만톤 증설 계획. 인도, 인니, 미국에서 계획 중이며 고로나 전기로로 증설할 계획이라 수소환원제철과는 관계없음
- 11) 원료탄 전망: 내년, 내후년까지는 석탄 수요 대비 공급이 100-200 만톤씩 모자를 것이나 장기적으로는 ESG 및 탄소중립으로 인한 수요감소 때문에 가격이 크게 올라갈 요인 없다고 판단
- 12) 전기강판 1T 에 구동모터코어 몇 개를 만들 수 있는지: 15 대(1 대당 65kg)

참고: POSCO 홀딩스 2 분기 실적 주요 Q&A(7/24)

- 1) 하반기/중장기 리튬 가격 전망: 금년/내년: 40,000~50,000 달러/톤, 중장기: 27,000~30,000 달러/톤
- 2) 리튬 42.3 만톤으로 올린 배경: 1) 리튬 사업에 대한 확신, 2) 30 년 글로벌 Top 3 지위 확보
- 3) 염수리튬 12 만톤에서 10 만톤으로 줄어든 이유: 염수리튬은 남미 3 개국 기준으로 판단했고, 칠레, 볼리비아, 아르헨티나 추가 광권 확보 어려움. IRA 기준이 맞는 호주와 북미 지역에서 광석 리튬 중심으로 확장. 광석뿐만 아니라 비전통 리튬도 북미지역에 많음. 업체와 협의 중.
- 4) 작년 대비 리튬 사업 EBITDA 마진 낮아진 배경: 중장기적 리튬 가격 조정 때문
- 5) 염수, 광석 등 EBITDA 마진: 염수>광석>비전통. 염수가 높은 이유: 광산+가공의 하나의 프로젝트이기 때문. 광석이 낮은 이유: 광산, 가공이 각각이기 때문에 이익을 나누기 때문. 비전통 리튬: PJT EBITDA 마진을 60%(광산+가공 합쳐)
- 6) 리튬 생산에서 판매량까지 Time: 공장 준공 후 Ramp-up 에서 인증까지 12 개월
- 7) 전구체 내재화율: 30 년까지 50%, 즉 46 만톤 정도 계획. 원광은 이미 모두 확보. 양극재 확장하며 전구체도 같이 확장할 것
- 8) 리사이클링 마진: 19~20% 계획

참고: POSCO 홀딩스 Value Day 주요 Q&A(7/11)

- 1) 2030 년까지 Capacity: 리튬 42.3 만톤(직전 30 만톤), 니켈 24 만톤(직전 22 만톤), 양극재 100 만톤(직전 61 만톤), 음극재 37 만톤(직전 32 만톤)
- 2) EBITDA Margin: 리튬 62.5%(직전 70.9%), 니켈 18.4%(직전 19%), 양극재 9.1%(직전 7.6%), 음극재 26.9%(직전 17.2%)
- 3) 리튬 구성: 염수 10 만톤, 광석 22.3 만톤, 비전통 자원 7 만톤, 리사이클링 3 만톤
- 4) 리튬 EBITDA: 염수 60%, 광석 35-40%

POSCO홀딩스(005490.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	91,472	98,407	107,778	112,938	115,207
유동자산	46,622	47,649	55,457	57,834	58,758
현금성자산	18,618	19,288	28,135	31,628	31,779
매출채권	11,771	11,557	12,272	9,036	9,312
재고자산	15,215	15,472	13,704	15,812	16,295
비유동자산	44,850	50,757	52,321	55,103	56,448
투자자산	9,186	11,964	12,781	13,300	13,840
유형자산	29,597	31,781	34,702	37,127	38,078
기타	6,067	7,012	4,838	4,676	4,530
부채총계	36,667	40,149	47,874	51,862	53,158
유동부채	21,084	23,188	25,754	27,901	28,138
매입채무	8,811	9,368	10,227	11,295	11,640
유동성이자부채	9,123	12,172	14,324	15,524	15,524
기타	3,149	1,649	1,203	1,083	975
비유동부채	15,583	16,961	22,120	23,960	25,020
비유동이자부채	13,531	13,151	18,229	19,917	20,817
기타	2,052	3,810	3,890	4,044	4,203
자본총계	54,805	58,257	59,905	61,076	62,049
지배지분	50,427	52,512	54,283	55,455	56,428
자본금	482	482	482	482	482
자본잉여금	1,388	1,401	1,619	1,619	1,619
이익잉여금	51,533	52,965	54,128	55,299	56,272
기타	(2,976)	(2,336)	(1,946)	(1,946)	(1,946)
비지배지분	4,378	5,745	5,621	5,621	5,621
자본총계	54,805	58,257	59,905	61,076	62,049
총차입금	22,655	25,323	32,553	35,440	36,340
순차입금	4,037	6,035	4,417	3,812	4,561

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업현금	6,259	6,187	7,710	8,645	7,680
당기순이익	7,196	3,560	1,832	2,345	2,312
자산상각비	3,579	3,694	3,927	4,672	6,339
기타비현금성손익	2,516	1,595	34	(1,338)	(1,338)
운전자본증감	(7,071)	(335)	1,123	2,062	(536)
매출채권감소(증가)	(1,565)	547	(746)	3,237	(276)
재고자산감소(증가)	(6,050)	(416)	1,938	(2,108)	(483)
매입채무증가(감소)	1,402	142	1,217	1,068	345
기타	(857)	(609)	(1,287)	(134)	(122)
투자현금	(5,584)	(4,220)	(8,105)	(7,557)	(7,810)
단기투자자산감소	(1,461)	2,213	(1,346)	(538)	(560)
장기투자증권감소	(431)	(349)	(317)	219	211
설비투자	3,080	4,928	5,852	6,605	6,815
유형자산처분	0	1	(15)	0	0
무형자산처분	(422)	(485)	(324)	(329)	(329)
재무현금	(769)	1,319	4,793	2,042	(115)
차입금증가	28	1,912	5,456	2,888	900
자본증가	(1,428)	(1,218)	(910)	(846)	(1,015)
배당금지급	1,311	1,218	910	846	1,015
현금 증감	20	3,278	6,829	2,954	(409)
기초현금	4,756	4,776	8,053	14,882	17,837
기말현금	4,776	8,053	14,882	17,837	17,428
Gross Cash flow	13,291	8,849	6,990	6,583	8,216
Gross Investment	11,193	6,768	5,637	4,957	7,786
Free Cash Flow	2,098	2,081	1,353	1,626	430

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	76,332	84,750	77,127	82,566	85,189
증가율(%)	32.1	11.0	(9.0)	7.1	3.2
매출원가	64,451	77,101	70,687	75,090	77,481
매출총이익	11,881	7,649	6,440	7,476	7,708
판매 및 일반관리비	2,643	2,799	2,928	2,900	2,967
기타영업손익	14	6	5	(1)	2
영업이익	9,238	4,850	3,531	4,576	4,741
증가율(%)	284.4	(47.5)	(27.2)	29.6	3.6
EBITDA	12,818	8,544	7,459	9,248	11,080
증가율(%)	112.7	(33.3)	(12.7)	24.0	19.8
영업외손익	178	(836)	(1,008)	(1,957)	(2,269)
이자수익	367	286	455	243	253
이자비용	440	607	1,023	1,170	1,283
지분법손익	723	678	579	434	434
기타영업외손익	(472)	(1,192)	(1,019)	(1,464)	(1,673)
세전순이익	9,416	4,014	2,628	3,113	3,068
증가율(%)	365.0	(57.4)	(34.5)	18.4	(1.4)
법인세비용	2,220	454	796	767	756
당기순이익	7,196	3,560	1,832	2,345	2,312
증가율(%)	302.4	(50.5)	(48.5)	28.0	(1.4)
지배주주지분	6,617	3,144	1,698	2,017	1,988
증가율(%)	313.0	(52.5)	(46.0)	18.8	(1.4)
비지배지분	579	416	134	328	324
EPS(원)	75,897	37,177	20,077	23,848	23,506
증가율(%)	313.0	(51.0)	(46.0)	18.8	(1.4)
수정EPS(원)	75,897	37,177	20,077	23,848	23,506
증가율(%)	313.0	(51.0)	(46.0)	18.8	(1.4)

주요투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	75,897	37,177	20,077	23,848	23,506
BPS	578,383	620,922	641,866	655,714	667,220
DPS	17,000	12,000	10,000	12,000	15,000
밸류에이션(배, %)					
PER	3.6	7.4	21.2	17.9	18.1
PBR	0.5	0.4	0.7	0.6	0.6
EV/ EBITDA	2.2	3.4	5.4	4.3	3.7
배당수익율	6.2	4.3	2.3	2.8	3.5
PCR	1.8	2.6	5.2	5.5	4.4
수익성(%)					
영업이익율	12.1	5.7	4.6	5.5	5.6
EBITDA이익율	16.8	10.1	9.7	11.2	13.0
순이익율	9.4	4.2	2.4	2.8	2.7
ROE	14.0	6.1	3.2	3.7	3.6
ROIC	14.2	7.9	4.2	5.8	5.9
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	7.4	10.4	7.4	6.2	7.4
유동비율	221.1	205.5	215.3	207.3	208.8
이자보상배율	21.0	8.0	3.5	3.9	3.7
활동성 (회)					
총자산회전율	0.9	0.9	0.7	0.7	0.7
매출채권회전율	7.3	7.3	6.5	7.7	9.3
재고자산회전율	6.3	5.5	5.3	5.6	5.3
매입채무회전율	10.0	9.3	7.9	7.7	7.4

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2023.12.31 기준)

