

양극화

양극화



비철금속/철강

Analyst **장재혁**

02. 6454-4882

jaehyeok.jang@meritz.co.kr

비철금속/철강 **Overweight**

Top Picks	투자판단	적정주가
고려아연 (010130)	Buy	640,000원
LS (006260)	Buy	190,000원
관심종목	투자판단	적정주가
현대제철 (004020)	Buy	43,000원
POSCO홀딩스 (005490)	Buy	630,000원

Contents

Part I	구리:가보지 않은 길	09
Part II	비철금속 업황 점검	29
Part III	철강: 끝없는 기다림	45

기업분석	고려아연 (010130)	68
	LS (006260)	73
	현대제철 (004020)	83
	POSCO홀딩스 (005490)	86

Summary

양극화

비철금속/철강 Overweight

I 구리:가보지 않은 길

- 현재는 금속 가격 급등 후 조정기. 전방산업 수요 확대에 이견이 없는 광물은 구리
- 단기 peakout의 근거로 제시되는 'China Cu Cathode Discount' 또는 '비상업 순포지션', 설명력 부족하며 중장기 구리 가격과 상관관계 부재
- 구리 공급량을 결정하는 정광, 스크랩 모두 구조적으로 공급 확대가 제한적이며, 높은 Capital Intensity 또한 공급을 제한하는 요인
- AI 데이터센터가 유발하는 비전통 구리 수요 급증은 심각한 초과수요를 초래할 것
- 상향조정된 구리 가격 컨센서스는 24E 9,180\$/t, 25E 9,957\$/t으로 현재가 대비 낮으나, 역사적으로 가격 전망치는 반드시 가격에 후행

II 비철금속 업황 점검

- **아연**
 - 낮은 금속 TC, 전반적인 정광 공급 부족 → 메탈가 상승을 시사하는 현상
 - 이구환신 정책으로 인한 아연 수요 확대를 기대
 - 재고 부담은 있으나, TC의 하향추세와 낮은 중국 가동률은 가격 지지 요인
- **리튬**
 - 공급축소가 유발하는 완만한 가격 상승세 중이나,
 - 확대된 롤마진으로 인해 중국 생산량 확대가 진행 중임은 우려 요인
 - 초과공급으로 쌓였던 재고를 고려한다면, 공급부족 시나리오까지는 시간 소요 예상

III 철강: 끝없는 기다림

- 중국 철강 업황, 실수요 개선 부재, 부양책 기대감만 존재
- 기대 가능한 긍정적 요인:
 - 1) 7월 예정 3중전화 2) 하반기 특별채 발행 가속화 3) 철강 감산 구체화
- 철강 명목소비 감소 중이기에, 감산 강도 강해야만 수급 개선 가능
- 판재류 중심의 중국 수출 확대 → 국내 후판 경쟁력 약화
- 부진한 국내 건설경기 → 국내 철근 업황 부진
- 중단기 업황 개선 쉽지 않을 것으로 전망

V 기업분석

- **고려아연(010130): 좋은 업황, 실적 서프라이즈, 중장기 성장동력, 자사주 매입**
 - 2Q24 모든 제품 판가 급등, 별도 외 자회사 큰 폭 실적 개선으로 컨센서스 상회 전망
 - 단기 실적 모멘텀에 전기동/황산니켈 부문의 중장기 성장 사업 또한 가시화 중
 - 자사주 매입소각 및 임직원 보상을 위한 1,500억원 자사주 매입 공시 또한 긍정적
- **LS(006260): 해저케이블 1대장**
 - LS전선의 북미 해저케이블 공장 증설 모멘텀 유효
 - 지주사 할인율(40%) 감안한 적정시총 6.4조원(적정주가 190,000원), 비상장 자회사 LS전선·MnM 지분을 모두 반영한 적정시총 8조원(적정주가 240,000원)

비철금속/철강

기업분석

종목명	투자판단	적정주가
고려아연 (010130)	Buy	640,000원
LS (006260)	Buy	190,000원
현대제철 (004020)	Buy	43,000원
POSCO홀딩스 (005490)	Buy	630,000원

고려아연(010130) 좋은 업황, 실적 서프라이즈, 중장기 성장동력, 자사주 매입

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

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	640,000 원
현재주가 (6.3)	498,000 원
상승여력	28.5 %

KOSPI	2,682.52pt
시가총액	104,125 억원
발행주식수	2,070 만주
유동주식비율	45.61 %
외국인비중	18.42 %
52주 최고/최저가	557,000원/436,000원
평균거래대금	236.1 억원

주요주주(%)

영풍 외 55인	43.27
한화에이치투에너지 USA	7.68
국민연금공단	7.49

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.6	0.2	3.0
상대주가	7.3	-6.4	-0.1

주가그래프



2Q24 Preview: 전 제품 판가 상승으로 인해 별도, 자회사 모두 호실적으로 실적 컨센서스 상회 전망

- 최근 1개월 기준, 2Q24 연결영업이익 컨센서스는 2,251억원(최저 1,789억원 ~ 최대 3,230억원)
- 당사는 2Q24 영업이익 2,811억원(YoY+80.5%, QoQ+52.3%)을 예상
- 별도: 타 조건이 동일할 경우, 2Q24 QoQ 메탈가 상승효과 +1,400억원, TC하락 원가손실 -500억원 = QoQ +900억원 영업이익 개선 가능
- 별도 외: 가동률 개선, 아연가격 상승으로 SMC 실적 개선, 1Q24부터 연결 편입된 KEMCO 실적 또한 니켈 및 황산니켈 가격 상승으로 인해 흑자 기여. 별도 외 영업이익, 4Q23 -232억 1Q24 -61억 2Q24 BEP 전망

중장기 성장을 꺾는 신사업의 가치, 전기동+황산니켈 합산 매출 규모만 약 3.5조원

- 전기동: '28E 습식 5만톤 + 건식 10만톤 capa, 매출 2조원(Cu 10,000\$/t 가정), mid-single 이상 수익성 전망
- 황산니켈: '27E 황산니켈 16.5만톤 + 니켈 2만톤 capa, 매출 1.5조원(Ni 20,000\$/t 가정), mid-single 이상 수익성 전망

적정주가 640,000원, 투자의견 BUY 유지

- 단기적 실적 전망(제련 본업)과 중장기 성장 사업(리사이클링, 황산니켈) 모두 긍정적 시각으로 봐야 할 때
- 주식소각 및 임직원 보상 목적으로 5월 8일 ~ 11월 8일까지 1,500억원 규모 자사주 매입 예정인 점 또한 긍정적

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	11,219.4	919.2	780.6	40,572	-3.5	455,251	13.9	1.2	8.3	9.4	31.0
2023	9,704.5	659.9	527.3	26,127	-36.3	449,109	19.1	1.1	9.8	5.7	24.9
2024E	11,009.2	971.4	635.3	30,578	19.4	464,187	16.3	1.1	7.7	6.7	34.1
2025E	11,960.2	921.6	612.9	29,605	-3.3	474,039	16.8	1.1	8.0	6.3	41.6
2026E	12,042.8	946.5	619.2	29,907	1.0	484,192	16.7	1.0	7.7	6.2	40.6

고려아연 실적 Snapshot

비철금속/철강

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
판매량 (톤)												
아연	156,472	176,528	159,374	161,871	168,921	162,500	162,500	162,500	634,414	654,245	656,421	650,000
연	89,117	90,954	104,404	126,455	115,293	110,000	105,000	115,000	422,463	410,930	445,293	430,000
금 (kg)	2,976	2,245	2,155	1,932	1,753	1,800	2,000	2,000	11,899	9,308	7,553	8,000
은	439	453	546	532	501	528	504	552	2,037	1,970	2,085	2,064
구리	7,346	8,224	6,880	8,454	7,529	8,500	9,500	10,500	26,108	30,904	36,029	45,000
TC 및 ASP 가정												
아연 Blended TC	268	254	238	223	140	133	133	133	218	246	135	133
연 Blended TC	106	103	100	94	80	80	80	80	108	101	80	68
아연 판가(달러/톤)	3,151	2,759	2,391	2,505	2,492	2,720	2,980	2,980	3,479	2,701	2,793	2,980
연 판가(달러/톤)	2,173	2,110	2,106	2,173	2,088	2,158	2,262	2,262	2,158	2,140	2,192	2,262
금 판가(달러/oz)	1,846	1,963	1,938	1,931	2,031	2,267	2,358	2,358	1,801	1,920	2,254	2,358
은 판가(달러/oz)	23.1	23.6	23.6	23.0	23.4	26.6	28.8	28.8	21.7	23.3	26.9	28.8
구리 판가(달러/톤)	8,751	8,675	8,404	8,196	8,447	9,456	10,252	10,252	8,913	8,507	9,601	10,252
환율(원/달러)	1,276	1,315	1,311	1,321	1,328	1,350	1,335	1,340	1,292	1,306	1,338	1,320
실적 전망												
고려아연(별도) 매출	1,814.9	1,787.4	1,782.9	1,905.8	1,813.6	2,018.4	2,129.9	2,249.6	8,081.4	7,291.1	8,211.5	8,621.1
아연	681.4	653.2	548.0	578.0	596.0	632.6	682.0	684.6	3,033.0	2,460.6	2,595.3	2,697.5
연	279.9	287.5	328.0	406.0	354.0	353.7	348.3	382.9	1,344.3	1,301.4	1,438.9	1,410.5
금	231.5	188.4	175.0	161.0	155.0	182.0	208.5	209.3	889.7	755.9	754.8	824.7
은	406.6	448.2	548.0	522.0	501.0	617.1	634.9	698.0	1,836.1	1,924.8	2,451.0	2,570.9
구리	84.1	92.1	76.0	92.0	85.0	109.1	130.7	145.0	297.0	344.1	469.7	612.0
기타	131.4	118.0	107.9	146.8	123.0	124.0	125.4	129.8	681.2	504.2	502.2	505.6
연결 매출	2,527.3	2,469.4	2,293.2	2,414.5	2,375.4	2,689.3	2,887.5	3,057.0	11,219.4	9,704.5	11,009.2	11,960.2
별도	1,814.9	1,787.4	1,782.9	1,905.8	1,813.6	2,018.4	2,129.9	2,249.6	8,081.4	7,291.1	8,211.5	8,621.1
SMH	231.6	257.3	187.7	203.6	190.8	260.2	310.0	337.1	780.0	880.2	1,098.0	1,474.5
기타	480.8	424.7	322.6	305.1	370.9	410.8	447.6	470.4	2,358.0	1,533.2	1,699.6	1,864.6
매출 성장률(% YoY)	-5.0	-13.4	-16.4	-18.5	-6.0	8.9	25.9	26.6	-11.3	12.8	24.7	34.3
연결 영업이익	145.8	155.7	160.4	198.0	184.5	281.1	272.8	233.0	919.2	659.9	971.4	921.6
별도	154.9	164.6	166.6	221.3	190.7	281.4	268.5	226.5	931.4	707.4	967.1	857.0
SMH	15.6	1.9	3.3	3.0	6.7	17.4	20.6	22.3	-73.4	23.8	67.0	121.6
기타	-24.7	-10.8	-9.6	-26.2	-12.8	-17.8	-16.3	-15.7	61.2	-71.2	-62.7	-57.0
영업이익률(%)	5.8	6.3	7.0	8.2	7.8	10.5	9.4	7.6	8.2	6.8	8.8	7.7
영업이익 성장률(% YoY)	-48.8	-59.2	6.5	93.0	26.6	80.5	70.0	17.7	-16.1	-28.2	47.2	-5.1
세전이익	194.7	170.2	111.1	252.099	152.9	272.7	254.0	222.2	881.5	728.1	901.9	871.4
지배순이익	139.9	120.5	77.1	189.8	106.8	192.6	179.5	156.4	780.6	527.3	635.3	612.9
지배순이익률(%)	5.5	4.9	3.4	7.9	4.5	7.2	6.2	5.1	7.0	5.4	5.8	5.1

자료: 고려아연, 메리츠증권 리서치센터

1Q24부터 연결편입된 KEMCO 실적 추정

비철금속/철강

- 니켈 가격 회복 시 고려아연이 기존에 제시했던 올인원 니켈제련소 EBITDA margin 10% 달성 가능할 것으로 예상
- 2027E 니켈 가격 20,000\$/t, 신규설비(올인원 니켈제련소) 가동률 90% 가정할 경우 KEMCO 연매출 1.5조원, EBITDA 1,400억원 달성 가능

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2027E (Ni 18,000달러/톤)	2027E (Ni 20,000달러/톤)
환율 (원/달러)	1,118	1,158	1,088	1,186	1,267	1,289	1,328	1,300	1,300
LME 니켈 가격 (달러/톤)	13,122	13,936	13,789	18,488	25,605	21,406	16,867	18,000	20,000
황산니켈 22% Spot 가격 (달러/톤)	4,302	4,407	4,320	5,826	6,583	5,530	4,700	5,000	5,400
생산능력									
기존 황산니켈 Capa (톤)	20,000	50,000	80,000	80,000	80,000	80,000	20,000	80,000	80,000
올인원 니켈제련소 - 황산니켈 (톤)								85,000	85,000
올인원 니켈제련소 - Ni Metal (톤)								24,000	24,000
생산량 (추정치)									
기존 황산니켈 Capa (톤)	3,228	17,288	22,230	34,463	37,195	43,672	9,292	60,000	60,000
올인원 니켈제련소 - 황산니켈 (톤)								76,500	76,500
올인원 니켈제련소 - Ni Metal (톤)								21,600	21,600
매출액	15.5	88.2	104.5	238.0	310.3	311.4	58.0	1,392.7	1,519.8
황산니켈 - 기존 설비	15.5	88.2	104.5	238.0	310.3	311.4	58.0	390.0	421.2
황산니켈 - 신규 설비 (올인원 니켈제련소)								497.3	537.0
니켈 메탈 (올인원 니켈제련소)								505.4	561.6
매출총이익	-5.6	5.4	2.6	13.9	27.2	-35.7			
영업이익	-7.0	3.8	0.5	10.8	23.6	-41.4	6.0		
영업이익률 (%)	-45.0	4.3	0.4	4.5	7.6	-13.3	10.3		
당기순이익	-8.0	3.0	-0.7	9.1	14.0	-35.4			
순이익률 (%)			-0.7	3.8	4.5	4.5			
EBITDA	-4.7	6.6	4.3	14.6	30.4	-24.3		117.5	139.3
EBITDA Margin (%)	-29.9	7.5	4.2	6.1	9.8	-7.8		8.4	9.2

주: 기존 설비 매출에 해당하는 EBITDA margin은 '19~'22년 평균 수준인 7%를 적용, 신규 설비(올인원 니켈제련소)에 해당하는 EBITDA margin은 니켈 가격 18,000달러/톤일 때 9%, 20,000달러/톤일 때 10%를 적용. 황산니켈 가격은 과거 3개년 황산니켈-니켈 스프레드 1,000달러/톤을 적용하여 가정
자료: KEMCO, 고려아연, 메리츠증권 리서치센터

고려아연 주요주주 구성

비철금속/철강

고려아연 주요주주 지분율
소폭 확대

- 영풍 관련 지분율, 2023.09.30 **31.57%** → 2024.05.30 **32.24%** (+0.67%p)
- 고려아연 관련 지분율, 2023.09.30 **32.21%** → 2024.05.30 **33.53%** (+1.32%p)
- 자사주는 103,892주(0.5%) 보유 중. ‘24년 5월 8일 ~ 11월 8일 ‘주식소각 및 **임직원 평가보상**’ 목적으로 자사주·우리사주 합산 1,500억원(시가총액 대비 약 1.3~1.4%) 취득신탁계약 체결

고려아연 주요주주 목록

	주식수	지분율 (%)
영풍 관련	장형진 영풍그룹 회장 일가	4.97
	영풍	25.15
	에이치씨	0.88
	코리아씨키트	0.52
	테라닉스	0.39
	씨케이	0.20
	시그네틱스	0.06
	영풍전자	0.05
	소계	32.24
고려아연 관련	최윤범 고려아연 회장 일가	11.56
	현대차그룹	5.00
	한화그룹	7.68
	LG화학	1.87
	영풍정밀	1.83
	유미개발	1.50
	Trafigura Group	1.47
	Morgan Stanley	0.48
	한국투자증권	0.76
	한국타이어	0.74
	조선내화	0.19
	해주최씨준극경수기호중증	0.42
	경원문화재단	0.04
	소계	33.53
국민연금		7.49

주: 2024.05.30 기준, 자사주 103,892주(지분율 0.5%) 미반영
자료: DART, 메리츠증권 리서치센터

고려아연 (010130)

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	11,219.4	9,704.5	11,009.2	11,960.2	12,042.8
매출액증가율(%)	12.5	-13.5	13.4	8.6	0.7
매출원가	10,050.4	8,742.6	9,659.1	10,625.5	10,679.7
매출총이익	1,169.0	962.0	1,350.1	1,334.7	1,363.2
판매비와관리비	249.8	302.0	378.7	413.1	416.6
영업이익	919.2	659.9	971.4	921.6	946.5
영업이익률(%)	8.2	6.8	8.8	7.7	7.9
금융손익	-34.5	115.9	-39.8	-27.0	-43.8
종속/관계기업관련손익	30.2	-28.7	-0.8	2.2	2.3
기타영업외손익	-33.4	-19.0	-28.9	-25.4	-25.0
세전계속사업이익	881.5	728.1	901.9	871.4	880.1
법인세비용	83.2	194.7	246.5	239.6	242.0
당기순이익	798.3	533.4	655.4	631.8	638.1
지배주주지분 순이익	780.6	527.3	635.3	612.9	619.2
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	6,071.1	5,571.7	6,550.7	7,266.9	7,207.0
현금및현금성자산	781.0	676.8	490.8	1,143.7	1,084.0
매출채권	615.5	535.4	677.9	686.9	686.9
재고자산	2,825.4	2,637.7	3,339.6	3,384.1	3,383.9
비유동자산	6,026.8	6,474.4	6,707.3	7,039.9	7,328.9
유형자산	3,694.4	3,869.0	3,977.9	4,306.4	4,599.7
무형자산	851.3	882.6	894.0	889.6	885.3
투자자산	1,206.3	1,521.3	1,615.0	1,623.5	1,623.5
자산총계	12,097.9	12,046.1	13,258.0	14,306.8	14,535.8
유동부채	2,319.1	1,902.8	2,390.6	2,661.0	2,660.9
매입채무	956.2	903.2	1,143.6	1,158.8	1,158.8
단기차입금	791.6	619.2	778.9	1,028.9	1,028.9
유동성장기부채	12.2	74.3	80.5	80.5	80.5
비유동부채	547.1	501.3	983.1	1,538.6	1,538.6
사채	3.3	3.8	1.7	1.7	1.7
장기차입금	205.5	165.1	627.0	1,179.5	1,179.5
부채총계	2,866.2	2,404.1	3,373.6	4,199.6	4,199.5
자본금	99.3	104.5	104.5	104.5	104.5
자본잉여금	1,085.9	1,621.7	1,621.7	1,621.7	1,621.7
기타포괄이익누계액	-80.8	-112.5	-67.7	-67.7	-67.7
이익잉여금	7,953.4	7,843.4	8,065.7	8,269.7	8,479.9
비지배주주지분	189.0	251.8	274.2	293.1	311.9
자본총계	9,231.7	9,642.0	9,884.4	10,107.2	10,336.3

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	781.8	820.9	337.4	951.1	1,038.6
당기순이익(손실)	798.3	533.4	655.4	631.8	638.1
유형자산감가상각비	298.5	311.5	340.7	371.5	406.7
무형자산상각비	5.3	7.4	5.5	4.4	4.3
운전자본의 증감	-112.9	238.8	-726.2	-35.4	0.1
투자활동 현금흐름	-1,793.9	-622.5	-772.4	-692.3	-689.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-373.0	-418.6	-397.9	-700.0	-700.0
투자자산의 감소(증가)	-583.0	-343.8	-91.5	-6.4	2.4
재무활동 현금흐름	1,296.3	-315.6	247.9	394.1	-409.0
차입금증감	573.9	-78.5	607.7	803.0	0.0
자본의증가	1,033.5	541.1	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	314.5	-104.2	-185.9	652.9	-59.7
기초현금	466.5	781.0	676.8	490.8	1,143.7
기말현금	781.0	676.8	490.8	1,143.7	1,084.0
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	583,125	480,872	529,912	577,694	581,686
EPS(지배주주)	40,572	26,127	30,578	29,605	29,907
CFPS	62,723	47,988	61,031	60,642	63,505
EBITDAPS	63,561	48,506	63,418	62,672	65,573
BPS	455,251	449,109	464,187	474,039	484,192
DPS	20,000	15,000	20,000	20,000	20,000
배당수익률(%)	3.5	3.0	4.0	4.0	4.0
Valuation(Multiple)					
PER	13.9	19.1	16.3	16.8	16.7
PCR	9.0	10.4	8.2	8.2	7.8
PSR	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
PBR	1.2	1.1	1.1	1.1	1.0
EBITDA(십억원)	1,222.9	978.9	1,317.5	1,297.5	1,357.6
EV/EBITDA	8.3	9.8	7.7	8.0	7.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.4	5.7	6.7	6.3	6.2
EBITDA이익률	10.9	10.1	12.0	10.8	11.3
부채비율	31.0	24.9	34.1	41.6	40.6
금융비용부담률	0.3	0.4	0.6	0.8	0.8
이자보상배율(x)	26.7	15.6	16.0	9.6	9.3
매출채권회전율(x)	19.8	16.9	18.1	17.5	17.5
재고자산회전율(x)	3.9	3.6	3.7	3.6	3.6

LS(006260) 해저케이블 1대장

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

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

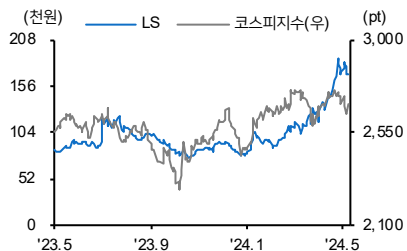
적정주가 (12개월)	190,000원
현재주가 (6.3)	169,800원
상승여력	11.9%

KOSPI	2,682.52pt
시가총액	54,676억원
발행주식수	3,220만주
유동주식비율	52.78%
외국인비중	16.60%
52주 최고/최저가	187,500원/76,500원
평균거래대금	838.8억원

주요주주(%)	
구자열 외 44인	32.15
국민연금공단	13.68

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	31.0	102.1	104.3
상대주가	30.7	88.8	98.2

주가그래프



북미 해저케이블 증설 모멘텀

- 4월 21일, LS전선 미국 자회사 'LS그린링크'가 총 9,906만달러(약 1,365억원) 규모의 IRA 세액공제 발표
 - 1) 북미 증설 Timeline 구체화: IRA 세액공제 혜택의 조건은 4년 내 매출 발생
 - 2) IRA 세액공제 혜택 + 미발표된 미국 주정부 보조금 = LS전선의 자금조달 부담 완화
 - 3) 북미 해저케이블 과점 구도: 북미 HVDC 생산능력 보유 업체, Nexans·Prysmian·LS전선·Hellenic Cable
 - 4) 해저케이블 사업 성장 = 장기적 외형 및 수익성 성장 요인
 - 보조금 규모를 통해 추산한 북미 공장 매출 규모는 연간 6,000~7,000억원 수준으로 예상
 - 향후 연간 해저케이블 매출액 1.5조원 이상 규모(국내 Capa 9,000억원~ + 북미 6,000억원~) 성장 예상 (2023년 해저케이블 실적은 매출액 약 4,800억원/OPM 10%)

양호한 실적과 LS전선의 꺾이지 않는 수주잔고 예상

- 2Q24 구리 및 귀금속 가격 상승으로 LS MnM 중심의 실적 성장 견인을 예상하며, 하반기 미국 BEAD 법안에 따른 예산 집행으로 통신선 업황 개선된다면 LS아이앤디의 실적 또한 회복 가능할 전망
- 글로벌 HVDC 업체 수주잔고 증가 유지 중. LS전선 또한 대만/독일/국내 프로젝트 수주잔고 추가 인식 예정

적정주가 190,000원, 투자의견 BUY 유지

- LS 적정 시가총액, 6.4조원. 영업가치, 지분가치, 순차입금을 고려한 NAV에 할인율 40%를 적용
비상장 자회사인 LS전선, LSMnM의 지분가치를 할인하지 않는다면 적정 시가총액은 8조원 수준까지 확대 가능
- 급등한 구리 가격의 단기적 하방 압력으로 인한 동사의 주가 하락은 오히려 매수 기회로 판단

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	17,491.3	669.5	793.3	24,635	140.6	134,156	2.8	0.5	9.1	20.2	192.8
2023	24,480.7	899.7	436.0	13,539	-32.6	147,008	6.9	0.6	8.2	9.6	170.3
2024E	25,306.0	1,031.9	379.1	11,772	0.6	154,843	14.4	1.1	9.1	7.8	172.1
2025E	26,546.6	1,118.6	465.7	14,462	15.9	167,904	11.7	1.0	8.5	9.0	167.2
2026E	27,543.7	1,187.6	510.1	15,841	9.5	182,301	10.7	0.9	8.0	9.0	155.8

LS Valuation

비철금속/철강

투자의견 Buy
적정주가 190,000원 유지

- LS 적정 시가총액, 6.4조원. 영업가치, 지분가치, 순차입금을 고려한 NAV에 할인율 40%를 적용
- 비상장 자회사인 LS전선, LSMnM의 지분가치를 할인하지 않는다면 적정 시가총액은 8조원 수준까지 확대

LS Valuation Table

구분	시가총액, 기업가치 (십억원)	지분율	적용 가치 (십억원)	비고
영업가치				
로열티 수익	345	100.0%	345	향후 20년 예상 로열티 수익의 현재가치 (WACC 5.96%, Rf 3.9%, ERP 4.8%)
지분가치				
상장 자회사				
LS일렉트릭	5,758	48.5%	2,790	최근 1개월 평균 종가 기준
비상장 자회사				
LS전선	4,050	92.1%	3,730	2024E Peer PBR 평균 2.7배 적용
LSMnM	2,659	100.0%	2,659	2024E Peer PBR 평균 1.1배 적용
LS엠트론	516	100.0%	516	4Q23 기준 장부가치
LS아이엔디	361	94.1%	339	4Q23 기준 장부가치
LS글로벌	50	100.0%	50	4Q23 기준 장부가치
기타 투자자산	233	100.0%	233	4Q23 기준 장부가치
소계			7,527	
합계 (a)			10,663	
순차입금 (b)			769	4Q23 LS(별도) 순차입금
자사주 (c)			815	자사주 15.1% (485만주) * 시장가
NAV (a - b + c)			10,709	
NAV 할인율			40.0%	국내 주요 지주사 평균 할인율
적정시가총액			6,425	
발행주식수 (주)			32,200,000	
적정 주가 (fair value, 원)			199,550	
적정 주가 ('0000 rounding, 원)			190,000	
현재 주가 (원)			169,800	6/3 기준 종가
괴리율			11.9%	

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

LS Peer Valuation

비철금속/철강

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(%)	
			2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Boliden	BOL SS	9.4	14.0	10.4	17.5	34.7	1.6	1.4	7.1	5.7	11.7	14.4
Jiangxi Copper	358 HK	10.3	7.1	6.6	15.3	7.2	0.7	0.7	9.1	8.4	9.8	9.3
고려아연	010130 KS	8.0	17.9	15.7	8.2	13.8	1.1	1.1	9.1	8.3	6.4	7.0
스미토모금속광산	5713 JT	9.5	16.1	12.0	67.0	34.5	0.8	0.8	13.5	11.2	5.0	6.2
Average			13.8	11.2	27.0	22.5	1.1	1.0	9.7	8.4	8.2	9.2
LS	006260 KS	4.0	13.1	11.0	-23.4	19.0	1.1	1.0	9.4	8.5	8.6	9.5

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

LS 전선 Peer Group의 2024E PBR 2.7배 (Nexans, Prysmian, NKT, 대한전선 4개사 평균)

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	5.3	16.6	15.0	30.4	10.3	2.6	2.3	7.2	6.8	14.5	13.8
Prysmian	PRY IM	17.1	19.9	17.1	46.5	15.8	3.6	3.1	10.2	8.7	19.2	19.2
NKT	NKT DC	4.6	24.0	23.4	44.0	2.5	2.5	2.3	12.6	12.6	11.0	10.3
Furukawa Electric	5801 JT	1.8	22.3	14.7	446.7	51.6	0.9	0.9	10.1	8.7	4.2	6.2
대한전선	001440 KS	2.4	39.1	34.2	-	14.3	2.2	2.1	19.2	15.9	6.4	6.3
LS 에코에너지	229640 KS	0.7	44.2	37.5	520.7	17.7	5.7	5.1	24.9	22.0	13.6	14.2
Average (trimmean)			26.3	22.4	179.1	14.5	2.7	2.4	13.0	11.5	11.4	11.2
LS	006260 KS	4.0	13.1	11.0	-23.4	19.0	1.1	1.0	9.4	8.5	8.6	9.5

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

LS 실적 Snapshot

비철금속/철강

실적 전망 (십억원)		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
연결매출액		6,098.5	6,509.3	6,013.9	5,859.1	5,945.0	6,458.2	6,493.8	6,408.9	24,480.7	25,306.0	26,546.5
	LS MnM	2,564.9	2,736.2	2,498.8	2,354.9	2,521.9	2,762.5	2,815.9	2,827.1	10,154.8	10,927.3	11,728.0
	LS 전선	1,498.2	1,509.6	1,566.6	1,642.7	1,445.8	1,661.1	1,549.2	1,555.7	6,217.1	6,211.9	6,326.6
	LS 아이앤디	991.9	1,031.9	932.4	870.5	971.9	928.7	979.0	957.6	3,826.7	3,837.2	3,875.6
	LS 엠트론	308.0	287.1	217.7	206.3	285.8	287.1	283.0	206.3	1,019.1	1,062.2	1,083.5
	LS Electric	975.8	1,201.8	1,022.6	1,030.4	1,038.6	1,106.6	1,166.6	1,166.6	4,230.5	4,478.4	4,810.5
	LS 글로벌	208.2	135.2	174.2	168.5	171.5	162.3	169.1	167.9	686.0	670.8	669.9
	연결조정 및 기타	-448.5	-392.3	-398.4	-414.2	-490.6	-450.1	-469.0	-472.2	-1,653.4	-1,881.9	-1,947.5
매출 성장률 (% YoY)		64.2	58.0	55.9	1.0	-2.5	-0.8	8.0	9.4	40.0	3.4	4.9
연결영업이익		238.2	281.6	226.2	153.7	243.7	269.9	257.4	252.1	901.7	1,034.3	1,118.6
	LS MnM	26.2	109.3	69.4	41.2	45.1	90.9	81.8	80.3	246.1	298.2	265.0
	LS 전선	60.1	37.4	65.7	69.3	73.0	73.9	72.9	71.7	232.5	291.4	313.9
	LS 아이앤디	38.1	20.6	14.4	5.7	14.1	12.4	12.8	22.5	78.8	61.8	90.8
	LS 엠트론	22.3	15.0	3.7	-1.7	17.9	13.1	14.9	-0.8	39.3	45.1	39.6
	LS Electric	81.8	104.9	70.1	68.1	93.7	88.2	85.4	85.4	324.9	352.8	423.9
	LS 글로벌	3.8	4.6	4.2	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	16.6	16.0	16.0
	연결조정 및 기타	5.9	-10.2	-1.3	-33.0	-4.1	-12.7	-14.5	-11.0	-36.6	-31.0	-30.6
영업이익률 (%)		3.8	4.3	3.6	2.9	4.1	4.2	4.0	4.0	3.7	4.1	4.2
영업이익 성장률 (% YoY)		81.4	88.3	45.7	27.8	5.3	-3.1	18.8	52.0	61.0	14.7	8.1
세전이익		116.3	176.4	110.5	231.1	108.3	207.2	196.8	208.6	634.3	720.9	842.1
당기순이익		111.2	131.8	64.0	263.7	90.2	163.7	155.5	164.8	570.6	574.2	665.3
지배주주순이익		78.6	89.1	37.2	231.1	40.3	114.6	108.8	115.4	436.0	379.1	465.7
지배주주순이익률 (%)		1.8	2.0	1.1	4.5	1.5	2.5	2.4	2.6	2.3	2.3	2.5
주요 가정												
구리 Blended TC (달러/톤)		86	86	88	84	62	56	56	56	86	57	42
구리 가격 (달러/톤)		8,937	8,490	8,392	8,256	8,542	9,934	10,000	10,000	8,518	9,619	11,000
금 가격 (달러/oz)		1,846	1,963	1,938	1,931	2,031	2,269	2,300	2,300	1,920	2,225	2,300
은 가격 (달러/oz)		23.1	23.6	23.6	23.0	23.4	26.9	29.0	29.0	23.3	27.1	29.0
평균환율 (원/달러)		1,276	1,315	1,311	1,321	1,328	1,350	1,335	1,340	1,306	1,338	1,320

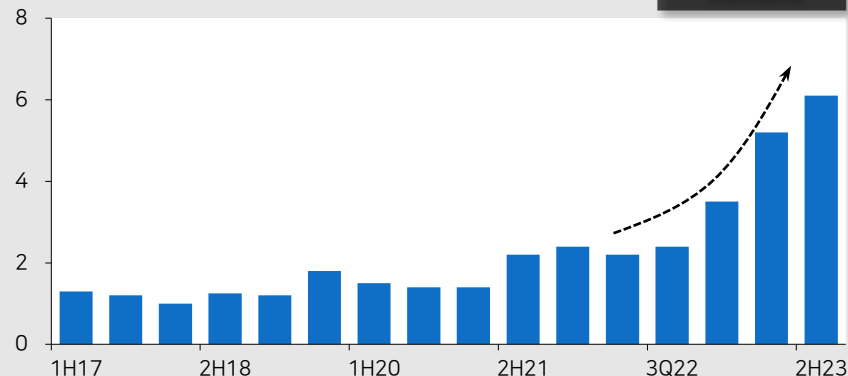
자료: LS, 메리츠증권 리서치센터

1. 해저케이블 업황 호조, 꺾이지 않는 수주잔고

글로벌 HVDC 해저케이블 점유율 1~4위 업체(Prysmian, NKT, Nexans, LS전선), 멈추지 않는 수주잔고 상승세

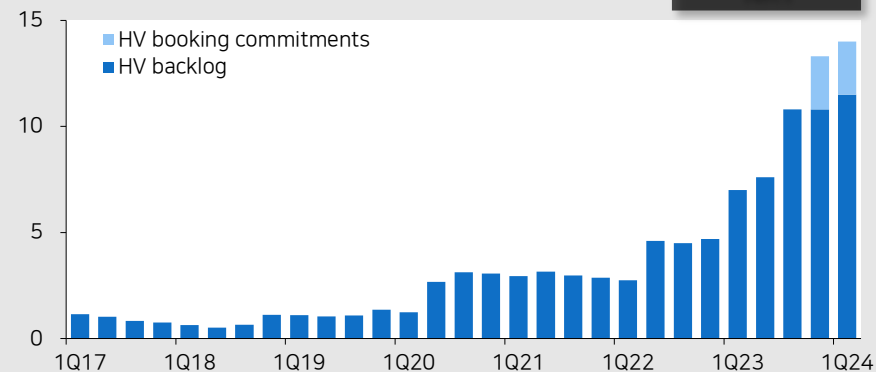
(십억유로)

Nexans



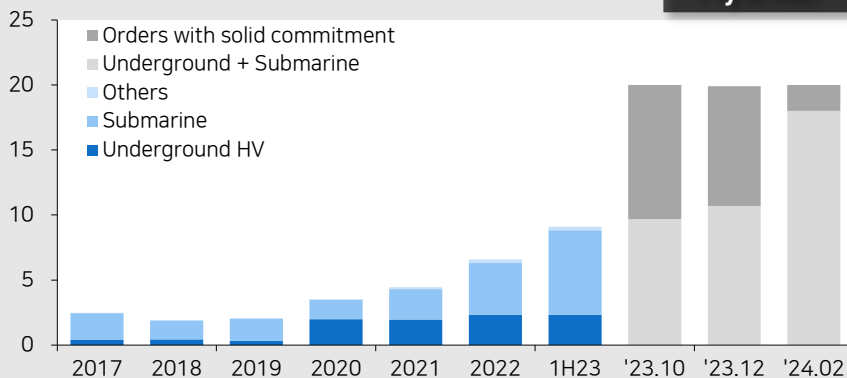
(십억유로)

NKT



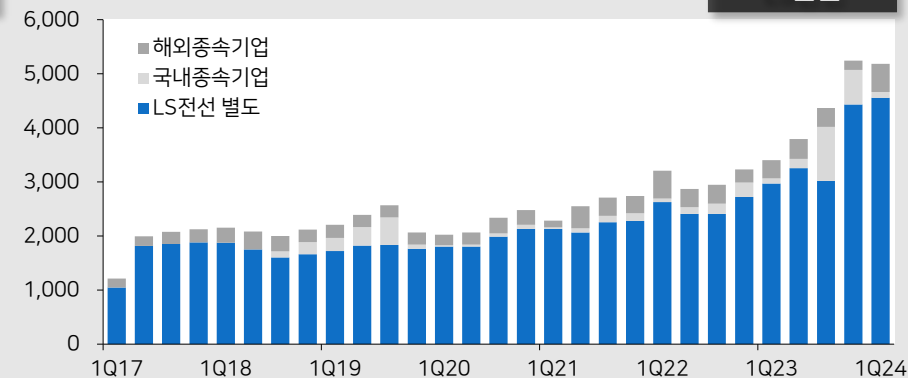
(십억달러)

Prysmian



(십억원)

LS전선



자료: 각 사, DART, 메리츠증권 리서치센터

1. 해저케이블 업황 호조, 꺾이지 않는 수주잔고

비철금속/철강

유럽에서 흘러왔던
해저케이블 업황호조의 온기

- LS전선, 2022년부터 유럽 및 미국향 해저케이블 수주 발생
- 높은 운송비(판가의 약 15~20%)에도 불구하고, 유럽과 미국 프로젝트 수주 가능했던 배경은 유럽 Major 업체들의 긴 리드타임, 한정적인 HVDC 생산 가능 업체
- 높은 운송비의 이유, 1) 무거운 해저케이블 무게 (300kV~525kV급 HVDC의 무게는 약 30~60kg/m) 2) 포설선의 1회 운반 규모가 한정적 3) 송전 품질 유지를 위해 최소곡률반경 유지
- 해저케이블의 현지 생산의 이점이 여실히 부각되는 현상

LS전선 주요 project 수주 내역

계약시기	국가	고객사	프로젝트	계약기간	금액 (십억원)	비고
2024.03	대만	CIP	대만 Fengmiao (500MW)	2026~2027	약 1,300억원	우선협상대상자 선정, 수주잔고 미반영
2023.09	한국	-	안마 해상풍력 (532MW)	2024~2027	약 2,000억원	우선협상대상자 선정, 수주잔고 미반영
2023.05	독일	TenneT	Framework	2023.05 ~ 2031.12	2387.6	수주잔고 미반영, 3-4차 본계약 2026년까지 체결
2023.12	독일	TenneT	TenneT Offshore 2GW Projects - BalWin4	2023.12.15 ~ 2030.9.30	861.7	2차 본계약, 수주잔고 반영
2023.12	독일	TenneT	TenneT Offshore 2GW Projects - LanWin1	2023.12.15 ~ 2030.9.30	824.7	1차 본계약, 수주잔고 반영
2023.05	대만	Orsted	CHW	2023.5 ~ 2025.10	189.1	수주잔고 반영
2022.12	영국	Vattenfall	Norfolk West & East	2022.12 ~ 2028.9	401.3	수주잔고 반영
2022.01	영국	Vattenfall	Norfolk Boreas	2022.10 ~ 2026.9	242.8	계약해지
2022.01	미국	Orsted	Ocean Wind	2022.1 ~ 2025.2	354.7	수주잔고 반영
2020.12	한국	한국전력	완도-제주 #3HVDC	2020.12 ~ 2023.12	232.4	수주잔고 반영

자료: DART, 메리츠증권 리서치센터

국내 추가 수주 가시성 풍부

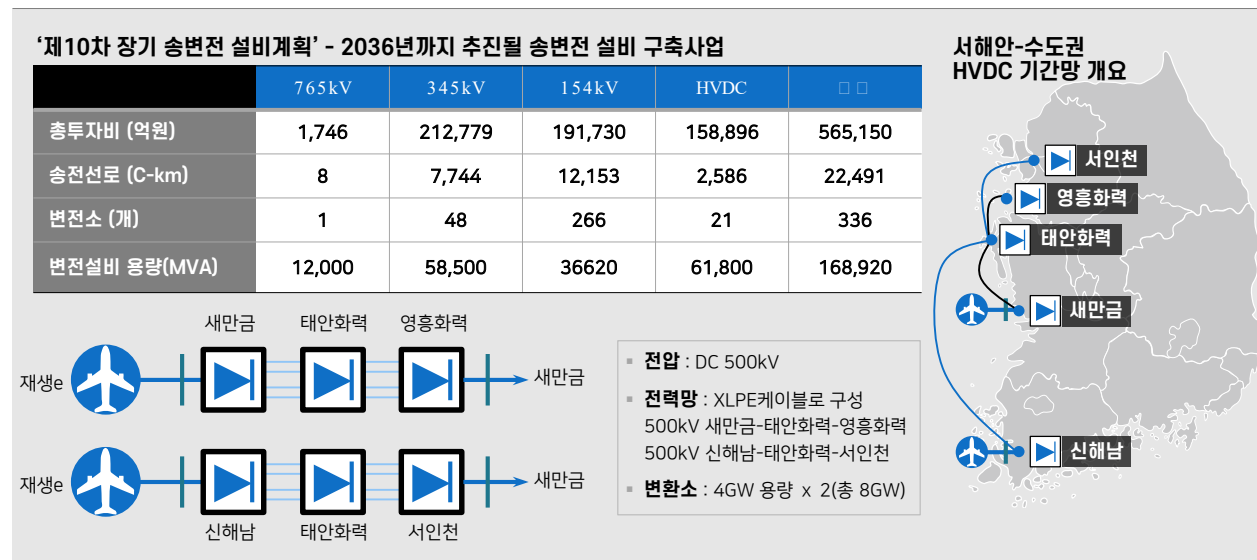
- ‘제10차 장기 송변전설비계획’, 서해·호남 지역의 전력수요 대비 발전량이 과다하여 이 지역과 수도권을 연결하는 HVDC 기간망 구축이 논의
- 프로젝트의 규모가 크고 장거리이기 때문에 한국전력에서는 민간 참여를 확대, LS전선의 HVDC 케이블 추가 수주 가능성 존재
- 2025년 이후 국내 525kV급 이상 HVDC 생산 가능 업체는 LS전선과 대한전선이 유일할 것으로 예상되는 만큼, 국내 해저케이블 수요 확대의 수혜 또한 기대

국내 최대 단일 해상풍력발전단지, LS전선 우선협상대상자 선정

안마 해상풍력 발전단지 개요		
발전소 규모	532MW	
연간 전력 생산량	1400GWh (38만가구, 140만명 * 월간 전력사용량 300kWh 기준)	
총 사업비	30억달러 (약 3.4조원)	
부지	전남 영광군 해변으로부터 약 40km 떨어진 위치, 전남 영광군 안마도 인근 해상 약 2,538만평 (83.9km ²)	
계획	2024년 초 착공, 2027년 완공 예정	
우선협상 대상자	LS전선	해저케이블 제조
	LS마린솔루션	해저케이블 시공
	대한전선	내부망 해저케이블 공급 및 시공
	SK에코플랜트	채킷(jacket) 38기 운송 및 설치

자료: 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

서해안-수도권 HVDC 기간망 구축, 총 사업규모는 8조원 수준으로 예상되며, HVDC 케이블 추가 수주 확보 가능



자료: 대한경제, 메리츠증권 리서치센터

2. 북미 증설, 큰 거 온다

IRA 48c 1차 세액공제 금액 40억달러의 67%에 해당하는 27억 달러가 ‘청정에너지 제조 및 재활용’ 부문에 할당, 아래는 청정에너지&그리드 산업 내 대상 업체 목록

PROJECT TOPIC	ORGANIZATION NAME	CREDIT (백만달러)	PROJECT CITY	Investment and Expansion Details	Product Types and Technologies	Market and Industry Focus
Clean Energy & Clean Vehicle Manufacturing	Ballard Power Systems	54.0	Rockwall, Texas	New 230,000 sq ft facility	Fuel cell engines	Clean energy vehicles, stationary power
	Entek	202.0	Terre Haute, Indiana	Building a giga-scale factory	Battery separators	US automotive industry
	e-VAC Magnetics LLC (eVAC)	112.0	Sumter, South Carolina	First US manufacturing facility	Rare earth permanent magnets	Automotive, defense, renewable energy
	GO Lab, Inc. (dba TimberHP)	16.8	Madison, Maine	Production of insulation materials	Building insulation from waste wood fiber	Building and construction
	Highland Materials, Inc.	255.6	Surgoinville, Tennessee	Silicon purification tech	Solar grade polysilicon	Solar industry
	JSW Steel USA Ohio, Inc.	43.5	Mingo Junction, Ohio	\$145 million investment	Monopile-grade steel slabs	Offshore wind energy
	LS GREENLINK USA, INC.	99.1	Not specified	Specializing in subsea power cables	Subsea power cables	Offshore wind farms
	Mobis North America electrified Powertrain, LLC	57.7	Richmond Hill, Georgia	Construction of component part plants	Power Electric Systems for EVs	Electric vehicle production
	MP Materials Corp.	58.5	Fort Worth, Texas	America's first fully integrated rare earth magnet facility	Neodymium-iron-boron (NdFeB) permanent magnets	Hybrid and electric vehicles, defense, wind turbines
	Nuvera Fuel Cells, LLC	14.1	Billerica, Massachusetts	Expansion of manufacturing capabilities	Fuel cell engines and components	Clean energy vehicles
	SOLARCYCLE, Inc.	64.2	Cedartown, Georgia	State-of-the-art glass plant for solar modules	Solar glass from recycled solar systems	Solar energy industry
	Voith Hydro Inc.	5.8	York, Pennsylvania	Re-equip hydropower facility	Hydropower components	Hydropower and pumped storage
	Wallbox	5.2	Arlington, Texas	Expansion of EV charging solutions facility	EV charging solutions	Electric vehicle infrastructure
	X Energy, LLC	148.5	Oak Ridge, Tennessee	New facility for nuclear fuel	TRISO coated-particle nuclear fuel	Nuclear energy
Grid Components & Modernization	Eaton Corporation	16.3	Nacogdoches	Expand production capacity for voltage regulators	Voltage regulators, transformers, switchgear	Energy infrastructure
		9.0	El Paso			
		1.3	Waukesha			
	Hellenic Cables Americas Co.	n.a.	Baltimore, Maryland	Build cable manufacturing facility	Underwater and underground cables	Offshore wind and grid modernization
	Moment Energy Inc.	6.0	Vance, Alabama	Large-scale facility for EV battery repurposing	Repurposed EV batteries for grid storage	Renewable energy storage
	Prolec GE USA LLC	8.0	Shreveport, Louisiana	Expand transformer manufacturing	Substation and pad-mount transformers	Renewable energy applications
	Prysmian	3.9	Williamsport, Pennsylvania	Expand conductor production facility	Advanced transmission conductors	Power transmission
	Siemens Energy, Inc.	18.3	Charlotte, North Carolina	Build LPT manufacturing facility	Large Power Transformers	Electric grid resilience

자료: US DOE, 메리츠증권 리서치센터

2. 북미 증설, 큰 거 온다

유럽에서 흘러왔던 온기,
이제는 미국으로

- 지난 4월 21일, LS전선의 미국 자회사 'LS그린링크'가 총 9,906만달러(약 1,365억원) 규모의 세액공제 혜택(IRA section 48C, QAEPC) 발표
- 1) 북미 증설 Timeline 구체화
 - IRA 48c 세액 공제를 위해서는 프로젝트 채택 이후 2년내 프로젝트 인증, 추가 2년내 프로젝트의 서비스 투입을 요구. LS전선의 북미 해저케이블 공장의 2028년 매출 발생을 의미. 빠른 시일 내 LS전선의 미국 해저케이블 공장 착공 및 수주 flow를 기대
- 2) 아직 미발표된 미국 주정부 보조금, LS전선의 자금조달부담 완화
 - LS전선의 북미 공장 증설에 대한 보조금 = IRA 48c QAEPC + 주정부 제공 Tax Credit & Grant
 - 예상을 상회하는 보조금 혜택, 대규모 투자금액이 부담이었던 LS전선의 자금조달 부담 완화 요인
- 3) 북미에서도 이어지는 해저케이블 과점 구도
 - 미국 내 HVDC 공장 보유 업체, Nexans가 유일하며 Prysmian은 신규 건설 중, Hellenic Cable은 신규 계획 중. 현지 생산법인을 통해 북미 진출할 경우, 현재 글로벌 해저케이블 Major 업체 (Nexans, Prysmian, NKT, Hellenic Cable, etc.) 중심의 과점 구도 유지 가능
- 4) 해저케이블 매출액 확대, 장기적 외형 및 수익성 성장 요인
 - 총 매출액 규모가 각각 2,000억~3,000억원에 해당하는 동해 4, 5동 증설에 필요했던 자금은 각각 1,859억원, 1,555억원
 - IRA 보조금 규모를 통해 추산한 북미 생산설비 투자금액 규모는 약 7,000억원 수준이며, 이를 통해 북미 공장의 매출액 규모 또한 7,000억원 내외 수준일 것으로 추정
 - 향후 해저케이블 연매출 1.5조원 이상 규모(국내 Capa 9,000억원~ + 북미 6~7,000억원)로 성장 예상 (2023년 해저케이블 실적, 매출액 약 4,800억원/OPM 10% 수준)

비철금속/철강

LS (006260)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	17,491.3	24,480.7	25,306.0	26,546.6	27,543.7
매출액증가율(%)	36.3	40.0	3.4	4.9	3.8
매출원가	15,611.1	22,113.4	22,745.5	23,872.5	24,781.5
매출총이익	1,880.3	2,367.4	2,560.5	2,674.1	2,762.2
판매비와관리비	1,320.2	1,465.7	1,526.2	1,555.5	1,574.6
영업이익	669.5	899.7	1,034.3	1,118.6	1,187.6
영업이익률(%)	3.2	3.7	4.1	4.2	4.3
금융손익	-114.8	-342.9	-371.6	-389.4	-386.3
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	444.9	84.3	64.2	118.0	126.1
세전계속사업이익	999.6	641.0	726.9	847.2	927.4
법인세비용	148.8	63.7	145.1	177.9	194.8
당기순이익	847.2	570.6	574.2	665.3	728.7
지배주주지분 순이익	793.3	436.0	379.1	465.7	510.1

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	11,461.3	11,617.6	12,368.8	13,363.1	13,957.9
현금및현금성자산	1,671.3	1,701.2	1,497.4	2,142.9	2,284.7
매출채권	3,355.9	3,292.2	3,980.1	4,107.8	4,273.7
재고자산	4,662.0	4,828.2	4,875.6	5,032.1	5,235.3
비유동자산	5,796.1	6,628.4	7,032.8	7,349.4	7,616.7
유형자산	3,938.8	4,362.4	4,674.7	4,896.0	5,097.6
무형자산	626.0	829.2	904.5	984.1	1,029.1
투자자산	678.3	749.0	773.1	789.0	809.6
자산총계	17,257.4	18,246.0	19,401.6	20,712.6	21,574.6
유동부채	8,505.0	8,631.6	9,312.8	9,591.5	9,755.6
매입채무	1,771.5	1,471.5	1,609.6	1,661.2	1,728.3
단기차입금	3,598.0	4,004.1	3,897.8	4,097.8	4,097.8
유동성장기부채	1,295.5	1,292.2	1,477.9	1,430.3	1,430.3
비유동부채	2,858.4	2,863.8	2,958.1	3,370.3	3,386.0
사채	1,290.4	1,209.9	1,209.9	1,409.9	1,409.9
장기차입금	977.0	992.3	1,041.3	1,241.3	1,241.3
부채총계	11,363.4	11,495.4	12,270.9	12,961.8	13,141.6
자본금	161.0	161.0	161.0	161.0	161.0
자본잉여금	330.9	377.1	346.0	346.0	346.0
기타포괄이익누계액	26.4	12.8	-7.3	-7.3	-7.3
이익잉여금	3,937.4	4,320.8	4,631.2	5,051.8	5,515.4
비지배주주지분	1,574.1	2,016.9	2,144.7	2,344.3	2,562.9
자본총계	5,893.9	6,750.6	7,130.7	7,750.8	8,433.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	467.1	361.4	707.9	976.0	1,018.4
당기순이익(손실)	847.2	570.6	574.2	665.3	728.7
유형자산감가상각비	293.2	357.2	426.1	467.4	500.9
무형자산상각비	46.7	48.3	40.2	40.5	45.0
운전자본의 증감	-444.2	-574.7	-371.4	-197.2	-256.2
투자활동 현금흐름	-1,039.6	-714.4	-834.2	-844.5	-838.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-483.7	-593.0	-675.2	-688.7	-702.5
투자자산의 감소(증가)	1,035.8	-70.7	-24.1	-15.9	-20.6
재무활동 현금흐름	971.1	372.2	-92.6	514.1	-37.6
차입금증감	2,304.6	353.1	201.2	559.2	8.9
자본의증가	-17.4	46.2	-31.1	0.0	0.0
현금의증가(감소)	398.8	29.9	-203.8	645.6	141.8
기초현금	1,272.6	1,671.3	1,701.2	1,497.4	2,142.9
기말현금	1,671.3	1,701.2	1,497.4	2,142.9	2,284.7

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	543,209	760,272	785,900	824,427	855,394
EPS(지배주주)	24,635	13,539	11,772	14,462	15,841
CFPS	33,487	45,270	49,369	52,996	56,561
EBITDAPS	31,348	40,532	46,602	50,512	53,833
BPS	134,156	147,008	154,843	167,904	182,301
DPS	1,550	1,600	1,650	1,700	1,700
배당수익률(%)	2.2	1.7	1.0	1.0	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	2.8	6.9	14.4	11.7	10.7
PCR	2.1	2.1	3.4	3.2	3.0
PSR	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
PBR	0.5	0.6	1.1	1.0	0.9
EBITDA(십억원)	1,009.4	1,305.1	1,500.6	1,626.5	1,733.4
EV/EBITDA	9.1	8.2	9.1	8.5	8.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	20.2	9.6	7.8	9.0	9.0
EBITDA이익률	5.8	5.3	5.9	6.1	6.3
부채비율	192.8	170.3	172.1	167.2	155.8
금융비용부담률	1.1	1.6	1.7	1.7	1.7
이자보상배율(x)	3.6	2.3	2.5	2.5	2.6
매출채권회전율(x)	5.6	7.4	7.0	6.6	6.6
재고자산회전율(x)	5.1	5.2	5.2	5.4	5.4

현대제철(004020) 중국 부동산 부양책이라는 신기루

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

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

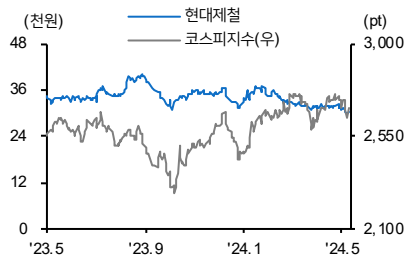
적정주가 (12개월)	43,000원
현재주가 (5.30)	30,250원
상승여력	42.1%

KOSPI	2682.52pt
시가총액	40,367억원
발행주식수	13,345만주
유동주식비율	62.62%
외국인비중	23.13%
52주 최고/최저가	40,200원/29,650원
평균거래대금	115.2억원

주요주주(%)	
기아 외 5인	35.96
국민연금공단	7.09

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.3	-13.3	-9.6
상대주가	-4.5	-19.1	-12.3

주가그래프



2Q24부터 점진적 실적 회복

- 1Q24 별도영업이익은 890억원(YoY -74.0%, QoQ 흑자전환)이었으나, 1월 분리된 강관사업부 및 미국 판매법인의 재고평가손실 등 별도 외 적자 기여로 연결영업이익은 558억원(YoY-83.3%, QoQ 흑자전환)을 기록
- 2Q24 실적은 기저효과로 인한 판매량 개선과 고로 롤마진 개선 효과로 별도영업이익 1,652억원(YoY -61.3%, QoQ +85.6%), 연결영업이익 1,576억원(YoY -66.1%, QoQ +183%) 예상
- 중국 철강 업황 부진에 더해 국내 건설경기 악화가 겹쳐 상반기 철근 업황은 최악의 수준을 경험하는 중. 하반기 판재류 롤마진 개선이 견인하는 실적 회복 전망

PBR0.2배

- 4Q22 이후 중국 부동산 부양책 기대감으로 PBR 0.20 ~ 0.26배 구간 등락을 반복했으나, 구간별 상승폭은 점차 낮아지는 모습. 내놓은 정책의 실효성 부재와 앞으로의 정책 실효성에 대한 의심이 점차 상승폭을 제한
- 그럼에도, PBR 0.21배의 저평가 매력은 유효하다고 판단. 극한의 환경인 사막에서 오아시스를 발견한다면, 그것이 신기루라 해도 사람의 발걸음은 한 걸음이라도 내딛기 마련. 7월 예정된 중국 3중전회와 하반기 빨라질 지방특별채 발행 속도, 그리고 2023년 대비 확대될 중국 철강 감산 규모 등을 기대.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	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
2023	25,914.8	798.3	461.2	3,456	-57.3	143,130	10.6	0.3	5.5	2.4	80.6
2024E	24,500.2	713.3	394.5	2,957	-12.1	144,717	10.2	0.2	4.1	2.1	76.9
2025E	25,277.0	1,218.3	795.0	5,957	101.4	149,689	5.1	0.2	3.0	4.0	67.7
2026E	25,637.2	1,302.6	941.1	7,052	18.5	155,755	4.3	0.2	2.6	4.6	58.9

현대제철 실적 Snapshot

비철금속/철강

주요 지표 (십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
원/달러	1,277	1,315	1,312	1,320	1,329	1,350	1,320	1,340	1,306	1,335	1,320
판매량(천톤)											
고로 판매량	2,883	2,905	2,845	2,795	2,878	2,964	2,967	2,964	11,428	11,774	11,827.7
성장률(% QoQ, %YoY)	29.6	0.8	-2.1	-1.8	3.0	3.0	0.1	-0.1	5.9	3.0	0.5
전기로 판매량	1,821	1,992	1,694	1,615	1,467	1,535	1,536	1,579	7,122	6,117	6,397.3
성장률(% QoQ, %YoY)	6.9	9.4	-15.0	-4.7	-9.2	4.6	0.1	2.8	-4.9	-14.1	4.6
ASP(원/kg)											
봉형강류	1,266	1,234	1,202	1,149	1,115	1,109	1,118	1,137	1,215	1,120	1,136.5
성장률(% QoQ, %YoY)	-5.4	-2.5	-2.6	-4.4	-3.0	-0.5	0.9	1.7	-10.0	-7.8	1.5
판재류	1,144	1,172	1,127	1,089	1,106	1,111	1,102	1,116	1,134	1,109	1,118.5
성장률(% QoQ, %YoY)	-5.8	2.4	-3.8	-3.4	1.6	0.4	-0.8	1.2	-9.5	-2.2	0.9
스프레드(원/kg)											
봉형강류	703	678	675	655	644	653	665	679	678	660	676.9
성장률(% QoQ, %YoY)	-12.7	-3.6	-0.4	-3.1	-1.7	1.4	1.9	2.0	-5.7	-2.6	2.5
판재류	627	629	594	566	581	593	603	611	621	616	631.9
성장률(% QoQ, %YoY)	6.8	0.3	-5.7	-4.7	2.6	2.1	1.7	1.3	-1.8	-0.8	2.6
별도 실적(십억원)											
매출액	5,604	5,863	5,243	4,899	4,819	4,995	4,990	5,103	21,609	19,908	20,501
매출액 성장률(% YoY)	11.9	4.6	-10.6	-6.6	-1.6	3.6	-0.1	2.3	-8.7	-7.9	3.0
영업이익	343	426	189	-308	89.0	165.2	229.4	263.1	650.4	746.7	1,183
영업이익률(%)	6.1	7.3	3.6	-6.3	1.8	3.3	4.6	5.2	3.0	3.8	5.8
영업이익 성장률(% YoY)	흑전	24.4	-55.6	적전	흑전	85.6	38.9	14.7	-55.6	14.8	58.5
연결 실적(십억원)											
매출액	6,389	7,138	6,283	6,104	5,948	6,117	6,129	6,307	25,915	24,500	25,277
매출액 성장률(% YoY)	6.8	11.7	-12.0	-2.8	-2.6	2.8	0.2	2.9	-5.2	-5.5	3.2
영업이익	333.9	465.1	228.4	-229.1	55.8	157.6	228.7	271.1	798.3	713.3	1,218
영업이익률(%)	5.2	6.5	3.6	-3.8	0.9	2.6	3.7	4.3	3.1	2.9	4.8
영업이익 성장률(% YoY)	흑전	39.3	-50.9	적전	흑전	182.5	45.1	18.5	-50.6	-10.7	70.8
세전이익	295.0	381.6	171.8	-316.3	7.6	98.0	172.9	221.7	532.1	500.2	1,081
지배순이익	228.5	297.4	134.9	-199.5	31.5	72.0	127.7	163.3	461.2	394.5	795
지배순이익 (%)	3.6	4.2	2.1	-3.3	0.5	1.2	2.1	2.6	1.8	1.6	3.1

자료: 현대제철, 메리츠증권 리서치센터

현대제철 (004020)

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	27,340.6	25,914.8	24,500.2	25,277.0	25,637.2
매출액증가율(%)	19.7	-5.2	-5.5	3.2	1.4
매출원가	24,506.9	23,782.3	22,563.2	22,804.5	23,065.4
매출총이익	2,833.7	2,132.5	1,936.9	2,472.5	2,571.8
판매비와관리비	1,217.3	1,334.2	1,223.7	1,254.2	1,269.2
영업이익	1,616.5	798.3	713.3	1,218.3	1,302.6
영업이익률(%)	5.9	3.1	2.9	4.8	5.1
금융손익	-249.0	-278.6	-313.1	-293.5	-244.5
종속/관계기업관련손익	11.8	4.9	12.9	9.8	10.6
기타영업외손익	-30.8	7.5	87.1	146.8	212.3
세전계속사업이익	1,348.6	532.1	500.2	1,081.4	1,281.0
법인세비용	310.4	89.1	110.9	297.4	352.3
당기순이익	1,038.2	443.0	389.4	784.0	928.7
지배주주지분 순이익	1,017.6	461.2	394.5	795.0	941.1
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	13,191.1	11,953.6	12,323.1	12,328.4	12,427.3
현금및현금성자산	1,698.6	1,385.8	1,711.6	1,632.1	1,582.7
매출채권	2,608.9	2,929.0	3,026.2	3,050.4	3,092.7
재고자산	6,704.3	6,279.3	6,487.6	6,539.5	6,630.1
비유동자산	23,609.9	23,265.3	22,524.2	21,814.6	21,188.4
유형자산	18,755.1	18,249.9	17,490.0	16,856.0	16,295.8
무형자산	1,328.1	1,437.5	1,357.5	1,275.5	1,198.4
투자자산	1,988.6	2,200.3	2,325.5	2,331.9	2,342.9
자산총계	36,801.0	35,218.8	34,847.3	34,143.0	33,615.6
유동부채	8,119.2	7,984.2	8,294.7	7,929.0	7,588.8
매입채무	1,108.7	1,329.5	1,373.6	1,384.6	1,403.8
단기차입금	1,347.0	1,288.6	1,409.2	1,009.2	609.2
유동성장기부채	2,794.9	2,552.0	2,604.6	2,604.6	2,604.6
비유동부채	9,553.2	7,738.7	6,849.2	5,858.2	4,873.9
사채	3,796.5	3,207.5	2,703.3	2,303.3	1,903.3
장기차입금	3,590.9	2,635.4	2,236.9	1,636.9	1,036.9
부채총계	17,672.4	15,722.8	15,143.9	13,787.2	12,462.6
자본금	667.2	667.2	667.2	667.2	667.2
자본잉여금	3,906.1	3,906.1	3,904.9	3,904.9	3,904.9
기타포괄이익누계액	879.2	1,000.0	1,081.6	1,081.6	1,081.6
이익잉여금	13,373.7	13,639.3	13,770.7	14,434.1	15,243.6
비지배주주지분	414.8	395.9	391.5	380.5	368.2
자본총계	19,128.5	19,496.0	19,703.4	20,355.9	21,153.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	2,179.6	1,948.4	2,680.9	2,968.2	3,007.2
당기순이익(손실)	1,038.2	443.0	389.4	784.0	928.7
유형자산감가상각비	1,531.2	1,554.9	2,054.6	2,134.0	2,060.2
무형자산상각비	57.3	87.4	87.2	82.0	77.1
운전자본의 증감	-738.3	304.4	284.9	-35.9	-62.6
투자활동 현금흐름	-1,394.5	-132.3	-1,422.7	-1,516.9	-1,526.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,021.0	-824.0	-1,702.3	-1,500.0	-1,500.0
투자자산의 감소(증가)	10.5	-205.8	-125.3	-6.3	-11.1
재무활동 현금흐름	-469.2	-2,120.9	-934.0	-1,530.6	-1,530.0
차입금증감	-621.7	-1,941.5	-748.8	-1,399.1	-1,398.4
자본의증가	0.0	0.0	-1.2	0.0	0.0
현금의증가(감소)	317.7	-312.9	325.8	-79.5	-49.4
기초현금	1,380.9	1,698.6	1,385.8	1,711.6	1,632.1
기말현금	1,698.6	1,385.8	1,711.6	1,632.1	1,582.7
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	204,882	194,197	183,596	189,417	192,117
EPS(지배주주)	7,626	3,456	2,957	5,957	7,052
CFPS	26,747	17,968	21,290	26,756	27,289
EBITDAPS	24,017	18,289	21,395	25,736	25,777
BPS	140,235	143,130	144,717	149,689	155,755
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
배당수익률(%)	3.3	2.7	3.3	3.3	3.3
Valuation(Multiple)					
PER	4.0	10.6	10.2	5.1	4.3
PCR	1.1	2.0	1.4	1.1	1.1
PSR	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
EBITDA(십억원)	3,205.0	2,440.6	2,855.1	3,434.3	3,439.8
EV/EBITDA	4.3	5.5	4.1	3.0	2.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.6	2.4	2.1	4.0	4.6
EBITDA이익률	11.7	9.4	11.7	13.6	13.4
부채비율	92.4	80.6	76.9	67.7	58.9
금융비용부담률	1.3	1.6	1.6	1.4	1.1
이자보상배율(x)	4.5	1.9	1.8	3.5	4.4
매출채권회전율(x)	9.5	9.4	8.2	8.3	8.3
재고자산회전율(x)	4.1	4.0	3.8	3.9	3.9

POSCO홀딩스(005490) 업황 개선과 리튬 모멘텀을 기다려보자

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

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	630,000원
현재주가 (6.3)	374,500원
상승여력	+68.4%

KOSPI	2,682.52pt
시가총액	316,296억원
발행주식수	8,457만주
유통주식비율	75.38%
외국인비중	27.80%
52주 최고/최저가	658,000원/369,000원
평균거래대금	1,649.0억원

주요주주(%)	
국민연금공단	6.71
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	5.39

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.3	-21.1	-0.7
상대주가	-7.5	-26.3	-3.7

주가그래프



3Q24부터 실적 개선 예상

- 별도기준 2Q24 판매량, 포항4고로 개수 공사(2~6월) 영향으로 819만톤(QoQ -0.5%, YoY -1.9%) 예상
- 제선원료 투입가 하락에도 불구하고, 판재류 판매가의 동반 하락으로 유의미한 롤마진 개선은 부재
- 철광석과 원료탄 가격 하락이 본격적으로 반영 가능한 3Q24 롤마진 개선을 기대
 - 철광석 가격 4Q23 129\$/t → 1Q24 124\$/t → 2Q24 114\$/t
 - 원료탄 가격 4Q23 333\$/t → 1Q24 308\$/t → 2Q24 238\$/t

연기된 이차전지소재 투자 시점, 속도 조절 감안 필요

- 1Q24 실적발표를 통해 '24~'26년 리튬·니켈·양극재·음극재 부문 투자 시점을 일부 연기
- 철강 업황의 회복 지연과 이차전지 사업의 성장 둔화에 따른 불가피한 속도 조절
- 다만 리튬의 경우, '27년 이후 광석·염수 모두 Capa 확장의 근거는 충분. 현재 '26년까지 계획된 생산능력(광석 4.3만톤 + 염수 5만톤)의 ramp-up 및 상업생산 안정화 시 ebitda margin 36.5%의 고수익 달성 가능할 것으로 예상하며, 추후 가시성 높은 추가 확장 계획 공유를 기대

철강과 이차전지 업황 모두 추가 악화는 제한적, 지금은 개선을 기다릴 때

- 철강과 이차전지 업황 모두 바닥을 지나고 있다고 판단
- 현행 주주환원 정책은 업황 부진이 가시권일 때 수립된 보수적인 정책. 향후 업황 개선이 가시권에 들어온다면, 펀더멘털 강화와 함께 주주환원 규모의 확대에 부담이 덜할 것으로 판단. 중장기 긍정적 시각 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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
2023	77,127.2	3,531.4	1,698.1	20,079	-47.1	640,653	24.9	0.8	7.7	3.2	69.2
2024E	75,307.6	2,829.9	1,752.1	20,717	6.7	652,348	18.1	0.6	7.0	3.2	72.2
2025E	80,645.2	4,477.1	2,708.8	32,029	54.6	674,509	11.7	0.6	5.7	4.8	74.1
2026E	84,570.6	4,984.8	2,956.5	34,959	9.1	698,253	10.7	0.5	5.4	5.1	72.6

POSCO홀딩스 실적 Snapshot

비철금속/철강

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	19,380.9	20,121.4	18,960.8	18,664.1	18,052.0	18,871.2	18,808.4	19,576.0	77,127.2	75,307.6	80,645.2
철강	15,770.1	16,546.7	15,803.4	15,419.3	15,667.8	15,233.9	15,243.5	15,670.2	63,539.6	61,815.4	64,438.3
POSCO (별도)	9,622.1	10,298.1	9,675.4	9,375.9	9,519.8	9,334.1	9,300.8	9,552.8	38,971.6	37,707.5	39,320.2
POSCO 外	6,148.0	6,248.6	6,128.0	6,043.4	6,148.0	5,899.8	5,942.7	6,117.4	24,568.0	24,107.9	25,118.1
Green Infra	13,870.0	15,194.8	13,833.0	14,259.9	13,870.0	14,463.0	14,074.0	14,762.0	57,157.7	57,169.0	59,858.4
친환경소재	1,161.9	1,193.6	1,313.0	1,153.6	1,161.9	1,304.5	1,461.2	1,588.8	4,822.1	5,516.5	8,460.7
포스코퓨처엠	1,135.2	1,193.0	1,285.8	1,145.8	1,138.4	1,248.5	1,370.6	1,435.6	4,759.9	5,193.2	7,216.4
기타(리튬 등)	26.7	0.6	27.2	7.8	23.5	56.0	90.6	153.2	62.3	323.3	1,144.2
영업이익	704.7	1,326.2	1,196.2	304.3	583.0	629.1	755.4	862.4	3,531.4	2,829.9	4,477.1
철강	337.9	1,020.6	853.4	345.7	339.1	362.6	489.4	638.6	2,557.5	1,829.8	3,230.8
POSCO (별도)	251.3	841.1	727.4	262.9	295.1	281.1	400.3	546.9	2,082.6	1,523.4	2,707.2
POSCO 外	86.6	179.5	126.0	82.8	44.0	81.5	89.1	91.8	474.9	306.4	523.6
Green Infra	382.0	445.0	414.0	291.9	340.0	343.0	357.5	324.6	1,532.9	1,365.0	1,498.3
친환경소재	9.6	4.3	-6.0	-169.1	6.0	-15.7	-17.8	-4.0	-161.2	-31.5	311.2
포스코퓨처엠	20.3	52.1	37.1	-73.7	37.9	19.8	20.5	28.8	35.9	107.0	208.8
기타(리튬 등)	-10.7	-47.8	-43.1	-95.4	-31.9	-35.5	-38.3	-32.8	-197.1	-138.5	142.3
영업이익률 (%)	3.6	6.6	6.3	1.6	3.2	3.3	4.0	4.4	4.6	3.8	5.6
세전이익	1,001.3	1,029.9	831.1	-227.1	732.5	577.2	607.2	693.7	2,635.2	2,610.6	4,199.8
당기순이익	840.3	776.0	550.5	-320.9	607.8	418.5	440.2	502.9	1,845.9	1,969.4	3,044.8
지배주주순이익	726.4	689.7	488.2	-206.3	540.7	372.3	391.6	447.4	1,698.1	1,752.1	2,708.8
지배주주순이익률 (%)	3.7	3.4	2.6	-1.1	3.0	2.0	2.1	2.3	2.2	2.3	3.4
환율 (원/달러)	1,277	1,315	1,312	1,320	1,329	1,350	1,320	1,340	1,306	1,335	1,320

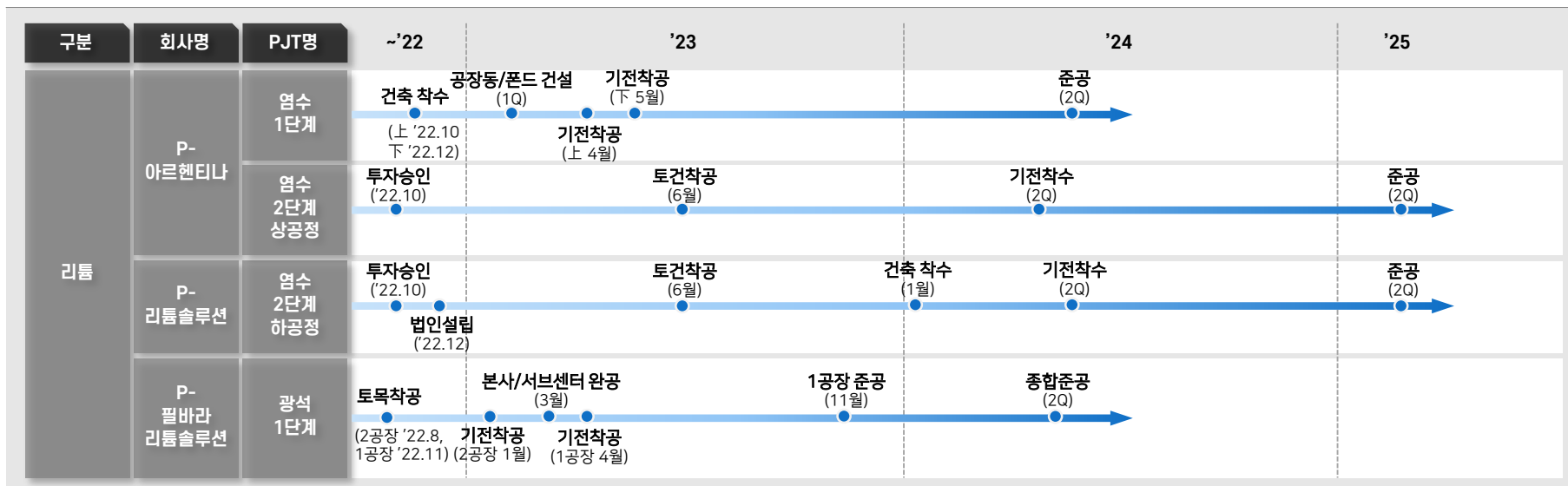
자료: POSCO홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

POSCO홀딩스: 리튬사업 기술경쟁력과 업황 개선에 주목

POSCO 리튬 경쟁력

- 염수리튬 1단계: 2.5만톤 capa, '24년 4월 준공, 총 투자규모 8.4억달러
- 염수리튬 2단계: 2.5만톤 capa, '25년 6월 준공, 총 투자규모 9.5억달러
- 염수리튬 3단계: 5만톤 capa, '27년 이후 준공 예상
- 광석리튬 1공장: 2.15만톤 capa, '24년 2월 준공
- 광석리튬 2공장: 2.15만톤 capa, '23년 10월 준공

POSCO홀딩스 염수 리튬 사업 계획대로 진행 중



자료: POSCO홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

POSCO홀딩스: 염수리튬 기술경쟁력

POSCO 리튬 경쟁력

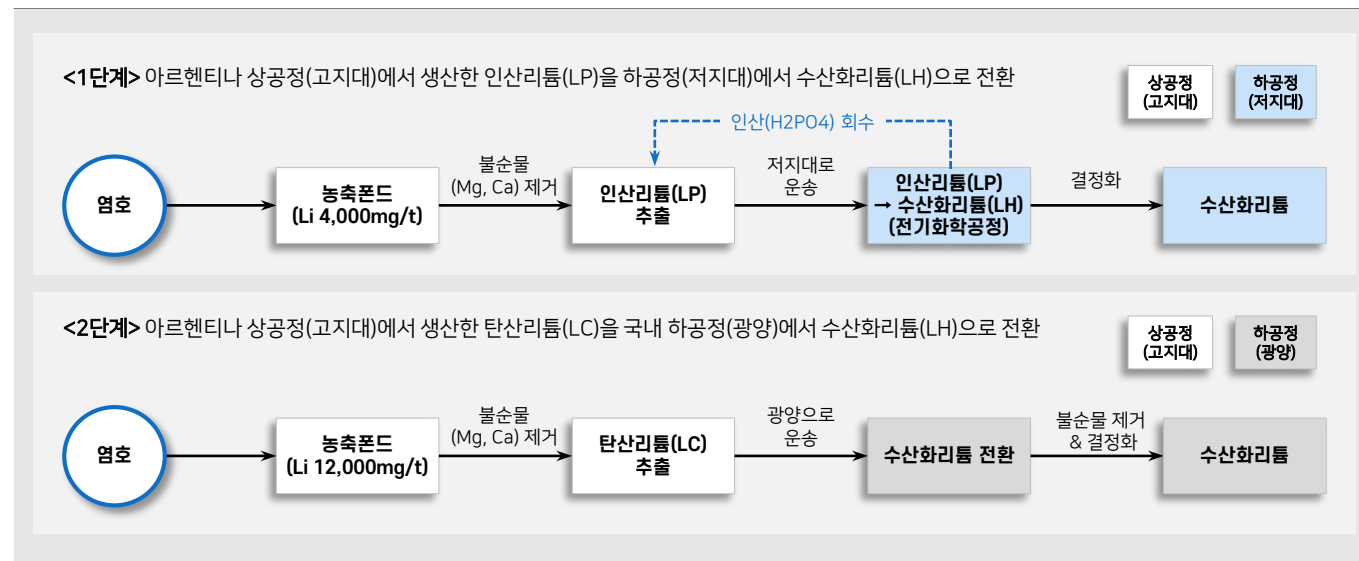
- POSCO홀딩스가 보유한 아르헨티나 염호, 불순물 비율(Mg/Li 2.1, Ca/Li 0.8, So4/Li 10.4) 양호. 현지 주요 사업자인 Arcadium, Exar와 유사한 수준
- Demo Plant를 통해 이미 기술/품질경쟁력 검증이 완료된 ‘포스코형 공정’은 염수 농축기간이 3개월. 상용화 공정(12~24개월) 대비 매우 짧아, 생산시간 단축 가능하며 기후 영향도 상대적으로 적게 받음
- 1단계(2.5만톤) 및 2단계(2.5만톤) ramp-up 이후 비용효율적 공정을 채택하여 3단계(5만톤) 확장 예상

상용화 공정 대비 포스코형 우위

구분	포스코형 공정	자연증발법 (상용화 공정)
리튬 농도 (mg/L)	4,000	60,000
증발 기간	3개월	12~24개월
기후 영향	상대적으로 낮음	상대적으로 높음
리튬 회수율	~80%	20~55%

자료: POSCO홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

2010년 기술개발 착수, Pilot Plant(~'15), Demo Plant(~'22)를 통해 기술/품질경쟁력 검증 완료, '24년 준공 예정



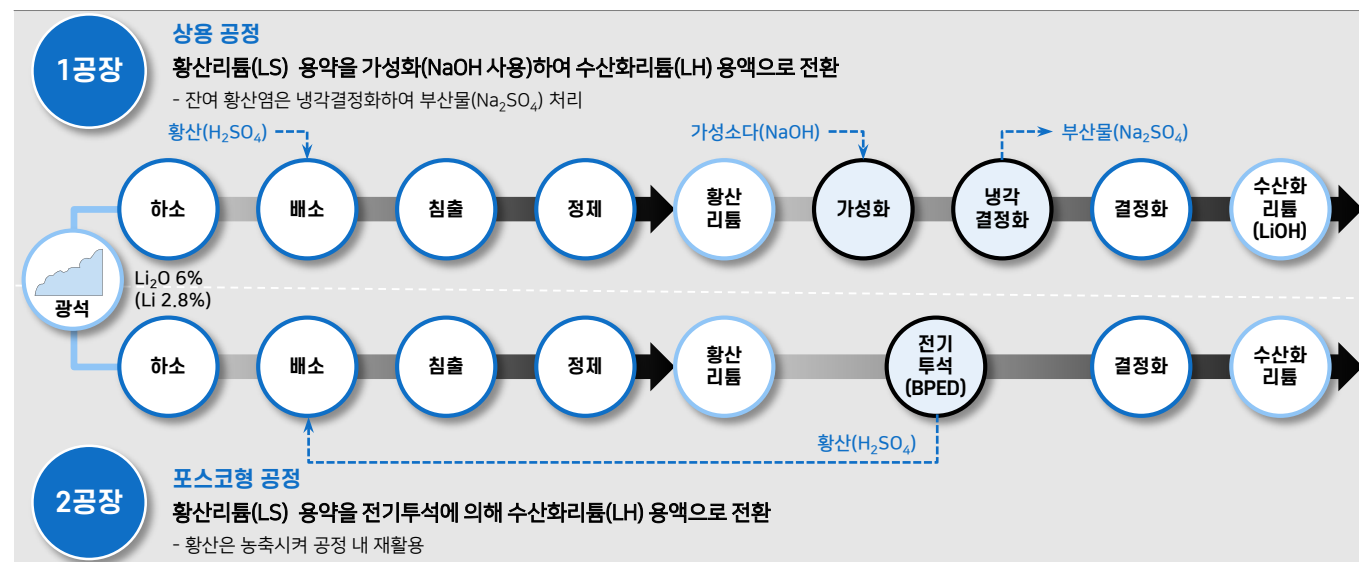
자료: POSCO홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

POSCO홀딩스: 광석리튬 기술경쟁력

POSCO 리튬 경쟁력

- 상용 광석리튬 공정, 가성화(NaOH) 투입을 통해 화학적으로 황산리튬을 수산화리튬으로 전환
- 가성소다(NaOH)와 황산(H_2SO_4) 등 공정 부원료 사용량이 많으며, 부산물로 망초(Na_2SO_4)가 발생
- 반면, 포스코형 광석리튬 공정은 전기화학적(전기투석막 활용)으로 황산리튬을 수산화리튬으로 전환
- 상용 공정 대비 부원료 사용량이 적고 황산 회수가 일부 가능하여 폐기물/부산물이 적게 발생

포스코형 광석리튬 공정, 전기화학공정을 통해 경쟁기술 대비 부원료 사용량 최소화



주: BPED: bipolar membrane electrodialysis

자료: POSCO홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

POSCO홀딩스: 리튬사업 생산량 및 실적 추정

비철금속/철강

(십억원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
원/달러 평균환율	1,335	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300
수산화리튬 가격 (달러/톤)	15,000	17,000	19,000	21,000	23,000	25,000	30,000
스포듀민 가격 (달러/톤)	1,100	1,250	1,550	1,820	2,100	2,350	3,000
생산 Capacity (만톤)	4.48	8.05	9.30	12.30	17.80	29.30	29.30
Brine	1.25	3.75	5.00	5.00	7.50	10.00	10.00
Hard Rock	3.23	4.30	4.30	7.30	10.30	19.30	19.30
생산량 (만톤)	1.12	5.10	8.19	10.12	13.89	21.57	26.86
Brine	0.36	2.14	4.16	4.75	5.82	8.08	9.38
Hard Rock	0.77	2.96	4.03	5.37	8.08	13.49	17.48
매출액	225	1,144	2,023	2,762	4,154	7,009	10,476
Brine	71	480	1,027	1,297	1,740	2,624	3,659
Hard Rock	154	665	996	1,465	2,414	4,384	6,817
영업이익	-77	142	503	739	1,023	1,713	2,830
Brine	-42	99	411	622	822	1,346	2,225
Hard Rock	-34	43	91	117	201	367	605
영업이익률 (%)	-34.1	12.4	24.9	26.7	24.6	24.4	27.0
Brine	-59.7	20.7	40.1	47.9	47.3	51.3	60.8
Hard Rock	-22.2	6.5	9.2	8.0	8.3	8.4	8.9
EBITDA	-16	327	738	1,011	1,467	2,404	3,521
Brine	-0	233	595	806	1,140	1,797	2,676
Hard Rock	-9	94	142	206	328	607	845
EBITDA Margin (%)	-6.9	28.6	36.5	36.6	35.3	34.3	33.6
Brine	0.0	48.6	58.0	62.1	65.5	68.5	73.1
Hard Rock	-5.7	14.1	14.3	14.1	13.6	13.9	12.4

주: 1. [준공 이후 가동률] ~6개월 30%, 6개월~12개월 60%, 12개월~18개월 90%, 18개월~ 100% 가정, 목외품 5% 발생 가정

2. [매출원가] 톤당 염수리튬 매출원가 6,200~6,400달러/톤 가정, 광석리튬 정제비용 4,000달러/톤 가정, 아르헨티나 지방정부 로열티 3.5% 가정

자료: POSCO홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

POSCO홀딩스 (005490)

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	84,750.2	77,127.2	75,307.6	80,645.2	84,570.6
매출액증가율(%)	11.0	-9.0	-2.4	7.1	4.9
매출원가	77,100.9	70,710.3	69,367.7	72,199.4	74,902.1
매출총이익	7,649.3	6,416.9	5,939.9	8,445.8	9,668.4
판매비와관리비	2,799.2	2,885.5	3,110.0	3,968.8	4,683.7
영업이익	4,850.1	3,531.4	2,829.9	4,477.1	4,984.8
영업이익률(%)	5.7	4.6	3.8	5.6	5.9
금융손익	-970.5	-372.3	118.1	32.1	-88.2
중속/관계기업관련손익	676.3	269.7	237.1	220.6	217.4
기타영업외손익	-541.5	-793.7	-574.5	-530.0	-530.0
세전계속사업이익	4,014.4	2,635.2	2,610.6	4,199.8	4,583.9
법인세비용	453.9	789.3	641.2	1,154.9	1,260.6
당기순이익	3,560.5	1,845.9	1,969.5	3,044.8	3,323.4
지배주주지분 순이익	3,144.1	1,698.1	1,752.1	2,708.8	2,956.5
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	47,649.5	46,212.3	45,443.8	46,452.4	45,878.6
현금및현금성자산	8,053.1	6,670.9	4,606.1	4,138.8	2,056.8
매출채권	9,769.6	11,015.3	11,553.5	12,118.1	12,695.4
재고자산	15,472.4	13,825.5	14,501.0	15,209.6	15,934.2
비유동자산	50,757.3	54,733.1	59,478.8	63,438.4	67,161.7
유형자산	31,781.2	35,206.3	39,555.9	43,070.3	46,344.2
무형자산	4,838.5	4,714.8	4,753.5	4,766.9	4,774.9
투자자산	8,142.4	8,422.6	8,834.1	9,265.8	9,707.3
자산총계	98,406.8	100,945.4	104,922.7	109,890.8	113,040.2
유동부채	23,188.2	21,861.5	24,091.9	25,670.7	26,262.1
매입채무	5,520.8	5,782.8	6,065.4	6,361.8	6,664.8
단기차입금	6,833.1	4,959.3	6,553.7	7,553.7	7,553.7
유동성장기부채	5,082.9	5,999.9	6,103.3	6,123.3	6,143.3
비유동부채	16,961.2	19,420.0	19,906.3	21,085.4	21,268.6
사채	9,680.4	10,430.0	10,421.2	10,921.2	10,921.2
장기차입금	2,709.3	4,581.1	4,982.3	5,482.3	5,482.3
부채총계	40,149.4	41,281.5	43,998.2	46,756.1	47,530.6
자본금	482.4	482.4	482.4	482.4	482.4
자본잉여금	1,400.8	1,663.3	1,655.6	1,655.6	1,655.6
기타포괄이익누계액	-449.9	66.3	311.3	311.3	311.3
이익잉여금	52,965.2	53,857.5	54,609.0	56,483.1	58,491.2
비지배주주지분	5,745.3	5,483.1	5,754.6	6,090.7	6,457.5
자본총계	58,257.4	59,663.9	60,924.5	63,134.7	65,509.6

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	6,186.8	6,167.7	4,744.0	7,008.5	7,753.3
당기순이익(손실)	3,560.5	1,845.9	1,969.5	3,044.8	3,323.4
유형자산감가상각비	3,204.7	3,346.5	3,866.3	4,430.7	4,909.6
무형자산상각비	488.8	498.2	468.2	462.9	463.0
운전자본의 증감	-335.4	-1,087.3	-1,400.7	-709.3	-725.3
투자활동 현금흐름	-4,219.9	-7,388.2	-7,710.1	-8,679.0	-8,925.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-4,927.6	-6,745.2	-7,713.7	-7,945.1	-8,183.5
투자자산의 감소(증가)	-205.1	-10.5	-174.5	-211.1	-224.0
재무활동 현금흐름	1,319.4	-178.6	837.4	1,203.2	-910.2
차입금증감	2,675.4	1,902.0	2,030.3	2,037.8	38.2
자본의증가	12.9	262.5	-7.7	0.0	0.0
현금의증가(감소)	3,277.6	-1,382.4	-2,064.8	-467.3	-2,082.0
기초현금	4,775.7	8,053.3	6,670.9	4,606.1	4,138.8
기말현금	8,053.3	6,670.9	4,606.1	4,138.8	2,056.8
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	982,715	911,979	890,463	953,577	999,992
EPS(지배주주)	36,457	20,079	20,717	32,029	34,959
CFPS	102,611	93,127	83,630	109,903	121,178
EBITDAPS	99,067	87,217	84,714	110,802	122,469
BPS	620,922	640,653	652,348	674,509	698,253
DPS	12,000	10,000	11,000	12,500	12,500
배당수익률(%)	4.3	2.0	2.9	3.3	3.3
Valuation(Multiple)					
PER	7.6	24.9	18.1	11.7	10.7
PCR	2.7	5.4	4.5	3.4	3.1
PSR	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4
PBR	0.4	0.8	0.6	0.6	0.5
EBITDA(십억원)	8,543.6	7,376.1	7,164.4	9,370.7	10,357.3
EV/EBITDA	4.1	7.7	7.0	5.7	5.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.1	3.2	3.2	4.8	5.1
EBITDA이익률	10.1	9.6	9.5	11.6	12.2
부채비율	68.9	69.2	72.2	74.1	72.6
금융비용부담률	0.7	1.3	1.3	1.3	1.3
이자보상배율(x)	8.0	3.5	2.8	4.2	4.5
매출채권회전율(x)	8.9	7.4	6.7	6.8	6.8
재고자산회전율(x)	5.5	5.3	5.3	5.4	5.4

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)	

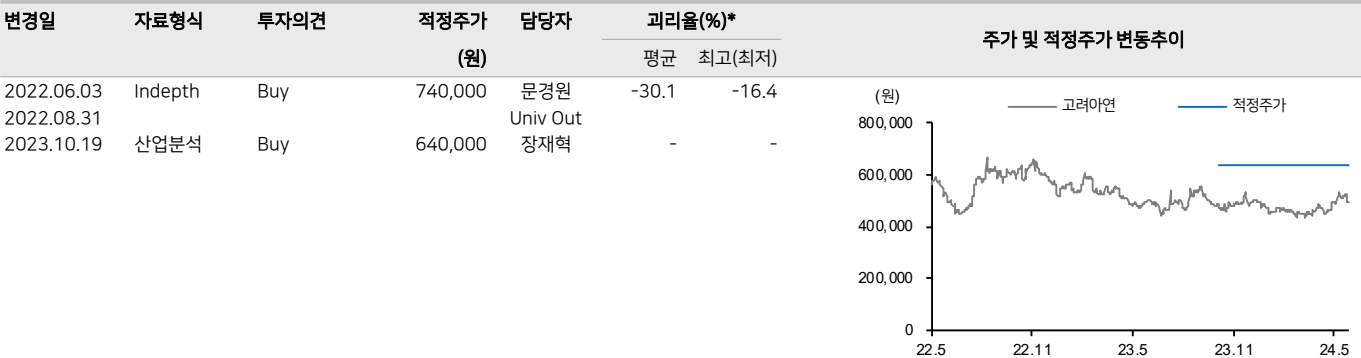
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.8%
중립	13.2%
매도	0.0%

2024년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에
대하여 공표한 최근일
투자등급의 비율

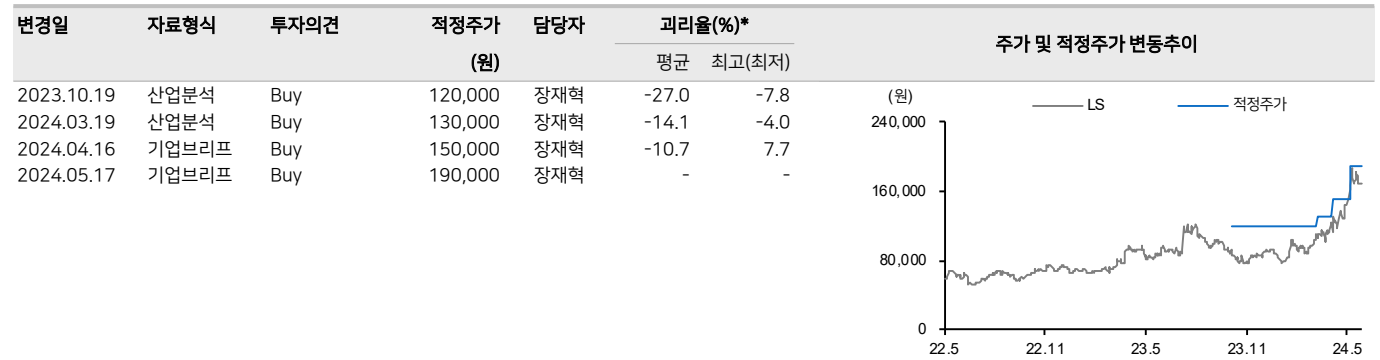
고려아연(010130) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



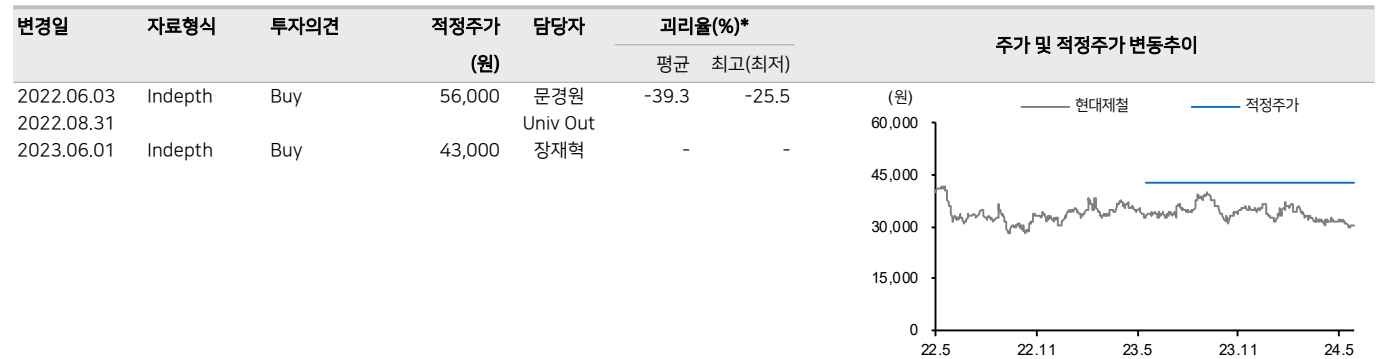
LS (006260) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



현대제철 (004020) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



POSCO홀딩스 (005490) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

