

2024. 10. 16



▲ **철강/비철금속**

Analyst **장재혁**

02. 6454-4882

jaehyeok.jang@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 470,000 원

현재주가 (10.15) 352,500 원

상승여력 33.3%

KOSPI 2,633.45pt

시가총액 291,251억원

발행주식수 8,262만주

유동주식비율 77.79%

외국인비중 28.70%

52주 최고/최저가 522,000원/314,500원

평균거래대금 1,262.3억원

주요주주(%)

국민연금공단 6.87

BlackRock Fund Advisors 외 13 인 5.51

Alliance Bernstein LP 5.00

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 -4.7 -9.7 -31.2

상대주가 -6.8 -8.5 -35.8

주가그래프



POSCO홀딩스 005490

철강과 이차전지와의 불편한 동행

- ✓ 연결영업이익 7,342억원(YoY-38.6%, QoQ-2.4%), 컨센서스 하회 전망
- ✓ 포스코(철강) 영업이익 QoQ 증익, 인프라(포스코인터) 및 이차전지 부문 QoQ 감익
- ✓ 4Q24 롤마진 개선 및 판매량 회복 반영, 철강 부문 실적개선 기초 지속 전망
- ✓ 9월말부터 이어진 중국 부양책 패키지 발표는 실적 추정치보다는 멀티플 확대 요인
- ✓ 기대감과 변동성에 기반한 단기 Trading 전략이 유효

3Q24 Preview: 낮아진 기대치, 아쉬운 실적. 4Q24 회복 강도를 기대

연결영업이익 7,342억원(YoY-38.6%, QoQ-2.4%)으로 컨센서스(8,257억원) 하회를 전망한다. 철강 부문의 포스코 영업이익은 4,522억원(YoY-37.8%, QoQ+8.1%)으로 전분기 대비 증익이 예상된다. 2Q24 저조했던 판매량의 원인이었던 포항 4고로 개수 영향이 제거되어 3Q24 판매량이 825만톤(QoQ+5.0%)으로 개선되며, 원재료와 판가 모두 유사한 수준으로 하락하여 롤마진은 전분기와 유사한 수준을 전망한다. 친환경 부문의 경우, 포스코퓨처엠의 증익에도 불구하고, 기타 부문에서 리튬 생산량이 확대되는 등의 요인으로 인해 -337억원 적자를 기록할 전망이다. 4Q24가 시작되는 10월, 중국 경기부양책으로 인해 철강 가격 반등의 움직임이 관찰되었다. 개선된 롤마진이 반영되고 비수기 효과 제거로 인한 판매량 개선 또한 반영된다면 철강 부문에서 큰 폭의 실적 개선이 가능할 것으로 예상된다.

실적 추정치보다는 부양책 기대감으로 인한 멀티플 확대 구간

철강과 이차전지 업황 모두 힘들었던 국면에서, 9월 24일부터 발표되었던 일련의 중국 부양 패키지는 10월 말 전후 발표가 예상되는 올해 추경 규모에 이어, 12월 경제공작회의, 내년 3월 양회까지의 기대감을 유발했다. 시장 기대치를 상회하는 추가 부양책이 발표되어 업황의 개선을 동행지표 및 선행지표로 확인하기 이전까지는, 본격적인 실적 추정치의 상향 조정을 기대하기 힘들다. 중국 부양책이 실적이 아닌 멀티플 상향에 그치는 이유이다. 지난해, 글로벌 광물 업체 Rio Tinto가 리튬 업체 Arcadium를 시장가 대비 +90%의 가격에 인수한다는 소식이 전해졌다. 리튬 가격은 강하게 반등하지 않았으나, 중소형 리튬 업체들의 주가는 반등했다. 즉, 중소형 리튬 업체의 멀티플이 상향되었다. 이로 인해 POSCO홀딩스의 리튬사업 가치평가의 부담 또한 덜게 되었다. 실적이 아닌 멀티플이 주가를 움직이고 있다. 중국 부양책 기대감과 변동성에 기반한 단기 Trading 전략이 유효한 시점이다.

(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	74,114.9	2,882.2	1,920.4	22,927	14.8	676,319	15.4	0.5	6.9	3.5	73.4
2025E	77,873.3	3,671.6	2,302.7	27,870	23.6	694,578	12.6	0.5	6.2	4.1	74.1
2026E	80,575.0	3,804.8	2,326.5	28,158	1.0	711,753	12.5	0.5	6.1	4.0	73.7

그림1 POSCO홀딩스 주가, 중국 철강 업황과 점차 다시 동행하기 시작



자료: Bloomberg, QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 동시에, 이차전지 업체들과의 주가 동행성 또한 여전히 유효



주: 이차전지 업체 - LG에너지솔루션, LG화학, 삼성SDI, 포스코퓨처엠, SK이노베이션, 에코프로, 에코프로비엠
 자료: Bloomberg, QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

표1 POSCO홀딩스 3Q24 영업이익, 컨센서스 하회 전망

(십억원)	3Q24E	3Q23	(% YoY)	2Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	18,271.7	18,960.8	-3.6	18,509.7	-1.3	18,624.7	-1.9
영업이익	734.2	1,196.2	-38.6	752.0	-2.4	825.7	-11.1
세전이익	692.6	831.1	-16.7	719.5	-3.7	714.7	-3.1
지배순이익	467.5	488.2	-4.2	529.9	-11.8	471.7	-0.9
영업이익률(%)	4.0	6.3		4.1		4.4	
세전이익률(%)	3.8	4.4		3.9		3.8	
순이익률(%)	2.6	2.6		2.9		2.5	

주: Bloomberg 표준(3개월) 컨센서스 기준
 자료: POSCO홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

표2 2024년 영업이익 컨센서스 하회 전망

(십억원)	2024E			2025E		
	당사예상치	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	컨센서스	(% diff.)
매출액	74,115	74,341	-0.3	77,873	78,185	-0.4
영업이익	2,882	3,100	-7.0	3,672	3,991	-8.0
세전이익	2,711	2,838	-4.5	3,411	3,564	-4.3
순이익	1,920	2,026	-5.2	2,303	2,501	-7.9
영업이익률(%)	3.9	4.2		4.7	5.1	
세전이익률(%)	3.7	3.8		4.4	4.6	
순이익률(%)	2.6	2.7		3.0	3.2	

자료: Bloomberg, POSCO홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

표3 2024년, 2025년 실적 추정치 하향 조정

(십억원)	2023E	2024E	2025E
매출액 - 신규 추정	77,127	74,115	77,873
매출액 - 기존 추정	-	74,685	79,778
% change	-	-0.8	-2.4
영업이익 - 신규 추정	3,531	2,882	3,672
영업이익 - 기존 추정	-	3,157	4,140
% change	-	-8.7	-11.3
세전이익 - 신규 추정	2,635	2,711	3,411
세전이익 - 기존 추정	-	2,966	3,890
% change	-	-8.6	-12.3
지배주주 순이익 - 신규 추정	1,698	1,920	2,303
지배주주 순이익 - 기존 추정	-	2,092	2,626
% change	-	-8.2	-12.3
EPS (지배주주) - 신규 추정	20,079	22,927	27,870
EPS (지배주주) - 기존 추정	-	24,742	31,051
% change	-	-7.3	-10.2

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

표4 POSCO홀딩스 연결 실적 Snapshot											
(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	19,380.9	20,121.4	18,960.8	18,664.1	18,052.0	18,509.7	18,271.7	19,281.6	77,127.2	74,114.9	77,873.3
철강	15,770.1	16,546.7	15,803.4	15,419.3	15,444.0	15,449.0	15,406.3	15,774.2	63,539.6	62,073.4	63,050.9
POSCO (별도)	9,622.1	10,298.1	9,675.4	9,375.9	9,519.8	9,276.6	9,387.2	9,599.5	38,971.6	37,783.2	38,332.8
POSCO 外	6,148.0	6,248.6	6,128.0	6,043.4	5,924.2	6,172.4	6,019.1	6,174.6	24,568.0	24,290.3	24,718.1
Green Infra	13,870.0	15,194.8	13,833.0	14,259.9	14,153.0	14,768.0	13,579.0	14,889.7	57,157.7	57,389.7	60,798.2
친환경소재	1,161.9	1,193.6	1,313.0	1,153.6	1,156.0	947.0	1,010.8	990.7	4,822.1	4,104.4	4,984.4
포스코퓨처엠	1,135.2	1,193.0	1,285.8	1,145.8	1,138.4	915.0	940.8	879.6	4,759.9	3,873.8	4,058.4
기타(리튬 등)	26.7	0.6	27.2	7.8	17.6	32.0	70.0	111.1	62.3	230.7	826.1
영업이익	704.7	1,326.2	1,196.2	304.3	583.0	752.0	734.2	813.0	3,531.4	2,882.2	3,671.6
철강	337.9	1,020.6	853.4	345.7	339.1	497.0	529.2	711.0	2,557.5	2,076.4	2,830.0
POSCO (별도)	251.3	841.1	727.4	262.9	295.1	418.4	452.2	632.0	2,082.6	1,797.7	2,459.2
POSCO 外	86.6	179.5	126.0	82.8	44.0	79.0	77.0	79.0	474.9	279.1	370.8
Green Infra	382.0	445.0	414.0	291.9	340.0	429.0	362.2	329.4	1,532.9	1,460.7	1,614.8
친환경소재	9.6	4.3	-6.0	-169.1	6.0	-28.0	-33.7	-43.8	-161.2	-99.5	-50.7
포스코퓨처엠	20.3	52.1	37.1	-73.7	37.9	3.0	17.0	14.5	35.9	72.4	109.0
기타(리튬 등)	-10.7	-47.8	-43.1	-95.4	-31.9	-31.0	-50.6	-58.3	-197.1	-171.9	-139.8
영업이익률 (%)	3.6	6.6	6.3	1.6	3.2	4.1	4.0	4.2	4.6	3.9	4.7
세전이익	1,001.3	1,029.9	831.1	-227.1	732.5	719.5	692.6	566.2	2,635.2	2,710.9	3,411.4
당기순이익	840.3	776.0	550.5	-320.9	607.8	546.2	519.5	424.7	1,845.9	2,098.2	2,558.6
지배주주순이익	726.4	689.7	488.2	-206.3	540.7	529.9	467.5	382.2	1,698.1	1,920.4	2,302.7
지배주주이익률 (%)	3.7	3.4	2.6	-1.1	3.0	2.9	2.6	2.0	2.2	2.6	3.0
환율 (원/달러)	1,277	1,315	1,312	1,320	1,329	1,371	1,358	1,350	1,306	1,352	1,350

자료: POSCO홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

표5 POSCO홀딩스 SOTP Valuation

(십억원)			기업가치	지분율	할인율	적용가치	상세
영업가치 (A)	철강	포스코 철강부문	19,177	100.0%	0%	19,177	Global Peer 2025E PBR 0.6배 적용
	리튬	포스코아르헨티나	3,867	100.0%	0%	3,867	2027E EBITDA를 2년 할인 (WACC 7.3%, Rf 3.9%, ERP 4.1%), Global Peer 2025E EV/EBITDA 7.5배 적용"
		포스코필바라리튬솔루션	296	82.0%	0%	243	
	니켈	포스코 니켈 사업가치	728	-	0%	728	
비영업가치 (B)	상장사 (국내)	포스코퓨처엠	18,669	59.7%	50%	5,573	시가총액 50% 할인 및 지분율 적용
		포스코인터내셔널	9,852	62.9%		3,098	
		포스코DX (포스코ICT)	4,401	65.4%		1,439	
	상장사 (해외)	Black Rock Mining LTD	66	14.8%	5		
	비상장사	포스코이앤씨	838	52.8%	221		
	기타 투자자산		4,101		50%	2,050	
Target EV (A+B)						36,028	
순차입금 (C)						-2,666	POSCO홀딩스(별도) 순차입금
적정시가총액 (A+B-C)						39,068	
발행주식수 (주)						82,624,377	
적정주가 (원, Fair Value)						472,841	기존 발행주식수(84,571,230주)에서 동사가 공시한 소각예정주식수(1,946,853주) 차감 적용. (소각예정주식수는 총주식수의 2%에 해당하는 자사주 1,691,425주와 약 1,000억원의 매입소각예정물량을 합한 수량)
적정주가 (원, '0000 rounding)						470,000	
현재주가 (원)						352,500	
과리율 (%)						+33.3	

자료: 메리츠증권 리서치센터

POSCO 홀딩스 (005490)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	84,750.2	77,127.2	74,114.9	77,873.3	80,575.0
매출액증가율(%)	11.0	-9.0	-3.9	5.1	3.5
매출원가	77,100.9	70,710.3	68,313.6	71,198.8	73,632.6
매출총이익	7,649.3	6,416.9	5,801.3	6,674.4	6,942.3
판매관리비	2,799.2	2,885.5	2,919.1	3,002.8	3,137.6
영업이익	4,850.1	3,531.4	2,882.2	3,671.6	3,804.8
영업이익률(%)	5.7	4.6	3.9	4.7	4.7
금융손익	-970.5	-372.3	110.5	-12.6	-106.5
중속/관계기업손익	676.3	269.7	296.3	282.4	278.4
기타영업외손익	-541.5	-793.7	-578.1	-530.0	-530.0
세전계속사업이익	4,014.4	2,635.2	2,710.9	3,411.4	3,446.7
법인세비용	453.9	789.3	612.7	852.9	861.7
당기순이익	3,560.5	1,845.9	2,098.2	2,558.6	2,585.0
지배주주지분 손이익	3,144.1	1,698.1	1,920.4	2,302.7	2,326.5

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	47,649.5	46,212.3	46,988.7	46,218.1	44,851.3
현금및현금성자산	8,053.1	6,670.9	6,593.7	4,963.7	2,576.5
매출채권	9,769.6	11,015.3	11,379.7	11,700.8	12,085.5
재고자산	15,472.4	13,825.5	14,282.9	14,686.0	15,168.7
비유동자산	50,757.3	54,733.1	60,044.7	64,319.6	68,386.6
유형자산	31,781.2	35,206.3	40,324.1	44,310.9	48,050.2
무형자산	4,838.5	4,714.8	4,762.1	4,804.7	4,838.3
투자자산	8,142.4	8,422.6	8,701.3	8,946.8	9,240.9
자산총계	98,406.8	100,945.4	107,033.4	110,537.7	113,237.9
유동부채	23,188.2	21,861.5	23,807.8	25,145.7	25,546.3
매입채무	5,520.8	5,782.8	5,974.1	6,142.7	6,344.6
단기차입금	6,833.1	4,959.3	6,334.5	7,334.5	7,334.5
유동성장기부채	5,082.9	5,999.9	6,210.4	6,230.4	6,250.4
비유동부채	16,961.2	19,420.0	21,485.9	21,887.7	22,509.8
사채	9,680.4	10,430.0	11,687.8	11,687.8	11,937.8
장기차입금	2,709.3	4,581.1	5,337.1	5,637.1	5,887.1
부채총계	40,149.4	41,281.5	45,293.7	47,033.4	48,056.1
자본금	482.4	482.4	482.4	482.4	482.4
자본잉여금	1,400.8	1,663.3	1,656.0	1,656.0	1,656.0
기타포괄이익누계액	-449.9	66.3	652.0	652.0	652.0
이익잉여금	52,965.2	53,857.5	55,003.4	56,512.1	57,931.2
비지배주주지분	5,745.3	5,483.1	5,859.3	6,115.2	6,373.7
자본총계	58,257.4	59,663.9	61,739.7	63,504.3	65,181.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	6,186.8	6,167.7	5,099.0	6,367.0	6,809.3
당기순이익(손실)	3,560.5	1,845.9	2,098.2	2,558.6	2,585.0
유형자산상각비	3,204.7	3,346.5	3,525.0	4,062.8	4,551.7
무형자산상각비	488.8	498.2	450.5	431.4	434.1
운전자본의 증감	-335.4	-1,087.3	-1,122.2	-403.4	-483.2
투자활동 현금흐름	-4,219.9	-7,388.2	-7,183.6	-8,533.2	-8,821.0
유형자산의증가(CAPEX)	-4,927.6	-6,745.2	-7,815.1	-8,049.6	-8,291.1
투자자산의감소(증가)	-205.1	-10.5	17.7	36.9	-15.7
재무활동 현금흐름	1,319.4	-178.6	1,900.9	536.1	-375.3
차입금의 증감	2,675.4	1,902.0	3,547.4	1,330.1	532.1
자본의 증가	12.9	262.5	-7.3	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	3,277.6	-1,382.4	-77.2	-1,630.0	-2,387.1
기초현금	4,775.7	8,053.3	6,670.9	6,593.7	4,963.7
기말현금	8,053.3	6,670.9	6,593.7	4,963.7	2,576.5

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	982,715	911,979	884,841	942,498	975,196
EPS(지배주주)	36,457	20,079	22,927	27,870	28,158
CFPS	102,611	93,127	83,334	100,268	107,778
EBITDAPS	99,067	87,217	81,873	98,831	106,392
BPS	620,922	640,653	676,319	694,578	711,753
DPS	12,000	10,000	10,500	12,000	12,000
배당수익률(%)	4.3	2.0	3.0	3.4	3.4
Valuation(Multiple)					
PER	7.6	24.9	15.4	12.6	12.5
PCR	2.7	5.4	4.2	3.5	3.3
PSR	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4
PBR	0.4	0.8	0.5	0.5	0.5
EBITDA(십억원)	8,543.6	7,376.1	6,857.7	8,165.8	8,790.6
EV/EBITDA	4.1	7.7	6.9	6.2	6.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.1	3.2	3.5	4.1	4.0
EBITDA 이익률	10.1	9.6	9.3	10.5	10.9
부채비율	68.9	69.2	73.4	74.1	73.7
금융비용부담률	0.7	1.3	1.5	1.5	1.5
이자보상배율(x)	8.0	3.5	2.7	3.2	3.2
매출채권회전율(x)	8.9	7.4	6.6	6.7	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 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.0%
중립	14.0%
매도	0.0%

2024년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

POSCO 홀딩스 (005490) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

