

2023. 7. 26



▲ **철강/비철금속**

Analyst **장재혁**

02. 6454-4882

jaehyeok.jang@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 750,000 원

현재주가 (7.25) 658,000 원

상승여력 14.0%

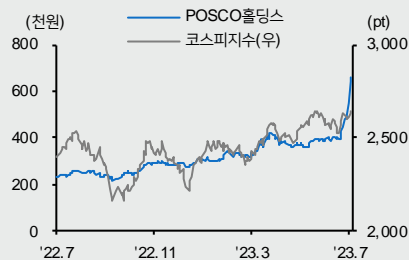
KOSPI	2,636.46pt
시가총액	556,479억원
발행주식수	8,457만주
유동주식비율	72.81%
외국인비중	31.63%
52주 최고/최저가	658,000원/211,000원
평균거래대금	5,594.3억원

주요주주(%)

국민연금공단	8.99
BlackRock Fund Advisors 외 13인	5.39

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	67.9	117.2	180.6
상대주가	63.6	100.0	155.8

주가그래프



POSCO홀딩스 005490

멀리 보면 아름답다

- ✓ 2Q23 영업이익, 컨센서스를 9.0% 상회한 1,300억(QoQ +88%, YoY -36.8%)기록
- ✓ 태풍 침수 피해로부터의 정상화로 생산량 및 판매량 모두 회복되었으며, 롤마진까지 확대되어 철강 부문 영업이익 1조 210억원(QoQ +202%, YoY -42%)을 기록
- ✓ 리튬 부문 2026E EBITDA 3조원(LiOH 50,000\$/t)을 반영, 사업가치 16조원으로 상향
- ✓ 그 외 상장 자회사 지분가치 상향 반영, 적정주가 750,000원으로 상향

2Q23 Review: 본업인 철강 부문 실적 개선으로 인한 컨센서스 상회

2Q23 POSCO홀딩스 연결 영업이익은 컨센서스를 9.0% 상회한 1조 3,260억원(QoQ +88%, YoY -36.8%)을 기록했다. 조강 생산량 885만톤(QoQ +4.1%, YoY +3.6%), 판매량 835만톤(QoQ +2.3%, YoY +1.4%)으로 태풍 침수 피해로부터의 정상화가 확인되었고, 제선원료 투입단가는 QoQ 1만원 하락(-1.9%)한 반면 탄소강 ASP는 판매 정책 및 환율 영향으로 4.7만원 상승(+4.6%)하여 롤마진이 개선되었다. 이로 인해 철강 부문 영업이익은 2Q22 이후 4개 분기만에 다시 1조원을 상회하는 1조 210억원(QoQ +202%, YoY -42%)을 기록했다.

2H23 중국 부동산 시장 부진 지속으로 철강 실수요 회복은 요원한 가운데 3분기 이후 탄소강 롤마진 개선은 다소 제한적일 전망이다. 호실적을 기록했던 2Q23 대비 눈높이를 낮출 필요가 있다.

확대된 리튬 사업가치 반영, 적정 주가 750,000원으로 상향

지난 10년간 경기 변동에 의존할 수밖에 없었던 철강 회사였던 동사는 향후 10년간의 성장이 담보된 이차전지소재 산업의 주요 소재 공급을 과점할 계획이다. 특히, 구조적 공급 부족이 예상되는 리튬 가격 상승에 따라 염수리튬 사업(포스코아르헨티나, 지분율 100%)과 광석리튬 사업(포스코필리바라리튬솔루션, 지분율 82.0%)가치가 크게 개선될 수 있다는 판단이다. 기존의 SOTP 밸류에이션 방식을 유지하되, 리튬사업 가치 산정에는 동사의 2026E 리튬 부문 EBITDA 3조원(수산화리튬 50,000달러/톤 가정)을 3년 할인(WACC 7.55%), Global Peer EV/EBITDA 6.6배를 적용하였다. 또한 상장 자회사의 시장가치 상승을 반영, 할인율 40%를 적용하여 적정주가를 750,000원으로 상향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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
2022	84,750.2	4,850.1	3,144.1	36,457	-50.0	620,922	7.6	0.4	4.1	6.1	68.9
2023E	80,699.0	4,812.9	3,110.5	36,780	-3.5	655,849	17.9	1.0	7.5	5.8	72.8
2024E	86,556.8	5,598.3	3,446.9	40,757	9.1	685,840	16.1	1.0	6.7	6.1	72.5
2025E	91,828.9	7,016.1	4,219.4	49,892	27.2	724,966	13.2	0.9	5.8	7.1	71.4

POSCO홀딩스 주가 급등에 따른 적정 기업가치에 대한 두 가지 고민

POSCO홀딩스 주가는 이차전지소재 사업이 주목받으며 1주일 전 대비 34.8%, 1달 전 대비 64.5% 상승했다. 기업가치가 개선될 수 있는 두 가지 요인에 대해 고민해보고자 한다. 첫째, 리튬 사업 가치의 반영이다. 동사가 구체적으로 공유한 생산 계획을 고려하더라도, 영업가치 계산에 적용되는 적절한 시점과 리튬 가격이 주요 변수이다. 둘째, 상장사 및 비상장사를 비롯한 투자자산의 가치 반영과 할인율이다. 이들 가치는 시장가치 또는 장부가치에 적정 할인율을 적용하여 평가받는다. 상장 자회사의 시장가치는 있는 그대로 반영한다 하더라도, 얼마의 할인율을 적용하느냐에 따라 비영업가치의 변동이 크게 나타난다. 가치평가를 하는 주체 나름의 근거에 따라 주관적으로 부여하는 할인율에 대한 고민이 필요하다.

POSCO홀딩스 Valuation					
(십억원)			기업가치	지분율	비고
영업가치 (A)	철강	포스코	25,573	100.0%	2023E EBITDA, Global Peer 2023E EV/EBITDA 5.0배 적용
	리튬	포스코아르헨티나	11,334	100.0%	
		포스코필바라리튬솔루션	4,655	82.0%	
비영업가치 (B)	상장사 (국내)	포스코퓨처엠	16,593	59.7%	시가총액 40% 할인 후 지분율 적용
		포스코인터내셔널	4,940	62.9%	
		포스코DX (포스코ICT)	2,097	65.4%	
		포스코스틸리온	168	56.9%	
		포스코엠텍	442	48.9%	
	상장사 (해외)	Black Rock Mining	8	14.8%	
		POSCO Thainox	90	74.6%	
	비상장사	포스코이앤씨 (포스코건설)	303	52.8%	
기타 투자자산		5,102	장부가치 40% 할인		
Target EV (A+B)			71,306		
2023E 순차입금 (C)			7,906		
적정시가총액 (A+B-C)			63,400		
발행주식수			84,571,230 주		
적정주가 (Fair Value)			749,663 원		
적정주가 (rounding)			750,000 원		
현재주가 (7/24 종가)			658,000 원		
과리율			14.0 %		

자료: Bloomberg, QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

1) 리튬사업 가치 반영, 핵심 변수는 실적 반영 시점과 리튬 가격

리튬 사업에 대한 기대감만 존재했던 과거와는 달리, 광석리튬의 생산 개시는 3개월 앞(2023년 10월)으로 다가왔으며, 염수리튬 생산 또한 2024년 4월로 가까워졌다. 이미 생산설비 착공이 시작되어 준공 및 양산 시점이 가시화된 염수리튬 1, 2단계와 광석리튬 1단계 생산능력은 각각 5만톤, 4.3만톤이며, 조업이 시작된 이후 조업 정상화(가동률 90% 수준)까지는 약 1년 소요된다는 점을 고려 시 이들 Capa가 온전하게 정상 가동되는 시점은 2026년으로 예상한다. 2026년 이후 확장 예정인 염수 리튬 3, 4단계와 광석리튬 2, 3단계는 아직 착공 시점도 도래하지 않았으며 생산 계획이 유동적이기에 사업가치 평가에 반영하기에는 무리가 있다. 따라서 POSCO홀딩스의 리튬 사업가치를 2026년 예상 실적 추정치를 이용하여 평가하고자 한다. 국내 주요 이차전지 및 소재 업체의 기업가치평가에도 생산 Capa가 확장된 2025~2026년의 실적 추정치가 반영된다는 점을 고려할 때 합리적이라 판단한다.

한편, 세계적인 공급 부족과 생산 방식에 따른 업체별 생산비용의 차이로 리튬 채굴/정제련 사업은 리튬 가격에 따라 높은 수준의 이익 실현이 가능하며(EBITDA Margin 20~80%), 리튬사업의 가치평가에는 리튬 가격이 핵심 변수로 작용한다. BEV/ESS의 잠재적 수요 증가 대비 공급 제약으로 향후 리튬 가격은 점진적 우상향이 전망되며, 이에 따라 2026년 리튬 사업부 실적 추정에 수산화리튬 가격 50,000달러/톤을 적용하였다.

POSCO홀딩스 리튬 사업 Roadmap

리튬사업 유형	Project	Capacity	준공 및 생산 계획
염수 리튬	1단계	2.5만톤	2024년 4월
염수 리튬	2단계	2.5만톤	2025년 6월
염수 리튬	3, 4단계	5만톤	2025~2027 계획
광석 리튬	1단계 - 1공장	2.15만톤	2024년 2월
광석 리튬	1단계 - 2공장	2.15만톤	2023년 10월
광석 리튬	2, 3단계	6만톤	2026년 계획

자료: POSCO홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

리튬사업 가치평가 변동 요인

주요 가정	기존	신규
실적 반영 시점	2025년	2026년
원/달러 환율	1,250원	1,250원
리튬 가격	2025년 수산화리튬 40,000달러/톤	2026년 수산화리튬 50,000달러/톤
염수/광석리튬 생산량	2.5만톤 / 3.9만톤	4.4만톤 / 7.0만톤
리튬 부문 EBITDA	1조 4,130억원	3조 130억원
할인율 (WACC)	7.3% (Rf 3.42%, ERP 5.34%)	7.5% (Rf 3.45%, ERP 5.03%)
EV/EBITDA 배수	6.3 배	6.6 배
리튬 부문 기업가치	7조 7,200억원	15조 9,900억원

자료: 메리츠증권 리서치센터

2) 적정 NAV 할인율: 수직 계열화로 인한 NAV 할인율 개선 가능성

당사는 POSCO홀딩스의 SOTP Valuation에서 비영업가치 추정을 위한 할인율 40%를 적용하였다. 통상적으로 SOTP Valuation에서 비영업가치를 계산할 때 국내 상장 지주회사들의 평균 NAV 할인율을 적용하는 것을 따랐다. 다만, 동사의 비영업가치 할인율이 축소되어 기업가치가 개선될 수 있는 개연성이 존재한다.

지주회사에 할인율을 적용하는 근거는 다양한데, 우량 자회사로부터의 배당으로 부실 자회사 지원에 대한 우려(‘자원 배분의 왜곡’), 자회사 선별 투자 불가능(포트폴리오 이론), 상장 자회사의 시가총액 중복 계상(더블 카운팅) 등이 대표적이다.

그러나 통상적인 지주사 NAV 할인 요인이 POSCO홀딩스에 그대로 적용되기에는 무리가 있다. POSCO홀딩스는 2030년까지 계획된 누적 투자금액 121조원의 46%를 이차전지소재 사업에, 15%는 친환경인프라에, 35%는 철강 사업에 투자할 계획을 공유하였으며, 철강 부문은 꾸준한 Cash Cow로서 상대적으로 ROIC가 높은 이차전지소재 사업 확대를 위한 자금을 마련하고, 이차전지소재 사업 부문의 2030년 EBITDA 목표액 15조원 달성을 위해 전사 역량을 집중하고 있다. 2023E 전사 EBITDA 9.3조원을 상회하는 수치이다. 기업이 중장기 성장을 위한 청사진을 제시하고, 구체적인 진행 경과를 지속적으로 공유하는 만큼 ‘자원 배분의 왜곡’에 대한 우려는 불필요하다고 판단한다. 또한, Cash Cow로서의 역할이 분명한 철강 부문과 수직 계열화가 이루어진 이차전지소재 부문 자회사들을 고려할 때, 오히려 자회사 간 시너지 효과를 기대할 수 있다는 점에서 포트폴리오 이론에 의한 할인 또한 부적절하다.

상장사 지분 중복 계상은 피할 수 없으나, 그 외 일반적인 지주사 할인 요인 중 동사에 적용하기에 부적절한 부분이 있다는 점은 할인율 축소와 기업가치 개선의 여지를 준다. 다만, NAV 할인 근거는 수치로 정량화하기 어려움이 있으므로 국내 주요 지주사의 평균 NAV 할인율 40%를 적용했다. 또한, 상장사 지분가치의 경우 시장가치를 그대로 반영하기에 단기 주가 급변동에 의해 가치가 변화할 수 있으며, 이에 따라 향후 당사가 제시하는 POSCO홀딩스 적정주가 또한 변할 수 있음을 감안할 필요가 있다.

비영업가치 할인을 변동에 따른 POSCO홀딩스 적정주가 변화

할인율	POSCO홀딩스 비영업가치 (할인율 적용 후, 십억원)	적정시가총액 (십억원)	적정주가 (원)
10%	44,615	78,272	930,000
20%	39,658	73,314	870,000
30%	34,701	68,357	810,000
40%	29,743	63,400	750,000
50%	24,786	58,443	690,000
60%	19,829	53,485	430,000
70%	14,872	48,528	570,000

주: 영업가치, 순차입금 등 비영업가치 외 Valuation 변수는 동일하다고 가정
 자료: 메리츠증권 리서치센터

국내 주요 지주사 평균 NAV 할인율, 40%

(단위: %, 십억원)	NAV 할인율	NAV 합계	지주회사 시가총액	상장사 지분가치	자기주식	비상장사 장부가치	순부채(별도)
SK 스퀘어	70.0	20,742.8	6,217.5	17,045.7	114.9	3,423.0	-159.2
두산	61.1	3,729.7	1,450.8	3,512.4	263.5	955.7	1,001.8
LG	55.0	30,494.7	13,732.4	27,400.3	310.4	1,149.6	-1,634.4
SK	49.9	21,667.8	10,848.0	17,486.6	2,667.1	11,826.1	10,311.9
GS	39.5	5,870.0	3,549.4	1,407.8	0.8	4,710.4	248.9
LS	38.7	4,851.1	2,975.3	1,315.3	438.1	4,153.3	1,055.6
CJ	38.8	2,998.0	1,835.2	2,844.5	133.3	269.0	248.7
한화	28.0	3,247.1	2,338.7	5,799.2	35.3	1,447.9	4,035.3
롯데지주	11.9	2,975.7	2,622.7	3,660.8	852.6	1,819.3	3,357.0
HD현대	10.2	5,235.0	4,700.1	4,098.8	495.3	3,644.8	3,003.9
Average	40.3						

주: NAV = 상장사 지분가치(시장가치) + 자기주식(시장가치) + 비상장사 장부가치 - 순부채(별도)
 시장가치는 7월 26일 종가 기준, 순부채는 1Q23 기준
 자료: 각 사, QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

수치로 정량화되기 어려운 지주회사 NAV 할인 요인

지주사 할인 이유	상세
① 자원배분 왜곡	우량 자회사로부터의 배당으로 부실 자회사 지원에 대한 우려
② 포트폴리오 이론	투자자의 기호에 맞는 우량 자회사만 선별하여 투자할 수 없음
③ 터널링	지배주주 이익을 위한 비효율적 부당 내부거래의 가능성
④ 더블카운팅	자회사가 상장된 경우, 지분율에 따른 시가총액의 중복 계상
⑤ 유동성 결여	대주주의 높은 지분율로 유가증권의 유동성 결여
⑥ 대리인 비용	경영진의 회사의 이익이 아닌 지배주주 일가 지배권 유지 등 사적 이익 추구 가능성, 반면 해당 비용은 주주들이 부담

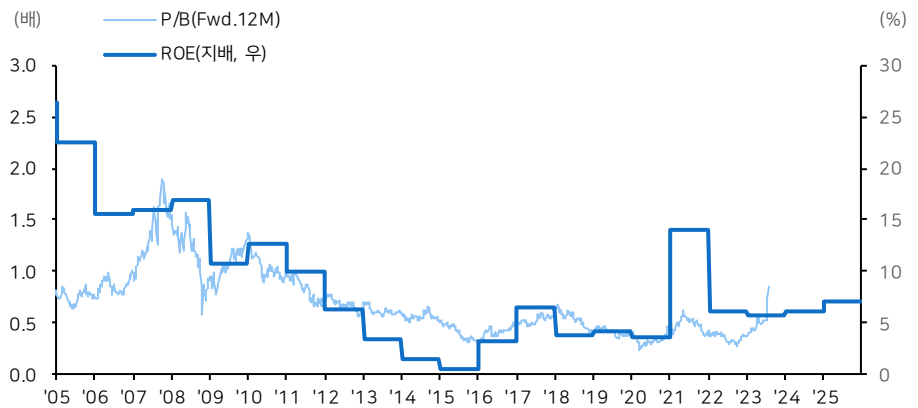
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 이차전지소재 사업 전개에 따라 POSCO홀딩스 주가는 중국 열연 가격과 디커플링



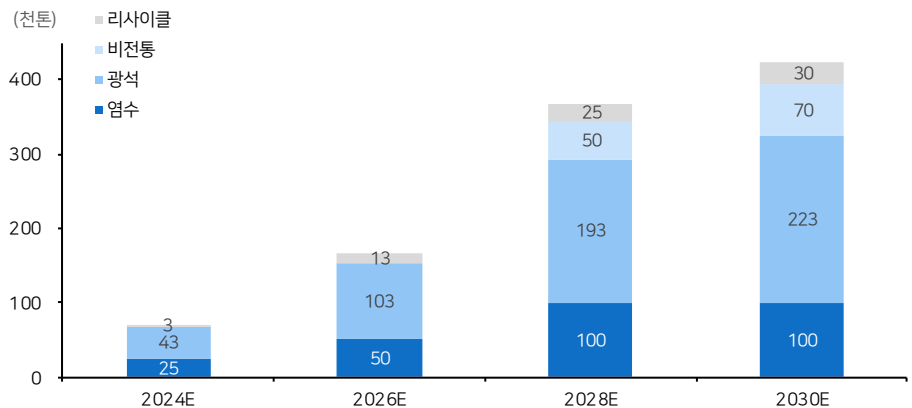
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 POSCO홀딩스 ROE - P/B Chart



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 POSCO홀딩스 리튬 생산능력 확장 계획



자료: POSCO홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

2Q23 영업이익, 철강 부문 실적 호조로 인한 컨센서스 9% 상회

(십억원)	2Q23P	2Q22	(% YoY)	1Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	20,121	23,010	-12.6	19,381	3.8	20,759	-3.1	20,938	-3.9
영업이익	1,326	2,098	-36.8	705	88.1	1,216	9.0	1,252	5.9
세전이익	1,034	2,338	-55.8	1,001	3.3	1,203	-14.1	1,282	-19.3
순이익	776	1,588	-51.1	726	6.9	783	-0.9	876	-11.4
영업이익률(%)	6.6	9.1		3.6		5.9		6.0	
세전이익률(%)	5.1	10.2		5.2		5.8		6.1	
순이익률(%)	3.9	6.9		3.7		3.8		4.2	

자료: Bloomberg, POSCO홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

2023년 영업이익 컨센서스 6.1% 상회 전망

(십억원)	2023E			2024E		
	당사예상치	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	컨센서스	(% diff.)
매출액	80,699	82,199	-1.8	86,557	85,164	1.6
영업이익	4,813	4,537	6.1	5,598	5,698	-1.7
세전이익	4,389	4,538	-3.3	5,072	5,480	-7.5
순이익	3,111	3,106	0.2	3,447	3,658	-5.8
영업이익률(%)	6.0	5.5	0.4	6.5	6.7	-0.2
세전이익률(%)	5.4	5.5	-0.1	5.9	6.4	-0.6
순이익률(%)	3.9	3.8	0.1	4.0	4.3	-0.3

자료: Bloomberg, POSCO홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

2023년 영업이익 추정치 13.4% 상향 조정

(십억원)	2023E	2024E	2025E
매출액 - 신규 추정	80,699	86,557	91,829
매출액 - 기존 추정	81,017	87,066	90,857
% change	-0.4	-0.6	1.1
영업이익 - 신규 추정	4,813	5,598	7,016
영업이익 - 기존 추정	4,243	5,831	6,858
% change	13.4	-4.0	2.3
세전이익 - 신규 추정	4,389	5,072	6,454
세전이익 - 기존 추정	4,241	5,598	6,617
% change	3.5	-9.4	-2.5
지배주주 순이익 - 신규 추정	3,111	3,447	4,219
지배주주 순이익 - 기존 추정	2,940	3,804	4,321
% change	5.8	-9.4	-2.4
EPS (지배주주) - 신규 추정	36,780	40,757	49,892
EPS (지배주주) - 기존 추정	34,762	44,979	51,098
% change	5.8	-9.4	-2.4

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

POSCO홀딩스 연결 실적 Snapshot											
(십억원, %)	1Q23	2Q23P	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E
매출액	19,381	20,121	20,470	20,727	21,215	22,869	21,165	21,308	80,699	86,557	91,829
철강	15,770	17,092	16,682	17,045	16,368	16,322	16,213	17,061	66,589	65,964	67,174
POSCO (별도)	9,622	10,298	10,218	10,108	10,002	9,934	9,924	9,966	40,246	39,825	40,579
POSCO 外	6,148	6,794	6,464	6,937	6,366	6,388	6,290	7,096	26,343	26,139	26,594
Green Infra	13,870	15,195	15,328	15,058	15,983	18,193	14,920	13,727	59,451	62,823	63,022
친환경소재	1,162	1,194	1,416	1,773	2,382	2,831	3,275	3,811	5,545	12,300	19,436
포스코케미칼	1,135	1,193	1,391	1,667	2,277	2,473	2,920	3,205	5,386	10,876	15,321
리튬				81	80	333	330	581	81	1,325	4,015
영업이익	705	1,326	1,411	1,372	1,370	1,378	1,346	1,504	4,813	5,598	7,016
철강	338	1,021	980	941	910	763	769	775	3,280	3,218	3,191
POSCO (별도)	251	841	838	805	770	678	682	681	2,735	2,812	2,812
POSCO 外	87	180	142	136	140	85	87	94	544	406	379
Green Infra	382	445	386	348	352	455	366	405	1,560	1,578	1,385
친환경소재	10	4	85	111	138	209	239	356	209	943	2,622
포스코케미칼	20	52	96	122	159	177	209	234	290	778	1,203
리튬				0	-7	47	46	140	0	226	1,486
영업이익률 (%)	3.6	6.6	6.9	6.6	6.5	6.0	6.4	7.1	6.0	6.5	7.6
세전이익	1,001	1,034	1,387	968	1,625	1,234	1,372	842	4,389	5,072	6,454
당기순이익	840	823	1,005	702	1,178	894	995	610	3,370	3,677	4,679
지배주주순이익	726	775	948	661	1,103	837	933	574	3,111	3,447	4,219
순이익률 (%)	3.7	3.9	4.6	3.2	5.2	3.7	4.4	2.7	3.9	4.0	4.6

자료: POSCO홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

POSCO홀딩스 리튬 사업부 실적 추정 Table - Base Case (2025년 이후 수산화리튬 가격 50,000달러/톤 가정)								
	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
원/달러 평균환율	1,284	1,236	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250
수산화리튬 가격 (달러/톤)	40,000	40,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000
스포듀민 가격 (달러/톤)	3,500	4,000	4,700	4,700	4,700	4,700	4,700	4,700
생산량 (만톤)	0.2	2.7	6.4	11.4	16.1	22.5	28.5	32.3
Brine	-	0.8	2.5	4.4	6.1	8.1	9.6	10.0
Hard Rock	0.2	1.9	3.9	7.0	10.0	14.4	18.9	22.3
매출액	81	1,325	4,015	7,109	10,078	14,047	17,797	20,188
Brine	-	370	1,563	2,734	3,828	5,078	6,016	6,250
Hard Rock	81	955	2,452	4,375	6,250	8,969	11,781	13,938
매출원가	68	998	2,389	4,236	6,042	8,618	11,024	12,748
Brine	-	147	430	705	1,053	1,399	1,617	1,663
Hard Rock	68	851	1,959	3,531	4,990	7,219	9,407	11,085
감가상각비	6	107	185	311	444	658	691	691
Brine	-	63	134	184	317	417	451	451
Hard Rock	6	44	51	127	127	241	241	241
판관비	13	101	140	171	201	240	278	302
Brine	-	41	66	77	88	101	110	113
Hard Rock	13	60	75	94	113	140	168	189
영업이익	0.4	226	1,486	2,702	3,835	5,188	6,494	7,137
Brine	0.0	181	1,067	1,952	2,687	3,578	4,288	4,474
Hard Rock	0.4	45	419	750	1,148	1,610	2,206	2,663
영업이익률	1	17	37	38	38	37	36	35
Brine	-	49	68	71	70	70	71	72
Hard Rock	1	5	17	17	18	18	19	19
EBITDA	7	333	1,670	2,937	4,203	5,656	6,996	7,639
Brine	-	244	1,201	2,136	3,004	3,996	4,739	4,925
Hard Rock	7	89	470	801	1,199	1,661	2,257	2,714
EBITDA Margin	8.3	25.2	41.6	41.3	41.7	40.3	39.3	37.8
Brine	-	-	76.8	78.1	78.5	78.7	78.8	78.8
Hard Rock	8.3	9.3	19.2	18.3	19.2	18.5	19.2	19.5

주 : 2023~2024년 수산화리튬 가격 40,000달러/톤, 2025년 이후 수산화리튬 가격 50,000달러/톤 가정.

생산설비 준공 이후 가동률, 1~6개월차 30%, 7~12개월차 60%, 13~18개월차 90% 가정

감가상각 제외 톤당 매출원가는 염수 리튬 7,700 ~ 8,100달러 가정

광석 리튬 정제 비용은 톤당 4,500달러 가정

자료: POSCO홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

POSCO홀딩스 리튬 사업부 실적 추정 Table (Bear Case, 2025년 이후 수산화리튬 40,000달러/톤 가정)								
(만톤, 십억원, %)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
수산화리튬 가격 (달러/톤)	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000
스포듀민 가격 (달러/톤)	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500
생산량	0.2	2.7	6.4	11.4	16.1	22.5	28.5	32.3
Brine	-	0.8	2.5	4.4	6.1	8.1	9.6	10.0
Hard Rock	0.2	1.9	3.9	7.0	10.0	14.4	18.9	22.3
매출액	81	1,325	3,212	5,688	8,063	11,238	14,238	16,150
Brine	-	370	1,250	2,188	3,063	4,063	4,813	5,000
Hard Rock	81	955	1,962	3,500	5,000	7,175	9,425	11,150
EBITDA	7	421	1,317	2,393	3,408	4,676	5,774	6,324
Brine	-	244	902	1,613	2,273	3,026	3,590	3,731
Hard Rock	7	176	415	780	1,135	1,650	2,184	2,593
EBITDA Margin	8.3	31.8	41.0	42.1	42.3	41.6	40.6	39.2
Brine	-	-	72.2	73.8	74.2	74.5	74.6	74.6
Hard Rock	8.3	18.5	21.2	22.3	22.7	23.0	23.2	23.3

주: 리튬 및 스포듀민 가격 외 Base Case 가정과 동일

자료: POSCO홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

POSCO홀딩스 리튬 사업부 실적 추정 Table (Bull Case, 2025년 이후 수산화리튬 60,000달러/톤 가정)								
(만톤, 십억원, %)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
수산화리튬 가격 (달러/톤)	40,000	50,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000
스포듀민 가격 (달러/톤)	3,500	4,700	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000
생산량	0.2	2.7	6.4	11.4	16.1	22.5	28.5	32.3
Brine	-	0.8	2.5	4.4	6.1	8.1	9.6	10.0
Hard Rock	0.2	1.9	3.9	7.0	10.0	14.4	18.9	22.3
매출액	81	1,656	4,818	8,531	12,094	16,856	21,356	24,225
Brine	-	462	1,875	3,281	4,594	6,094	7,219	7,500
Hard Rock	81	1,194	2,943	5,250	7,500	10,763	14,138	16,725
EBITDA	7	536	1,988	3,569	5,058	6,885	8,425	9,129
Brine	-	333	1,499	2,658	3,736	4,966	5,888	6,119
Hard Rock	7	203	489	911	1,323	1,920	2,537	3,011
EBITDA Margin	8.3	32.4	41.3	41.8	41.8	40.8	39.5	37.7
Brine	-	-	80.0	81.0	81.3	81.5	81.6	81.6
Hard Rock	8.3	17.0	16.6	17.3	17.6	17.8	17.9	18.0

주: 리튬 및 스포듀민 가격 외 Base Case 가정과 동일

자료: POSCO홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 리튬 생산 업체 Peer Valuation

구분	기업명	시가총액 (십억달러)	PER (배)			EPS Growth (%)			PBR (배)			EV/EBITDA (배)			ROE (%)		
			23E	24E	25E	23E	24E	25E	23E	24E	25E	23E	24E	25E	23E	24E	25E
리튬 화합물	Albemarle	25.34	9.4	10.1	9.9	6.0	-6.3	2.2	2.6	2.2	1.9	7.4	7.8	7.2	28.9	21.5	23.0
	SQM	20.28	6.5	7.5	8.5	-17.2	-15.1	-9.5	3.7	3.2	3.2	4.2	4.6	4.8	53.5	41.9	23.7
	Ganfeng	14.85	6.6	6.5	5.4	-33.8	-3.0	17.6	1.7	1.4	1.2	8.4	8.1	6.8	23.7	20.6	18.9
	Tianqi	13.89	6.3	7.8	6.9	-32.8	-18.5	15.8	1.8	1.5	1.3	2.9	3.9	4.1	26.9	18.1	16.9
	Allkem	6.46	12.7	10.5	9.0	20.8	15.7	20.9	1.7	1.4	1.3	6.5	5.6	4.4	15.6	16.3	15.9
	Livent	4.77	12.8	10.5	8.4	51.0	22.6	26.2	3.0	2.4	2.2	8.3	7.0	4.7	26.0	22.2	17.1
	Average		8.8	9.0	8.2	-5.8	-2.2	14.1	2.3	1.9	1.7	6.6	6.2	5.2	26.4	20.6	19.0

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 철강 업체 Peer Valuation

기업명	시가총액 (십억달러)	PER (배)		EPS Growth (%)		PBR (배)		EV/EBITDA (배)		ROE (%)	
		23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E
일본제철	21.22	7.2	6.3	-44.1	14.7	0.6	0.6	5.6	5.4	9.1	9.4
JFE HOLDINGS	9.52	6.7	5.9	8.2	12.6	0.5	0.5	6.0	5.6	8.2	8.5
바오산 강철	17.48	7.7	6.8	2.0	13.9	0.6	0.6	4.5	4.0	7.1	7.9
아르셀로미탈	23.36	5.8	5.6	-55.4	3.6	0.4	0.4	3.8	3.8	7.9	7.4
NUCOR	41.16	10.2	14.8	-42.2	-31.2	1.9	1.8	6.1	8.2	21.4	12.4
JSW STEEL	22.93	15.5	12.1	195.3	28.8	2.5	2.1	8.3	6.9	16.8	18.5
US STEEL	5.48	5.8	12.6	-55.5	-54.2	0.5	0.5	3.3	4.7	10.2	5.3
TATA STEEL	17.23	11.4	8.4	16.2	35.2	1.2	1.1	6.3	5.2	10.9	13.0
POSCO홀딩스	43.66	17.2	13.6	-25.5	25.8	1.0	0.9	8.0	6.7	5.9	7.0
	Average	8.2	8.7	-19.2	7.1	0.9	0.8	5.4	5.3	10.5	9.8

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

POSCO 홀딩스 (005490)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	76,332.4	84,750.2	80,699.0	86,556.8	91,828.9
매출액증가율(%)	32.1	11.0	-4.8	7.3	6.1
매출원가	64,451.2	77,100.9	73,016.1	77,642.0	80,933.8
매출총이익	11,881.1	7,649.3	7,682.9	8,914.8	10,895.1
판매관리비	2,643.0	2,799.2	2,870.0	3,316.6	3,879.1
영업이익	9,238.1	4,850.1	4,812.9	5,598.3	7,016.1
영업이익률(%)	12.1	5.7	6.0	6.5	7.6
금융손익	-35.1	-970.5	-898.4	-1,065.3	-1,105.9
중속/관계기업손익	649.6	676.3	605.1	616.2	620.6
기타영업외손익	-436.5	-541.5	-130.2	-77.1	-77.2
세전계속사업이익	9,416.1	4,014.4	4,389.4	5,072.0	6,453.5
법인세비용	2,220.2	453.9	1,019.3	1,394.8	1,774.7
당기순이익	7,195.9	3,560.5	3,370.1	3,677.2	4,678.8
지배주주지분 손이익	6,617.2	3,144.1	3,110.5	3,446.9	4,219.4

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	46,621.6	47,649.5	50,390.5	50,690.8	51,538.9
현금및현금성자산	4,775.2	8,053.1	6,392.6	5,782.9	5,112.7
매출채권	9,266.7	8,696.1	9,364.7	9,627.2	10,076.1
재고자산	15,215.1	15,472.4	16,662.0	17,129.1	17,927.8
비유동자산	44,850.0	50,757.3	55,581.9	59,823.6	64,742.5
유형자산	29,596.7	31,781.2	35,546.5	39,555.5	44,062.6
무형자산	4,166.3	4,838.5	4,873.7	4,860.6	4,852.0
투자자산	7,261.1	8,142.4	8,768.5	9,014.3	9,434.6
자산총계	91,471.6	98,406.8	105,972.4	110,514.4	116,281.3
유동부채	21,083.6	23,188.2	23,990.5	24,950.8	26,052.7
매입채무	5,468.2	5,520.8	5,945.3	6,111.9	6,396.9
단기차입금	5,110.4	6,833.1	6,456.9	7,056.9	7,556.9
유동성장기부채	3,719.6	5,082.9	5,394.7	5,414.7	5,434.7
비유동부채	15,583.1	16,961.2	20,668.8	21,483.8	22,380.5
사채	9,082.3	9,680.4	0.0	0.0	0.0
장기차입금	3,828.8	2,709.3	15,783.5	16,483.5	17,183.5
부채총계	36,666.7	40,149.4	44,659.3	46,434.6	48,433.2
자본금	482.4	482.4	482.4	482.4	482.4
자본잉여금	1,388.0	1,400.8	1,553.5	1,553.5	1,553.5
기타포괄이익누계액	-678.9	-449.9	164.4	164.4	164.4
이익잉여금	51,532.9	52,965.2	55,158.9	57,695.3	61,004.2
비지배주주지분	4,377.6	5,745.3	5,847.1	6,077.5	6,536.8
자본총계	54,804.9	58,257.4	61,313.1	64,079.8	67,848.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	6,259.4	6,186.8	5,902.7	7,874.4	9,167.5
당기순이익(손실)	7,195.9	3,560.5	3,370.1	3,677.2	4,678.8
유형자산상각비	3,135.4	3,204.7	4,036.7	4,745.1	5,330.0
무형자산상각비	444.1	488.8	469.0	458.4	458.6
운전자본의 증감	-7,070.6	-335.4	-988.6	-408.5	-698.7
투자활동 현금흐름	-5,583.5	-4,219.9	-9,439.9	-8,882.9	-10,141.1
유형자산의증가(CAPEX)	-3,079.7	-4,927.6	-7,466.1	-8,754.1	-9,837.2
투자자산의감소(증가)	-674.7	-205.1	-20.9	370.4	200.2
재무활동 현금흐름	-768.7	1,319.4	1,811.4	398.7	303.3
차입금의 증감	1,106.6	2,667.9	3,370.0	1,327.7	1,233.2
자본의 증가	77.4	12.9	152.6	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	20.1	3,277.6	-1,660.5	-609.7	-670.2
기초현금	4,755.6	4,775.7	8,053.3	6,392.8	5,783.0
기말현금	4,775.7	8,053.3	6,392.8	5,783.0	5,112.8

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	875,503	982,715	954,213	1,023,478	1,085,818
EPS(지배주주)	75,897	36,457	36,780	40,757	49,892
CFPS	152,444	102,611	102,143	121,435	145,995
EBITDAPS	147,012	99,067	110,187	127,723	151,408
BPS	578,383	620,922	655,849	685,840	724,966
DPS	17,000	12,000	10,500	12,000	13,000
배당수익률(%)	6.2	4.3	1.6	1.8	2.0
Valuation(Multiple)					
PER	3.6	7.6	17.9	16.1	13.2
PCR	1.8	2.7	6.4	5.4	4.5
PSR	0.3	0.3	0.7	0.6	0.6
PBR	0.5	0.4	1.0	1.0	0.9
EBITDA(십억원)	12,817.5	8,543.6	9,318.6	10,801.7	12,804.7
EV/EBITDA	2.5	4.1	7.5	6.7	5.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	14.0	6.1	5.8	6.1	7.1
EBITDA 이익률	16.8	10.1	11.5	12.5	13.9
부채비율	66.9	68.9	72.8	72.5	71.4
금융비용부담률	0.6	0.7	1.3	1.2	1.2
이자보상배율(x)	21.0	8.0	4.7	5.3	6.4
매출채권회전율(x)	9.1	9.4	8.9	9.1	9.3
재고자산회전율(x)	6.3	5.5	5.0	5.1	5.2

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 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	89.6%
중립	10.4%
매도	0.0%

2023년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

POSCO 홀딩스 (005490) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

