

2024년  
전망 시리즈 13

철강/비철금속

**기대는 반복된다**



# 기대는 반복된다

## 철강/비철금속 Overweight

Top Pick	투자판단	적정주가
LS(006260)	Buy	120,000원
관심종목	투자판단	적정주가
현대제철(004020)	Buy	43,000원
고려아연(010130)	Buy	640,000원
POSCO홀딩스(005490)	Buy	630,000원



철강/비철금속

Analyst **장재혁**

02. 6454-4882

jaehyeok.jang@meritz.co.kr



2024년 전망 시리즈 **13** 철강/비철금속

Contents

Part I	철강: 다시 고개를 드는 기대감	09
Part II	비철금속: 구리에 걸어보는 기대	37
Part III	배터리 광물: 정상화	49

기업분석	LS(006260)	60
	현대제철(004020)	64
	고려아연(010130)	70
	POSCO홀딩스(005490)	76

## Summary

## 철강/비철금속 기대는 반복된다

Overweight

## I 철강: 다시 고개를 드는 기대감

- 2023년 중국 철강 업황, 1Q 중국 경기회복과 부양책을 기대하고 2Q 부진한 경기지표에 실망하고 3Q 소비촉진책과 부동산규제 완화에 기대하고 4Q 여전히 부진한 경기지표에 실망
- 반복된 기대와 실망 속, 중국 철강산업의 펀더멘털은 연초 컨센서스였던 상저하고가 아닌 상고하저로 마무리.
- 시장은 여전히 업황 저점을 판단하는 가운데, 철강 수급 지표는 개선을 보여주지 못하는 상황
- 중국 부동산 완공면적은 증가, 착공면적과 기성면적은 동반 감소 중. 건설경기 Downturn 지속 중임을 나타냄
- 부동산 시장 침체로 지방 정부는 토지사용권 양도 수입 감소, 세수 부족으로 재정부담이 악화. 악화된 재정 부담은 부양여력 소진을 의미, 이는 곧 신규 인프라 투자 감소로 이어지는 결과
- 중국 철강 업체들의 감산 기조 진입은 확실하나, 감산 규모는 크지 않았던 2021, 2022년 (2020년 10.05억톤, 2021년 10.03억톤, 2022년 10.01억톤)
- 중국 내수 수요 부진으로 2023년 9월 YTD 기준 철강 순수출은 6,183만톤으로 YoY +44.0% 증가
- 부진한 업황 속 중국 중앙정부는 2023년 재정적자비율을 3.0%에서 3.8%로 상향, 4Q23 1조 위안 특별 국채를 발행
- 높은 지방정부 부채비율, 낮은 재정건전성으로 인해 인프라 수요 견인 기대는 제한적이었으나, 중앙정부의 역할 확대로 인프라 투자 수요 기대
- 단기적 업황 전환의 주요 변수는 중국 연간 성장률 목표 설정과 인프라 투자의 회복
- 철강 업종 내 현대제철 선호. 역사적 저점 Valuation 근접하여 Downside는 제한적, 다시 고개를 드는 기대가 현실이 되었을 때의 Upside는 크다고 판단

## II 비철금속: 구리에 걸어보는 기대

- 현재의 경제환경은 위험자산으로 분류되는 산업금속에 불리. 중국 경제 성장률 기대 축소와 달러 인덱스 상승. 그럼에도 불구하고 구리 가격은 타 산업금속 대비 견조한 모습
- 2020년 이후 6대 비철금속, 중국 열연 가격과 비교해도, 구리는 고점 대비 하락률이 낮고, 저점 대비 상승률은 높게 나타남
- 역사적으로 동행해왔던 제조업 PMI와도 디커플링. 2021년 이후 제조업 PMI의 약세와 달리 구리 가격 견조, 낙폭 제한.
- 구리 수급의 구조적 변화 가능성. 전력망, BEV, 태양광/풍력에서 신규 구리 수요 발생, 구리 수요 확대 가속화
- 구리 광산 업체 Capex는 지난 7년간 소극적. 비용은 구조적으로 상승. 수요가 견조하다면 비용 상승은 가격에 반영.
- 아연, 연 가격은 철강 업황과 유사한 방향을 전망. 추가적인 하락은 제한적이거나, 중국 경기 부양책에 따른 조건부 반등 예상
- 중단기 구리 가격 상승의 수혜를 받을 수 있으며, 보유 자회사들의 성장요인 또한 갖춘 LS를 최선호주로 제시

## III 배터리 광물: 정상화

- 전기차 산업 성장 초기 급등했던 배터리 광물, 전기차 산업 성장 안정화되며 다시 장기적 균형을 찾아 정상화되는 추세
- 초과수요 우려보다 공급과잉 우려가 강해지며 중장기 리튬 가격 전망 또한 상반기 대비 하반기 하락
- 리튬 가격 하락에 따라 글로벌 리튬화합물 생산업체 주가는 하락, 스포듀민 채굴업체는 상대적으로 주가 방어
- 2021년 리튬 가격 상승은 전기차 판매의 폭발적 성장으로 Upstream(리튬정제업체)과 Downstream(양극재업체)의 재고 감소가 동시에 이루어지며 발생. 전기차 산업 둔화된 성장속도 고려, 중단기 배터리 광물 가격 급등은 제한적

## 기업분석

종목명	투자판단	적정주가
LS (006260)	Buy	120,000원
현대제철 (004020)	Buy	43,000원
고려아연 (010130)	Buy	640,000원
POSCO홀딩스 (005490)	Buy	630,000원



# LS(006260) 구리 수혜주이자 성장주(진)

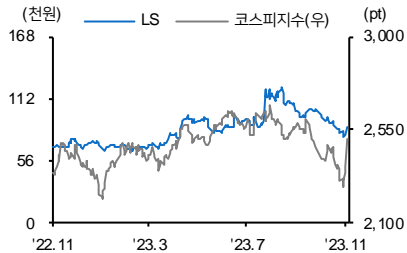
Analyst 장재혁 02. 6454-4882  
jaehyeok.jang@meritz.co.kr

**Buy** (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	120,000원
현재주가 (11. 6)	85,500원
상승여력	+40.4%
KOSPI	2,502.37pt
시가총액	27,531억원
발행주식수	3,220만주
유동주식비율	53.16%
외국인비중	12.52%
52주 최고/최저가	122,600원/64,500원
평균거래대금	387.4억원
<b>주요주주(%)</b>	
구자열 외 44 인	32.12
국민연금공단	12.83

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	-8.7	-6.9	25.4
상대주가	-12.1	-6.9	17.7

**주가그래프**



## 중단기 실적 개선은 구리, 장기 성장은 해저케이블

- LS MnM 영업이익은 3Q23을 저점으로 구리 가격 상승과 함께 분기 실적 지속 개선 예상  
중국 구리 제련소 가동률 상승 구간에서도 구리 Spot TC 견조한 점은 내년 Benchmark TC 협상에도 긍정적 요인
- LS전선 또한 구리 가격과 연동되는 판가로 인해 2H23 대비 2024 실적 개선을 전망  
해저케이블의 본격 실적 성장 시점은 2025년 예상, 북미 증설 확정은 실적 성장 여력 확대 요인  
(해저케이블 매출액 '23년 4,220억 '24년 4,650억 '25년 6,000억, '27년 8,000억, OPM 10~12% 예상)
- LS 연결 영업이익은 2023년 9,956억원, 2024년 1조 756억원(YoY +8%)을 전망

## 기대가 하나되는 시점, 2026년

- '26년은 LS전선 해저1~5동 모두 가동되는 시점, 해저케이블 연매출 6,000~7,000억원 규모
- 전구체 합작사 'LS-엘앤에프배터리솔루션', '26년 연산 2만톤 규모 계획 중
- LS MnM 온산 황산니켈 공장(총 6,700억원 투자, 황산니켈 10만톤 규모) '26년 준공 계획

## 투자의견 BUY · 적정주가 120,000원 유지

- 주요 자회사 LS MnM은 '24년 예상 장부가치에 제련/귀금속 Peer 평균 '24E P/B 1.1배를 적용, 적정시총 2.66조  
LS전선은 '24년 예상 장부가치에 전선 Peer 평균 '24E P/B 1.4배를 적용, 적정시총 2.07조
- LS NAV 6.2조 = LS전선 1.9조(92%) + LSMnM 2.7조 + LS Elec 1.1조(47.5%) + 기타 1.5조 - 순차입 1조  
할인을 감안하더라도 현재 시가총액 2.7조원은 과도한 할인이라는 판단

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	10,444.3	336.6	126.9	3,939	109.8	101,468	18.1	0.7	10.0	3.9	162.1
2021	12,829.3	470.1	277.8	8,627	80.8	110,143	6.3	0.5	8.4	8.2	168.1
2022	17,491.3	561.6	451.6	14,024	43.6	123,619	5.0	0.6	10.2	12.0	202.7
2023E	25,159.5	995.7	343.0	10,652	-8.4	132,293	8.0	0.6	6.4	8.3	194.2
2024E	25,778.0	1,075.6	416.6	12,937	12.9	143,907	6.6	0.6	5.5	9.4	183.0

# LS Valuation

2024년 전망 시리즈 13

철강/비철금속

투자의견 BUY  
적정주가 120,000원 유지

- LS 적정 시가총액, 3.7조원. 영업가치, 지분가치, 순차입금을 고려한 NAV에 할인율 40%를 적용
- 적정 시가총액 기준, 2024E PER 8.9배, 2024E PBR 0.8배

LS Valuation Table

구분	시가총액, 기업가치 (십억원)	지분율	적용 가치 (십억원)	비고
<b>영업가치</b>				
로열티 수익	322		322	향후 20년 예상 로열티 수익의 현재가치 (WACC 5.8%, Rf 3.7%, ERP 4.8%)
<b>지분가치</b>				
상장 자회사				
LS일렉트릭	2,370	47.5%	1,126	최근 1개월 평균 증가 기준
비상장 자회사				
LS전선	2,085	92.1%	1,920	2024E Peer PBR 평균 1.4배 적용
LSMnM	2,659	100.0%	2,659	2024E Peer PBR 평균 1.1배 적용
LS엠트론	513	100.0%	513	2H23 기준 장부가치
LS아이엔디	417	94.1%	393	2H23 기준 장부가치
LS글로벌	54	100.0%	54	2H23 기준 장부가치
기타 투자자산	207	100.0%	207	2H23 기준 장부가치
소계			5,746	
합계 (a)			7,194	
순차입금 (b)			1,010	LS(별도) 순차입금
NAV (a - b - c)			6,184	
NAV 할인율			40.0%	국내 주요 지주사 평균 할인율
<b>적정시가총액</b>			<b>3,711</b>	
발행주식수 (주)			32,200,000	
<b>적정 주가 (fair value, 원)</b>			<b>115,234</b>	
적정 주가 (*0000 rounding, 원)			120,000	
현재 주가 (원)			85,500	11/7 기준 증가
과리율			40.4%	

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

# LS Peer Valuation

2024년 전망 시리즈 13  
철강/비철금속

## LS MnM 제련 및 귀금속 Peer Group 2024E PBR 1.1배

기업명	Ticker	시가총액 (십억달러)	PER(배)		EPS Growth(%)		PBR(배)		EV/EBITDA(배)		ROE(%)	
			2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
Boliden	BOL SS	7.1	12.9	11.2	-54.9	15.0	1.4	1.3	6.2	5.8	10.5	11.5
Jiangxi Copper	358 HK	7.0	5.7	5.3	8.4	6.5	0.5	0.4	8.4	7.2	8.1	7.6
고려아연	010130 KS	7.3	17.2	14.3	-31.7	19.9	1.0	1.0	9.4	8.1	5.9	7.0
스미토모금속광산	5713 JT	8.3	19.5	11.0	-65.7	77.0	0.7	0.7	13.2	11.0	3.6	6.0
Newmont	NEM US	29.6	20.9	14.5	-2.5	44.3	1.5	1.4	7.5	5.5	6.3	9.6
Barrik Gold	GOLD US	28.1	19.7	14.6	7.5	34.6	1.2	1.1	7.3	5.7	6.0	7.6
<b>Average</b>			16.0	11.8	-23.2	32.9	1.1	1.1	8.7	7.2	6.7	8.2
<b>LS</b>	<b>006260 KS</b>	<b>1.9</b>	<b>6.0</b>	<b>5.1</b>	<b>-6.0</b>	<b>17.1</b>	<b>0.6</b>	<b>0.5</b>	<b>6.7</b>	<b>6.1</b>	<b>10.1</b>	<b>10.8</b>

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## LS 전선 Peer Group의 2024E PBR 1.4배

기업명	Ticker	시가총액 (십억달러)	PER(배)		EPS Growth(%)		PBR(배)		EV/EBITDA(배)		ROE(%)	
			2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
Nexans	NEX FP	3.1	11.1	10.6	-4.1	4.9	1.6	1.5	5.1	4.8	14.9	14.5
Prysmian	PRY IM	10.5	13.3	13.8	1.8	-4.1	2.3	2.1	6.9	6.9	18.7	15.8
NKT	NKT DC	2.7	22.6	19.8	160.7	14.4	1.8	1.5	10.2	8.7	8.7	8.3
Furukawa Electric	5801 JT	1.1	15.2	10.3	-38.7	48.1	0.5	0.5	8.5	7.4	3.4	5.0
ZTT	600522 CH	6.4	12.2	9.9	9.2	23.4	1.4	1.3	10.7	9.4	11.7	12.8
<b>Average</b>			14.9	12.9	25.8	17.3	1.5	1.4	8.3	7.4	11.5	11.3
<b>LS</b>	<b>006260 KS</b>	<b>1.9</b>	<b>6.0</b>	<b>5.1</b>	<b>-6.0</b>	<b>17.1</b>	<b>0.6</b>	<b>0.5</b>	<b>6.7</b>	<b>6.1</b>	<b>10.1</b>	<b>10.8</b>

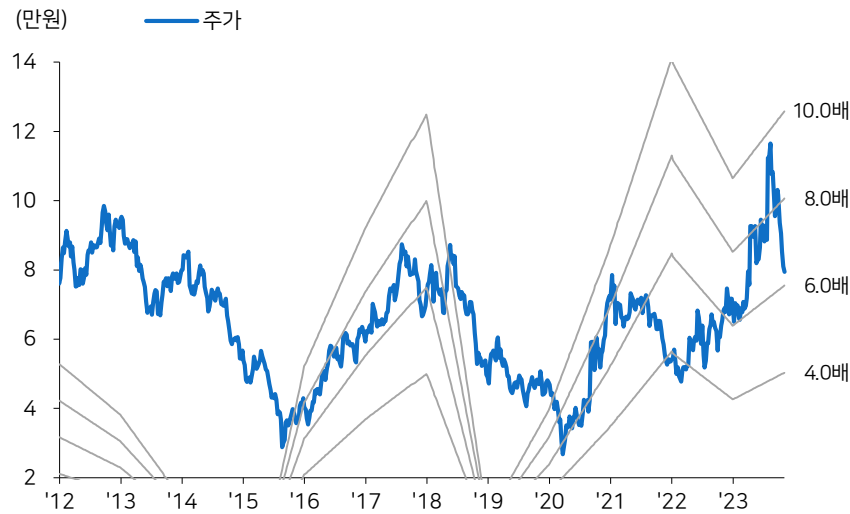
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

# LS PBR·PER Band Chart

만년 저평가주에서  
성장주로

- 적정 시가총액 3.7조원 기준, 2024E PER 8.9배, 2024E PBR 0.8배
- 구리 가격 상승, 해저케이블 사업 확대, 이차전지소재 신사업(전구체, 황산니켈) 등 성장동력 보유한 가운데, Valuation은 지난 10년간 중위 구간에 머무르는 중

LS PER Band Chart



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

LS PBR Band Chart



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

# LS 실적 Snapshot

2024년 전망 시리즈 13

철강/비철금속

실적 전망 (십억원)	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
<b>연결매출액</b>	<b>6,098.5</b>	<b>6,509.3</b>	<b>6,200.2</b>	<b>6,351.5</b>	<b>6,365.5</b>	<b>6,439.5</b>	<b>6,459.3</b>	<b>6,513.8</b>	<b>17,491.3</b>	<b>25,159.5</b>	<b>25,778.0</b>
LS MnM	2,564.9	2,736.2	2,650.5	2,756.0	2,739.1	2,757.5	2,797.9	2,837.2	2,555.3	10,707.6	11,131.7
LS 전선	1,498.2	1,509.6	1,481.9	1,506.9	1,508.0	1,528.4	1,548.4	1,571.4	6,621.5	5,996.5	6,156.2
LS 아이앤디	991.9	1,031.9	997.0	954.6	1,001.8	1,042.2	1,006.9	964.1	3,919.3	3,975.3	4,015.1
LS 엠트론	308.0	287.1	271.5	281.9	277.2	258.4	244.4	253.7	1,209.5	1,148.5	1,033.6
LS Electric	975.8	1,201.8	1,022.6	1,102.0	1,094.7	1,096.7	1,104.7	1,124.7	3,377.1	4,302.1	4,420.8
LS 글로벌	208.2	135.2	181.9	165.3	164.9	169.9	178.3	187.4	686.4	690.6	700.4
연결조정 및 기타	-448.5	-392.3	-405.2	-415.1	-420.3	-413.5	-421.4	-424.7	-877.7	-1,661.1	-1,679.9
매출 성장률 (% YoY)	64.2	58.0	60.7	9.5	4.4	-1.1	4.2	2.6	36.3	43.8	2.5
<b>연결영업이익</b>	<b>233.6</b>	<b>280.2</b>	<b>247.8</b>	<b>234.0</b>	<b>261.9</b>	<b>272.1</b>	<b>270.2</b>	<b>271.3</b>	<b>561.6</b>	<b>995.6</b>	<b>1,075.6</b>
LS MnM	26.2	109.3	75.4	79.5	81.1	81.8	83.5	85.0	51.5	290.4	331.4
LS 전선	60.1	37.4	53.0	53.7	54.0	55.1	56.1	56.7	219.6	204.2	221.9
LS 아이앤디	38.1	20.6	26.4	28.4	28.8	27.5	28.0	27.2	65.0	113.6	111.5
LS 엠트론	22.3	15.0	9.5	-6.9	18.6	16.3	9.3	-0.8	50.3	39.8	43.5
LS Electric	81.8	104.9	70.1	85.9	88.0	88.1	88.8	90.4	187.5	342.6	355.3
LS 글로벌	3.8	4.6	4.2	1.6	1.8	4.2	5.5	2.5	13.5	14.3	13.9
연결조정 및 기타	1.3	-11.6	9.2	-8.2	-10.5	-0.9	-1.0	10.3	-25.8	-9.3	-2.0
영업이익률 (%)	3.8	4.3	4.0	3.7	4.1	4.2	4.2	4.2	3.2	4.0	4.2
영업이익 성장률 (% YoY)	81.4	88.3	65.1	74.9	12.1	-2.9	9.0	16.0	19.4	77.3	8.0
세전이익	120.9	177.7	161.3	117.2	163.7	167.1	163.3	167.9	655.0	577.2	662.0
<b>당기순이익</b>	<b>111.2</b>	<b>131.8</b>	<b>127.4</b>	<b>92.6</b>	<b>129.3</b>	<b>132.0</b>	<b>129.0</b>	<b>132.6</b>	<b>505.5</b>	<b>463.0</b>	<b>523.0</b>
지배주주순이익	78.6	89.1	101.5	73.8	103.0	105.2	102.7	105.6	451.6	343.0	416.6
지배주주순이익률 (%)	1.8	2.0	2.1	1.5	2.0	2.1	2.0	2.0	2.9	1.8	2.0
<b>주요 가정</b>											
구리 Blended TC (달러/톤)	87	87	89	89	89	89	89	89	69	88	89
구리 가격 (달러/톤)	8,937	8,490	8,392	8,563	8,554	8,690	8,923	9,175	8,913	8,576	8,784
금 가격 (달러/oz)	1,846	1,963	1,938	1,954	1,968	1,970	1,963	1,931	1,801	1,916	1,958
은 가격 (달러/oz)	23	24	24	25	25	25	25	25	22	23	25
평균환율 (원/달러)	1,276	1,315	1,311	1,320	1,300	1,300	1,300	1,300	1,292	1,305	1,300

자료: LS, 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	10,444.3	12,829.3	17,491.3	25,159.5	25,778.0
매출액증가율(%)	2.9	22.8	36.3	43.8	2.5
매출원가	9,152.9	11,216.9	15,609.6	22,713.6	23,247.6
매출총이익	1,291.4	1,612.4	1,881.7	2,445.9	2,530.3
판매비와관리비	954.8	1,142.3	1,320.2	1,450.3	1,454.8
영업이익	336.6	470.1	561.6	995.7	1,075.6
영업이익률(%)	3.2	3.7	3.2	4.0	4.2
금융손익	-96.2	-151.2	-114.8	-341.9	-340.3
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	62.7	73.0	211.2	-73.9	-73.3
세전계속사업이익	303.1	391.9	657.9	579.8	662.0
법인세비용	107.7	46.9	148.8	114.2	139.0
당기순이익	194.7	352.1	505.5	463.0	523.0
지배주주지분 순이익	126.9	277.8	451.6	343.0	416.6
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	6,692.2	7,485.5	11,461.3	12,222.0	12,749.5
현금및현금성자산	1,564.3	1,272.6	1,671.3	2,243.3	2,517.1
매출채권	2,346.6	2,839.9	3,355.9	3,388.4	3,475.0
재고자산	1,655.4	2,223.2	4,662.0	4,591.3	4,708.6
비유동자산	4,968.3	5,140.4	5,352.7	5,572.2	5,730.5
유형자산	2,386.9	2,470.9	3,488.3	3,633.7	3,791.6
무형자산	624.4	596.7	633.2	632.8	617.0
투자자산	1,581.6	1,714.0	678.3	721.6	737.7
자산총계	11,660.5	12,625.9	16,814.0	17,794.2	18,480.0
유동부채	4,340.5	5,173.9	8,505.0	8,969.3	9,067.9
매입채무	1,306.1	1,447.0	1,771.5	1,940.2	1,989.8
단기차입금	1,245.0	1,537.2	3,598.0	4,340.6	4,390.6
유동성장기부채	666.4	1,011.7	1,295.5	1,039.8	996.6
비유동부채	2,871.5	2,741.7	2,754.3	2,775.8	2,882.6
사채	1,574.6	1,684.3	1,290.4	1,159.5	1,209.5
장기차입금	808.5	622.8	977.0	1,040.7	1,090.7
부채총계	7,212.0	7,915.7	11,259.3	11,745.1	11,950.5
자본금	161.0	161.0	161.0	161.0	161.0
자본잉여금	302.8	348.3	330.9	325.9	325.9
기타포괄이익누계액	-26.4	-11.5	11.4	4.0	4.0
이익잉여금	2,900.3	3,157.6	3,598.2	3,904.8	4,278.8
비지배주주지분	1,181.2	1,163.7	1,574.1	1,789.2	1,895.7
자본총계	4,448.5	4,710.3	5,554.7	6,049.1	6,529.5

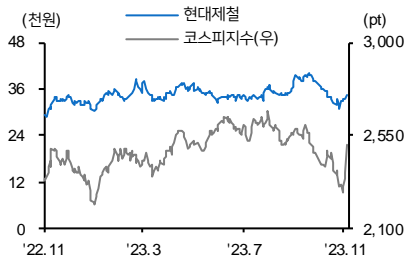
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업활동현금흐름	701.3	-133.2	467.1	858.7	1,049.2
당기순이익(손실)	194.7	352.1	505.5	463.0	523.0
유형자산감가상각비	246.6	257.3	291.8	471.9	623.7
무형자산상각비	44.4	46.2	46.7	46.3	46.6
운전자본의 증감	80.1	-880.8	-444.2	-125.5	-144.1
투자활동 현금흐름	-274.0	-444.2	-1,039.6	-681.4	-845.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-281.8	-290.5	-483.7	-622.6	-781.6
투자자산의 감소(증가)	-70.0	-132.4	1,035.8	-43.3	-16.2
재무활동 현금흐름	125.2	279.6	971.1	364.8	69.9
차입금증감	436.6	578.8	2,304.6	491.5	112.4
자본의증가	-3.0	45.5	-17.4	-5.0	0.0
현금의증가(감소)	546.9	-291.8	398.8	572.0	273.8
기초현금	1,017.4	1,564.3	1,272.6	1,671.3	2,243.3
기말현금	1,564.3	1,272.6	1,671.3	2,243.3	2,517.1
Key Financial Data					
	2020	2021	2022	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	324,358	398,425	543,209	781,350	800,559
EPS(지배주주)	3,939	8,627	14,024	10,652	12,937
CFPS	21,044	26,923	33,487	47,001	51,371
EBITDAPS	19,491	24,026	27,951	47,016	54,219
BPS	101,468	110,143	123,619	132,293	143,907
DPS	1,450	1,450	1,550	1,550	1,550
배당수익률(%)	2.0	2.7	2.2	1.8	1.8
Valuation(Multiple)					
PER	18.1	6.3	5.0	8.0	6.6
PCR	3.4	2.0	2.1	1.8	1.7
PSR	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
PBR	0.7	0.5	0.6	0.6	0.6
EBITDA(십억원)	627.6	773.6	900.0	1,513.9	1,745.9
EV/EBITDA	10.0	8.4	10.2	6.4	5.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.9	8.2	12.0	8.3	9.4
EBITDA이익률	6.0	6.0	5.1	6.0	6.8
부채비율	162.1	168.1	202.7	194.2	183.0
금융비용부담률	1.2	0.8	1.1	1.5	1.6
이자보상배율(x)	2.7	4.5	3.0	2.6	2.7
매출채권회전율(x)	4.4	4.9	5.6	7.5	7.5
재고자산회전율(x)	6.6	6.6	5.1	5.4	5.5

# 현대제철(004020) 실망하지만, 또 기대하면 되니까

Analyst 장재혁 02. 6454-4882  
jaehyeok.jang@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월)	43,000원		
현재주가 (11.6)	34,300원		
상승여력	25.4%		
KOSPI	2,502.37pt		
시가총액	45,772억원		
발행주식수	13,345만주		
유통주식비율	62.61%		
외국인비중	26.26%		
52주 최고/최저가	40,200원/28,750원		
평균거래대금	157.2억원		
<b>주요주주(%)</b>			
기아 외 8인	35.96		
국민연금	6.52		
<b>주가상승률(%)</b>			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.3	-3.7	19.3
상대주가	-7.9	-3.7	12.0
<b>주가그래프</b>			



### 4Q23부터 판매량 개선 효과로 증익 가능

- 4Q23 연결 영업이익, 2,675억원(흑자전환)으로 컨센서스(2,735억원) 소폭 하회 전망
- 별도 영업이익은 2,260억원 전망. 실적 개선 요인은 봉형강류 3분기 계절성 제거로 인한 판매량 회복. 원료탄 가격 상승으로 인한 롤마진 훼손을 자동차강판 가격 인상이 소폭 상쇄.
- 인도/동남아 지역 원료탄 신규 수요 견조하여 원료탄 투입단가 부담 당분간 지속 전망. 이로 인해 2024년 판재류 롤마진은 소폭 훼손 예상. 스크랩 가격 약세로 봉형강 롤마진은 개선 예상
- 2024년 YoY 실적 개선 요인은 소폭 개선되는 판매량

### 낮은 밸류에이션에서는 Downside보다 Upside Risk를 고려할 필요

- 현대제철 1FY P/B는 중국 부양책에 대한 기대감으로 지난 6월 0.22배에서 9월 0.26배까지 약 20% 상승을 경험, 부양책의 실효성과 관계없이 부양 강도가 점차 강해지는 현상에 초점. 현재 주가는 0.22~0.23배 수준으로 되돌림.
- 지난 10/24, 중국 중앙정부는 4Q23 1조위안 국채 발행을 결정. 2022년 중국 인프라 투자금액은 약 21조위안, 1조위안이 모두 인프라투자에 사용된다 해도 4.76%에 해당하는 크지 않은 규모. 그러나 시장은 중국 중앙정부가 이례적으로 3.0%를 상회하는 3.8%의 재정적자비율을 허용한 사실에 주목
- 이는 다시 유효수요 개선 기대감을 부각시키는 요인
- 역사적 하단 밸류에이션인 0.2배 수준, 업황 턴어라운드 이전에는 하방 지지 근거로 작용

### 투자의견 'BUY', 적정주가 43,000원 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	18,023.4	73.0	-430.0	-3,222	적전	122,488	-12.3	0.3	10.2	-2.6	108.7
2022	22,849.9	2,447.5	1,461.4	10,951	흑전	133,902	3.7	0.3	4.1	8.5	102.9
2023E	27,340.6	1,616.5	1,017.6	7,626	-31.0	140,235	4.0	0.2	4.3	5.6	92.4
2024E	26,433.8	1,294.9	815.9	6,114	-22.9	146,369	5.6	0.2	6.6	4.3	85.3
2025E	27,333.4	1,407.7	869.3	6,514	7.4	151,897	5.3	0.2	4.3	4.4	80.2

## PBR, 역사적 하단에 위치

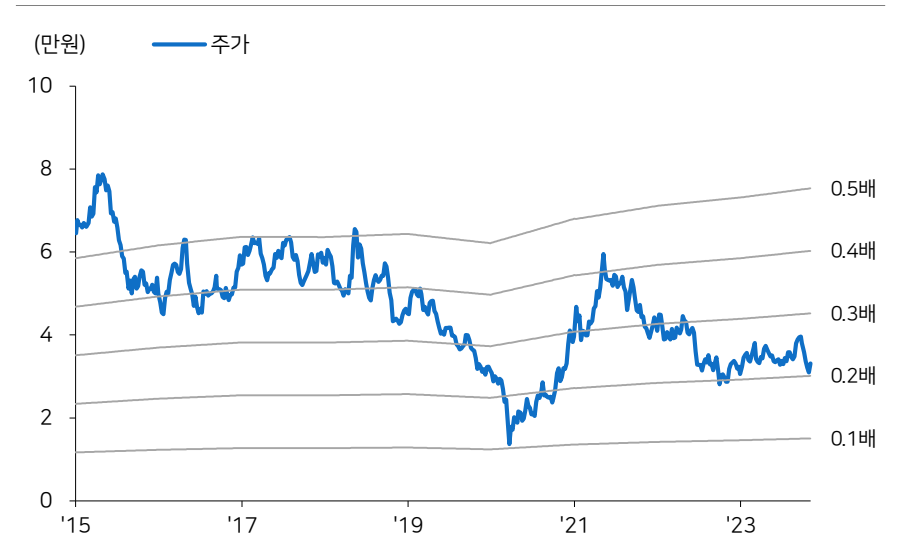
- 현대제철 1FY P/B는 중국 부양책에 대한 기대감으로 지난 6월 0.22배에서 9월 0.26배까지 약 20% 상승을 경험, 부양책의 실효성과 관계없이 부양 강도가 점차 강해지는 현상에 초점.
- 현재 주가는 0.22~0.23배 수준으로 되돌림. 업황 턴어라운드 이전에는 0.2배 하방 지지 근거로 작용 가능
- 지난 10/24, 중국 중앙정부는 4Q23 1조위안 국채 발행을 결정. 2022년 중국 인프라 투자금액은 약 21조위안, 1조위안이 모두 인프라투자에 사용된다 해도 4.76%에 해당하는 크지 않은 규모.
- 그러나 시장은 중국 중앙정부가 이례적으로 3.0%를 상회하는 3.8%의 재정적자비율을 허용한 사실에 주목
- 이는 다시 유효수요 개선 기대감을 부각시키는 요인

## 현대제철 Valuation

항목	값	내용
적정 PBR	0.3 배	
COE	11.6%	CAPM 모델 활용
Rf	3.73%	2024E 미국 10년 국고채 (당사 추정치)
ERP	4.80%	당사 추정치
beta	1.6	52주 주간 베타
ROE	4.4%	2024E ROE
영구성장률	1.5%	
BPS(지배주주)	151,897원	
적정 주가 (fair value)	43,127원	
<b>적정 주가 ('000 round)</b>	<b>43,000원</b>	

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

## 현대제철 PBR Band Chart



자료: QuantiWise, , 메리츠증권 리서치센터



# 현대제철 실적 Snapshot

2024년 전망 시리즈 13  
철강/비철금속

주요 지표 (십억원)	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
원/달러	1,277	1,315	1,312	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300	1,292	1,301	1,300
<b>판매량(천톤)</b>											
고로 판매량	2,883	2,905	2,845	2,930	2,927	2,957	2,954	2,951	10,795	11,563	11,789
성장률(% QoQ, %YoY)	29.6	0.8	-2.1	3.0	-0.1	1.0	-0.1	-0.1	-3.8	7.1	1.9
전기로 판매량	1,821	1,992	1,694	1,823	1,838	1,885	1,884	1,882	7,492	7,330	7,489
성장률(% QoQ, %YoY)	6.9	9.4	-15.0	7.6	0.8	2.5	-0.1	-0.1	-5.0	-2.2	2.2
<b>ASP(원/kg)</b>											
봉형강류	1,266	1,234	1,202	1,203	1,217	1,219	1,217	1,219	1,350	1,227	1,218
성장률(% QoQ, %YoY)	-5.4	-2.5	-2.6	0.1	1.1	0.2	-0.2	0.1	23.7	-9.1	-0.7
판재류	1,144	1,172	1,127	1,144	1,161	1,177	1,171	1,172	1,253	1,147	1,170
성장률(% QoQ, %YoY)	-5.8	2.4	-3.8	1.5	1.5	1.3	-0.5	0.1	23.5	-8.5	2.0
<b>스프레드(원/kg)</b>											
봉형강류	700	684	671	688	707	708	706	707	723	686	707
성장률(% QoQ, %YoY)	-12.1	-2.3	-1.9	2.6	2.7	0.2	-0.4	0.1	28.0	-5.1	3.1
판재류	643	643	595	586	579	594	588	589	633	610	588
성장률(% QoQ, %YoY)	4.1	-0.1	-7.4	-1.5	-1.2	2.6	-1.0	0.2	10.8	-3.6	-3.7
<b>연결 실적(십억원)</b>											
<b>매출액</b>	<b>6,389</b>	<b>7,138</b>	<b>6,283</b>	<b>6,623</b>	<b>6,694</b>	<b>6,913</b>	<b>6,835</b>	<b>6,891</b>	<b>27,341</b>	<b>26,434</b>	<b>27,333</b>
매출액 성장률(% YoY)	-8.5	-3.3	-10.2	10.8	4.8	-3.2	8.8	4.0	19.7	-3.3	3.4
<b>영업이익</b>	<b>334</b>	<b>465</b>	<b>228.4</b>	<b>267.5</b>	<b>301</b>	<b>381</b>	<b>368</b>	<b>357</b>	<b>1,616</b>	<b>1,295</b>	<b>1,408</b>
영업이익률(%)	5.2	6.5	3.6	4.0	4.5	5.5	5.4	5.2	5.9	4.9	5.1
영업이익 성장률(% YoY)	-52.1	-43.4	-38.8	흑전	-9.8	-18.0	61.1	33.6	-34.0	-19.9	8.7
세전이익	295	382	172	221	235	319	318	313	1,349	1,069	1,185
<b>당기순이익</b>	<b>218</b>	<b>293</b>	<b>129</b>	<b>160</b>	<b>170</b>	<b>231</b>	<b>230</b>	<b>227</b>	<b>1,038</b>	<b>800</b>	<b>859</b>
지배순이익	228	297	129	161	172	234	234	230	1,018	816	869

자료: 현대제철, 메리츠증권 리서치센터

# 현대제철 (004020)

2024년 전망 시리즈 13  
철강/비철금속

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	18,023.4	22,849.9	27,340.6	26,433.8	27,333.4
매출액증가율 (%)	-12.1	26.8	19.7	-3.3	3.4
매출원가	16,930.2	19,326.4	24,506.9	23,860.8	24,587.8
매출총이익	1,093.2	3,523.6	2,833.7	2,573.0	2,745.6
판매비와관리비	1,020.2	1,076.1	1,217.3	1,278.1	1,337.9
영업이익	73.0	2,447.5	1,616.5	1,294.9	1,407.7
영업이익률 (%)	0.4	10.7	5.9	4.9	5.1
금융손익	-360.3	-196.0	-249.0	-230.1	-213.7
중속/관계기업관련손익	18.9	3.2	11.8	7.8	10.9
기타영업외손익	-235.6	-105.5	-30.8	-3.5	-19.6
세전계속사업이익	-503.9	2,149.1	1,348.6	1,069.1	1,185.2
법인세비용	-63.8	644.0	310.4	268.7	325.9
당기순이익	-440.1	1,505.2	1,038.2	800.4	859.3
지배주주지분 순이익	-430.0	1,461.4	1,017.6	815.9	869.3
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	9,934.8	12,775.8	13,191.1	13,768.2	14,479.5
현금및현금성자산	917.2	1,380.9	1,698.6	1,797.9	2,037.4
매출채권	2,465.4	3,139.4	2,608.9	2,889.5	3,006.5
재고자산	4,687.8	6,730.4	6,704.3	7,425.4	7,726.0
비유동자산	24,910.3	24,266.5	23,609.9	23,155.5	22,753.2
유형자산	19,874.3	19,251.4	18,755.1	18,000.8	17,600.8
무형자산	1,507.1	1,364.5	1,328.1	1,457.0	1,421.8
투자자산	1,958.5	2,005.4	1,988.6	2,245.4	2,278.2
자산총계	34,845.0	37,042.3	36,801.0	36,923.7	37,232.7
유동부채	6,072.7	7,466.8	8,119.2	8,725.4	8,687.7
매입채무	1,429.7	2,207.0	1,108.7	1,228.0	1,277.7
단기차입금	553.4	506.6	1,347.0	1,628.2	1,546.8
유동성장기부채	2,341.1	2,556.2	2,794.9	2,692.1	2,557.5
비유동부채	12,079.3	11,315.1	9,553.2	8,266.7	7,885.6
사채	4,694.4	4,471.8	3,796.5	3,248.6	3,086.2
장기차입금	5,207.9	4,670.6	3,590.9	2,750.6	2,475.6
부채총계	18,152.0	18,781.9	17,672.4	16,992.1	16,573.3
자본금	667.2	667.2	667.2	667.2	667.2
자본잉여금	3,906.1	3,906.1	3,906.1	3,906.1	3,906.1
기타포괄이익누계액	951.5	1,049.2	879.2	1,013.4	1,013.4
이익잉여금	10,933.1	12,358.5	13,373.7	14,058.0	14,795.8
비지배주주지분	347.6	391.8	414.8	399.4	389.3
자본총계	16,693.0	18,260.4	19,128.5	19,931.6	20,659.3

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업활동현금흐름	2,008.4	2,002.9	2,179.6	1,570.9	2,163.1
당기순이익(손실)	-440.1	1,505.2	1,038.2	800.4	859.3
유형자산감가상각비	1,493.1	1,531.0	1,531.2	755.8	1,474.0
무형자산상각비	86.1	60.8	57.3	18.5	35.3
운전자본의 증감	573.6	-1,725.7	-738.3	-493.7	-217.2
투자활동 현금흐름	-2,437.8	-663.4	-1,394.5	-116.2	-1,143.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,033.6	-904.5	-1,021.0	-1,001.9	-1,074.0
투자자산의 감소(증가)	45.2	-7.2	10.5	-260.5	-37.7
재무활동 현금흐름	454.5	-887.3	-469.2	-1,359.6	-780.3
차입금증감	1,521.5	-663.0	-621.7	-1,232.0	-648.7
자본의증가	-8.4	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	1.5	463.7	317.7	99.2	239.5
기초현금	915.8	917.2	1,380.9	1,698.6	1,797.9
기말현금	917.2	1,380.9	1,698.6	1,797.9	2,037.4
Key Financial Data					
(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	135,062	171,230	204,882	198,086	204,827
EPS(지배주주)	-3,222	10,951	7,626	6,114	6,514
CFPS	12,422	30,739	26,747	20,179	22,194
EBITDAPS	12,381	30,269	24,017	15,505	21,858
BPS	122,488	133,902	140,235	146,369	151,897
DPS	500	1,000	1,000	1,000	1,000
배당수익률(%)	1.3	2.4	3.3	2.9	2.9
Valuation(Multiple)					
PER	-12.3	3.7	4.0	5.6	5.3
PCR	3.2	1.3	1.1	1.7	1.5
PSR	0.3	0.2	0.1	0.2	0.2
PBR	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
EBITDA(십억원)	1,652.2	4,039.2	3,205.0	2,069.1	2,916.9
EV/EBITDA	10.2	4.1	4.3	6.6	4.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-2.6	8.5	5.6	4.3	4.4
EBITDA이익률	9.2	17.7	11.7	7.8	10.7
부채비율	108.7	102.9	92.4	85.3	80.2
금융비용부담률	1.8	1.3	1.3	1.6	1.4
이자보상배율(x)	0.2	8.1	4.5	3.1	3.6
매출채권회전율(x)	7.1	8.2	9.5	9.6	9.3
재고자산회전율(x)	3.6	4.0	4.1	3.7	3.6

# 고려아연(010130) 중장기 성장동력을 감안할 필요

Analyst 장재혁 02. 6454-4882  
jaehyeok.jang@meritz.co.kr

**Buy** (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	640,000원		
현재주가 (11. 6)	493,500원		
상승여력	+29.7%		
KOSPI	2,502.37pt		
시가총액	103,184억원		
발행주식수	2,091만주		
유동주식비율	47.95%		
외국인비중	18.57%		
52주 최고/최저가	658,000원/444,500원		
평균거래대금	273.3억원		
<b>주요주주(%)</b>			
영풍 외 58 인	42.20		
국민연금공단	7.86		
한화에너지투에너지 유에스에이 외 2 인	7.68		
<b>주가상승률(%)</b>			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.0	-2.9	-14.8
상대주가	-2.8	-2.9	-20.0
<b>주가그래프</b>			



## 3Q23 연결매출액 2.49조원, 영업이익 1,649억원(OPM 6.6%)으로 컨센서스 부합 예상

- 아연 판가는 QoQ -40만원/톤 하락 예상되나, 연 판매가 11만톤 수준(QoQ +12%)으로 정상화되어 아연 TC 및 판가 하락의 영향을 상쇄할 수 있을 것으로 전망
- 상반기 임시·정기보수 이후 연 생산 정상화는 부진했던 은 판매 개선으로 이어져 QoQ 실적 개선 요인으로 작용
- 중국 경기 불확실성 존재하나, 아연 가격은 6월 이후 하락세 둔화. 재정완화 기대에 따라 소폭 반등 기대 가능
- 2024년 아연 Benchmark TC 하락은 불가피하나, 판가 및 판매량 회복으로 상쇄 가능할 것으로 예상

## 트로이카 드라이브의 선두주자, 이차전지소재

- 고려아연은 기존 제련 사업으로 최근 3개년 평균 연간 매출액 10조, EBITDA 1.2조, 영업이익 9,700억원 기록
- 자회사 켄코와 KZAM 2026E 합산 매출액 1.8조원, EBITDA 2,000억원 상회 예상 (켄코 '26E 매출액 1.36조원 / EBITDA 1,358억원, KZAM '26E 매출액 4,280억원 / EBITDA 641억원) 켄코 연결편입 가정한다면, 켄코와 KZAM이 장기적으로 고려아연의 외형 성장에 유의미하게 기여 가능

## 투자의견 Buy·적정주가 640,000원 유지

- 오랜 기간 신사업 진출로 인한 신규 성장동력이 부재했던 동사의 성장 전략이 점차 구체화되기 시작한 시기, 최근 10년 밸류에이션 하단 구간인 PBR 1.0배에 근접한 수준에서는 Downside보다 Upside 여력 충분
- 2024E 순자산에 1.4배의 PBR을 적용 (과거 대규모 Capex 집행으로 외형 성장이 기대되었던 제2비철단지 투자 기간(2013.06~2015.12)의 평균 PBR)

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	7,581.9	897.4	573.0	30,363	-10.0	369,358	13.2	1.1	4.8	8.4	19.9
2021	9,976.8	1,096.2	806.8	42,755	41.1	403,163	12.0	1.3	5.9	11.1	28.8
2022	11,219.4	919.2	780.6	40,572	-3.5	455,251	13.9	1.2	8.3	9.4	31.0
2023E	10,068.6	645.8	554.5	27,478	-33.2	435,165	18.0	1.1	9.5	6.1	28.9
2024E	10,572.3	780.9	646.6	30,924	12.6	446,089	16.0	1.1	8.2	7.0	29.9

# 신사업 구체화로 인한 외형 성장 기대, 밸류에이션 개선 요인

2024년 전망 시리즈 13  
철강/비철금속

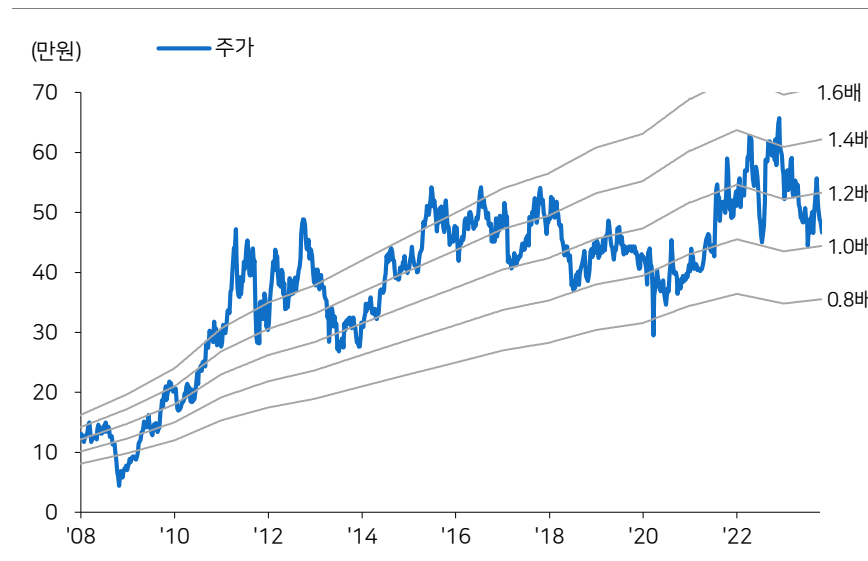
- 2024E 순자산에 1.4배의 PBR을 적용 (제2비철단지 투자 기간(2013.06~2015.12)의 평균 PBR)
- 2008.08 ~ 2012.09 : 3,080억원 투자, 연간 아연 32만톤, 연 10만톤, 금 4톤, 은 800톤 생산능력 확장, PBR 1.0배 → 2.0배  
2013.06 ~ 2015.12 : 제2 비철단지 신설에 3,900억원 투자, 연간 아연 10만톤, 연 13만톤, 금 5톤, 은 500톤 생산능력 확장, PBR 1.0배 → 1.7배  
2023.01 ~ 2027.12 : 캠코 올인원 니켈제련소 증설 및 KZAM 동박 생산능력 증설, 총 1조 2,423억원 계획
- 오랜 기간 신사업 진출로 인한 신규 성장동력이 부재했던 동사의 성장 전략이 점차 구체화되기 시작한 시기, 지난 10년 밸류에이션 하단 구간인 PBR 1.0배에 근접한 수준에서는 Downside보다 Upside 리스크가 크다고 판단. 생산량 및 판매량의 정상화로 인한 2H23 실적 개선 또한 긍정적

## 고려아연 적정주가 산출 (PBR Valuation)

항목	값	비고
2024E 순자산(십억원)	9,529	
적정 배수(배)	1.40	제2비철단지 Capex 집행 기간 (2013.06~2015.12) PBR 평균
적정 시가총액(십억원)	13,340.4	
발행 주식수(주)	20,908,588	
<b>적정 주가(원)</b>	<b>640,000</b>	
현재 주가(원)	493,500	11/6 증가 기준
<b>상승 여력(%)</b>	<b>+29.7</b>	

자료: 메리츠증권 리서치센터

## 고려아연 PBR Band Chart



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

# 영업이익 민감도 분석 Update

2024년 전망 시리즈 13  
철강/비철금속

영업이익-TC 민감도 분석: 아연 TC  $\pm 1$ 달러/톤 변화 시 영업이익  $\pm 16$ 억원, 연 TC  $\pm 1$ 달러/톤 변화 시 영업이익  $\pm 8$ 억원

	-2달러	-1달러	Base	+1달러	+2달러
아연 TC (달러/톤)	138.3	139.3	140.3	141.3	142.3
2024년 영업이익 (십억원)	777.7	779.3	780.9	782.5	784.1
영업이익 증감 (십억원)	-1.6	-1.6	-	1.6	1.6
연 TC (달러/톤)	92.0	93.0	94.0	95.0	96.0
2024년 영업이익 (십억원)	779.3	780.1	780.9	781.7	782.5
영업이익 증감 (십억원)	-0.8	-0.8	-	0.8	0.8

자료: 메리츠증권 리서치센터

영업이익-금속가격 민감도 분석: 아연  $\pm 1$ 달러/톤 변화 시 영업이익  $\pm 5$ 억원, 연  $\pm 1$ 달러/톤 변화 시 영업이익  $\pm 1$ 억원

	-2달러	-1달러	Base	+1달러	+2달러
아연 가격 (달러/톤)	2,572	2,573	2,574	2,575	2,576
2024년 영업이익 (십억원)	780.0	780.4	780.9	781.4	781.8
영업이익 증감 (십억원)	-0.5	-0.5	-	0.5	0.5
연 가격 (달러/톤)	2,148	2,149	2,150	2,151	2,152
2024년 영업이익 (십억원)	780.7	780.8	780.9	781.0	781.1
영업이익 증감 (십억원)	-0.1	-0.1	-	0.1	0.1

자료: 메리츠증권 리서치센터

# 고려아연 주요주주 구성

2024년 전망 시리즈 13  
철강/비철금속

## 고려아연 주요주주 구성, 양측 우호지분 32% 내외로 유사한 모습

		주식수	지분율 (%)
장형진	장형진 영풍그룹 회장 일가	1,018,017	4.87
영풍 회장	영풍	5,258,797	25.15
우호지분	에이치씨	179,740	0.86
	코리아씨키트	104,073	0.50
	테라닉스	70,959	0.34
	씨케이	360	0.00
	시그네틱스	200	0.00
	영풍전자	288	0.00
	<b>소계</b>	<b>6,632,434</b>	<b>31.72</b>
	최윤범	최윤범 고려아연 회장 일가	2,442,382
고려아연 회장	현대차그룹	1,045,430	5.00
우호 지분	한화그룹	1,605,336	7.68
	LG화학	391,547	1.87
	영풍정밀	378,508	1.81
	유미개발	313,332	1.50
	Trafigura Group	307,678	1.47
	한국타이어	155,110	0.74
	조선내화	39,000	0.19
	해주최씨준극경수기호중중	88,310	0.42
	경원문화재단	7,450	0.04
	<b>소계</b>	<b>6,774,083</b>	<b>32.40</b>
국민연금		1,684,902	8.06
소액주주 및 기타		5,817,169	27.82

주: 2023-11-06 기준  
자료: DART, 메리츠증권 리서치센터

# 고려아연 실적 Snapshot

2024년 전망 시리즈 13  
철강/비철금속

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2021	2022	2023E	2024E
<b>TC 및 ASP 가정</b>												
아연 Blended TC	267.9	253.9	240.6	224.8	138.0	139.5	141.0	142.5	135.9	205.7	246.8	140.3
연 Blended TC	106.0	103.1	101.7	94.0	94.0	94.0	94.0	94.0	110.4	108.3	101.2	94.0
아연 판가(천원/톤)	4,354.9	3,700.1	3,302.8	3,346.1	3,510.0	3,575.0	3,640.0	3,705.0	3,583.9	4,780.8	3,677.5	3,607.5
연 판가(천원/톤)	3,140.9	3,160.9	3,127.5	3,136.9	3,120.0	3,120.0	3,250.0	3,250.0	2,805.7	3,182.1	3,140.6	3,185.0
금 판가(천원/oz)	2,205.0	2,379.4	2,343.6	2,364.9	2,385.1	2,379.3	2,422.7	2,422.3	1,876.6	2,119.6	2,316.3	2,402.4
은 판가(천원/oz)	26.2	28.0	28.0	29.8	29.9	29.9	29.9	29.9	26.5	25.6	28.1	29.9
<b>실적 전망</b>												
고려아연(별도) 매출	1,814.9	1,787.4	1,791.7	1,879.6	1,884.3	1,895.3	1,925.9	1,939.1	7,162.5	8,081.4	7,273.5	7,644.6
아연	681.4	653.2	502.1	535.4	561.7	572.1	582.5	592.9	2,280.4	3,033.0	2,372.1	2,309.0
연	279.9	287.5	344.7	345.8	328.7	328.7	342.4	342.4	1,203.7	1,344.3	1,257.9	1,342.2
금	231.5	188.4	206.7	208.5	210.3	209.8	213.6	213.6	919.2	889.7	835.1	847.4
은	406.6	448.2	494.6	544.5	537.9	537.9	537.9	537.9	2,080.2	1,836.1	1,894.0	2,151.6
구리	84.1	92.1	93.5	95.3	95.7	96.8	99.6	102.3	291.4	297.0	365.0	394.4
기타	131.4	118.0	150.0	150.0	150.0	150.0	150.0	150.0	387.5	681.2	549.4	600.0
<b>연결 매출</b>	<b>2,527.3</b>	<b>2,469.4</b>	<b>2,489.7</b>	<b>2,582.1</b>	<b>2,586.4</b>	<b>2,611.3</b>	<b>2,673.3</b>	<b>2,701.3</b>	<b>9,976.8</b>	<b>11,219.4</b>	<b>10,068.6</b>	<b>10,572.3</b>
별도	1,814.9	1,787.4	1,791.7	1,879.6	1,884.3	1,895.3	1,925.9	1,939.1	7,162.5	8,081.4	7,273.5	7,644.6
SMH	231.6	257.8	225.7	217.2	223.6	236.3	248.6	260.3	879.2	780.0	932.3	968.8
기타	480.8	424.3	472.4	485.3	478.5	479.7	498.7	501.9	1,935.0	2,358.0	1,862.8	1,958.9
매출 성장률(% YoY)	-5.0	-13.4	-9.3	-12.8	2.3	5.7	7.4	4.6	27.3	-11.3	19.5	3.9
<b>연결 영업이익</b>	<b>145.8</b>	<b>155.7</b>	<b>164.9</b>	<b>179.5</b>	<b>198.5</b>	<b>185.4</b>	<b>193.3</b>	<b>203.7</b>	<b>1,096.1</b>	<b>919.2</b>	<b>645.8</b>	<b>780.9</b>
별도	154.9	164.6	167.1	176.2	194.8	184.0	187.0	193.3	924.6	931.4	662.8	759.0
SMH	15.6	1.9	2.8	3.2	-1.0	-3.4	1.4	5.4	81.9	-73.4	23.5	2.3
기타	-24.7	-10.8	-5.0	0.0	4.8	4.8	5.0	5.0	89.7	61.2	-40.5	19.6
영업이익률(%)	5.8	6.3	6.6	7.0	7.7	7.1	7.2	7.5	11.0	8.2	6.4	7.4
영업이익 성장률(% YoY)	-48.8	-59.2	9.4	74.9	36.2	19.1	17.3	13.5	22.1	-16.1	-29.7	20.9
세전이익	194.7	170.2	196.1	213.6	234.6	215.0	213.2	238.0	1,139.1	881.5	774.6	900.8
<b>당기순이익</b>	<b>138.4</b>	<b>124.2</b>	<b>142.2</b>	<b>154.9</b>	<b>170.1</b>	<b>155.9</b>	<b>154.6</b>	<b>172.5</b>	<b>811.1</b>	<b>798.3</b>	<b>559.6</b>	<b>653.1</b>
당기순이익률(%)	5.5	5.0	5.7	6.0	6.6	6.0	5.8	6.4	8.1	7.1	5.6	6.2

자료: 고려아연, 메리츠증권 리서치센터

# 고려아연 (010130)

2024년 전망 시리즈 13  
철강/비철금속

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	7,581.9	9,976.8	11,219.4	10,068.6	10,572.3
매출액증가율(%)	13.3	31.6	12.5	-10.3	5.0
매출원가	6,546.8	8,720.5	10,050.4	9,149.3	9,504.6
매출총이익	1,035.2	1,256.3	1,169.0	919.3	1,067.7
판매비와관리비	137.8	160.2	249.8	273.5	286.8
<b>영업이익</b>	<b>897.4</b>	<b>1,096.2</b>	<b>919.2</b>	<b>645.8</b>	<b>780.9</b>
영업이익률(%)	11.8	11.0	8.2	6.4	7.4
금융손익	-81.9	46.3	-34.5	158.0	139.5
중속/관계기업관련손익	-0.5	2.8	30.2	-3.0	6.1
기타영업외손익	-2.6	-6.2	-33.4	-26.1	-25.6
세전계속사업이익	812.4	1,139.1	881.5	774.6	900.8
법인세비용	237.6	328.0	83.2	215.0	247.7
<b>당기순이익</b>	<b>574.8</b>	<b>811.1</b>	<b>798.3</b>	<b>559.7</b>	<b>653.1</b>
지배주주지분 손익	573.0	806.8	780.6	554.5	646.6
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	4,912.9	5,689.0	6,071.1	5,750.2	5,928.8
현금및현금성자산	425.6	466.5	781.0	1,339.6	1,294.1
매출채권	380.5	515.9	615.5	536.5	561.3
재고자산	2,250.0	2,909.1	2,825.4	2,462.9	2,576.6
비유동자산	3,586.8	4,275.0	6,026.8	6,233.3	6,446.2
유형자산	3,194.1	3,459.0	3,694.4	3,893.0	4,090.9
무형자산	90.9	123.3	851.3	843.5	840.2
투자자산	217.6	593.1	1,206.3	1,304.0	1,322.3
<b>자산총계</b>	<b>8,499.7</b>	<b>9,964.1</b>	<b>12,097.9</b>	<b>11,983.5</b>	<b>12,375.0</b>
유동부채	1,118.4	1,770.5	2,319.1	2,155.8	2,284.5
매입채무	675.1	1,025.2	956.2	833.5	872.0
단기차입금	115.4	295.5	791.6	822.1	889.9
유동성장기부채	0.9	8.4	12.2	12.8	12.8
비유동부채	294.2	459.3	547.1	533.8	561.6
사채	0.0	1.1	3.3	3.6	3.6
장기차입금	4.7	126.1	205.5	213.7	231.3
<b>부채총계</b>	<b>1,412.6</b>	<b>2,229.8</b>	<b>2,866.2</b>	<b>2,689.6</b>	<b>2,846.2</b>
자본금	94.4	94.4	99.3	99.3	99.3
자본잉여금	56.6	57.3	1,085.9	1,096.3	1,096.3
기타포괄이익누계액	-67.3	-8.9	-80.8	6.2	6.2
이익잉여금	6,939.7	7,518.4	7,953.4	7,912.0	8,140.4
비지배주주지분	117.3	126.6	189.0	195.2	201.8
<b>자본총계</b>	<b>7,087.0</b>	<b>7,734.2</b>	<b>9,231.7</b>	<b>9,293.9</b>	<b>9,528.8</b>

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업활동현금흐름	456.5	606.9	784.7	1,180.3	898.7
당기순이익(손실)	574.8	811.1	798.3	559.7	653.1
유형자산감가상각비	278.6	289.4	298.5	314.3	333.3
무형자산상각비	0.1	0.5	5.3	5.0	3.3
운전자본의 증감	-500.8	-543.7	-109.9	603.1	-78.0
투자활동 현금흐름	-547.6	-577.7	-1,796.8	-41.2	-612.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-662.1	-463.8	-373.0	-460.5	-531.2
투자자산의 감소(증가)	-29.6	-372.6	-583.0	-100.7	-12.2
재무활동 현금흐름	-171.4	1.7	1,296.3	-587.3	-331.8
차입금증감	118.2	388.8	573.9	47.2	86.4
자본의증가	0.0	0.8	1,033.5	10.4	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>-264.0</b>	<b>40.9</b>	<b>314.5</b>	<b>558.6</b>	<b>-45.5</b>
기초현금	689.5	425.6	466.5	781.0	1,339.6
기말현금	425.6	466.5	781.0	1,339.6	1,294.1
Key Financial Data					
	2020	2021	2022	2023E	2024E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	401,798	528,711	583,125	498,976	505,642
EPS(지배주주)	30,363	42,755	40,572	27,478	30,924
CFPS	63,499	74,213	62,723	48,762	56,358
EBITDAPS	62,327	73,448	63,561	47,823	53,444
BPS	369,358	403,163	455,251	435,165	446,089
DPS	15,000	20,000	20,000	20,000	20,000
배당수익률(%)	3.7	3.9	3.5	4.1	4.1
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	13.2	12.0	13.9	18.0	16.0
PCR	6.3	6.9	9.0	10.1	8.8
PSR	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
PBR	1.1	1.3	1.2	1.1	1.1
EBITDA(십억원)	1,176.1	1,386.0	1,222.9	965.0	1,117.4
EV/EBITDA	4.8	5.9	8.3	9.5	8.2
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	8.4	11.1	9.4	6.1	7.0
EBITDA이익률	15.5	13.9	10.9	9.6	10.6
부채비율	19.9	28.8	31.0	28.9	29.9
금융비용부담률	0.0	0.0	0.3	0.5	0.6
이자보상배율(x)	538.8	263.2	26.7	11.7	12.7
매출채권회전율(x)	21.1	22.3	19.8	17.5	19.3
재고자산회전율(x)	4.0	3.9	3.9	3.8	4.2



# POSCO홀딩스(005490) 철강·리튬 모두 여전히 대기모드입니다만

Analyst 장재혁 02. 6454-4882  
jaehyeok.jang@meritz.co.kr

**Buy** (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	630,000원
현재주가 (10. 25)	522,000원
상승여력	+20.7%
KOSPI	2,502.37pt
시가총액	441,462억원
발행주식수	8,457만주
유동주식비율	74.12%
외국인비중	27.08%
52주 최고/최저가	658,000원/256,000원
평균거래대금	6,117.2억원
<b>주요주주(%)</b>	
국민연금공단	7.72
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	5.39

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.6	37.7	103.9
상대주가	-2.2	37.7	91.4

**주가그래프**



## 2024 Outlook: 판매량 회복이 실적 개선을 견인

- 철강 부문 실적은 부진한 4Q23를 저점으로 판매량 회복이 1Q24 이후 회복세를 견인할 전망.
- 3Q23 급등한 원료탄 가격(2Q23: 243\$/t → 3Q23: 263\$/t → 10월 354\$/t)은 롤마진에 부담 요인이나, 중국 중앙정부 재정정책으로 인한 인프라 투자 확대와 이에 동반한 중국 철강사 가격 인상은 판가 상승 요인
- 판가 상승이 원재료 가격을 반영하는 수준에서 그치더라도 (롤마진 개선이 제한적이더라도) 올해 1, 2월 냉천범람 효과가 제거된 2024년 판매량은 YoY 개선 기대

## POSCO홀딩스 기업가치의 핵심 변수

- POSCO홀딩스 주가의 핵심 변수, 3Q22 이전: 중국 열연가 → 이후: 리튬 사업가치+자회사(퓨처엠) 지분가치
- 리튬사업의 기업가치 개선요인과 포스코퓨처엠 실적 개선요인은 공통적으로 리튬 가격의 상승 현재 리튬 가격은 생산원가(20달러/kg)에 근접한 수준. 추가 하락 제한적이며, 중장기적 가격 상승에 동의
- 그러나 글로벌 리튬 산업은 초과수요 우려보다 공급과잉 우려 강세로 중장기 가격 전망에 대한 눈높이는 하향 조정 (1H23 30~35달러/kg → 2H23 25~30달러/kg)

## 적정주가 630,000원으로 하향 조정, 투자의견 BUY 유지

- 적정 시가총액은 53조원(철강 25조 + 리튬 6조 + 포스코퓨처엠 10조 + 기타 12조)으로 이론적인 Upside 존재하나, 리튬 가격 전망 눈높이의 하향 조정은 리튬 사업가치와 자회사 지분가치에 우려 요인
- 리튬 사업부 실적 추정에 가정한 2026년 리튬 가격을 하향 조정(35달러/kg → 30달러/kg)하고, 상장 자회사 지분가치 변화를 반영, 적정주가를 650,000원에서 630,000원으로 하향

(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
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	78,793.3	4,265.9	2,291.0	27,089	-27.0	648,858	19.3	0.8	7.5	4.3	72.9
2024E	85,479.3	4,928.0	2,623.2	31,018	10.2	669,110	16.8	0.8	7.1	4.7	73.0

# POSCO홀딩스 실적 Snapshot

2024년 전망 시리즈 13  
철강/비철금속

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>19,381</b>	<b>20,121</b>	<b>18,961.0</b>	<b>20,330</b>	<b>20,967</b>	<b>22,509</b>	<b>21,050</b>	<b>20,953</b>	<b>84,750</b>	<b>78,793</b>	<b>85,479</b>
철강	15,770	16,547	15,803	16,615	16,318	16,173	16,331	17,115	70,650	64,735	65,937
POSCO (별도)	9,622	10,298	9,675	9,853	9,971	9,993	9,993	9,995	42,695	39,448	39,953
POSCO 外	6,148	6,249	6,128	6,762	6,347	6,180	6,338	7,120	27,955	25,286	25,984
Green Infra	13,870	15,195	13,833	15,058	16,094	18,311	15,275	13,814	65,901	57,956	63,493
친환경소재	1,162	1,194	1,313	1,564	1,929	2,290	2,631	3,108	3,389	5,233	9,957
포스코퓨처엠	1,135	1,193	1,286	1,476	1,841	2,003	2,344	2,622	3,302	5,091	8,810
리튬				63	63	262	262	461		63	1,047
<b>영업이익</b>	<b>705</b>	<b>1,326</b>	<b>1,196</b>	<b>1,035</b>	<b>998</b>	<b>1,238</b>	<b>1,259</b>	<b>1,434</b>	<b>4,850</b>	<b>4,262</b>	<b>4,928</b>
철강	338	1,021	853	712	617	721	810	869	3,236	2,923	3,017
POSCO (별도)	251	841	727	623	571	636	690	716	2,295	2,442	2,612
POSCO 外	87	180	126	89	46	84	121	154	942	481	405
Green Infra	382	445	414	350	393	508	412	449	1,544	1,591	1,762
친환경소재	10	4	-6	7	25	80	96	187	143	15	388
포스코퓨처엠	20	52	37	44	67	92	104	119	166	153	382
리튬				-9	-9	26	26	101		-9	145
영업이익률	3.6	6.6	6.3	5.1	4.8	5.5	6.0	6.8	5.7	5.4	5.8
세전이익	1,001	1,030	759	521	1,066	1,095	884	827	4,014	3,311	3,872
<b>당기순이익</b>	<b>840</b>	<b>776</b>	<b>550.5</b>	<b>378</b>	<b>773</b>	<b>794</b>	<b>641</b>	<b>600</b>	<b>3,560</b>	<b>2,544</b>	<b>2,808</b>
지배주주순이익	726	690	517.5	355	722	740	599	562	3,144	2,288	2,623
지배주주순이익률	3.7	3.4	2.7	1.7	3.4	3.3	2.8	2.7	3.7	2.9	3.1
환율 (원/달러)	1,277	1,315	1,312	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300	1,292	1,301	1,300

자료: POSCO홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

# POSCO홀딩스 리튬 사업부 실적 추정

2024년 전망 시리즈 13  
철강/비철금속

(십억원)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
원/달러 평균환율	1,301	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300
수산화리튬 가격 (달러/톤)	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
스포듀민 가격 (달러/톤)	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
<b>생산량 (만톤)</b>	<b>0.16</b>	<b>2.69</b>	<b>6.42</b>	<b>11.38</b>	<b>16.13</b>	<b>22.48</b>	<b>28.48</b>	<b>32.30</b>
Brine	0.00	0.75	2.50	4.38	6.13	8.13	9.63	10.00
Hard Rock	0.16	1.94	3.92	7.00	10.00	14.35	18.85	22.30
<b>매출액</b>	<b>63</b>	<b>1,047</b>	<b>2,505</b>	<b>4,436</b>	<b>6,289</b>	<b>8,765</b>	<b>11,105</b>	<b>12,597</b>
Brine	0	293	975	1,706	2,389	3,169	3,754	3,900
Hard Rock	63	755	1,530	2,730	3,900	5,597	7,352	8,697
<b>영업이익</b>	<b>-8.9</b>	<b>145</b>	<b>692</b>	<b>1,304</b>	<b>1,863</b>	<b>2,496</b>	<b>3,174</b>	<b>3,495</b>
Brine	0.0	120	551	1,049	1,424	1,902	2,303	2,411
Hard Rock	-8.9	25	141	255	440	594	871	1,083
<b>영업이익률 (%)</b>	<b>-14.1</b>	<b>13.9</b>	<b>27.6</b>	<b>29.4</b>	<b>29.6</b>	<b>28.5</b>	<b>28.6</b>	<b>27.7</b>
Brine	-	41.1	56.5	61.5	59.6	60.0	61.3	61.8
Hard Rock	-14.1	3.3	9.2	9.3	11.3	10.6	11.8	12.5
<b>EBITDA</b>	<b>-3</b>	<b>253</b>	<b>877</b>	<b>1,615</b>	<b>2,307</b>	<b>3,154</b>	<b>3,865</b>	<b>4,186</b>
Brine	0	183	685	1,233	1,741	2,320	2,754	2,862
Hard Rock	-3	69	192	381	566	834	1,112	1,324
<b>EBITDA Margin (%)</b>	<b>-4.1</b>	<b>24.1</b>	<b>35.0</b>	<b>36.4</b>	<b>36.7</b>	<b>36.0</b>	<b>34.8</b>	<b>33.2</b>
Brine	0.0	0.0	70.3	72.3	72.9	73.2	73.4	73.4
Hard Rock	-4.1	9.2	12.5	14.0	14.5	14.9	15.1	15.2

주: 생산설비 준공 이후 가동률, 1~6개월차 30%, 7~12개월차 60%, 13~18개월차 90% 가정, 감가상각을 제외한 염수리튬 매출원가는 6,200~6,400달러/톤 가정, 광석리튬 경제비용은 3,000달러/톤 가정, 아르헨티나 지방정부 로열티는 매출액의 3.5% 가정, 감가상각비는 시설투자금 규모 고려, 내용연수 15년, 정액법 가정  
자료: POSCO홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

# 철강, 리튬 업종 Global Peer Valuation Table

2024년 전망 시리즈 13  
철강/비철금속

리튬화합물 2024E EV/EBITDA 4.3배, 철강 업체 2024E EV/EBITDA 5.3배

구분	기업명	Ticker	시가총액 (십억달러)	PSR (배)			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	23E	24E	25E
Lithium Chemical	Albemarle	ALB US EQUITY	14.43	1.4	1.5	1.4	4.8	6.4	5.6	19.2	-24.4	13.2	1.4	1.2	1.0	4.2	5.1	4.4	30.9	19.5	19.7
	SQM	SQM US EQUITY	13.59	1.6	1.8	1.7	5.1	5.8	5.4	-31.9	-11.7	7.1	2.5	2.2	2.4	3.5	3.7	3.3	51.8	42.3	39.9
	간핑리튬	1772 HK Equity	10.81	0.3	0.3	0.2	5.6	5.3	4.2	-55.9	5.6	28.7	1.0	0.8	0.7	8.8	7.2	5.1	18.4	16.2	16.1
	텐치리튬	002466 CH Equity	11.43	0.3	0.4	0.4	6.6	7.2	7.3	-47.0	-8.3	-1.5	1.5	1.2	1.1	1.9	1.8	0.7	23.0	17.5	15.8
	Allkem	AKE AU Equity	3.78	3.0	2.5	2.0	9.7	8.6	6.2	-10.7	13.5	38.5	1.0	0.9	0.7	4.5	3.7	2.6	11.1	11.4	14.2
	Livent	LTHM US Equity	2.57	2.7	2.3	1.8	7.3	7.7	5.5	44.3	-4.9	41.0	1.6	1.3	1.0	5.1	4.4	3.2	24.1	20.1	17.7
	<b>Average</b>			<b>1.6</b>	<b>1.5</b>	<b>1.2</b>	<b>6.5</b>	<b>6.8</b>	<b>5.7</b>	<b>-13.7</b>	<b>-5.0</b>	<b>21.2</b>	<b>1.5</b>	<b>1.3</b>	<b>1.1</b>	<b>4.7</b>	<b>4.3</b>	<b>3.2</b>	<b>26.5</b>	<b>21.2</b>	<b>20.6</b>
Spodumene	Pilbara Minerals	PLS AU Equity	7.06	3.6	2.9	2.3	11.2	10.2	8.1	-57.6	10.7	25.9	2.9	2.3	1.9	7.1	5.4	3.9	23.4	24.5	26.2
	Mineral Resources	MIN AU Equity	7.50	1.5	1.3	1.1	21.6	13.6	8.8	-27.6	58.8	53.9	3.0	2.6	2.2	9.5	6.3	4.7	12.7	19.7	22.5
	Sigma Lithium	SGML CN Equity	2.81	3.2	2.1	1.7	9.9	6.4	5.0	195.0	53.1	28.1	6.9	3.3	2.0	6.8	4.2	2.6	-	-	-
	Sayona Mining	SYA AU Equity	0.52	1.2	1.0	1.0	13.0	6.0	7.1	흑전	100.0	-12.5	0.8	0.7	0.6	5.3	3.7	5.4	11.3	21.9	11.1
	Core Lithium	CXO AU Equity	0.49	1.3	1.9	1.4	6.6	11.5	8.3	3300.0	-41.2	35.0	1.4	1.2	1.2	3.6	5.2	3.7	25.5	11.5	14.0
	<b>Average</b>			<b>2.2</b>	<b>1.8</b>	<b>1.5</b>	<b>12.4</b>	<b>9.5</b>	<b>7.5</b>	<b>852.4</b>	<b>36.3</b>	<b>26.1</b>	<b>3.0</b>	<b>2.0</b>	<b>1.6</b>	<b>6.5</b>	<b>5.0</b>	<b>4.1</b>	<b>18.2</b>	<b>19.4</b>	<b>18.4</b>

기업명	Ticker	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
일본제철	5401 JP Equity	20.24	7.2	6.7	5.9	-42.8	7.4	12.8	0.7	0.6	0.6	6.0	5.4	4.9	9.8	9.8	10.3
JFE HOLDINGS	5411 JP Equity	8.76	6.3	5.8	5.7	12.1	8.9	0.3	0.5	0.5	0.5	6.0	5.4	5.2	8.8	9.3	8.3
바오산 강철	600019 CH Equity	19.13	12.5	10.3	9.2	-30.3	20.3	12.0	0.7	0.7	0.6	5.4	4.6	4.3	5.5	6.4	6.8
아르셀로미탈	MT NA Equity	19.51	4.7	5.3	4.4	-53.0	-12.1	20.4	0.3	0.3	0.3	3.4	3.5	3.0	8.0	6.8	7.2
NUCOR CORP	NUE US Equity	36.81	8.2	12.4	13.1	-37.1	-33.9	-4.8	1.7	1.6	1.5	5.2	7.2	7.3	21.8	12.8	11.3
JSW STEEL	JSTL IN Equity	21.54	15.7	11.7	10.7	165.1	34.2	9.7	2.3	2.0	1.8	8.1	6.8	6.2	16.0	18.5	17.5
US STEEL	X US Equity	7.64	8.3	14.9	10.4	-56.9	-44.3	43.7	0.7	0.7	0.6	4.5	5.8	4.7	9.3	5.4	7.2
현대제철	004020 KS Equity	3.33	5.3	5.2	4.5	-45.1	3.1	13.6	0.2	0.2	0.2	5.2	4.1	3.6	4.4	4.3	4.7
<b>Average</b>			<b>8.5</b>	<b>9.0</b>	<b>8.0</b>	<b>-11.0</b>	<b>-2.1</b>	<b>13.5</b>	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>5.5</b>	<b>5.3</b>	<b>4.9</b>	<b>10.4</b>	<b>9.2</b>	<b>9.2</b>
POSCO홀딩스	005490 KS Equity	27.05	12.6	10.5	9.4	-39.4	20.0	11.7	0.6	0.6	0.6	5.8	5.3	4.8	5.2	5.9	6.3

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

# POSCO홀딩스 Valuation

2024년 전망 시리즈 13  
철강/비철금속

(십억원)			적용 가치	지분율	상세
영업가치 (A)	철강	포스코	25,641	100.0%	2024E EBITDA, Global Peer 2024E EV/EBITDA 5배 적용
	리튬	포스코아르헨티나	4,596	100.0%	2026E EBITDA 추정치를 2년 할인(WACC 7.4%, Rf 3.73%, ERP 4.80%),
		포스코필바라리튬솔루션	1,421	82.0%	Global Peer 2024E EV/EBITDA 배 적용
비영업가치 (B)	상장사 (국내)	포스코케미칼	9,698	59.7%	시가총액 40% 할인, 지분율 적용
		포스코인터내셔널	4,329	62.9%	
		포스코 ICT	3,788	65.4%	
		포스코스틸리온	122	56.9%	
		포스코엠텍	346	48.9%	
	상장사 (해외)	Black Rock Mining LTD	7	14.8%	
		POSCO Thainox ltd.	79	74.6%	
	비상장사	포스코건설	467	52.8%	OTC 시장 시가총액 적용
기타 투자자산			1,280		기타 투자자산 장부가치 40% 할인
Target EV (A+B)			51,773		POSCO홀딩스(별도) 및 포스코(별도) 순차입금 합계
2023F 순차입금 (C)			-1,550		
적정시가총액 (A+B-C)			<b>53,323</b>		
발행주식수 (주)			84,571,230		
적정주가 (Fair Value) (원)			630,511		
적정주가 (rounding) (원)			<b>630,000</b>		
현재주가 (원)			522,000		
과리율 (%)			20.7		

자료: POSCO홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

# POSCO홀딩스 (005490)

2024년 전망 시리즈 13  
철강/비철금속

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	57,792.8	76,332.4	84,750.2	78,793.3	85,479.3
매출액증가율(%)	-10.2	32.1	11.0	-7.0	8.5
매출원가	53,072.4	64,451.2	77,100.9	71,683.6	77,446.7
매출총이익	4,720.4	11,881.1	7,649.3	7,109.7	8,032.6
판매비와관리비	2,317.4	2,643.0	2,799.2	2,843.8	3,104.6
<b>영업이익</b>	<b>2,403.0</b>	<b>9,238.1</b>	<b>4,850.1</b>	<b>4,265.9</b>	<b>4,928.0</b>
영업이익률(%)	4.2	12.1	5.7	5.4	5.8
금융손익	-214.9	-35.1	-970.5	-507.3	-892.7
종속/관계기업관련손익	133.3	649.6	676.3	419.1	431.5
기타영업외손익	-296.3	-436.5	-541.5	-862.4	-594.3
세전계속사업이익	2,025.1	9,416.1	4,014.4	3,315.4	3,872.5
법인세비용	236.9	2,220.2	453.9	768.1	1,064.9
<b>당기순이익</b>	<b>1,788.2</b>	<b>7,195.9</b>	<b>3,560.5</b>	<b>2,547.3</b>	<b>2,807.6</b>
지배주주지분 순이익	1,602.2	6,617.2	3,144.1	2,291.0	2,623.2
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	35,830.8	46,621.6	47,649.5	48,749.1	47,613.3
현금및현금성자산	4,754.6	4,775.2	8,053.1	4,775.8	2,665.7
매출채권	7,471.9	9,266.7	8,696.1	9,185.1	9,466.7
재고자산	9,051.8	15,215.1	15,472.4	16,342.6	16,843.5
비유동자산	43,256.2	44,850.0	50,757.3	55,776.6	60,267.7
유형자산	29,400.1	29,596.7	31,781.2	35,932.1	40,162.2
무형자산	4,449.4	4,166.3	4,838.5	4,920.3	4,917.8
투자자산	5,936.8	7,261.1	8,142.4	8,600.4	8,864.0
<b>자산총계</b>	<b>79,087.0</b>	<b>91,471.6</b>	<b>98,406.8</b>	<b>104,525.7</b>	<b>107,881.0</b>
유동부채	16,855.0	21,083.6	23,188.2	22,812.0	23,496.9
매입채무	3,755.5	5,468.2	5,520.8	5,831.3	6,010.0
단기차입금	5,194.4	5,110.4	6,833.1	6,452.9	6,752.9
유동성장기부채	3,483.1	3,719.6	5,082.9	4,452.9	4,472.9
비유동부채	14,557.4	15,583.1	16,961.2	21,244.3	22,017.7
사채	8,469.7	9,082.3	9,680.4	12,891.3	13,391.3
장기차입금	3,350.3	3,828.8	2,709.3	3,503.4	3,653.4
<b>부채총계</b>	<b>31,412.4</b>	<b>36,666.7</b>	<b>40,149.4</b>	<b>44,056.3</b>	<b>45,514.5</b>
자본금	482.4	482.4	482.4	482.4	482.4
자본잉여금	1,310.6	1,388.0	1,400.8	1,649.3	1,649.3
기타포괄이익누계액	-1,392.9	-678.9	-449.9	0.0	0.0
이익잉여금	46,111.5	51,532.9	52,965.2	54,629.5	56,342.2
비지배주주지분	3,343.2	4,377.6	5,745.3	5,594.7	5,779.1
<b>자본총계</b>	<b>47,674.6</b>	<b>54,804.9</b>	<b>58,257.4</b>	<b>60,469.5</b>	<b>62,366.5</b>

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업활동현금흐름	8,685.7	6,259.4	6,186.8	5,478.7	5,815.1
당기순이익(손실)	1,788.2	7,195.9	3,560.5	2,547.3	2,807.6
유형자산감가상각비	3,156.2	3,135.4	3,204.7	3,178.5	3,412.2
무형자산상각비	465.6	444.1	488.8	466.0	445.4
운전자본의 증감	2,803.6	-7,070.6	-335.4	-992.8	-438.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-6,259.3</b>	<b>-5,583.5</b>	<b>-4,219.9</b>	<b>-9,769.8</b>	<b>-7,973.4</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-3,196.9	-3,079.7	-4,927.6	-7,047.2	-7,642.2
투자자산의 감소(증가)	242.6	-674.7	-205.1	-38.8	167.9
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-1,090.9</b>	<b>-768.7</b>	<b>1,319.4</b>	<b>962.9</b>	<b>48.2</b>
차입금증감	306.2	1,106.6	2,667.9	3,073.0	978.3
자본의증가	-65.7	77.4	12.9	248.4	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>1,240.3</b>	<b>20.1</b>	<b>3,277.6</b>	<b>-3,277.5</b>	<b>-2,110.1</b>
기초현금	3,515.3	4,755.6	4,775.7	8,053.3	4,775.8
기말현금	4,755.6	4,775.7	8,053.3	4,775.8	2,665.7
Key Financial Data					
	2020	2021	2022	2023E	2024E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	662,862	875,503	982,715	931,680	1,010,738
EPS(지배주주)	18,376	75,897	36,457	27,089	31,018
CFPS	74,793	152,444	102,611	84,482	93,917
EBITDAPS	69,102	147,012	99,067	93,535	103,883
BPS	508,464	578,383	620,922	648,858	669,110
DPS	8,000	17,000	12,000	10,000	12,000
배당수익률(%)	2.9	6.2	4.3	1.9	2.3
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	14.8	3.6	7.6	19.3	16.8
PCR	3.6	1.8	2.7	6.2	5.6
PSR	0.4	0.3	0.3	0.6	0.5
PBR	0.5	0.5	0.4	0.8	0.8
EBITDA(십억원)	6,024.8	12,817.5	8,543.6	7,910.3	8,785.5
EV/EBITDA	5.3	2.5	4.1	7.5	7.1
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	3.6	14.0	6.1	4.3	4.7
EBITDA이익률	10.4	16.8	10.1	10.0	10.3
부채비율	65.9	66.9	68.9	72.9	73.0
금융비용부담률	1.1	0.6	0.7	1.3	1.2
이자보상배율(x)	3.8	21.0	8.0	4.2	4.8
매출채권회전율(x)	7.3	9.1	9.4	8.8	9.2
재고자산회전율(x)	5.8	6.3	5.5	5.0	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 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

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

### 투자의견 비율

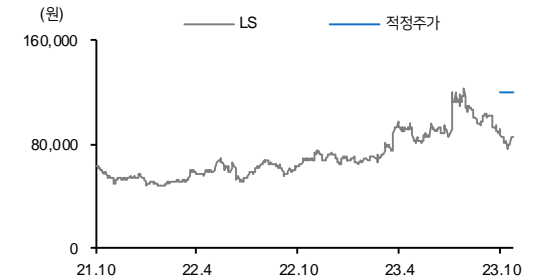
투자의견	비율
매수	86.5%
중립	13.5%
매도	0.0%

2023년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

### LS (006260) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2023.10.19	산업분석	Buy	120,000	장재혁	-	-	

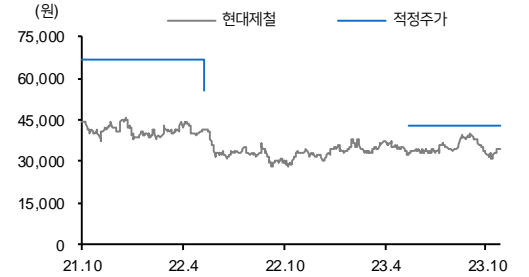


### 현대제철 (004020) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	

2021.10.29	기업브리프	Buy	67,000	문경원	-38.4	-31.1	
2022.06.03	산업분석	Buy	56,000	문경원	-39.3	-25.5	
2022.08.31				Univ Out			
2023.06.01	산업분석	Buy	43,000	장재혁	-	-	

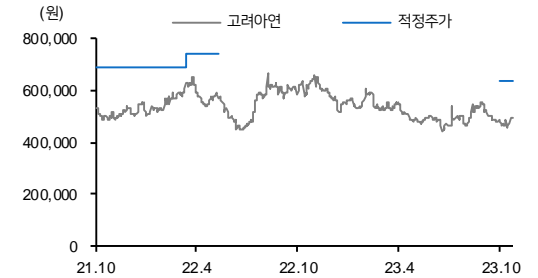


### 고려아연 (010130) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	

2021.10.28	기업브리프	Buy	690,000	문경원	-22.7	-8.6	
2022.04.08	기업브리프	Buy	740,000	문경원	-26.5	-11.2	
2022.08.31				Univ Out			
2023.10.19	산업분석	Buy	640,000	장재혁	-	-	





**POSCO홀딩스 (005490) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.10.25	기업브리프	Buy	450,000	문경원	-36.5	-30.0	
2022.06.03	산업분석	Buy	390,000	문경원	-37.0	-25.6	
2022.08.31				Univ Out			
2023.06.01	산업분석	Buy	480,000	장재혁	-11.9	37.1	
2023.07.26	기업브리프	Buy	750,000	장재혁	-24.7	-14.4	
2023.10.19	산업분석	Buy	650,000	장재혁	-31.6	-19.7	
2023.11.07	기업브리프	Buy	630,000	장재혁	-	-	

