



### POSCO홀딩스를 향한 시각의 전환이 필요한 시점

SOTP Method를 통해 도출한 365,000원을 목표 주가로 제시한다. 창립 54년만에 지주회사 체제로 전환한 POSCO홀딩스는 제2의 인생을 맞이하고 있다. 기존 포스코는 비상장 자회사로 남아 철강사업을 전담하고, 지주회사가 중심이 되어 신사업을 효율적으로 추진하며 포스코 그룹은 양날개로 날아가려 한다. 특히, 2차전지 원소재 수직계열화라는 원대한 꿈을 시장에 선포하며 새로운 성장 비전을 제시한 가운데, 본 보고서는 아래와 같은 순서로 동사의 Up-side를 발굴하고자 한다.

#### Point 1. 리튬으로 **Li**레이팅

리튬의 수급불균형은 일시적으로 해소될 여력이 없다. 이차전지의 핵심 소재인 리튬 중에서도 수산화리튬은 강력한 수요와 공급부족이 더해져 장기적인 수급불균형을 겪을 전망이다. 이러한 거시적 환경 속에서 동사의 리튬 사업부는 수산화리튬만을 비상장 법인으로 직접 생산하며 신성장 동력을 포착하고 있다. 리튬사업부를 광석, 염호, 리사이클로 나누어 분석하여, 어떠한 방법보다도 엄밀하게 그 가치를 추정한다.

#### Point 2. 포스코, Steel Alive

동사가 그리는 원대한 리튬 신사업의 든든한 이익체력을 담당하는 동사의 철강 사업 부문을 조명한다. 중국 수요 부진과 글로벌 경기 침체로 하락 사이클을 걷는 철강 업황은 단기적 회복 후 중장기적 상승세를 그릴 예정이다. 단기적 변화의 핵심은 탈세 계획과 중국의 질적 성장에 따른 과잉공급세 개선이며, 중장기적으로는 수요의 부스터이자 공급의 족쇄가 될 탈탄소화다. 이러한 거시적 변화에 최적화된 Player로 동사를 제시하며, 불안한 철강 업황에 대한 투자자들의 우려를 한 꺼풀 걷어내고자 한다.

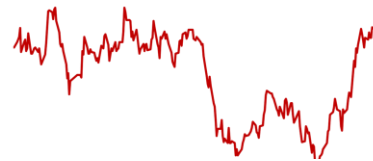
### Rating

**Buy**

목표주가: 365,000 원  
 현재주가: 295,000 원  
 상승여력: 24%

### 12M 주가추이

시가총액 24 조 9,485 억원



### B/S data (3Q22)

자산 총계 105 조원  
 부채 총계 45 조원  
 자본 총계 60 조원

### Earning data

PBR (2023F) 0.38x  
 PBR (2024F) 0.36x

### 주요 주주

국민연금공단 8.99%  
 BlackRock 5.39%

### SMIC 5 팀

- 팀장 45 기 박준영
- 팀원 45 기 이인석
- 46 기 김준성
- 46 기 이민주
- 46 기 이탁규

POSCO홀딩스 추정 손익계산서 - 연결								
(단위: 십억원)	2018	2019	2020	2021	3Q22	2022E	2023E	2024E
매출액	64,978	64,367	57,793	76,332	65,503	84,227	83,052	90,797
YoY(%)	7.1%	-0.9%	-10.2%	32.1%	19.1%	10.3%	-1.4%	9.3%
영업비용	59,435	60,498	55,390	67,094	60,227	78,220	76,144	82,180
영업이익	5,543	3,869	2,403	9,238	5,275	6,007	6,907	8,617
OPM(%)	8.5%	6.0%	4.2%	12.1%	8.1%	7.1%	8.3%	9.5%
영업외손익	(1,980)	(816)	(378)	178	153	49	(589)	(589)
지분법손익	113	274	133	650	429	416	317	317
금융손익	(538)	(370)	(215)	(35)	(90)	(120)	(256)	(256)
기타손익	(1,554)	(719)	(296)	(437)	(185)	(247)	(651)	(651)
법인세비용차감전순이익	3,563	3,053	2,025	9,416	5,429	6,055	6,318	8,027
법인세비용	1,671	1,071	237	2,220	1,131	1,167	1,725	2,192
당기순이익	1,892	1,983	1,788	7,196	4,297	4,889	4,593	5,836
NPM(%)	2.9%	3.1%	3.1%	9.4%	6.6%	5.8%	5.5%	6.4%
귀속 - 지배기업소유주	1,691	1,835	1,602	6,617	3,810	13,864	4,165	5,292
- 비지배지분	201	148	186	579	488	1,400	428	544

# CONTENTS

---

1. POSCO홀딩스의 환골탈태 - 기업분석 & 산업분석	03
2. 리튬으로 <b>Li</b> 레이팅 - 투자포인트 1	08
3. 포스코, Steel Alive - 투자포인트 2	18
4. Valuation - SOTP Method (with EV/EBITDA)	25
Appendix	31

## 1. POSCO홀딩스의 환골탈태 - 기업분석 & 사업분석

### 1.1. 신사업 발굴의 사령관, POSCO홀딩스

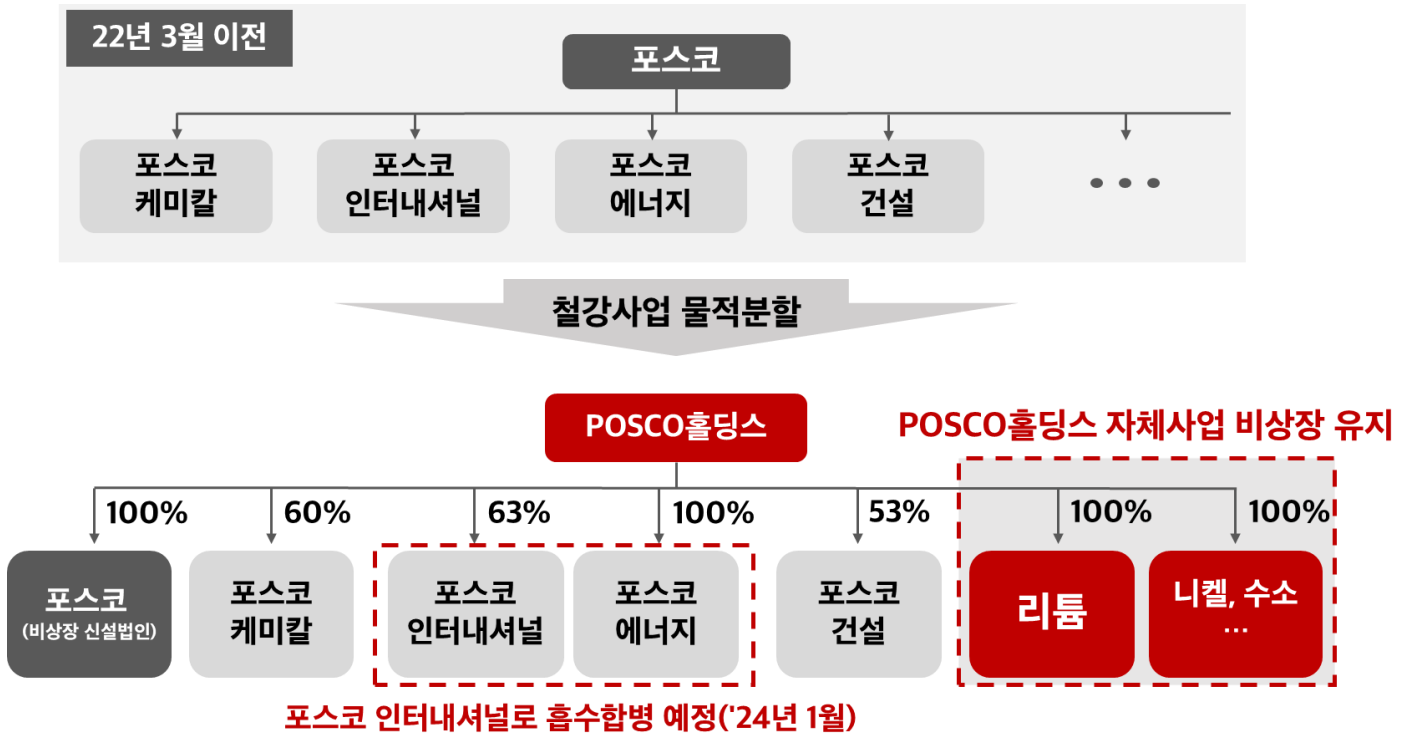
POSCO홀딩스,  
지주회사로 새롭게 출범

12년간 세계에서 가장 경쟁력 있는 철강사 1위의 신화를 쓴 포스코 그룹은 올해 3월, POSCO홀딩스를 지주사로 하여 새롭게 출범하였다. 동사 POSCO홀딩스는 철강사업을 비상장 신설법인으로 물적 분할한 포스코와 포스코인터내셔널, 포스코케미칼 및 비상장 법인 등을 거느리며 그룹 전체의 신사업을 발굴하는 컨트롤 타워의 역할을 수행하게 되었다.

구조조정:  
철강을 넘어, 신사업 발굴

지주사로의 전환이 필요했던 이유는 무엇일까? 동사는 구조개편을 통해 순수 철강기업이라는 세간의 고정된 인식에서 벗어나 세계 최초 이차전지 원소재 수직계열화 기업으로 거듭나기 위한 초석을 다졌다. 철강사업을 담당하는 포스코가 기타 사업 법인을 보유하기보단, 지주사가 철강 법인을 포함하여 다양한 미래사업부문을 이끌어 나가기를 바랐던 것이다.

그림 1-1. 동사(舊 포스코 그룹) 지배구조 개편



출처: SMIC 5팀

동사가 직접 영위하는  
비상장 리튬 사업부

실제로 전환된 모습을 보면 전에는 보이지 않던 사업부들이 눈에 띄고 있다. 지주회사인 동사가 비상장 상태로 직접 진행하는 리튬, 니켈 사업부는 구조개편 이후 특히나 두드러지는데, 이는 이차전지 핵심원료로 폭발적인 성장이 기대되기에 우리가 주목해야 하는 부분이다.

세계 최고 철강을 넘어  
미래를 선도하는 기업

정리하자면, 동사는 최고의 철강 기업을 넘어 이차전지소재 및 신재생 에너지 등의 신사업을 영위하는 회사로 전환하고 있다. 지금까지 거대한 철강사 '포스코' 뒤 그림자 속에서 주목받지 못했던 다른 모든 사업들까지 살펴보면 동사가 그리고 있는 청사진을 확인해보자.

**튼튼한 체력의 철강 사업** 먼저, 동사의 핵심 사업으로 여겨졌던 철강 사업은 비상장 자회사인 포스코가 담당하고 있다. 세계적인 기술력으로 현재의 영광을 가져다준 **철강 사업은 지금까지도 동사의 주요한 수익원** 역할을 수행하고 있다. 날이 갈수록 강력해지는 환경규제로 철강업에도 탄소중립 생산체제의 도입이 필요했고, 포스코는 수소환원 제철을 개발하여 경쟁력을 유지하고 있다.

**동사 변신의 핵심,  
이차전지 원소재  
수직계열화**

다음으로 우리가 가장 주목해야 하는 사업, **리튬/니켈 및 이차전지소재** 부문이다. 동사는 자체 보유한 광산 및 염호에서의 **리튬/니켈 채굴 및 소재 가공부터**, 자회사 포스코케미칼을 통한 **양극재 생산까지 이차전지 원소재 밸류체인 전체를 아우르고** 있다. 또한 폐배터리에서 원재료를 다시 추출하는 사업을 추진하여 **전세계에서 유일하게 완전한 원소재 수직계열화**를 이룬 기업으로 자리매김하고자 한다. 본 보고서에서 가장 핵심이 되는 이차전지 원소재 사업은 투자포인트 1에서 더 자세히 다루며 동사의 무궁무진한 가치를 보여줄 것이다.

**LNG 밸류체인 완성 및  
신재생 에너지 확대**

에너지 부문은 LNG 산업 내 Up-stream 중심의 포스코 인터내셔널과 Down-stream 중심의 포스코 에너지가 맡고 있다. '23년부터 상장사 포스코 인터내셔널이 비상장사 포스코 에너지 전부를 흡수합병하여 중복된 사업영역을 일원화하고, **그룹 전체 관점에서의 LNG 밸류체인을 완성할** 예정이다. LNG 사업뿐만 아니라 풍력, 수소 등의 신재생 에너지사업도 추진하고 있다.

**전사적 수소사업으로  
시너지 효과**

포스코의 수소환원제철과 에너지 부문의 발전사업 자체만으로도 국내 최대 규모의 수소 수요가 발생하는 상황에서, **안정적 내부 수요를 바탕으로 수소 사업 또한 추진하고** 있다. 그 밖의 건축 분야에서는 포스코 건설이 친환경 에너지 빌딩 및 수소 생산 플랜트 및 인프라를 구축하고 있으며 Agri-Bio에서는 곡물을 트레이딩을 추진하고 있다.

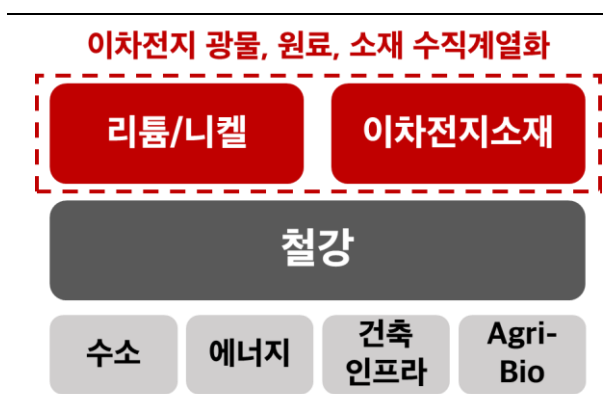
**동사, 더 이상 고지식한  
철강 업체가 아니다.**

오랫동안 미래사업을 준비하고 구조개편을 마친 **동사는 더 이상 고지식한 철강업체가 아니다.** 동사는 세계적 경쟁력의 철강 사업을 기반으로 신사업을 적극적으로 추진하고 있으며, 그 노력은 이제 윤곽이 점점 선명해지고 있다. 동사를 바라보는 시각이 변화해야 할 시점이다.

**전사적 시너지 중  
이차전지 원소재  
수직계열화가 핵심**

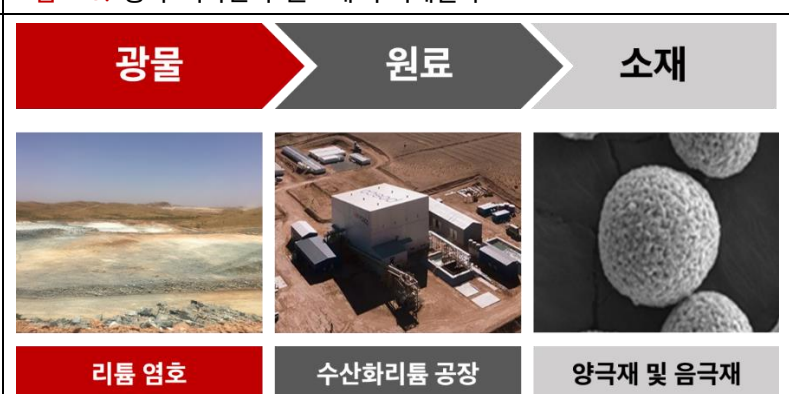
모든 사업이 유기적으로 연결된 동사에 적합한 키워드로 **'미래선도사업의 전사적 시너지'**를 제시할 수 있다. 개별적으로 운영되던 사업부들을 통합하여 시너지 효과를 도모하고 있으며 이들 중 가장 기대되는 사업부는 단연 **이차전지 원소재** 사업이다. 세계 최초로 수직계열화를 이루어낸 동사는 거침없는 질주를 시작하고 있다.

그림 1-2. 동사 7대 핵심 사업



출처: SMIC 5팀

그림 1-3. 동사 이차전지 원소재 수직계열화



출처: 동사 IR 자료, SMIC 5팀

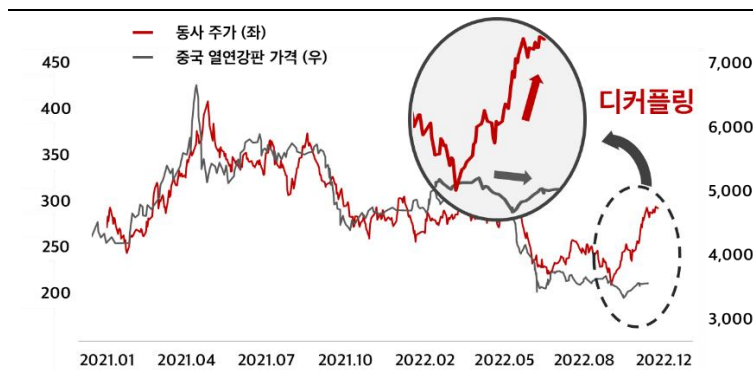
## 1.2. 리튬사업의 가시화와 변화하는 동사를 향한 시각 - 리튬사업부 및 주가분석

**동사, 철강기술 기반 이차전지 원소재 기업으로 탈바꿈** 앞서 동사 핵심사업을 살펴보면 순수 철강업체에서 탈피하고 미래사업을 주도하기 위한 동사의 변신을 확인했다. 그 중에서도 배터리 핵심 원재료로 가치가 급증한 리튬 사업부가 가까운 미래에 가시화되며, 시장에서 동사를 바라보는 시각이 크게 변화하고 있다. 동사는 더 이상 순수 철강 업체가 아니라, 철강기술 기반의 이차전지 원소재 기업으로 인식되기 시작했다.

**과거 주가는 중국 열연강판 가격에 연동** 동사의 전신 포스코 그룹의 과거 주가는 중국 열연강판 가격에 연동되어 나타났다. 이는 중국 가격에 따라 내수가격이 결정됨에 기인한다. 또한 중국 영향을 받아 수출 및 내수 판매량이 조절되기에, 주가는 수익성 지표보다도 중국 열연강판 가격에 의존하는 모습을 보였다.

**열연강판 가격과 디커플링** 하지만 최근 주가흐름은 완전히 다른 움직임을 보이고 있다. 중국 및 글로벌 경기침체로 열연강판 가격이 하락세에 있음에도 불구하고 주가는 이와 디커플링되어 이례적인 상승 중이다. 그 이유는 앞서 언급했던 것처럼, 동사의 가시화된 리튬 생산 및 원소재 수직계열화에 있다.

그림 1-4. 동사 주가 및 중국 열연강판 가격 (단위: 천 원, 위안/톤)



출처: 한국거래소, 100ppi, SMIC 5팀

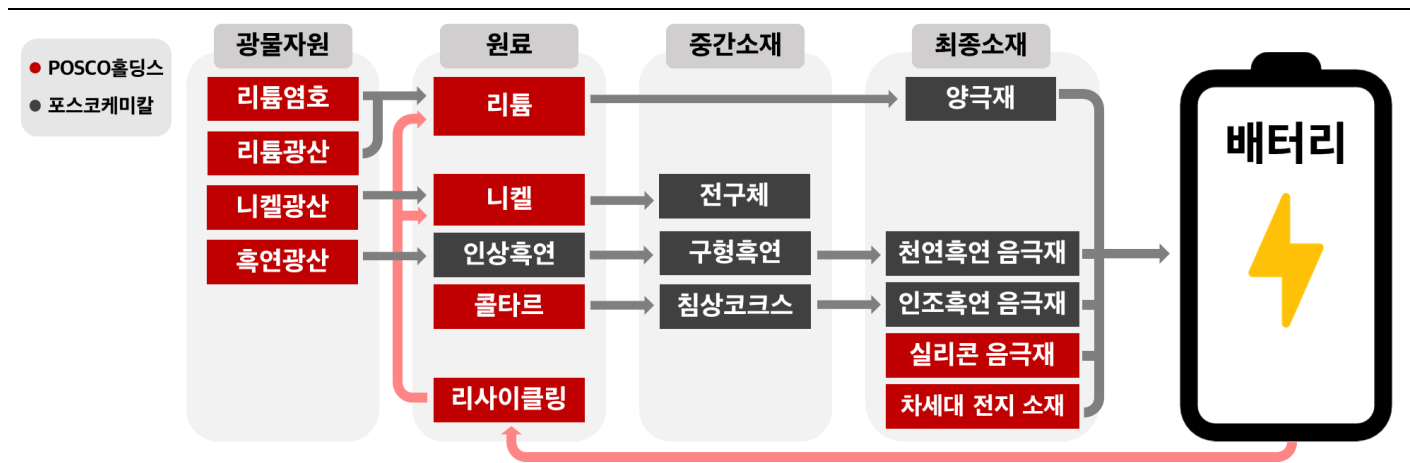
그림 1-5. 동사 아르헨티나 리튬 염호 공장



출처: 동사 보도자료, SMIC 5팀

**동사는 이차전지 원소재 전체 밸류체인 구축** 동사의 이차전지 원소재 사업은 밸류체인 전체를 포괄한다. [그림 1-6.]을 보면 Up-stream의 리튬 추출부터 정제, 소재, 리사이클링까지 총괄하고 있음을 알 수 있다. 이차전지 핵심 광물의 정제력이 우방국 기반으로 이루어지고, 중국을 배제하려는 움직임이 커지는 상황에서 원료부터 최종 소재까지 수직계열화 된 유일무이한 사업구조는 거대한 구조적 해자를 가진다.

그림 1-6. 전체 밸류체인을 구축한 동사 이차전지 원소재 사업 조직도



출처: SMIC 5팀

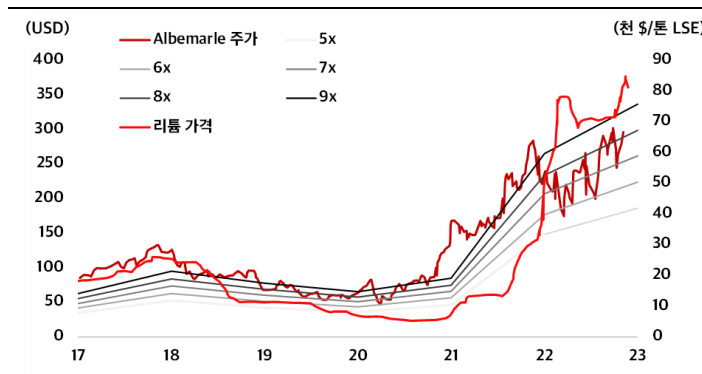
**높은 가치를 인정받는  
글로벌 리튬업체**

원소재 사업부의 핵심, 리튬 사업부의 거대한 가치는 글로벌 리튬 공급업체를 통해 대략 짐작해볼 수 있다. 핵심원료, 리튬 수요의 구조적 성장이 장기화 될 것임에 따라 글로벌 리튬 생산업체 Albemarle과 Livent의 주가(시가총액)는 리튬 가격과 크게 연동되며 높은 가치를 인정받았다. 해소될 수 없는 수요에도 불구하고, 리튬의 생산까지는 긴 시간이 필요할 뿐만 아니라 신규 진입이 어렵다는 점에서, 리튬 보유 및 생산의 매력은 더욱 강조된다.

**기존보다 더 높은  
Valuation Premium**

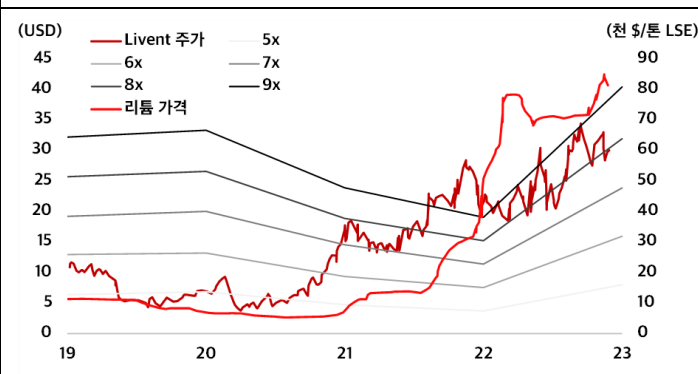
Valuation 측면에서도 시장은 리튬 기업들에 더 높은 Premium을 부여하는 추세이다. 최근 EV/EBITDA가 급격하게 상승하고 있는데, 특히 리튬의 매출 노출도가 100%인 Livent의 수치가 가장 두드러진다. 어려운 장세 속에서도 리튬 생산기업만큼은 그 가치를 인정받고 있다.

그림 1-7. 리튬 가격 및 Albermale 주가, EV/EBITDA 밴드



출처: SMIC 5팀

그림 1-8. 리튬 가격 및 Livent 주가, EV/EBITDA 밴드



출처: SMIC 5팀

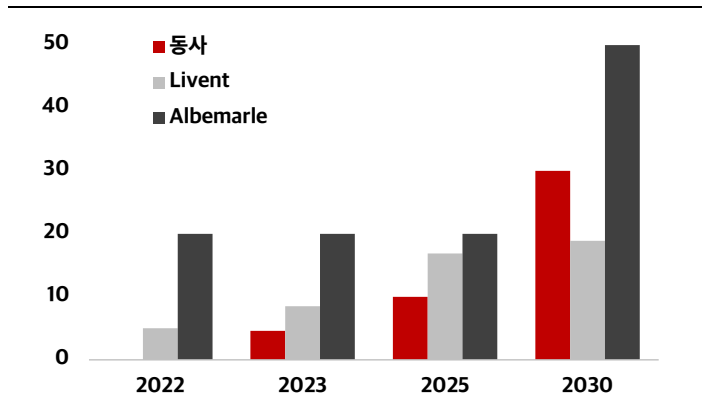
**'30년 생산량 기준  
글로벌 3위 달성 전망**

동사 리튬 생산전망은 글로벌 경쟁사 대비 절대로 뒤쳐지지 않는다. 직접 보유한 리튬염호의 첫 생산을 내년 앞두고 있으며, '30년 생산량 기준 글로벌 3위 달성이 예정이다. 후술하겠지만, 리튬을 직접 생산하는 이차전지 원소재 기업으로 인정받기에 충분한 역량을 지니고 있다.

**전사이익 內 큰 비중을  
차지할 리튬사업부**

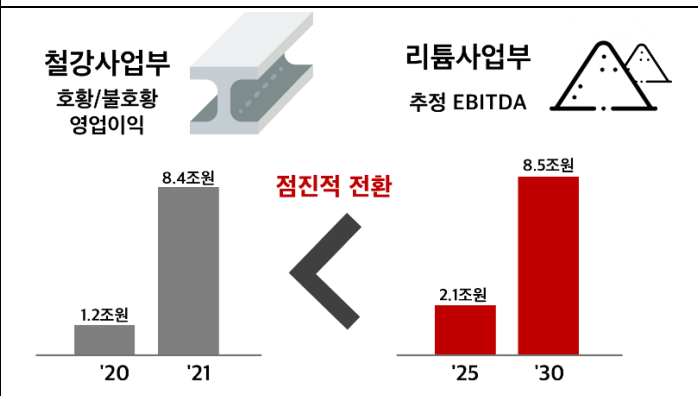
뿐만 아니라 동사의 전사 이익에 있어서도 리튬 사업부는 큰 비중을 차지할 예정이다. 포스코 그룹 철강부문 영업이익(연결기준)은 코로나의 영향으로 큰 폭으로 악화되었던 '20년 1.2조원, 시황 호조에 따른 국내외 철강실적 개선과 함께 '21년 8.4조원을 기록하였다. 추후 투자포인트 1에서 명확히 규명될 동사 리튬 사업부의 예상 EBITDA는 '25년 2.1조원, '30년 8.5조원에 달한다. 리튬사업부의 이익기여도가 앞으로 크게 증가하여 철강사업부 혹은 그 이상의 성과를 가져올 것임을 기대하는 것은 충분히 합리적이다.

그림 1-9. 동사 및 글로벌 리튬 업체 생산 계획치 (단위: 만 톤)



출처: 각 사, SMIC 5팀

그림 1-10. 동사 리튬 및 철강 사업 규모



출처: SMIC 5팀

## 주목받기 시작한 동사의 이차전지 원소재 사업부

앞서 설명한 동사의 미래 핵심 사업, 리튬 사업부가 '24년부터 가시화됨에 따라 시장의 시각도 변화하고 있다. 지주사 전환으로 하락세에 머무르던 주가는 시장에서 동사의 배터리 원소재 사업을 재평가하기 시작하며 최근 들어 상승세에 들어섰다. 동사의 이차전지 원소재를 향한 야심찬 계획은 이제서야 주목받기 시작했다.

그림 1-11. 주가 추이



출처: 한국거래소, SMIC 5팀

### 1.3. 이차전지 원소재, 철강사업부에 주목

#### 핵심은 이차전지 원소재, 철강사업부

지금까지 이차전지 원소재 사업부와 함께 다양한 동사의 미래 성장을 책임질 사업부들을 살펴보았다. 이 중에서도 동사가 앞으로 지니게 될 가치를 좌우하는 것은 기존의 철강 사업부와 신성장 동력인 이차전지 원소재 사업부이다.

#### 건설/인프라, 에너지: 상장 법인의 성과는 할인되어 반영

철강, 이차전지 외 사업부 중 현재 가장 구체화되어 유의미한 수익이 발생하고 있는 에너지 사업은 상장법인인 포스코인터내셔널(포스코에너지 흡수합병 예정)이 맡고 있다. 포스코인터내셔널은 상장 자회사이기 때문에 해당 사업부가 가지는 가치는 동사에게 할인되어 반영될 수밖에 없다.

동사가 새롭게 강화하고 있는 수소, Agri-Bio은 미래 성장성이 우수하고 전사적인 차원에서 시너지 효과를 만들어내는 사업부들이다. 다만, 전사적 차원에서 매출에 기여하는 바는 10% 미만이다. 당장 더 주목해야 하는 사업부는 단연 이차전지 원소재임이 사실상 자명하다.

결국, 당분간 동사의 주가 흐름에 영향을 주는 핵심 요인은 ① 앞으로의 성장을 담당할 이차전지 원소재 사업부와 ② Cash-cow 역할을 수행할 철강 사업부이다. 본 보고서의 투자포인트 1에서는 리튬부터 양극재까지 수직계열화라는 동사의 원대한 미래가 철강을 이을 두 번째 성공 신화임을 확인하고, 투자포인트 2에서는 철강 사업부의 현재를 면밀히 분석하고자 한다.

## 2. 리튬으로 <sup>3</sup>Li 레이팅 - 투자포인트 1

### 2.1. 21세기 하얀 석유 '리튬', 압도적인 수급불균형과 높은 가격변동성

배터리 핵심 소재 리튬  
'License to print money'

21세기 하얀 석유로 불리는 리튬. 하지만 어떤 원자재보다도 **타이트한 수급**과 높은 **가격변동성**을 본다면 석유라는 표현도 실례이며, 일론 머스크는 리튬 사업을 두고 'License to print money'라 표현하기까지 한다. 리튬을 코발트, 니켈, 망간으로 구성된 **전구체에 더해** 배터리 4대 소재 중 가장 핵심인 양극재를 제작하며, **전기차 1대 당 30~60kg**의 리튬이 필요하다.

전기차 시대 개막으로  
폭등하는 수요에도  
비탄력적 공급

과거 배터리, 세라믹, 유리 등 다양한 수요처를 가짐에도 절대적인 수요량이 낮았던 리튬이지만 **전기차 등장**으로 인해 **새로운 패러다임**을 맞이했고, '21년을 기점으로 수요는 폭발하고 있다. **구조적으로 증가하는 수요**와는 달리, **공급은 매우 비탄력적**인 것이 리튬 수급의 핵심이다.

비탄력적 공급의 원인  
: 긴 타임라인, 높은 비용  
과 진입장벽

리튬 공급을 비탄력적으로 만드는 요소는 **시간, 비용, 진입장벽**이다. 리튬 생산은 1~2년, 개발 기간은 4~7년으로 타임라인이 매우 길고, 리튬 프로젝트는 최소 1억달러에서 최대 10억 달러 이상을 소요하여 자본집약적이다. 뿐만 아니라 **개발허가가 취소**되거나 **지역사회의 반발**로 **프로젝트가 무산**되는 경우도 빈번하다. 실제로 '22년 칠레 항소 법원은 칠레 정부가 중국 광산기업 BYD칠레와 칠레 광산기업 SOMN에 주었던 리튬채굴 허가권을 동결한 바 있다.

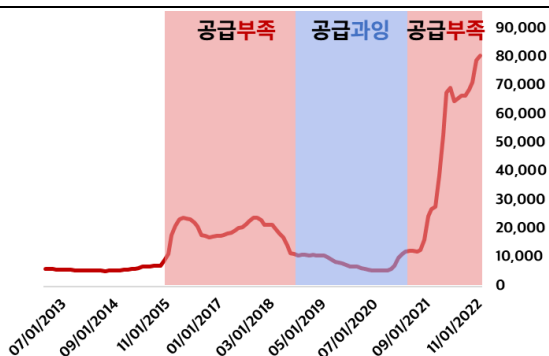
주기적으로 발생하는  
리튬 수급 불균형

따라서 리튬은 **수급 불균형**이 주기적으로 발생할 뿐만 아니라, 그 강도가 매우 강해 **가격변동성** 또한 매우 높다. 과거 리튬 가격의 사이클과 변동성이 이를 잘 드러내는데, '16년 배터리 수요증가로 발생한 수급불일치로 리튬 가격은 급등하였고 2년 이상 **톤당 2~3만달러**라는 높은 가격대를 유지했다. 이후 공급과잉으로 인해 가격이 하락했지만 '20년말부터 시작된 공급 부족으로 가격이 재 폭등했고, 현재는 **무려 톤당 8만달러**로 유례없는 수치를 보여주고 있다.

리튬의 높은 가격변동성

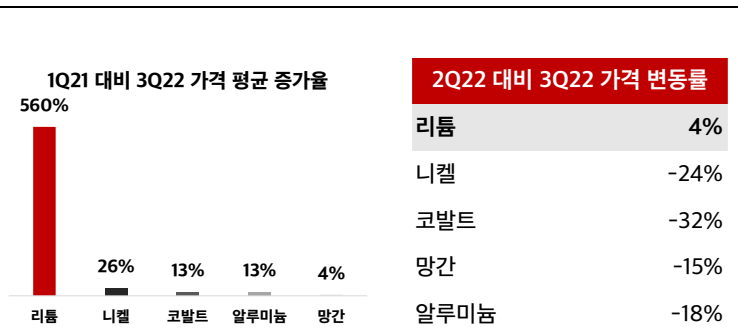
당연하게도 **가격변동성** 또한 엄청나다. **리튬 가격의 표준편차**는 주 원자재인 원유, 천연가스, 나프타, 구리, 알루미늄, 니켈, 코발트 대비 **5배에서 10배 이상** 크다. **배터리에 사용되는 주요 금속의** 가격을 보더라도 리튬은 **압도적으로 급등**했을 뿐만 아니라, 3분기에 오직 리튬만이 여전히 강한 가격을 보여주는 것 또한 리튬의 차원이 다른 수급불균형을 보여준다.

그림 2-1. '13~'22년 리튬 가격 추이 (단위: 달러/톤)



출처: 인베스팅닷컴, SMIC 5팀

그림 2-2. 배터리 주요 금속 가격 변동성 비교



출처: KOMIS, SMIC 5팀

## 2.2. 리튬 수급 및 가격 전망, 핵심은 '수산화리튬'과 'IRA'에 있다

### 탄산리튬, 수산화리튬의 공급부족

이쯤에서 자연스럽게 향후 리튬 가격의 방향성이 궁금해진다. 이를 합리적으로 추론하기 위해, 리튬은 **종류별**로 탄산리튬과 수산화리튬, **타임라인**으로는 중기와 장기로 나눠 접근해 보자. 결론부터 말하자면, **탄산리튬**은 앞선 수급 논리에 따라 **'30년까지 공급과잉과 공급부족의 사이클**을 한 번 더 겪을 전망이다, **수산화리튬**은 **지속적으로 공급부족**을 겪을 전망이다.

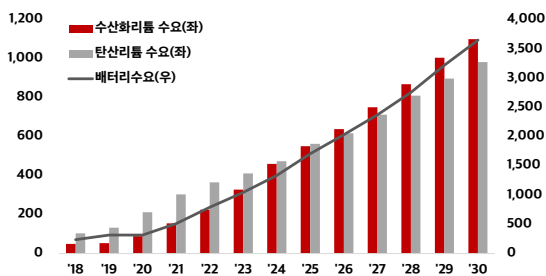
### 특히, 수산화리튬 수요는 '30년에 10배 이상 증가

우선 리튬의 종류부터 시작해 보자. 리튬의 핵심 수요처인 양극재는 크게 ① 중국 우위, 높은 안정성의 'LFP'와 ② 한국 우위, 높은 성능(주행거리)의 '삼원계(NCM)'로 나뉜다. 향후 양극재 수요는 LFP와 삼원계가 각자의 수요를 등에 업고 성장할 것으로 전망된다. 이때, **탄산리튬**은 LFP, **수산화리튬**은 삼원계로 명확히 수요처가 분리된다. 그 중 수산화리튬의 수요는 '20년 대비 '30년에 10배 이상 증가하여 '26년에는 탄산리튬을 앞지를 전망이다.

### 광석: 탄산리튬, 수산화리튬 염호: 수산화리튬

반면 공급의 경우 수산화리튬이 탄산리튬 대비 **절대적으로 부족**한데, 이는 리튬 생산 방식에 기인한다. 리튬 생산은 크게 **염호**와 **광석**으로 나뉜다. **염호** 방식은 지하에서 끌어온 염수를 증발시켜 **'탄산리튬'**만을 생산할 수 있고, **광석** 방식에서는 '스포듀민' 정광을 채굴 후 세부 가공을 거쳐 **'탄산리튬'**과 **'수산화리튬'**을 **모두** 생산할 수 있다.

그림 2-3. 리튬 종류별 수요 전망 (단위: 천 톤, GWh)



출처: BNEF, 한국무역협회, SMIC 5팀

그림 2-4. 리튬 생산방식에 따른 Value-Chain



출처: 한국무역협회, SMIC 5팀

### 높은 전환공정 기술장벽, 가장 극심한 수산화리튬 공급부족

즉, 수산화리튬을 **'다이렉트로 직접'** 뽑아낼 수 있는 것은 **광석** 방식뿐이다. 염호 방식으로 채취한 **탄산리튬**을 수산화리튬으로 바꾸는 **'변환공정'**도 존재하지만, 현재 소수의 기업만이 사용하고 있다. 이는 ① 배터리용 고순도 수산화리튬 생산을 위해선 **순도 99% 이상의 탄산리튬**을 사용해야 하며, ② 기업마다 다른 염수의 농도에 따라 **설비 및 공정이 달라지고**, ③ 핵심촉매제 수산화칼슘의 낮은 용해도로 **수율을 높이기 어렵기** 때문이다.

### 대부분의 수산화리튬은 광석 방식으로 생산

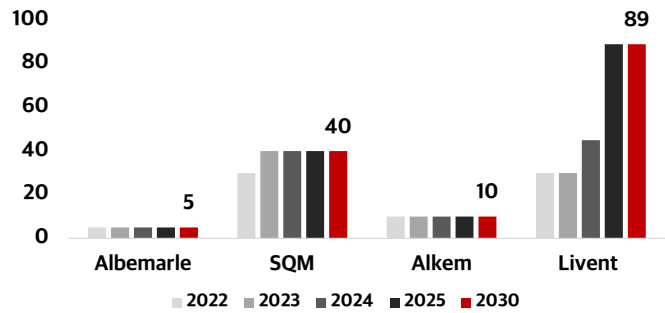
실제로 대부분의 수산화리튬은 광석에서 온다. 주요 리튬 생산업체 조사 결과, [그림 2-5.]와 같이 수산화리튬 생산시설 중 **오직 4개의 시설**에서만 변환공정 사용이 확인되었고, 전체 생산 CAPA를 보더라도 올해 예상되는 주요기업 수산화리튬 총 CAPA 30만톤 중 **염호 방식은 25%**에 불과하다. 또한 변환시설의 CAPA 크게 늘지 않는데, Livent를 제외하고는 유의미한 증설 계획이 없는 상황이다.

그림 2-5. 주요 기업 수산화리튬 CAPA (단위: 만 톤)

기업	광산 방식	염호 방식
Albemarle	9	0.5
SQM	0	3
Ganfeng Lithium	7.8	0
Tianqi Lithium	2.4	0
Yahua Lithium	1.2	0
TianhuaChaojing	2	0
Livent	0	3
Allkem	0	1
<b>Total</b>	<b>22.5</b>	<b>7.5</b>

출처: 각 사, SMIC 5팀

그림 2-6. 염호형 탄산→수산화리튬 변환시설 CAPA 계획 (단위: 천 톤)



출처: 각 사, SMIC 5팀

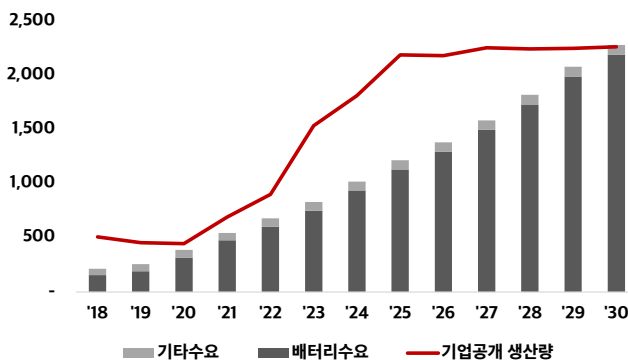
### 수산화리튬 가격의 상향 안정화는 기정사실

결론적으로 수산화리튬 공급이 부족한 실정이며, **글로벌 리튬의 단 13%만이 광석에 매장되어** 있다는 사실은 장기적인 공급의 상방마저 틀어막는 요소이다. 따라서 **수산화리튬의 가격은** 현재 수치인 8만달러에서는 하락하겠지만, '30년까지 지속해서 **4만달러** 이상의 높은 가격대에서 가격이 유지될 것이라는 전망에는 무리가 없어 보인다.

### 하락 후 상승이 예견되는 탄산리튬 가격

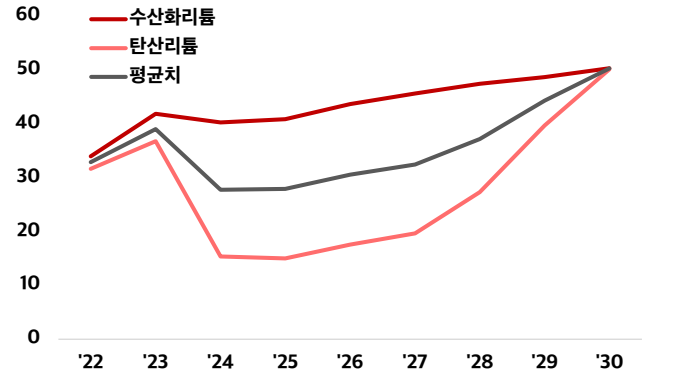
반면 탄산리튬의 경우, 중기적으로 **메이저 리튬 생산 업체의 공격적 CAPA 증설로 인해 높아진 가격이 하락할 확률이 높다.** 하지만 **비탄력적인 공급이 '30년에 가까워질수록 기울기를 높여가는 수요에 따라 잡히면서** 리튬 가격의 재상승을 점치는 견해가 많다. [그림 2-8.]의 수산화리튬 가격과 탄산리튬 가격 전망은 상기 논의를 종합하여 보여주는데, 전망치의 22년 리튬 가격이 3만 달러 수준이지만, 실제 올해 11월까지 평균 가격은 6.8만 달러이다. 즉, 현재 전망보다 현저히 수급이 타이트한 상황이고, 수산화/탄산리튬 가격이 전망치보다 더 높을 가능성도 생각하지 않을 수 없다.

그림 2-7. 리튬 수요 및 공급 전망 (단위: 천 톤)



출처: BNEF, SMIC 5팀

그림 2-8. 리튬 종류별 가격 전망 (단위: 천 달러/톤)



출처: BNEF, SMIC 5팀

### IRA로 심화될 장단기 수급불균형

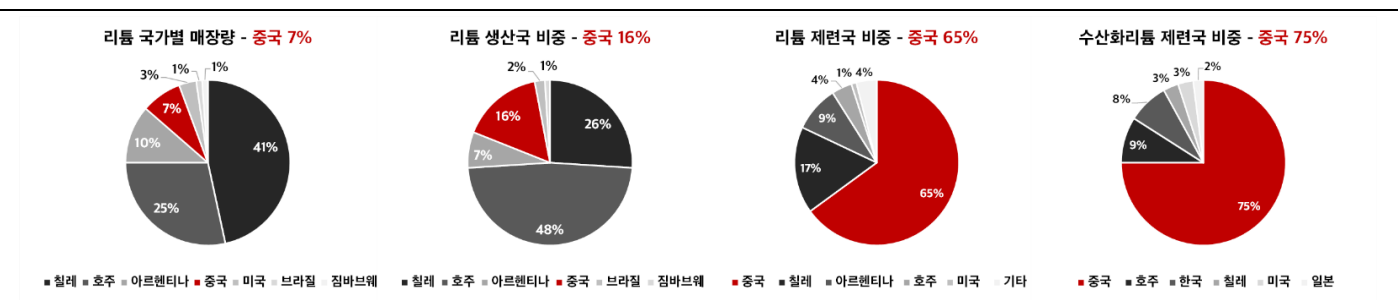
심지어 '22년 9월 통과된 IRA는 **장단기 실현될 수급불균형을 더욱 심화할 것으로** 예상된다. 미국 판매 전기차가 **3,750달러의 공제액**을 받기 위해서는, **미국 혹은 미 FTA 체결국에서 생산/가공/재활용된 리튬**을 일정 비율 이상 사용해야만 한다. 그 비율은 당장 '23년부터 **40%**로 시작되며, '27년 이후로는 **80% 이상**으로 증가한다.

## 중국의 높은 수산화리튬 제련 점유율

매장량과 생산량에서는 중국의 비중이 작아 문제가 없지만, 문제의 심각성은 글로벌 리튬 제련에 존재한다. 중국은 리튬 전체 제련에서는 약 65%, 나아가 수산화리튬 한정 75%의 점유율을 갖는다. 즉, 호주, 칠레에서 정광, 아르헨티나에서 탄산리튬을 얻더라도 이를 최종적으로 탄산리튬과 수산화리튬으로 제련하기 위해 중국으로 보내야만 하는 상황이다.

실제로 삼원계 양극재, 배터리 핵심 생산국인 한국은 '22년 기준 84%의 수산화리튬 수입을 중국에 의존하고 있다. 그러나 IRA로 인해 '비중국'이라는 추가 조건이 생겨버렸고, 대규모의 배터리를 '안정적으로' 공급해야 하는 배터리 업체의 발등에 불이 떨어졌다. 이러한 상황 속에서 수산화리튬만을 생산하는 동사 리튬 사업부가 누릴 수혜는 상상을 초월한다.

그림 2-9. 리튬 매장국, 생산국, 제련국 비중 - 제련 내 높은 중국 비중



출처: BNEF, USGS, SMIC 5팀

### 2.3. 인고의 시간을 거쳐 수산화리튬 메이저로 거듭난 POSCO홀딩스

#### 비중국산 수산화리튬 생산 업체만 누릴 모든 수혜

상기 논의를 종합해보자. 수산화리튬은 지속적으로 보일 수급불균형에 따라 강한 가격세를 보일 전망이다. IRA는 불 난 리튬 집에 기름을 부어버렸다. 이는 곧 비중국산 수산화리튬을 생산, 판매하는 업체에게 향후 모든 수혜가 집중되리라는 점을 시사한다.

수산화리튬 100%의 주인공 POSCO홀딩스의 등장이다.

#### '10년, 아르헨티나 염호 구입을 통한 선제적 리튬 개발

동사는 배터리 산업이 개화하기 훨씬 이전인 '10년에 본격적으로 리튬 개발에 뛰어 들었다. '13년부터는 본격 염호 인수에 나섰다. 매년 진행 도중 좌초되었다. 그리고 대망의 '18년, 동사는 아르헨티나의 Hombre-Muerto 염호를 2억 8000만 달러에 인수했다. 해당 염호의 리튬 매장량에 채굴가능성과 수율 고려 시 최소 280만톤의 리튬을 생산할 수 있으며, 같은 해 Pilbara사에 지분 2.76%를 투자해 연 31.5만톤의 스포듀민 정광을 공급받는 Off-take 투자도 단행함으로써 '18년을 기점으로 염호와 광석 모두에서 '직접' 리튬을 얻을 수 있게 되었다.

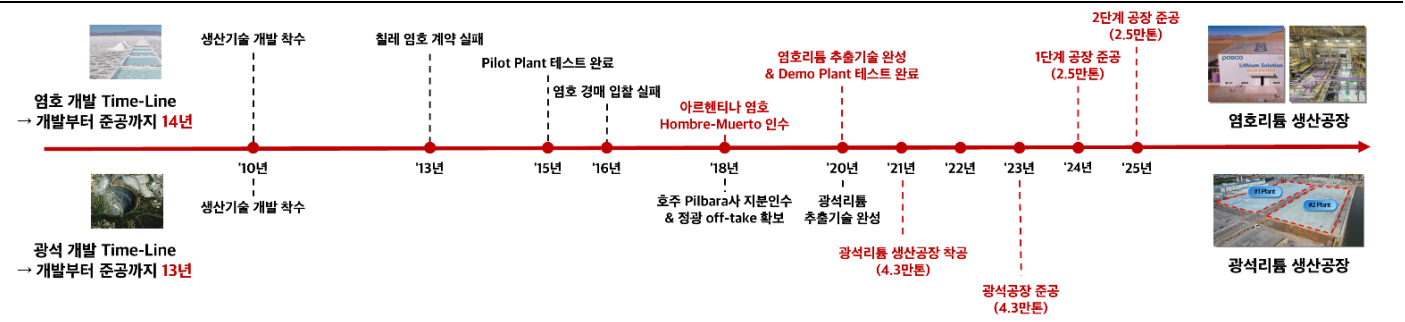
#### '24년부터 생산 예정인 동사 리튬 공장

이제 동사에게 남은 것은 대량생산을 위한 '공장'뿐이다. 동사는 '21년 4.3만톤 CAPA의 광석 리튬 공장, 올해 3월에는 2.5만톤 CAPA의 염호리튬 공장을 착공했으며 연이어 10월에는 동 CAPA의 2단계 사업을 추진하기 시작해 각각 '24년 4월, '25년 하반기 준공 예정이다. 또한 아르헨티나 염호에서 3,4단계 프로젝트에 착수해 '28년 5만톤의 CAPA를 더할 계획이며, 신규 염호 발굴, 추가 광산지분 및 Off-take 확보를 통해 숨실 틈 없이 CAPA를 확장 중이다.

폐배터리까지 진출하여  
현존하는 모든 리튬 생산  
방식을 갖춘 동사

심지어 동사는 폐배터리까지 진출하여 현존하는 리튬 생산방식을 모두 갖추었다. 리사이클 리튬 판매는 당장 내년 3분기부터 발생할 것이다. 이 역시 선제적 투자로 인해 리사이클 리튬을 위한 모든 Value-Chain이 올해 말 완성되기 때문이다. '30년을 기점으로 동사는 연간 염화 12만톤, 광석 15만톤, 리사이클 3만톤 도합 30만톤의 수산화리튬을 생산할 수 있게 되며, 이는 리튬 메이저 업체의 계획과 비교해볼 때 글로벌 3위에 올라서게 되는 수치이다.

그림 2-10. 동사 염화생산 및 광석생산 투자 Time-Line



출처: 한국무역협회, SMIC 5팀

## 2.4. 리튬 사업의 '진정한 가치'를 계산해보아야 할 때! - 리튬 실적 추정

본 보고서의 핵심,  
가장 엄밀한 동사 리튬  
사업부 가치 추정

올 하반기부터 처음으로 동사 주가가 중국 열연가격과 de-coupling되는 움직임을 보여주고 있다는 사실은 리튬 사업의 가치가 시장에게 인정받고 있음을 입증한다. 따라서 현 시점 주요한 과제는 바로 향후 발생할 리튬 사업의 실적을 합리적으로 추정하여 리튬 사업부의 가치를 최대한 정확히 파악하는 일이다. 즉, 가치의 방향은 정해졌으니 크기를 산출해볼 때이다.

본 보고서의 하이라이트,  
동사 리튬 사업부의 가치를 엄밀하게 추정해보자.

### 2.4.1. CAPA, 생산량, 매출액 추정

CAPA 추정

- 아르헨티나 염화
- 신규 염화
- Off-take
- 리사이클

CAPA와 생산량을 추정하자. 먼저 CAPA의 경우 '30년 목표 생산량이 30만톤임을 고려해 주었다. 아르헨티나 염화 3,4단계의 경우 이미 전 단계가 진행중이므로 준공 시기가 무리 없이 달성된다고 보았다. 별도 추정이 필요한 부분은 신규 염화 발굴, 추가 Off-take 물량 확보, 리사이클이다. 신규 염화 발굴은 현 염화 개발기간을 반영해주었고, 추가 Off-take 물량은 '27년, '29년에 각각 필요물량의 반을 확보한다고 가정했다. 리사이클은 공기가 1년 정도로 짧아 '30년까지 매년 5천톤씩의 linear한 증가 가정에 무리 없다고 판단한다.

생산량 추정

- 가동률 100%
- 당해 준공은 4분기만 반영

다음으로 생산량이다. 가동률을 고려해주어야 하지만, 동사가 '30년 기준 30만톤의 리튬 '생산' 목표임을 명시한 바, CAPA는 모두 생산될 수 있는 물량만을 고려한 것이라 판단한다. 수산화리튬은 보고서 논리대로 장기 수급불균형이 강하게 예상되는 바 전해 CAPA는 이듬해 전량 생산 및 판매를 가정한다. 그리고 n년에 확보되는 CAPA의 경우 6월 준공을 가정, 이후 2달간의 텀을 둔 생산을 가정하여 CAPA의 1/3만을 그 해 생산량에 반영해주었다.

## 매출 추정

- Q는 전량판매
- P는 BNEF 전망치
- 환율은 1,138원

마지막으로 매출의 경우 Q×P×환율이라는 간단한 수식에 의해 도출된다. Q는 앞서 말했듯 수급불균형에 따른 생산물량의 전량판매를 가정한다. P는 [그림 2-8.]에서 살펴본 BNEF의 전망치에 탄산리튬과 수산화리튬의 수급 차이가 반영되어 있는 바, 그대로 적용한다. 전망치는 올 4분기 리튬 가격 급등 이전에 발표되었으며 IRA에 따른 공급망 블록화 역시 반영되어 있지 않은 것으로 파악돼 적용에 큰 무리가 없다고 판단한다. 환율은 현재 1,300원을 웃돌고 있어 '23년의 경우 1,300원을 적용하지만, '24년부터 '30년까지는 '09~'22년 평균환율인 1,138원을 적용한다. 현재 환율 수준을 고려하면 역시 매우 보수적인 추정에 해당한다.

수산화리튬 CAPA 추정										
(단위: 톤)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	진행단계	준공시기
<b>염호리튬</b>	<b>0</b>	<b>25,000</b>	<b>50,000</b>	<b>50,000</b>	<b>75,000</b>	<b>100,000</b>	<b>120,000</b>	<b>120,000</b>		
아르헨티나 - 1단계		25,000	25,000	25,000	25,000	25,000	25,000	25,000	착공	24년 4월
아르헨티나 - 2단계			25,000	25,000	25,000	25,000	25,000	25,000	착공	25년 하반기
아르헨티나 - 3,4단계					25,000	50,000	50,000	50,000	계획	
신규염호 발굴							20,000	20,000	계획	
<b>광석리튬</b>	<b>43,000</b>	<b>43,000</b>	<b>43,000</b>	<b>43,000</b>	<b>96,500</b>	<b>96,500</b>	<b>150,000</b>	<b>150,000</b>		
광양 - Pilbara 합작	43,000	43,000	43,000	43,000	43,000	43,000	43,000	43,000	착공	23년 10월
Off-take 확보					53,500	53,500	107,000	107,000	계획	
<b>리사이클</b>	<b>2,500</b>	<b>5,000</b>	<b>10,000</b>	<b>15,000</b>	<b>20,000</b>	<b>25,000</b>	<b>30,000</b>	<b>30,000</b>		
<b>합계</b>	<b>45,500</b>	<b>73,000</b>	<b>103,000</b>	<b>108,000</b>	<b>191,500</b>	<b>221,500</b>	<b>300,000</b>	<b>300,000</b>		
수산화리튬 생산량 추정										
(단위: 톤)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	탄산리튬 점유율	
<b>염호리튬</b>	<b>0</b>	<b>12,500</b>	<b>27,083</b>	<b>50,000</b>	<b>58,333</b>	<b>83,333</b>	<b>106,667</b>	<b>120,000</b>	ALB (미)	22.0%
아르헨티나 - 1단계		12,500	25,000	25,000	25,000	25,000	25,000	25,000	SQM (칠레)	20.8%
아르헨티나 - 2단계			2,083	25,000	25,000	25,000	25,000	25,000	Ganfeng (중)	17.3%
아르헨티나 - 3,4단계					8,333	33,333	50,000	50,000	Tianqi (중)	9.0%
신규염호 발굴					0	0	6,667	20,000	Livent (미)	6.1%
<b>광석리튬</b>	<b>0</b>	<b>43,000</b>	<b>43,000</b>	<b>43,000</b>	<b>60,833</b>	<b>96,500</b>	<b>114,333</b>	<b>150,000</b>	Peer 30년 CAPA 계획	
광양 - Pilbara 합작		43,000	43,000	43,000	43,000	43,000	43,000	43,000	ALB (미)	50
Off-take 확보					17,833	53,500	71,333	107,000	SQM (칠레)	30
<b>리사이클</b>	<b>1,250</b>	<b>3,333</b>	<b>6,667</b>	<b>11,667</b>	<b>16,667</b>	<b>21,667</b>	<b>26,667</b>	<b>30,000</b>	Ganfeng (중)*	60
<b>합계</b>	<b>1,250</b>	<b>58,833</b>	<b>76,750</b>	<b>104,667</b>	<b>135,833</b>	<b>201,500</b>	<b>247,667</b>	<b>300,000</b>	Tianqi (중)*	11
									Livent (미)	18.9
수산화리튬 매출액 추정										
(단위: 십 억)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	동사 (한)	30
생산량 (t)	1,250	58,833	76,750	104,667	135,833	201,500	247,667	300,000	*Ganfeng & Tianqi의 경우 '장기적인 수치'라고만 언급	
수산화리튬 가격 (\$/t)	41,869	40,236	40,833	43,639	45,601	47,424	48,669	50,294		
환율 (원)	1,300	1,138	1,138	1,138	1,138	1,138	1,138	1,138		
<b>매출액</b>	<b>68</b>	<b>2,693</b>	<b>3,566</b>	<b>5,197</b>	<b>7,048</b>	<b>10,873</b>	<b>13,715</b>	<b>17,167</b>		

## 2.4.2. EBITDA 추정 - 염호, 광석, 리사이클로 나누어 추정!

매출과 달리 EBITDA의 경우, 3가지 리튬 생산방식인 염호, 광석, 리사이클의 비용구조가 상이하므로 특정 비용논리를 일괄적으로 적용할 수 없다. 각 방식의 비용 및 이익을 따로 추정한 다음 이를 모두 더하여 리튬 사업의 EBITDA를 추정해보자.

## ① 염호형 - OPEX &amp; 로열티

## 염호형 비용

- OPEX
- 로열티 3.5%

염호형 수산화리튬의 생산비용은 운영비용인 'OPEX'와 아르헨티나에 지불하는 '로열티'로 구성된다. 올 6월 동사는 아르헨티나 정부와 만나 매출 3.5%를 로열티로 지급하기로 합의했으므로 이를 일괄적으로 적용한다.

Vulcan Energy:  
OPEX 톤 당 3,142달러

동사: 32,500달러에서  
EBITDA 마진을 60%

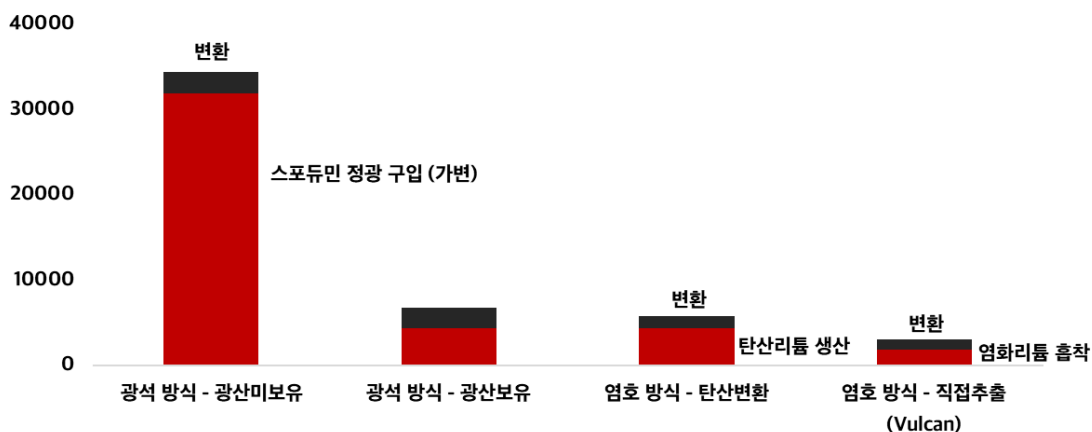
남미 염호에서 직접추출 방식을 사용하는 유럽의 Vulcan Energy는 수산화리튬 OPEX를 톤 당 3,142달러로 공개했다. 한편, 독자 개발한 직접추출 방식을 사용하는 동사는 20년 Demo Plant에서 2,500톤의 물량을 시험 양산한 바 있고, 당시 결과에 의하면 톤 당 32,500만 달러 기준 EBITDA 마진이 60% 수준이 가능하다고 밝혔다. 이는 톤 당 12,000달러의 OPEX 수준이다.

염호형 OPEX 추정  
톤 당 7,571달러

동사는 이미 파일럿과 데모 과정을 거치고 실제 착공에 들어선 반면, Vulcan Energy는 아직 파일럿 공장을 진행중인 것으로 파악된다. 즉, 동사 기술력이 더 우위에 있다고 판단하는 바, 12,000달러와 3,149달러의 평균인 톤 당 7,571달러를 염호형의 OPEX로 추정한다.

그림 2-11. 수산화리튬 공정 별 운영비용

(단위: 달러/톤)



출처: Vulcan Energy, KORES, Albemarle, SMIC 5팀

## ② 광석형 - 스포듀민 정광 & 제련

광석형 비용

- 스포듀민 확보
- 제련

광석형의 경우, 호주 Pilbara사로부터 스포듀민 정광 (이하 스포듀민)을 사온 다음 이를 제련하여 수산화리튬을 생산한다. 따라서 생산비용은 '스포듀민 확보비용'과 '제련비용'으로 구성된다. 제련비용은 톤당 2,462달러로 알려져 있으며, 동사는 향후 스포듀민을 Pilbara로부터 시장가에 사오기로 계약을 맺었으므로 스포듀민의 시장가 예측이 중요하다.

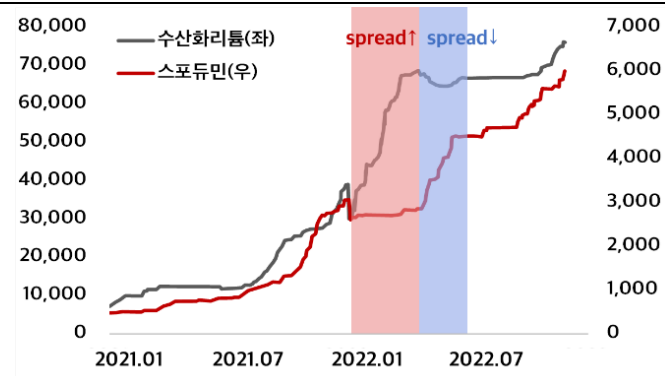
스포듀민에서 중요한 건  
스프레드!

여기서 핵심은 스포듀민과 수산화리튬의 스프레드이다. 스포듀민 수급에서 공급은 '광산'이며, 수산화리튬 수급에서 공급은 '제련'이다. 즉, 공급요인이 상이함에 따라 스포듀민과 수산화리튬의 스프레드가 달라지고, [그림 2-12.]은 이를 잘 보여준다. 두 번째, 스포듀민 시장가격과 스포듀민 확보가격이 다르고 그 비율이 변동한다는 점이며, [그림 2-13.]가 잘 보여준다. 이 두 변수가 더해져 광석형 리튬생산 마진은 크게 차이난다.

26년까지 올해 5월 수준의  
스프레드 부여

탄산리튬이 상승했듯 중기적 과잉공급이 전망되는 와중에 스포듀민은 수산화리튬 뿐만 아니라 탄산리튬의 원재료로도 쓰인다. 즉, 스포듀민의 수급은 올 5월보다 나아질 것으로 전망되어 5월의 스프레드를 '26년까지 부여한다.' 27년부터는 탄산리튬 가격이 다시 크게 상승할 것으로 전망되므로 5월과 11월의 평균 수준의 스프레드를 부여한다. 구체적인 스프레드의 추정은 매우 어려운 영역이므로 동사를 투자함에 있어서 지속 추적해야 할 부분이다.

그림 2-12. 수산화리튬, 스포듀민 가격 추이 (단위: 달러/톤)



출처: Ganfeng Lithium, SMIC 5팀

그림 2-13. 스포듀민-수산화리튬 스프레드 변동 (단위: 달러)

(단위: 달러)	5월 - 스프레드 확대	11월 - 스프레드 축소
스포듀민 시장가격	4,407	7,805
스포듀민 확보가격 - a	38,500	80,118
수산화리튬 가격 - b	65,951	83,431
a/b (%)	58.4%	96.0%
정제비용 (\$/t)	2,462	
광석리튬 EBITDA 마진	<b>37.55%</b>	<b>1.03%</b>

출처: Ganfeng Lithium, S&amp;P Global, Vulcan Energy, KOMES, SMIC 5팀

### ③ 리사이클

리사이클 비용은  
성일하이텍 고려하여  
50% 부여

함께 공장을 운영중인 성일하이텍의 EBITDA 마진율을 고려한다. '21년 17.4%였고, '22년 이후는 20% 중후반대로 예상되고 있다. 현재 니켈, 코발트 매출비중이 대부분이므로 해당 수치는 니켈, 코발트의 마진율이라 보는 것이 합당하다. 내년부터 수산화리튬 가격은 니켈의 2배 이상으로 전망되어 리튬 EBITDA 마진율 50%를 가정한다. 시장은 80% 이상까지도 바라보고 있어 무리하지 않은 추정이라 판단한다.

따라서 최종적으로 도출된 동사 EBITDA 추정 Table은 다음과 같다.

수산화리튬 EBITDA 추정								
(단위: 십억 원)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
연호 - 포스코아르헨티나								
생산량 (t)	0	12,500	27,083	50,000	58,333	83,333	106,667	120,000
매출액	0	572	1,258	2,483	3,027	4,497	5,907	6,867
OPEX	0	108	233	431	503	718	919	1,034
로열티	0	20	44	87	106	157	207	240
EBITDA	0	445	981	1,965	2,418	3,621	4,781	5,593
EBITDA 마진 (%)		77.7%	78.0%	79.2%	79.9%	80.5%	80.9%	81.4%
광석 - 포스코필바리튬솔루션								
생산량 (t)	0	43,000	43,000	43,000	60,833	96,500	114,333	150,000
매출액	0	1,969	1,998	2,135	3,156	5,207	6,331	8,584
스포듀민 확보 비용	0	1,149	1,166	1,246	1,843	4,020	4,888	6,627
스포듀민 확보 가격 (\$/t)		23,488	23,837	25,475	26,620	36,613	37,574	38,828
제련 및 기타 비용	0	120	120	120	170	270	320	420
EBITDA	0	699	711	768	1,143	917	1,123	1,537
EBITDA 마진 (%)		35.5%	35.6%	36.0%	36.2%	17.6%	17.7%	17.9%
리사이클 - 포스코HY클린메탈								
생산량	1,250	3,333	6,667	11,667	16,667	21,667	26,667	30,000
매출액	68	153	310	579	865	1,169	1,477	1,717
EBITDA 마진 (%)	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
EBITDA	34	76	155	290	432	585	738	858
최종 EBITDA	34	1,220	1,847	3,023	3,994	5,123	6,643	7,988
최종 EBITDA 마진 (%)	50.0%	45.3%	51.8%	58.2%	56.7%	47.1%	48.4%	46.5%

## 2.4.3. Peer 비교 - Albemarle, SQM, Ganfeng, Tianqi, Livent

이로써 리튬 사업의 실적을 마쳤다. 남은 것은 Peer와의 비교를 통해서 해당 수치가 합리적 추정의 boundary 내에 들어옴을 확인하고, 동사의 peer 대비 우위를 증명하는 일이다.

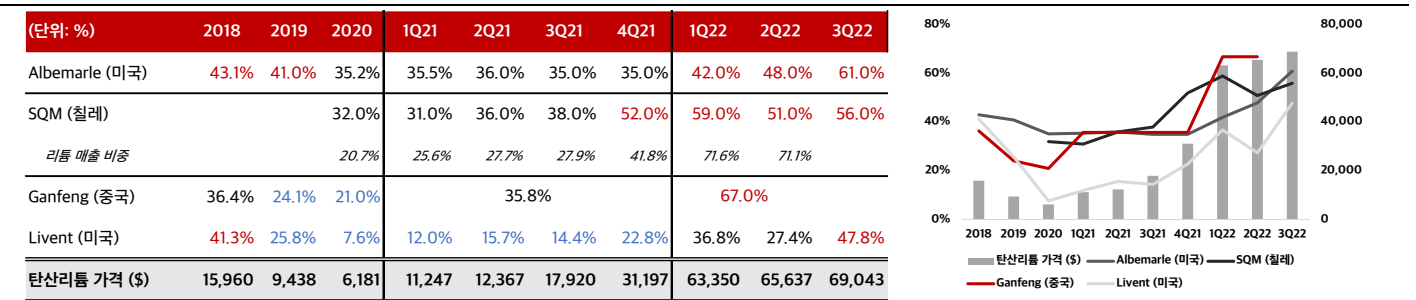
## (1) 리튬은 그야말로 국밥 사업 - Peer 마진 추이

## peer EBITDA 마진율

- 불황기 30% 이상
- 호황기 60% 이상

아래 리튬 Peer의 EBITDA 마진율 추이를 확인하자. 일론 머스크가 리튬 사업을 'License to print money'라 일컫는 까닭을 한눈에 담을 수 있다. Albemarle, SQM, Ganfeng 세 기업은 공급부족인 올해 60~70%의 미친 마진율을 보여주고 있으며, 더욱 놀라운 것은 공급과잉으로 가격이 하락한 시점에서도 30% 이상의 안정적인 마진율을 보여준다는 점이다.

그림 2-14. 리튬 Peer 리튬 사업부 EBITDA 마진율 추이 (단, SQM은 전사 기준)



출처: 각 사, SMIC 5팀

## (2) Livent와의 비교 - 동사의 승리!

## 동사 리튬 가치?

## Livent를 락바텀으로!

동사 리튬 가치의 Rock-Bottom은 곧 Livent에서 발견된다. 가장 직관적인 CAPA를 보면, 동사 CAPA는 25년 Livent와 거의 같아지고, 30년은 배로 앞서 나간다. 이는 두 기업 보유 염호의 리튬 매장량 차이에 기인하는데, [그림 2-15.]의 Livent CAPA 계획을 보면 염호형 수산화리튬의 CAPA가 23년부터 지속 4.5만톤에 머물러 있음을 알 수 있다. 그에 반해 동사는 28년이 되면 염호형 수산화리튬의 CAPA가 10만톤이 된다.

## CAPA 확장 압도적이고, 직생산/변환 자유자재!

CAPA에서 양적 우위를 점한 동사는 질적 경쟁에서도 Livent에 뒤지지 않는다. 100% 수산화리튬 생산의 동사와 달리, Livent의 수산화리튬 비중은 25년 74.8%, 30년 59.7%로 낮아진다. 또한 Livent는 염호에서 탄산리튬을 먼저 생산한 후 이를 미국과 중국에 위치한 정제공장으로 보내어 수산화리튬으로 변환할 수밖에 없지만, 동사는 현지 직생산과 타지 변환을 자유자재로 선택할 수 있다.

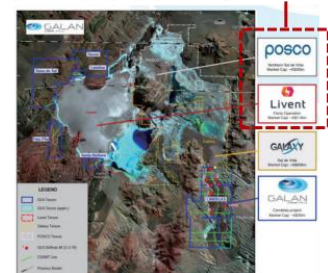
그림 2-15. Livent 증설 계획

(단위: 톤)	국가	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
염호	아르헨티나	20	20	20	20	20	20	20	20	20
염호	아르헨티나		20	20	20	20	20	20	20	20
염호	아르헨티나			0	30	30	30	30	30	30
염호	아르헨티나								15	30
Feedstock용 - 수산화 변환		20	40	40	40	40	40	40	40	40
탄산리튬		20	40	40	70	70	70	70	85	100
판매용 탄산리튬					30	30	30	30	45	60
탄산->수산화	미국	10	10	10	10	10	10	10	10	10
탄산->수산화	중국	15	15	15	15	15	15	15	15	15
탄산->수산화	미국	5	5	5	5	5	5	5	5	5
탄산->수산화	중국		15	15	15	15	15	15	15	15
네마스카 - 광석	캐나다				34	34	34	34	34	34
리사이클	북미, 유럽				10	10	10	10	10	10
수산화리튬		30	45	45	89	89	89	89	89	89
수산화리튬 비중 (%)		100.0%	100.0%	100.0%	74.8%	74.8%	74.8%	74.8%	66.4%	59.7%
총 판매용 리튬		30	45	45	119	119	119	119	134	149

출처: 각 사, SMIC 5팀

그림 2-16. Hombre-Muerto 진출 기업

## 바로 옆동네에서 생산중인 Livent



출처: Galan Lithium, SMIC 5팀

만일 아르헨티나 리튬이  
IRA 예외적용을 받는다면  
동사의 명백한 수혜

아르헨티나는 미국과 FTA를 체결하지 않아 IRA 수혜를 받지 못하므로, 동사 역시 아르헨티나 2단계 사업의 경우 현지에서 탄산리튬을 생산한 다음 한국에서 수산화리튬으로 변환할 계획이다. 한편, 아르헨티나산 리튬이 시장에서 차지하는 비중이 적지 않아 **아르헨티나 리튬을 IRA 예외로 적용할 수 있다는 기대감이 퍼지고 있는데, 기대가 현실이 될 경우 아르헨티나 100% 직생산이 가능한 동사의 명백한 수혜**라 할 수 있다.

## 2.5. 니켈사업 가치도 빼먹지 말고 챙겨주세요!

니켈 CAPA, 생산량 추정

워낙 수급이 타이트한 리튬에 의해 그 가치가 가려질 수 있지만, **니켈**은 삼원계 배터리의 성능을 담당하는 금속으로 역시 리튬 못지 않은 이차전지 **핵심 소재**이다. 니켈 사업부에서 발생할 실적을 그려보자. CAPA의 경우, 건식, 습식은 준공 계획에 따라 반영, 리사이클은 리튬과 동일 논리를 적용, 그리고 동사가 밝힌 24, 26, 30년 CAPA 가이던스를 달성할 수 있도록 적절히 기타 CAPA를 추정했다. **생산량** 추정 논리는 리튬과 동일하게 적용해 주었다.

니켈광석 EBITDA 마진율  
: Sumitomo & 니켈가격

EBITDA 마진율은 니켈광석 기반의 건습식, 기타와 리사이클 두 축으로 나누어 추정했고, 적절한 Peer를 선정, Peer의 마진율을 곱하는 식으로 추정했다. 먼저, 니켈광석이다. **Sumitomo Metal Mining**은 연간 약 8만톤의 니켈을 생산하는 일본의 광산-제련-소재 수직계열화 기업이다. '21년 이전 당사는 소재사업부 없이 광산-제련사업만을 영위하였기에 동사와 유사한 비용 구조를 가질 것으로 추정, 해당 시기의 마진율을 가져왔다. 또한 니켈 가격과 EBITDA 마진율이 크게 연동되는 모습을 보여, 한국광물자원공사에서 발표한 니켈 가격 전망치 변동률을 마진율에 연동시켜 주었다.

리사이클 EBITDA 마진율  
: 성일하이텍 고려

리사이클의 경우, 리튬과 같이 **성일하이텍**을 Peer로 선정했다. 성일하이텍의 경우 '21년 기준 전사매출 중 **46%가 코발트, 40%가 니켈** 리사이클에서 발생하지만, 니켈과 코발트 각각의 마진율을 발라낼 수 없어 전사적인 마진율을 적용하는 것이 최선이다. '22년 이후의 EBITDA 마진율이 **20% 중후반대로** 예상되며, 23년 추정치를 flat 적용해주었다. 최종적으로 추정된 EBITDA는 다음과 같다.

니켈 CAPA 추정								
(단위: 톤)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
니켈광석 - 건식	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000
니켈광석 - 습식	0	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000
리사이클	2,500	5,000	10,000	15,000	20,000	25,000	30,000	30,000
기타 - 니켈광석: 광석 & 전구체 합작	0	65,000	85,000	105,000	121,667	138,333	155,000	155,000
<b>합계</b>	<b>22,500</b>	<b>105,000</b>	<b>130,000</b>	<b>155,000</b>	<b>176,667</b>	<b>198,333</b>	<b>220,000</b>	<b>220,000</b>
니켈 생산량 추정								
(단위: 톤)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
니켈광석 - 건식	0	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000
니켈광석 - 습식	0	5,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000
리사이클	1,250	3,333	6,667	11,667	16,667	21,667	26,667	30,000
기타 - 니켈광석: 광석 & 전구체 합작	0	21,667	71,667	91,667	110,556	127,222	143,889	155,000
<b>합계</b>	<b>1,250</b>	<b>50,000</b>	<b>113,333</b>	<b>138,333</b>	<b>162,222</b>	<b>183,889</b>	<b>205,556</b>	<b>220,000</b>
니켈 매출 및 EBITDA 추정								
(단위: 십억 원)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
니켈 가격 (달러/t)	18,928	18,929	18,358	19,830	21,778	23,959	26,295	28,089
환율	1,300	1,138	1,138	1,138	1,138	1,138	1,138	1,138
니켈광석 기반 매출액	0	1,005	2,228	2,858	3,607	4,422	5,352	6,072
리사이클 매출액	31	72	139	263	413	591	798	959
니켈광석 EBITDA 마진율 (%)	12.8%	12.8%	12.4%	13.4%	14.7%	16.2%	17.8%	19.0%
리사이클 EBITDA 마진율 (%)	25.9%	25.9%	25.9%	25.9%	25.9%	25.9%	25.9%	25.9%
<b>최종 EBITDA</b>	<b>0</b>	<b>147</b>	<b>313</b>	<b>452</b>	<b>639</b>	<b>871</b>	<b>1,160</b>	<b>1,403</b>

### 3. 포스코, Steel Alive - 투자포인트 2

#### 침체기를 맞고 있는 글로벌 철강 산업

동사가 그리는 거대한 신성장 동력 뒤에는, 동사 **철강 사업부문의 든든한 이익체력**이 있다. 거기에 동사의 철강 부문이 동사 매출의 절반 이상을 차지하는 만큼 철강 부문에 대한 분석은 필수적이다. 대표적인 경기민감주이자 시클리컬 산업인 철강 산업은 현재 암흑 속을 걷고 있다. 과거 과잉 생산을 방임해왔던 중국 정부, 중국의 수요 부진 및 글로벌 경기 침체가 맞물린 결과다. 실제로 중국 열연강판 가격은 [그림 1-4.]에서 보이듯 '22년 초부터 빠르게 떨어지고 있다.

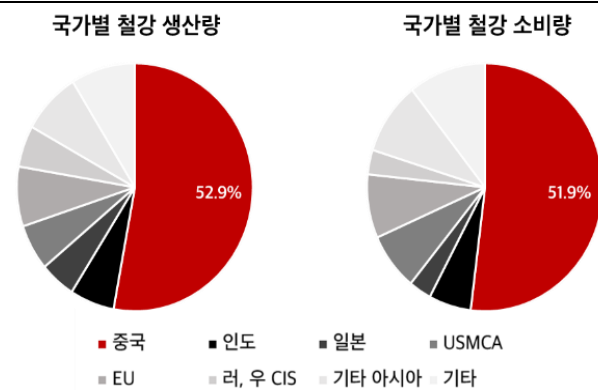
#### 투자자들은 '끝없는 바닥'이 두렵다

이에 따라 철강 업황에 대한 투자자들의 우려도 깊어지고 있다. 시클리컬 산업 특성상 철강 기업들의 주가가 **업황 개선에 선행하여 상승할 것**임을 알고 있음에도, 수요에 집중된 우려는 아직 '바닥'이 아니라고 믿게끔 만든다. 그러나 단기적으로는 **공급 감소를 중심으로** 철강 산업이 회복 국면에 접어들 것이라 판단되며, 장기적으로는 **수요 증가**가 산업을 호황으로 이끌 것이라 전망한다.

#### 중국의 산업 고도화, 그리고 탈탄소화가 가져올 철강의 미래

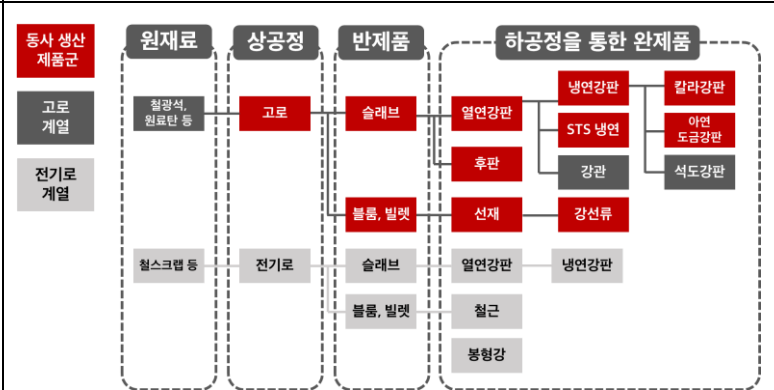
따라서 본 보고서는 단기적으로 **중국의 산업 고도화와 탈세계화**를 중심으로 '바닥 밑 지하실'에 대한 투자자들의 우려를 걷어 낼 것이며, **중장기적으로는 탈탄소화**가 주도할, 거스를 수 없는 흐름 앞에 **철강 산업의 미래**를 조망하고자 한다. 그 과정에서 시장이 철강사에 요구하는 조건들을 알아보고, 그 조건에 완벽하게 동사가 부합하는 Player임을 밝힐 것이다.

그림 3-1. 국가별 철강 생산/소비량 비율 (단위: %)



출처: WSA, SMIC 5팀

그림 3-2. 철강산업 밸류체인 조직도



출처: SMIC 5팀

#### 3.1. 요동치는 세계 속 균형잡는 동사 - 공급 감소

#### 철강산업에 대한 걱정 불식시키기 😊

철강산업에 대한 과도한 우려가 시장을 지배하는 현재, **공급의 감소와 수요의 점진적 회복**을 중심으로 우려를 벗겨 나갈 것이다. 단기적으로 핵심은 '공급'에 있으며, 역시나 관건은 중국이다. 과거 압도적 영향력을 끼쳤던 중국이 당국의 자발적 감산 정책과 미국-유럽의 탈중국화로 '공급 교란자'의 지위를 잃어가는 중이기 때문이다. 이는 곧 **공급 과잉해소에 따른 철강 가격 회복**이라는 호재를 불러일으킨다. 중국이 철강 시장을 대하는 새로운 패러다임과, 세계가 중국을 대하는 방식을 중심으로 철강산업의 지각변동과 동사의 수혜를 살펴보자.

중국, 저가격-저품질에서  
고품질로..?

### ① 중국이 철강 시장을 대하는 새로운 패러다임, 질적 성장

저가격-저품질의 대명사인 중국이 '질적 성장'이라는 변화를 철강산업 중심으로 단행한다. 공급과잉과 낮은 산업 집중도라는 고질적 문제를 지닌 중국 철강산업은 [그림 3-3.]이 명시하듯, 한국과 일본 대비 원가 절감에 난항을 겪고 있다. 11.6억톤이라는 대규모 설비에도 불구하고, 아시아 평균 생산 단가를 상회한다. 생산성 향상과 질적 변화 도모를 위해, 중국은 **철강재 감산과 수출 증치세 환급 폐지**를 내세우며 스스로 자국의 영향력을 축소시켰다.

### ① 철강재 감산

첫 번째, '철강재 감산'의 일환으로 엄격하게 **설비 증설을 금지**했고, 증설 시 노후 설비를 폐쇄한 후 동일 규모의 전기로로 대체하며 막대한 비용을 투입해야 한다. 정책의 강제성이 강한 중국에서는 '22년 1분기에 이미 **조강 생산량이 전년 대비 10% 감소**하며 효력이 발생했다. 감소 추이는 3분기까지도 꾸준히 나타나고 있으며, 계속될 전망이다.

### ② 철강재 수출 증치세 환급 폐지

두 번째, 철강재 수출 증치세 환급 폐지는 **중국 철강재 수출가의 경쟁력을 떨어뜨려 자연스러운 구조조정을 유도**한다. 해당 정책은 수출 판매 시 부가가치세를 환급해주는 정책이기에, 수출 판매와 생산 확대의 강한 유인이 되어 왔다. 그러나 중국 증치세 환급이 완전히 철폐되며, 정부 정책에 힘입어 **글로벌 철강재 가격을 내리던 중국의 역할이 축소**되었다.

세계 공급망,  
중국을 빠져~

### ② 세계가 중국을 대하는 방식, 탈세계화

미국 및 유럽도 중국의 영향력 축소에 **강력한 한 방**을 제공한다. 중국산 철강을 'Dirty Chinese Steel'이라 일컫는 바이든의 발언은 미국과 EU의 강력한 탈중국 노선을 단적으로 대변한다. 두 국가는 **중국 철강 산업을 배제**하는 지속 가능 철강 협정(GSSA)에 합의했으며, 미국은 더 나아가 탈중국을 강력히 시행하는 IRA 법안을 통해 **중국과의 디커플링**을 선언했다.

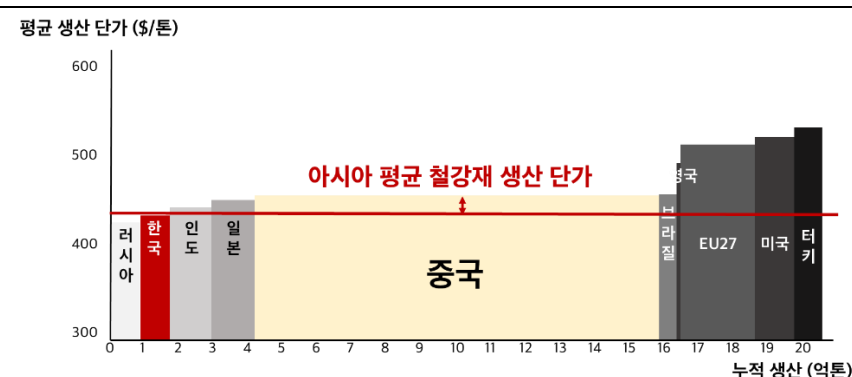
그러나 타격은  
미국과 유럽에도 ...

흥미로운 점은 **탈세계화가 미국과 유럽에게 부메랑이 되어 돌아왔다**는 것이다. 중국을 배제하는 정책 대비 **생산 능력이 받쳐주지 않는 미국-유럽의 고질적 한계**가 전 산업에 걸쳐 드러나고 있는 바, 철강도 예외는 아니다. 어두운 철강 시장 속에서, 원자재 가격이 급등하고 수입산 철강과의 가격 차이마저 벌어지니 미국-유럽 **철강 기업은 감산**을 피할 수 없었다.

심지어 **고로 중단**까지?

미국과 유럽의 주요 철강사들은 가동률을 낮추거나 급기야 **고로를 중단**하는 추세다. 고로는 일정 시간 이상 생산을 멈추면 내부에서 쇳물이 굳어 사용할 수 없고, 복구하기까지 6개월의 시간이 소요된다. 즉, 수요가 반등한다고 하더라도 **미국과 유럽은 즉시 대응할 수 없다**.

그림 3-3. 국가별 평균 생산 단가 및 누적 생산 (단위: \$/톤, 억톤)



출처: CRU, EU, SMIC 5팀

그림 3-4. 유럽의 고로 중단



출처: GMK, SMIC 5팀

중국이 아니면,  
가격 메리트를 가진  
'동사'

중국의 자체 감산, 중국과 미국-EU간 출혈 경쟁 속에서 진정한 승자는 동사다. 중국을 겨냥한 화제의 IRA(Inflation Reduction Act)는 그 이름과는 다르게, 중국 중심의 공급망을 재편하는 과정에서 전 산업의 원가 부담을 키웠다. 원자재 가격을 낮추어야 하는 미국은 非중국 국가를 통해 상황을 타개해 나가야 한다. 한국은 미국 대비 후판 160%, 철근 45%의 가격 경쟁력을 지니므로, 가격 메리트를 가진 한국에 세이프가드 및 쿼터 규제를 완화할 가능성이 높다. 해당 상황 속에서, 동사는 당연히 한국 대표 철강 기업으로 우뚝 서 있다.

고로 생산 중단,  
동사에게 천재일우의 기회

더불어, 미국과 유럽 '고로'사들이 생산을 중단했기에 [그림 3-2.]에서 눈에 띄듯, 고로만을 이용하는 동사에게 더 큰 기회가 기다리고 있다. 심지어 고로에서 주로 생산되는 판재류는 고부가가치 강판으로, 동사의 가격 결정력을 상승시키는 동인이 될 것이다.

### 3.2. 수요... 걱정말아요 그대

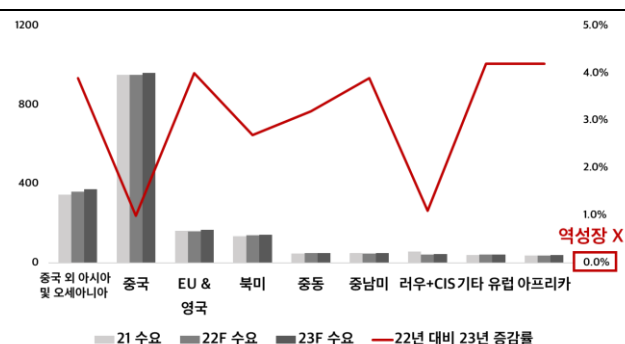
양의 성장률이 예측되는  
철강 수요

공급 측면이 철강 업황을 긍정적으로 뒷받침해주고 있음을 증명했다. 그러나 철강에 대한 부정적 인식의 중심은 '수요'에 있으므로, 이에 대한 검토가 필수다. 대중적 인식과 달리 [그림 3-6.]의 전세계 철강 수요 전망치는 양의 성장률을 보인다. 투자자들이 가장 우려하던 중국 부동산 산업이 최악의 상황을 면했고, 부동산을 대신하여 현 시대의 수요를 견인할 강력한 '인프라'라는 요소가 급부상했기 때문이다.

모든 사람들의 귀추가 쏠리는 중국 부동산 산업부터 검토해보자. 결론부터 말하자면, 악화되지만 할 것 같았던 중국 부동산 산업에 긍정적인 소식들이 들린다. 중국은 현재까지 부동산 산업을 활용해 성장률을 방어해왔고, 이는 자본 격차와 거대한 재정 투입을 야기했다. 그러나 고통은 국민에게, 끌어올린 성장률은 국가 주식에게 가는 구조인만큼, 성장률이 고픈 시진핑은 또다시 부동산 시장 부양책 카드를 내밀었다.

11월 발표된 부동산 부양책은 중국 부동산의 고질적인 문제라고 지적되어 왔던 부실 부동산 기업과 선분양자금 관련 이슈들을 해결하기 위한 시도들이 엮여있다. 그 중에서도 눈에 띄는 것은 선분양자금에 대한 조치다. 아파트를 짓기 전 투자하는 선분양자금은 시공사가 파산할 경우, 프로젝트 중단으로 종이값이 되는 경우가 부지기수다. 국민들이 시위를 하는 상황 속, 해당 조치는 시공사 파산을 막기 위한 '건물완공인도를 위한 적극적 금융 서비스'를 명시했다. '성장률이 고픈 지도자'와 '정책의 의지'의 관점에서 부동산 시장의 전망은 마냥 어둡지 않다.

그림 3-5. 지역별 철강 수요 전망 (단위: 백만 톤, %)



출처: WSD, SMIC 5팀

그림 3-6. 중국 부동산 부양책 (11월 발표)

부동산 시장의 안정적 발전을 위한 금융지원에 관한 통지	
1	"건물완공인도"를 위한 적극적 금융서비스 (아래 2 항목) 정책은행의 '건물완공인도' 특별 대출 지원 금융기관의 특별대출 지원을 위한 협조대출 독려
2	부실 부동산기업의 리스크 관리에 적극 협조 (아래 2 항목) 부동산기업 합병을 위한 금융 지원 적극적 시장화 지원방식 모색
3	주택금융소비자의 합법적 권익 보호 (아래 4 항목)
4	주택임대 관련 금융지원 강화 확대 (아래 2 항목)
5	부동산 자금조달의 안정과 질서 유지 (아래 6 항목)

고질적 문제 해결의 출발

통상적 해결법 (대출)

출처: KIEP 북경사무소, SMIC 5팀

### 철강 수요를 이끄는 기관사, 우려를 불식시켰으니, '23년 세계 철강 수요를 이끌 기관사 '인프라 투자'에 집중해보자. 인프라 투자!

라 투자는 경기 침체 시 정부의 주요한 수단으로 활용되는 바, 각국에서 인프라 법안이 속속들이 나오고 있다. 당장 '23년부터 대규모 투자가 집행되기에, 인프라는 장단기 수요를 모두 강력히 견인한다. 북미에서는 신규 인프라 투자에 따른 철강 수요가 전체 26%를 차지하고, 중국마저 철강 수요의 27%인 인프라가 하방을 지지하며, 든든한 수요처 역할을 수행 중이다.

### 3.3. 모두의 관심, 단기 철강 가격 전망

#### 드디어, 철강 가격의 턴어라운드!

중국의 질적 성장, 탈세계화 속 출혈경쟁으로 말미암은 공급 감소, 부진한 건설 수요를 상쇄시킨 인프라 수요를 확인했다. 이는 가격이 끝없이 내려갈 것만 같았던 같았던 '15년 말의 세계 철강 시장과 구조적으로 유사하다. 당시 중국의 감산 확대와 건설 수요 부진을 대체할 자동차 산업의 호조로 수요 감소세가 둔화하며 턴어라운드할 것이라 예측되었고, '16년 초, 그림 같은 반등세가 나타났다. 이러한 내러티브는 철강 가격이 '23년 상승을 앞두고 있다는 본 보고서의 주장이 충분히 합리적임을 증명한다.

이러한 거시적 변화 속에서 동사는 최전방에서 수혜를 받을 것이다. 동사는 WSD 선정 '세계에서 가장 경쟁력 있는 철강회사'이며, 수출 비중 또한 41%로 현대제철(27%) 대비 매우 높다. 올라가는 가격과 회복되는 출하량은 동사의 이익체력에 이바지할 예정이다.

### 3.4. 탈탄소화, 중장기적인 인프라 수요의 부스터이자 철강 공급의 족쇄!

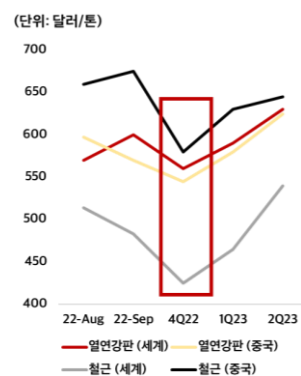
#### 철강 업황의 지표인 중국 열연 가격은 이미 과거 저점 수준

철강 업황은 앞서 언급한 대로 '23년의 바닥을 지나 중장기적 회복세를 그릴 예정이다. 철강 업황 대표 지표 중 하나인 중국 열연 가격을 보자. '22~'23년 초 발생할 열연 가격 하락세는 '03년, '06년, '08년, '20년의 저점에 가까울 것으로 분석된다. '16년 열연 저점은 중국 정부가 보조금까지 지급하며 신규 증설을 방임해 과잉공급이 이루어진 특이 케이스로, 양적 성장이 아닌 질적 성장을 추구하는 현 상황에 발생할 가능성이 매우 낮은, 아웃라이어라 판단하였다.

#### 탈탄소 부스터를 탄 인프라의 성장성에 주목!

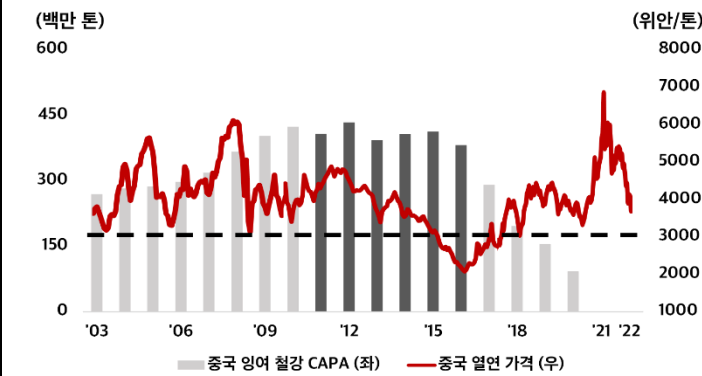
이를 바탕으로 본 보고서는 '22년의 어두운 업황을 거쳤던 철강 시장의 '23년 이후 중장기적 회복세를 제시한다. 이를 위해 중장기적으로 수요와 공급 단에서 철강 업황을 이끌어 갈 원동력을 분석해 보자. 우선 수요 단에서, 단기적으로 수요를 역성장의 늪에서 끌어올렸던 인프라 산업에 대한 투자가 중장기적으로도 지속될 것임을 확인하고, 해당 투자에 탈탄소화라는 부스터까지 붙으면서, 인프라 산업이 강력한 철강 수요의 원동력이 될 것임을 제시한다.

그림 3-7. 철강 가격 전망



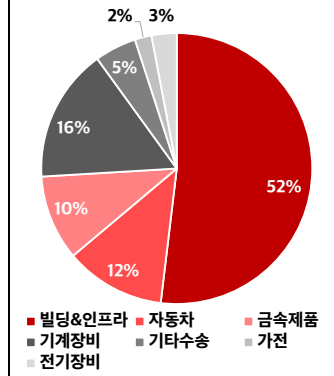
출처: WSD, SMIC 5팀

그림 3-8. 중국 열연가격 및 중국 잉여 생산설비



출처: OECD, WSA, SMIC 5팀

그림 3-9. 산업별 철강 수요



출처: WSA, SMIC 5팀

### SDG9로 살짝 엿보는 중장기적인 인프라 사업 규모

도로, 항만, 발전소 등의 기반시설을 의미하는 인프라 산업은 빌딩(건설)과 함께 세계 철강 공급의 절반 이상을 빨아들이는 **블랙홀**이다. 단기적으로 향방이 불확실한 부동산 시장에 비해, 인프라 산업은 UN에서 제시한 ‘UN-SDGs 목표’ 등의 **중장기적인 그림**을 토대로 **견조하게 우상향 수요**를 그리고 있다. 실제로 ‘30년까지의 글로벌 사회기반 시설 관련 ‘SDG9’ 세부 목표 중 하나는 모든 비도심 지역 주민 거주반경 2km 이내에 도로가 존재하도록 하는 것으로, 글로벌적으로 각국이 그리고 있는 인프라 투자 규모를 간접적으로 보여 준다.

### 거기에 ‘착’ 붙은 탈탄소화, 철강 수요에 부스터!

심지어 인프라 필요 투자액이 우상향하는 와중, ‘22년 벌어진 에너지 대란은 ‘**폭발이 예정된 신재생 인프라**’이라는 훈풍으로 철강업계에 돌아왔다. 그 과정에서 자연스럽게 최근 진행되는 거대 인프라 투자들에 추가적으로 **탈탄소**라는 키워드가 따라붙게 되었다. 신재생 인프라는 **에너지 효율성**을 위해 [그림 3-11]에서 보이듯 전통 산업보다 **고부가가치 위주의 철강재**를 더 많이 요구하기에, 탈탄소는 중장기 철강 수요를 견인할 **인프라 산업에 다방면으로 ‘착’** 달라붙어 **부스터 역할**을 할 예정이다.

그림 3-10. SDGs 고려 시 인프라 필요 투자액 (단위:십억 달러)

지역별 인프라 필요 투자액				
구분	2022년		2030년	
	SDGs 미고려	SDGs 고려	SDGs 미고려	SDGs 고려
총 계	3297.7	3525.1	3892.2	4188.4
아프리카	202.2	253.1	306.8	390.4
아메리카	715.3	837.2	737.1	864.36
아시아	1774	2114.5	1873.6	2244.1
유럽	538.6	607.2	539.4	608.2
오세아니아	67.7	80.2	68.4	81

출처: GIO, SMIC 5팀

그림 3-11. 신재생 인프라별 철강재 수요 및 동사 제품군

인프라	부분	사용 철강재	필요 철강량
원자력	원자로	탄소강, 특수강 등	40t/MW
	터빈	전기강판, 특수강 등	
풍력	터빈베어링	선재 - PosWIND	육상풍력
	터빈모터	전기강판 - Hyper NO	100t/MW
	타워	고강도 풍력용강	해상풍력
태양광	볼트	볼트용강	140~250t/MW
	하부구조물	고내식강 - PosMAC	
	브라켓 등	봉형강(탄소강)	35~70t/MW
전기차	구동모터	전기강판 - Hyper NO	
	차체	초고강도강 - AHSS	2~300kg/대
	배터리팩	초고장력강	
송전설비	송전선	강선 - Posco ACSR강	65t/Mile

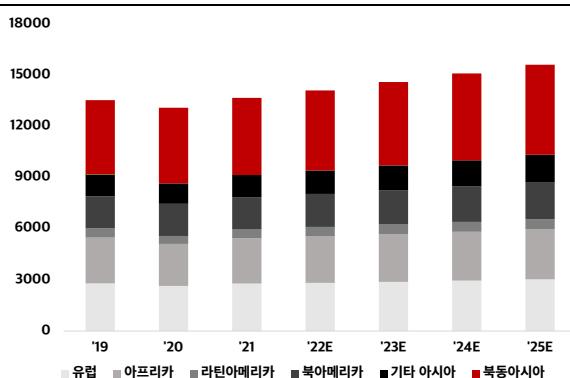
■ 동사 생산 제품군

출처: Arcelor Mittal, Nucor, SMIC 5팀

### 건설 및 자동차 산업, 터널 끝은 확실히 밝다

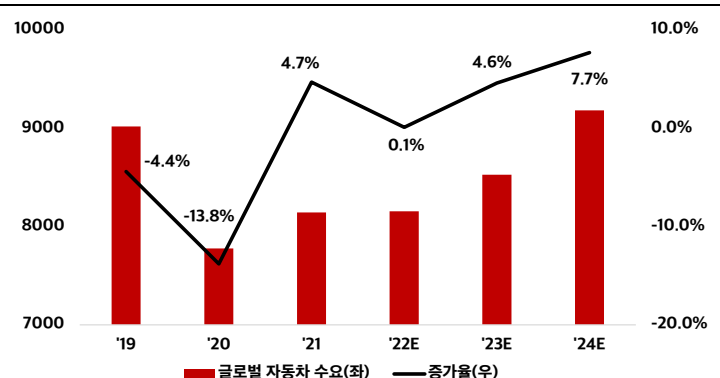
더욱이 현재 중국 부동산 수요의 부진으로 우려의 중심에 서 있는 건설 업황 역시 **중장기적으로는 상황이 회복될 가능성이 높다**. 특히 중국 외 IPEF 및 중동지역 산유국을 중심으로 한 대규모 건설 프로젝트 수주 등으로, ‘25년 기준 글로벌 건설 시장 규모는 **1조 5600억 달러에 이를 전망이다**. 또한 ‘20년 코로나 사태를 기점으로 강력한 하락세를 맞이했던 자동차 산업 역시, **폭발적인 전기차 수요를 바탕으로** 긍정적인 업황을 맞고 있다. 해당 산업들의 전방에 철강이 단단히 선 만큼, 당장의 어둠에 대비되는 중장기적 수요는 더욱 밝아 보인다.

그림 3-12. 글로벌 건설 시장 규모 (단위: 십억 달러)



출처: GCO(2Q22 Forecast), SMIC 5팀

그림 3-13. 글로벌 자동차 수요 전망 (단위: 만대, YoY%)



출처: LMC(3Q22 Forecast), SMIC 5팀

### 수요의 부스터 탈탄소, 공급에서는 무서운 장벽?

그러나 수요 측면에서 강력한 부스터가 되어 준 탈탄소화는 공급 측면에서 기업의 이익체력과 능력을 테스트하는 '장벽'이 될 예정이다. 실제로 유럽과 미국은 과거부터 이산화탄소를 대량으로 배출했던 철강업을 대상으로 각각 '23년 1월, '24년부터 탄소국경세와 청정경쟁법을 도입할 예정이다. 해당 법안이 도입되면 철강 수출 시 생산 과정에서 발생한 탄소에 대해 부과세를 부여해, 탈탄소 공정 미 도입 철강사들은 실질적으로 가격 경쟁력을 포기해야 한다.

### 거대 기업 위주로 재편될 철강 기업 생태계

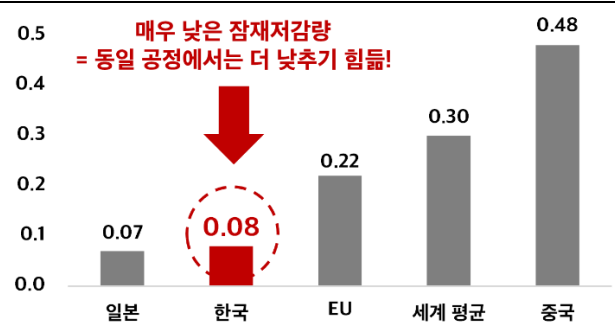
탈탄소가 철강사들의 생존 전략이 되어가는 이 시점에, 현실적인 전략은 다음과 같다. ① 기존 공정 탄소저감 ② 저탄소 공정으로 공정 변화 ③ 탄소 배출 규제가 적은 해외 진출(M&A 포함). 심지어 일본과 국내 철강사들은 저감잠재량, 즉 기존 공정에서 달성 가능한 저감량 자체로 수준이기에 후자의 전략이 강제된다. 어느 전략이든 막대한 CAPEX 지출은 필수인 만큼, 이익체력이 견조한 거대 기업들 위주로 시장이 재편되어야만 하는 상황이 이어질 전망이다.

그림 3-14. 미국/EU 탄소세 법제화 현황

	미국 청정경쟁법 (CCA)	EU 탄소국경조정제도 (CBAM)
기본 골자	수입품의 이산화탄소 배출량에 대한 요금 도입	
도입국	미국	EU
상태	발의 중	결의 완료
적용대상	철강, 알루미늄, 화석연료, 펄프 등	철강, 시멘트, 전력생산 유기화학물질 등
적용시기	'24년 시작 '26년 과세 확대	'23년 1월~'26년 도입(조정기) '27년 본격 도입
부과세	탄소 1T당 \$55, 매 년 인플레이션+5%인상	EU ETS 거래 증가 중간평균 가격

출처: 미 의회, EU, SMIC 5팀

그림 3-15. 주요 철강업 CO<sub>2</sub> 저감잠재량 (단위:CO<sub>2</sub>톤/철강1톤)



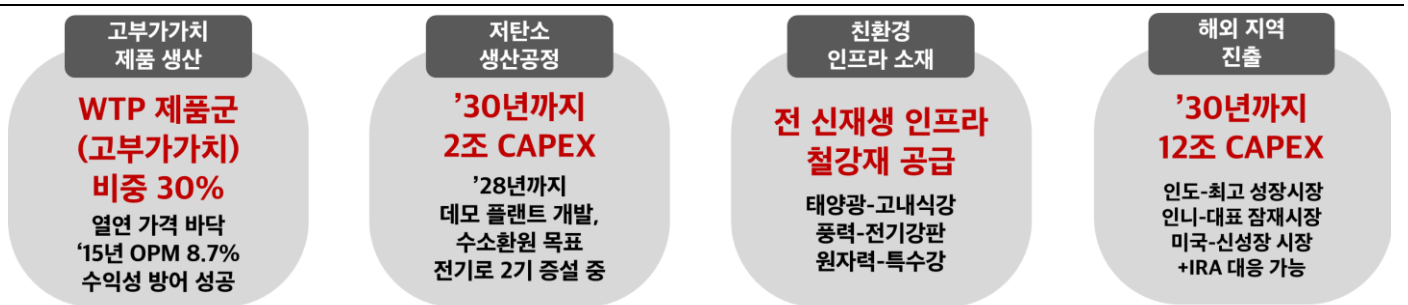
출처: 한국은행, SMIC 5팀

### 끊임없이 달려야만 철강 업황 회복을 맞볼 수 있다

회복이 다가오는 철강 업황 속, 달콤한 과실은 그냥 주어지지 않는다. 시장이 요구하는 탈탄소 기조에 발맞추기 위해 철강사들은 고부가가치 제품 생산, 저탄소 생산방식, 해외 진출, 친환경 인프라 소재 공급, 신사업 진출을 이루어야만 한다. 이를 위해 끊임없는 CAPEX 집행이 요구되는 만큼, 견조한 체력을 갖추고 상기 영역에 투자 중인 기업이 빛을 발할 타이밍이다.

그런 면에서 동사의 철강 사업부는 Top-Pick 그 자체다. 철강사업의 구조적 변화에 더불어 리튬이라는 신사업까지, 오랜 담금질에 견조한 체력을 바탕으로 동사는 과감히 CAPEX를 집행 중이다. 해당 투자를 거쳐 동사는 앞서 언급한 중장기적인 철강 산업이 요구하는 조건들에 완벽히 부합하는 Player로서 자리잡을 예정이다. 리튬으로 중무장한 한국 철강의 자존심, 동사의 포텐셜을 강력히 조망한다.

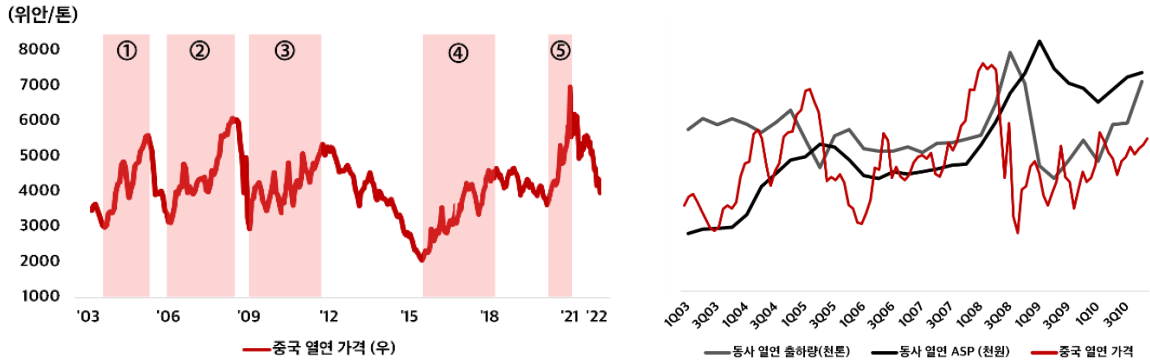
그림 3-16. 철강 시장이 요구하는 역량에 대한 POSCO Bottom-up 강점



출처: 동사, SMIC 5팀

## 3.5. 매출추정

동사 매출은 “철강 ASP(P)X출하량(Q)”으로 추정하였다. 시클리컬한 철강 산업의 특성을 반영해 과거 상승사이클을 토대로 매출 성장률을 도출하였다.



철강산업의 대표 지표인 중국 열연가격은 크게 다섯 번의 사이클을 보인다. 이 중 ④의 경우 3.2.에서 선술한 논리에 따라 제외하였고, ⑤번 사이클은 전쟁에 의한 공급망 대란, 지정학적 리스크 존재로 인해 아웃라이어로 판단되어 제외하여 분석했다.

<동사 열연 ASP - P>				<동사 열연 출하량 - Q>			
사이클	기간 중 상승률	연간 환산 상승률	분기 환산 상승률	사이클	기간 중 성장률	연간 환산 평균성장률	분기 환산 평균성장률
①	68.82%	23.30%	5.4%	①	6.07%	2.99%	0.7%
②	76.21%	20.78%	4.8%	②	33.46%	15.52%	3.7%
③	11.47%	11.47%	2.8%	③	36.17%	16.69%	3.9%
평균		18.52%	4.32%	평균		11.73%	2.78%
할인한 평균		9.26%	2.16%	할인한 평균		5.87%	1.39%

올해 4Q가 저점이라 판단되고, '23년부터는 상승 사이클이 시작될 것으로 예상되는 바, ①~③의 상승 사이클동안 동사 P와 Q의 저점 대비 고점 상승률을 계산하여 연간/분기별 환산 상승률을 도출하였다. 다만 열연 가격-동사P-동사Q 사이 다소 시차가 존재하므로, P와 Q 모두에 평균 상승률을 적용하는 것은 과대 추정이라 판단하였다. 따라서 위 표에서 도출된 환산 상승률을 동사의 각 사이클에 적용해 백테스팅한 결과와 보수적인 추정을 곁들여 평균 상승률에 50%의 할인율을 적용하였다.

(단위: 십억 원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022E	2023E	2024E
매출액	11,272	12,087	11,036	10,375	11,038	11,276	11,680	12,098	44,770	46,093	48,797
QoQ / YoY (%)		7.23%	-8.69%	-5.99%	6.39%	2.16%	3.58%	3.58%		2.95%	5.87%
철강 부문별 출하량(천톤)	7,959	7,786	7,553	7,553	7,786	7,786	7,894	8,004	30,851	31,470	33,317
QoQ / YoY (%)		-2.17%	-2.99%	0.00%	3.08%	0.00%	1.39%	1.39%		2.01%	5.87%
열연	2,098	2,068	2,036	2,036	2,068	2,068	2,097	2,126	8,238	8,359	8,849
후판	1,307	1,392	1,220	1,220	1,392	1,392	1,411	1,431	5,139	5,626	5,956
선재	607	644	486	486	644	644	653	662	2,223	2,603	2,756
냉연	3,597	3,317	3,456	3,456	3,317	3,317	3,363	3,410	13,826	13,407	14,194
전기강판	197	200	165	165	200	200	203	206	727	808	856
기타	153	165	190	190	165	165	167	170	698	667	706
철강 ASP (천원/톤)	1,416	1,552	1,461	1,374	1,404	1,434	1,465	1,497	1,451	1,465	1,465
QoQ / YoY (%)		9.59%	-5.86%	-5.97%	2.16%	2.16%	2.16%	2.16%		0.93%	0.00%
열연	1,272	1,458	1,297	1,221	1,247	1,274	1,302	1,330	1,312	1,289	1,289
후판	1,640	1,780	1,599	1,505	1,538	1,571	1,605	1,640	1,636	1,589	1,589
선재	1,520	1,646	1,615	1,520	1,553	1,587	1,621	1,656	1,577	1,605	1,605
냉연	1,363	1,445	1,430	1,346	1,375	1,405	1,435	1,466	1,395	1,421	1,421
전기강판	2,378	2,612	2,859	2,691	2,750	2,809	2,870	2,932	2,623	2,841	2,841
기타	1,084	1,323	1,298	1,222	1,248	1,275	1,303	1,331	1,236	1,290	1,290

'23년 Q의 경우 침수 피해 완전 복구 시점이 '23년 초로 예정되어 있기 때문에, 4Q22 출하량은 피해 복구 전인 3Q 출하량을, 1Q23부터는 침수 피해 이전인 2Q22의 출하량을 적용했다. CAPEX 투자가 필요한 산업 특성상 업황 턴어라운드 시 P 상승이 선행되기에 1Q부터 P 상승률, 3Q부터 Q 성장률을 적용했다. '24년 공급과잉이 해소된 후 수요 증가로 인한 P 상승 여력이 있으나 P는 단조증가하지 않으므로 보수적으로 flat 처리하였다. 동사의 CAPEX 투자가 예정되어 있는 만큼, Q 연간 성장률을 적용했다. 이에 따른 매출 추정치는 위 표와 같다.

## 4. Valuation - SOTP Method (with EV/EBITDA)

### 4.1. 동사 총 매출 Table

POSCO홀딩스 총 매출 Table											
(단위: 십억 원)	2018	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2022E	2023E	2024E
매출액	64,978	64,367	57,793	76,332	21,338	23,010	21,155	18,724	84,227	83,049	90,797
YoY(%)	7.1%	-0.9%	-10.2%	32.1%	32.8%	25.8%	2.5%	-75.5%	10.3%	-1.4%	9.3%
1. 철강 - 포스코 & 해외철강자회사	37,837	49,808	44,258	63,549	17,259	19,331	17,784	16,718	71,092	75,613	80,253
포스코	30,659	30,374	26,510	39,920	11,272	12,087	11,036	10,375	44,770	46,093	48,921
해외철강자회사	7,177	19,435	17,748	23,629	5,987	7,244	6,748	6,343	26,322	29,520	31,332
% of 전체 철강	19.0%	39.0%	40.1%	37.2%	34.7%	37.5%	37.9%	37.9%	37.0%	39.0%	39.0%
2. 친환경 인프라	34,043	33,918	30,784	44,123	12,614	14,236	12,352	11,140	50,342	41,686	44,679
무역 - 포스코인터내셔널	25,174	24,423	21,472	33,949	9,912	11,070	9,041	7,698	37,721	32,211	34,742
건설 - 포스코건설	7,028	7,650	7,794	8,199	2,112	2,490	2,262	2,288	9,152	9,476	9,937
에너지 - 포스코에너지	1,841	1,845	1,517	1,976	590	676	1,049	1,154	3,469	포스코인터내셔널 흡수합병	
3. 2차전지 원소재	1,384	1,484	1,566	1,990	665	803	1,053	1,064	3,585	5,943	10,460
양극재/음극재 - 포스코케미칼	1,384	1,484	1,566	1,990	665	803	1,053	1,064	3,585	5,878	7,767
염호리튬 - 포스코아르헨티나											572
광석리튬 - 포스코필리핀리튬솔루션											1,969
리튬/니켈/코발트 - 포스코HY클린메탈										65	153
4. 기타/연결조정	(8,286)	(20,843)	(18,815)	(33,330)	(9,200)	(11,360)	(10,035)	(10,198)	(40,793)	(40,193)	(44,595)

투자포인트에서 집중적으로 조명한 리튬사업과 철강사업을 포함해, 주요 종속회사들의 매출을 종합한 테이블은 다음과 같다. 다만, 포스코와 달리 해외철강자회사들(약 72개)의 재무제표를 확인할 수 없고 그 개별규모가 크지 않아 포스코 매출에 연동하여 추정하였다. 포스코와 판매하는 철강제품군이 다르지 않고, 지난 3년간 전체 철강매출에서 일정한 비율을 차지하고 있기 때문에 포스코 매출에 연동하는 추정 방식이 합리적이라 판단했다.

또한, 동사의 또 다른 유의미한 매출구성 중 하나인 친환경 인프라 부문(무역, 건설, 에너지) 매출 추정에 대한 자세한 논리는 [App.1]에 첨부하였다. 투자포인트 혹은 Valuation에서 다루지 않은 근거는 철강사업과 2차전지 원소재 기업이라는 본 보고서의 내러티브에 따라 철강 부문과 2차전지 원소재 부문만을 영업가치로 산출함에 따라 매출추정의 중요성이 높지 않기 때문이다. 그 외, 매출규모 및 장부가액 규모가 미미한 170여개의 종속기업의 매출과 자회사 간 내부거래는 '기타/연결조정'이란 항목으로 매출 대비 평균하여 이후에도 적용해주었다.

### 4.2. Valuation Method 선정 논리

철강 전문 사업회사 '포스코'가 아니라, 철강사업 기반의 이차전지 원소재 기업으로 환골탈태한 동사의 Valuation을 위해 SOTP Method를 채택하였다. 동사 리튬사업의 미래가 본격적으로 가시화됨에 따라 증권가에서는 연일 새로운 보고서를 발간하며, 동사의 목표주가 산출을 위해 다양한 Valuation 방식을 적용 중에 있다. 그 어떤 Valuation 방식도 통용되지 않은 현 시점에서, 과거 철강사업 중심의 동사를 평가하던 PBR Method뿐만 아니라 리튬사업부의 장기화된 구조적 성장을 기업가치에 반영하기 위한 PER Method가 활용되기도 한다.

그러나, 폭발적인 성장이 담보된 리튬사업과 전통적인 시클릭 산업인 철강사업은 명백히 서로 다른 성격의 사업이기에 PER/PBR과 같이 동일한 Multiple를 부여하는 방식은 비합리적일 수 있다. 나아가, 동사의 원대한 꿈은 비단 리튬사업에 그치지 않고 니켈, 양극재/음극재를 포함한 2차전지 원소재 전반에 포진되어 있다는 점에서 향후에도 사업부별로 상이한 Multiple를 부여하여, 다양한 사업부의 가치를 온전히 반영할 수 있는 SOTP 방식이 가장 적합한 Valuation Method라 판단하였다.

한편, 동사의 영업가치를 구성하는 자회사들의 Valuation을 위해 EV/EBITDA로 통일하여 진행하였다. 주주가치(Equity Value)를 평가하는 PER/PBR과 기업가치(Enterprise Value)를 평가하는 EV/EBITDA를 혼용해서 자회사들의 가치를 산출한다면 Valuation의 왜곡이 심화될 수 있기 때문이다. 뿐만 아니라, 동사는 리튬을 '직접' 생산하는 국내 유일의 Player로 Valuation 진행 시 해외 상장기업을 Peer로 삼아야하는 만큼 재무구조, 감가상각 방법, 법인세율 등의 영향에서 상대적으로 자유로운 EBITDA를 활용하는 것이 적합하다고 판단했다.

### 4.3. 핵심 자회사별 실적 추정

#### ① 포스코 - 철강 전문 사업회사

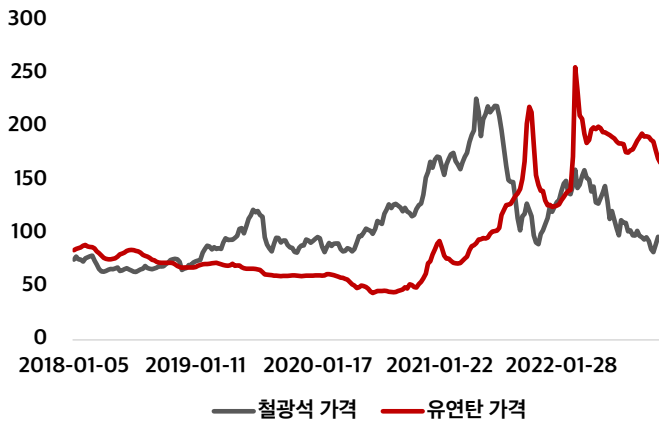
포스코 연결 손익계산서 (단위: 십억 원)	2018	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2022E	2023E	2024E
매출액	30,659	30,374	26,510	39,920	11,272	12,087	11,036	10,375	44,770	46,093	48,921
YoY(%)	7.4%	-0.9%	-12.7%	50.6%	33.0%	22.5%	0.0%	-9.0%	12.1%	3.0%	6.1%
매출원가 및 판매비	26,850	27,787	25,375	33,271	10,073	10,680	10,586	10,009	41,348	41,590	43,045
원재료비	17,123	18,407	16,692	22,846	7,052	7,850	7,749	7,285	29,937	29,921	30,803
% of sales	55.8%	60.6%	63.0%	57.2%	62.6%	64.9%	70.2%	70.2%	66.9%	64.9%	63.0%
인건비	1,820	1,768	1,782	2,012	559	455	591	535	2,140	2,277	2,423
% of sales	5.9%	5.8%	6.7%	5.0%	5.0%	3.8%	5.4%	5.2%	4.8%	4.9%	5.0%
협력작업비	2,443	2,405	2,380	2,685	633	687	633	651	2,604	2,645	2,686
% of sales	8.0%	7.9%	9.0%	6.7%	5.6%	5.7%	5.7%	6.3%	5.8%	5.7%	5.5%
감가상각비	2,112	2,160	2,274	2,290	582	538	552	557	2,230	2,341	2,458
무형자산상각비	69	77	107	107	25	23	27	25	101	110	116
전력용수료	625	486	236	344	142	133	102	114	490	598	635
% of sales	2.0%	1.6%	0.9%	0.9%	1.3%	1.1%	0.9%	1.1%	1.1%	1.3%	1.3%
지급수수료	269	268	262	271	31	38	57	38	164	350	371
% of sales	0.9%	0.9%	1.0%	0.7%	0.3%	0.3%	0.5%	0.4%	0.4%	0.8%	0.8%
지급임차료	84	72	88	90	12	18	17	14	61	111	118
% of sales	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%
광고선전비	89	67	59	66	11	14	12	11	48	93	99
% of sales	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%
운반보관비	859	879	743	1,026	334	384	406	340	1,464	1,322	1,403
% of sales	2.8%	2.9%	2.8%	2.6%	3.0%	3.2%	3.7%	3.3%	3.3%	2.9%	2.9%
판매수수료	85	85	96	84	26	19	22	20	87	122	130
% of sales	0.3%	0.3%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%
기타비용	1,273	1,113	656	1,449	667	520	415	419	2,022	1,699	1,804
% of sales	4.2%	3.7%	2.5%	3.6%	5.9%	4.3%	3.8%	4.0%	4.5%	3.7%	3.7%
영업이익	3,809	2,586	1,135	6,650	1,199	1,407	450	366	3,422	4,503	5,877
OPM(%)	12.4%	8.5%	4.3%	16.7%	10.6%	11.6%	4.1%	3.5%	7.6%	9.8%	12.0%
EBITDA	5,990	4,824	3,516	9,047	1,806	1,969	1,030	948	5,753	6,954	8,451
EBITDA MARGIN(%)	19.5%	15.9%	13.3%	22.7%	16.0%	16.3%	9.3%	9.1%	12.8%	15.1%	17.3%

포스코는 동사의 핵심 비상장 자회사로 철강 전문 사업회사다. '22년 3월, 포스코 그룹이 지주사 체제로 전환함에 따라 신설법인 '포스코'가 철강 전문 사업회사로 출발하였고, 국내 철강사 4곳(포스코스틸리온, 포스코엠텍, 포스코휴먼스, 피엔알)을 연결 종속회사로 두고 있다.

포스코의 영업비용 중 금액적 중요성을 보이는 계정은 원재료비, 인건비, 협력작업비, 그리고 유무형자산상각비가 있다. 먼저, 인건비, 협력작업비 및 유무형자산상각비는 고정비적 성격이 강한 비용으로 '22년 4Q의 경우 지난 3개 분기데이터의 평균값을 적용해주었다. 또한, '23년과 '24년의 경우, 전년도에 지난 3년간 연평균 성장률을 적용하여 추정하였다. 포스코가 '26년까지 전기로 신설, 전기강판 설비투자 및 인재확보 등 철강생산 기반 마련에 26조원을 투자하겠다는 구체적인 계획을 밝힌 바가 있기 때문에, 해당 비용들을 증가하는 추세로 추정하는 것이 합리적이라 판단하였다.

그 외 기타비용을 포함, 변동비적 성격의 비용들은 매출액 대비 비중이 지난 5년간 일정한 수준으로 유지되고 있어 매출액에 연동하여 추정하였다.

그림 4-1. 포스코 주요 원재료 가격 추이 (단위: USD/ton)



출처: 한국광물자원공사, SMIC 5팀

그림 4-2. 포스코 주요 제품 가격 추이 (단위: 위안/톤)



출처: World Steel Association, SMIC 5팀

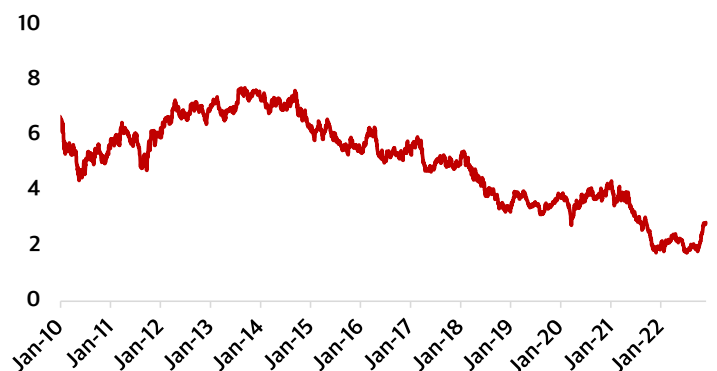
원재료비율에 따라 영업실적이 좌우되는 철강산업 특징에 따라 원재료비는 추정의 엄밀함이 요구된다. 앞서 언급하였듯, 포스코가 제조 및 판매하는 철강 제품의 가격의 대용치인 중국 열연 가격은 '21년 각국의 막대한 확대 재정 및 통화정책으로 '20년 저점 대비 빠르게 철강 전방 경기가 회복되며 역사적 고점을 달성했다. 다만, '22년 미국 연준을 비롯한 각국의 빠른 긴축정책과 중국의 코로나19 봉쇄정책으로 글로벌 경기 침체가 예견됨에 따라 열연가격은 빠른 속도로 하향안정화 추세에 있으며, 철강산업은 Down-Cycle을 맞이했다.

철강제품에 대한 수요가 감소하여 가격이 조정 받은 만큼, 철강의 주요 원재료인 철광석 가격 역시 빠르게 하락하였다. 반면, 또 다른 주요 원가를 구성하는 석탄은 에너지 대란으로 인해 여전히 역사적으로 높은 수준으로 유지되고 있고, '23년과 '24년 서서히 하향 안정화될 것이라는 전망이 지배적이다. 이에 따라, 원자재 및 에너지가격이 모두 낮았던 '20년 수준으로 '24년 원재료비율을 추정하였으며 '23년에는 그 감소추세를 반영하여 추정하였다.

## 포스코 Valuation - EV/EBITDA (2023E)

2023E EBITDA (단위: 십억 원)	6,954
Target EV/EBITDA	2.7x
<b>Target EV</b>	<b>18,849</b>
순차입금 (3Q22 기준)	7,116
<b>목표 시가총액</b>	<b>11,733</b>
3Q22 포스코 자본총계	32,671
2022E 매출액	44,770
Target NPM ('22년과 OPM이 가장 유사한 '19년 NPM)	3.87%
2022E 당기순이익	1,733
예상배당금	520
<b>2022E 자본총계</b>	<b>33,884</b>
<b>Implied PBR</b>	<b>0.35</b>

## 포스코 12M Fwd EV/EBITDA



포스코 Valuation을 위해, 포스코가 '21년 3월 2일 - '22년 10월 11일 기간 받은 12M Fwd EV/EBITDA Multiple 평균인 2.7x를 2023E EBITDA에 적용했다. 해당 기간은 고공행진하던 열연가격이 최고점을 도달한 후 Peak-Out했던 시기로, 향후 철강 업황에 대한 시장의 우려가 반영된 Multiple이라고 할 수 있다. 투자포인트에서 언급했듯, 현재 철강 업황은 Down-Cycle에서 '22년 4분기 저점에 대한 우려가 존재하고 있는 상황이기 때문에 해당 Multiple을

부여하기 적절하다고 판단했다. 또한, '22년 10월 11일은 포스코아르헨티나 염수리튬 2단계 사업에 대한 공급계약이 공시된 날짜로 리튬이라는 신사업에 대한 시장의 기대감이 점진적으로 반영되기 시작하였다. 이에 그 이후의 Multiple은 현재 철강사업이 놓인 영업가치를 산정하기에 적절치 않다고 판단하여 배제하였다. Implied PBR 역시 0.35로 과거 포스코가 받은 PBR과 괴리가 적다.

### ③ 포스코아르헨티나 - 염호형 리튬 사업회사

포스코아르헨티나(염호형 리튬) EBITDA 추정								
(단위: 십억 원)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
생산량 (ton)	0	12,500	27,083	50,000	58,333	83,333	106,667	120,000
매출액	0	572	1,258	2,483	3,027	4,497	5,907	6,867
OPEX	0	108	233	431	503	718	919	1,034
로열티	0	20	44	87	106	157	207	240
EBITDA	0	445	981	1,965	2,418	3,621	4,781	5,593
EBITDA 마진 (%)		77.7%	78.0%	79.2%	79.9%	80.5%	80.9%	81.4%

포스코아르헨티나는 동사의 리튬 신사업의 중심에 있는 100% 자회사이며, '광산'을 통한 리튬 제련이 아닌, 직접 보유한 '염호'를 통해 고부가가치 '수산화리튬'을 생산한다. 앞서 지속적으로 설명한 바, 동사 염호형 리튬은 80%에 육박하는 EBITDA 마진율을 자랑하며, 투자포인트에서 그 원인과 포스코아르헨티나의 EBITDA 도출과정을 자세히 설명한 바 있다. 포스코아르헨티나를 바탕으로 동사는 2030년 기준 글로벌 3위 리튬 생산업체로 도약할 계획이다.

#### 포스코아르헨티나 Valuation - EV/EBITDA (2025E)

2025E EBITDA (단위: 십억 원)	981
Target EV/EBITDA	6.0x
Target EV	5,856

포스코아르헨티나의 EV 산출을 위해, 리튬 매출 100% 미국 상장사, 'Livent'가 현재 받고 있는 25F EV/EBITDA인 5.97x를 적용하였다. Livent는 1) 리튬 매출이 100%임과 동시에, 2) 그 중에서도 염호형 리튬을 생산한다는 점에서, 리튬 생산업체 중 포스코아르헨티나와 동일한 사업을 영위하는 유일한 Peer라고 할 수 있다. 심지어 두 기업은 지리적으로도 맞닿아 있다.

25년 기준 Livent의 리튬 생산 CAPA가 포스코아르헨티나보다 높은 수준임에도 불구하고 Livent의 Multiple을 할인하지 않고 부여한 근거는 다음과 같다. 먼저, 포스코아르헨티나의 CAPA 증가율이 더욱 가파르다. 포스코아르헨티나는 25년 대비 30년에 2배를 뛰어 넘는 CAPA 성장을 보이는 반면, Livent는 현재 이렇다할 CAPA 증설 계획을 밝힌 바 없다.

또한, 동사의 리튬은 100% 수산화리튬이라는 점에서 탄산리튬과 수산화리튬을 모두 판매하는 Livent보다 매력적이다. 앞서 설명한 바, 수산화리튬에 대한 강력한 수요는 지속될 전망이며, 공급처가 다양하지 않고 별도의 생산 공정을 요구하기 때문에 단기간에 공급증가를 기대하기 쉽지 않은 상황이다. 이에 미래에도 높은 수준으로 유지될 전망인 수산화리튬에 대한 노출도가 높고, 생산준비를 마친 포스코아르헨티나가 Livent 대비 투자매력도가 매우 높다.

무엇보다, Livent는 중국과 미국 공장을 통해 별도의 공정을 거쳐 수산화리튬을 생산하는 반면 동사는 아르헨티나에서 일부는 직접 수산화리튬을 생산하기 때문에 같은 수산화리튬이더라도 동사의 수익성이 높을 것으로 기대된다. 아래 표를 통해 동사와 Livent의 CAPA와 생산량 추이를 연도별로 확인해볼 수 있다.

CAPA - Livent vs 동사								(단위: 만 톤)
CAPA 계획	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
탄산리튬 - Livent			30,000	30,000	30,000	30,000	45,000	60,000
수산화리튬 - Livent	45,000	45,000	89,000	89,000	89,000	89,000	89,000	89,000
수산화리튬 - 동사	45,500	73,000	103,000	108,000	191,500	221,500	300,000	300,000

생산량 추정 - Livent vs 동사								(단위: 만 톤)
생산량 추정	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
탄산리튬			10,000	30,000	30,000	30,000	35,000	50,000
수산화리튬 - Livent	35,000	45,000	59,667	89,000	89,000	89,000	89,000	89,000
수산화리튬 - 동사	1,250	58,833	76,750	104,667	135,833	201,500	247,667	300,000

### ③ 포스코필바리튬솔루션 - 광석형 리튬 사업회사

포스코필바리튬솔루션(광석형 리튬) EBITDA 추정								
(단위: 십억 원)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
생산량 (ton)	0	43,000	43,000	43,000	60,833	96,500	114,333	150,000
매출액	0	1,969	1,998	2,135	3,156	5,207	6,331	8,584
스포듀민 확보 비용	0	1,149	1,166	1,246	1,843	4,020	4,888	6,627
스포듀민 확보 가격 (\$/t)		23,488	23,837	25,475	26,620	36,613	37,574	38,828
제련 및 기타비용	0	120	120	120	170	270	320	420
EBITDA	0	699	711	768	1,143	917	1,123	1,537
EBITDA 마진 (%)		35.5%	35.6%	36.0%	36.2%	17.6%	17.7%	17.9%

포스코필바리튬솔루션은 광석을 제련하여 리튬을 생산하는 '광석형' 리튬 업체이며, 동사가 82%의 지분을 보유하고 있는 자회사이다. 앞선 투자포인트에서 포스코필바리튬솔루션의 EBITDA 도출과정을 자세히 설명한 바 있다.

#### 포스코필바리튬솔루션 Valuation - EV/EBITDA (2024E)

2024E EBITDA (단위: 십억 원)	699
Target EV/EBITDA	3.4x
Target EV	2,348

포스코필바리튬솔루션의 EV 산출을 위해, 100% '광석형' 리튬 업체인 Tianqi Lithium이 현재 받고 있는 24F EV/EBITDA인 3.36x를 적용하였다. 포스코아르헨티나 Peer 산정 논리와 동일하게, '광석형' 리튬 업체인지, '염호형' 리튬 업체인지 구별하는 것이 우선시되어야 하며 이에 '광석형' 리튬업체를 Peer로 선정하고자 했다.

이제 막 광석형 리튬사업을 시작한 포스코필바라리튬솔루션은 글로벌 메이저업체 대비 생산 CAPA가 뒤처지기 때문에 상장된 광석형 리튬업체 중 CAPA가 가장 적은 Peer를 선정하는 것이 합리적이라 판단했다. Tianqi Lithium은 24년 기준 8.8만톤 생산 CAPA를 보유한 플레이어로 Albemarle와 Ganfeng과 같은 1,2위 플레이어 대비 50%가량 할인된 Multiple을 부여받고 있으며, 무엇보다 캐파증설 계획이 없어 향후 탑라인 성장성에 대한 의문이 존재한다.

물론, 포스코필바라리튬솔루션의 24년 기준 생산CAPA는 4.3만톤으로 Tianqi Lithium 대비 부족한 상황이지만 포스코필바라리튬솔루션의 경우 15만톤을 목표로 27년-30년에 공격적인 CAPA 증설이 예정되어 있는 만큼 Peer Multiple을 할인 없이 반영하였다. 무엇보다, Tianqi Lithium은 중국에서 리튬을 생산하는 중국 업체로, 미국의 IRA 법안으로 인해 2차전지 성장세가 가파른 북미시장에 대한 노출도가 훼손된다는 점도 고려하였다.

#### ④ 포스코HY클린메탈 - 리사이클링 사업회사

포스코HY클린메탈(리사이클링 리튬&니켈) EBITDA 추정								
(단위: 십억 원)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
<b>&lt;리튬 리사이클링&gt;</b>								
생산량 (ton)	1,250	3,333	6,667	11,667	16,667	21,667	26,667	30,000
매출액	68	153	310	579	865	1,169	1,477	1,717
EBITDA 마진 (%)	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
리튬 리사이클링 EBITDA	34	76	155	290	432	585	738	858
<b>&lt;니켈 리사이클링&gt;</b>								
생산량 (ton)	1,250	3,333	6,667	11,667	16,667	21,667	26,667	30,000
매출액	31	72	139	263	413	591	798	959
EBITDA 마진 (%)	25.9%	25.9%	25.9%	25.9%	25.9%	25.9%	25.9%	25.9%
니켈 리사이클링 EBITDA	8	19	36	68	107	153	207	248
<b>&lt;코발트 리사이클링&gt;</b>								
생산량 (ton)	400	1,067	2,133	3,733	5,333	6,933	8,533	9,600
매출액	6	14	28	48	69	90	110	124
EBITDA 마진 (%)	25.9%	25.9%	25.9%	25.9%	25.9%	25.9%	25.9%	25.9%
코발트 리사이클링 EBITDA	2	4	7	12	18	23	29	32
최종 EBITDA	44	98	198	370	557	761	974	1,139

포스코HY클린메탈은 폐배터리 리사이클링을 통해 2차전지 원소재(리튬, 니켈, 코발트)를 추출하는 기업으로, 동사가 65% 지분을 보유하고 있는 자회사이다. 동사는 포스코HY클린메탈을 통해 당장 23년부터 리튬/니켈 매출이 발생할 예정이며, 30년까지 리사이클링을 통한 리튬과 니켈 생산 CAPA를 각각 3만톤으로 확장할 계획이다. 리사이클링을 통한 니켈/리튬/코발트 EBITDA 도출과정은 자세히 설명한 바 있다.

#### 포스코HY클린메탈 Valuation - EV/EBITDA(2023E)

2023E EBITDA (단위: 십억 원)	44
Target EV/EBITDA	35.5x
Target EV	1,545

포스코HY클린메탈의 EV 산출을 위해, 국내 유일의 순수 폐배터리 업체인 성일하이텍이 IPO 당시 부여받은 EV/EBITDA인 35.5x를 적용하였다. 포스코HY클린메탈 역시 오로지 폐배터리 리사이클링만을 주사업으로 영위하는 자회사로, 최근 국내에 순수 폐배터리 플레이어가 IPO를 성공하며 어려운 글로벌 매크로 환경 속 증시의 평가를 받은 상황에서 국내 Peer를 선정하는 것이 가장 설득력이 높고 합리적이라 판단했다. 성일하이텍이 당시 부여받은 Multiple을 할인없이 반영한 근거는 다음과 같다.

가장 먼저, 성일하이텍과 포스코HY클린메탈의 CAPA가 유사하다. 성일하이텍의 상장해인 22년 기준 니켈, 리튬, 코발트 CAPA는 각각 2000톤, 2500톤, 1600톤으로, 포스코HY클린메탈의 23년 니켈, 리튬, 코발트 CAPA인 2500톤, 2500톤, 800톤과 유사하다. 나아가, 30년 기준 포스코HY클린메탈과 성일하이텍이 제시한 예상 CAPA 모두 총합 약 5만톤으로 동일하다. 또한, 폐배터리 상공정을 포스코HY클린메탈과 성일하이텍이 폴란드에서 협업하여 공장을 운영하고 두 기업 모두 국내에 스크랩을 운반해 하공정을 담당하고 있어 BM의 유사성까지 갖추어 두 기업의 마진율이 비슷할 것으로 기대할 수 있다.

Valuation - SOTP Method						
(단위: 십억 원)						
주요 영업가치 (A)		EBITDA	EV/EBITDA	지분율	평가액	비고
철강자회사	포스코	6,954	2.7x	100%	18,846	23F EBITDA 기준, Implied PBR 0.35
이차전지소재	포스코아르헨티나 - 리튬	981	6.0x	100%	5,856	25F EBITDA 기준, Peer Livent
	포스코필바라 리튬솔루션 - 리튬	699	3.4x	82%	1,926	24F EBITDA 기준, Peer Tianqi Lithium
	포스코HY클린메탈 - 리튬/니켈/코발트	44	35.5x	65%	1,004	23F EBITDA 기준, Peer 성일하이텍
	포스코케미칼 - 양극재/음극재	344	51.9x	60%	3,216	22F EBITDA 기준, 할인율 70% 적용
	합계				30,848	
기타 영업가치 (B)		가치	할인율	지분율	평가액	비고
해외 철강사	PT.Krakatau POSCO - 인도네시아	633	50%	70%	222	3Q22 장부가 적용
	POSCO Maharashtra - 인도	723	50%	100%	361	3Q22 장부가 적용
	장가항 STS(PZSS) - 중국	284	50%	59%	83	3Q22 장부가 적용
	POSCO YAMATO VINA STEEL - 베트남	131	50%	51%	33	3Q22 장부가 적용
	합계				699	
비영업가치 (C)		가치	할인율	지분율	평가액	비고
주요 상장기업	포스코인터내셔널	2,961	50%	63%	931	22.12.01 증가 적용
	포스코ICT	1,067	50%	65%	349	22.12.01 증가 적용
	POSCO Thainox Public Company Limited	297	50%	75%	111	1THB = 37.34원 적용, 22.12.01 증가 적용
	Black Rock Mining LTD	126	50%	15%	9	1AUD=884.49원 적용, 22.12.01 증가 적용
주요 비상장기업	포스코건설	1,067	30%	53%	394	장부가 적용
	포스코에너지	658	30%	89%	410	장부가 적용
기타 비영업자산	투자부동산	1,088	50%	-	544	3Q22 연결 기준
	금융자산	2,640	50%	-	1,320	3Q22 연결 기준
	기타 비상장기업 지분가치	7,777	70%	-	2,333	3Q22 장부가 적용
우선주					-	우선주 미발행
	합계				6,402	
순차입금 (D)					7,082	동사 3Q22 연결 기준
목표 시가총액 (E)					30,868	(E) = (A) + (B) + (C) - (D)
발행주식수 (F)					84,571,230	
적정주가					364,989	(E) / (F)
목표주가(단위: 원)					365,000	
현재주가(단위: 원)					295,000	
상승여력					24%	22.12.02 증가 적용
Impiled PBR	23F PBR				0.38	23F BPS 적용
	24F PBR				0.36	24F BPS 적용

최종 SOTP Valuation이다. 본 보고서의 앞선 모든 논의를 종합한 목표 시가총액은 30조 8680억원, 목표 주가는 365,000원이며 상승여력 24%의 투자 의견 Buy를 제시한다.

## Appendix

## App.1. POSCO홀딩스 Income Statement - Consolidated

POSCO홀딩스 총 매출 Table											
(단위: 십억 원)	2018	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2022E	2023E	2024E
매출액	64,978	64,367	57,793	76,332	21,338	23,010	21,155	18,724	84,227	83,052	90,797
YoY(%)	7.1%	-0.9%	-10.2%	32.1%	32.8%	25.8%	2.5%	-75.5%	10.3%	-1.4%	9.3%
1. 철강 - 포스코 & 해외철강자회사	37,837	49,808	44,258	63,549	17,259	19,331	17,784	16,718	71,092	75,613	80,253
포스코	30,659	30,374	26,510	39,920	11,272	12,087	11,036	10,375	44,770	46,093	48,921
해외철강자회사	7,177	19,435	17,748	23,629	5,987	7,244	6,748	6,343	26,322	29,520	31,332
% of 전체 철강	19.0%	39.0%	40.1%	37.2%	34.7%	37.5%	37.9%	37.9%	37.0%	39.0%	39.0%
2. 친환경 인프라	34,043	33,918	30,784	44,123	12,614	14,236	12,352	11,140	50,342	41,686	44,679
무역 - 포스코인더스트리얼	25,174	24,423	21,472	33,949	9,912	11,070	9,041	7,698	37,721	32,211	34,742
건설 - 포스코건설	7,028	7,650	7,794	8,199	2,112	2,490	2,262	2,288	9,152	9,476	9,937
에너지 - 포스코에너지	1,841	1,845	1,517	1,976	590	676	1,049	1,154	3,469	포스코인더스트리얼 흡수합병	
3. 2차전지 원소재	1,384	1,484	1,566	1,990	665	803	1,053	1,064	3,585	5,946	10,460
양극재/음극재 - 포스코케미칼	1,384	1,484	1,566	1,990	665	803	1,053	1,064	3,585	5,878	7,767
염호리튬 - 포스코아르헨티나											572
광석리튬 - 포스코빌리리튬솔루션											1,969
리튬/니켈/코발트 - 포스코HY클린메탈										68	153
4. 기타/연결조정	(8,286)	(20,843)	(18,815)	(33,330)	(9,200)	(11,360)	(10,035)	(10,198)	(40,793)	(40,193)	(44,595)
매출원가 및 판매비외관리비	59,435	60,498	55,390	67,094	19,080	20,912	20,235	17,914	78,220	76,144	82,180
영업이익	5,543	3,869	2,403	9,238	2,258	2,098	920	810	6,007	6,907	8,617
OPM(%)	8.5%	6.0%	4.2%	12.1%	10.6%	9.1%	4.3%	4.3%	7.1%	8.3%	9.5%
1. 철강 - 포스코 & 해외철강자회사	4,536	2,687	1,205	8,365	1,516	1,762	515	418	4,211	5,541	7,231
포스코	3,809	2,586	1,135	6,650	1,199	1,407	450	366	3,422	4,503	5,877
해외철강자회사	727	101	70	1,715	317	355	65	53	789	1,038	1,354
% of 전체 철강	16.0%	3.7%	5.8%	20.5%	20.9%	20.1%	12.6%	12.6%	18.7%	18.7%	18.7%
2. 친환경 인프라	800	1,000	1,095	1,229	404	473	326	291	1,494	935	1,212
무역 - 포스코인더스트리얼	473	605	474	585	216	321	197	157	891	828	858
건설 - 포스코건설	304	248	380	441	118	126	43	40	326	106	354
에너지 - 포스코에너지	24	147	241	203	70	26	86	95	277	포스코인더스트리얼 흡수합병	
3. 2차전지 원소재	106	90	60	122	26	55	82	61	224	435	652
양극재/음극재 - 포스코케미칼	106	90	60	122	26	55	82	61	224	435	652
리튬 - 포스코아르헨티나											
리튬 - 포스코빌리리튬솔루션											
리튬 - 포스코HY클린메탈											
니켈 - 포스코니켈(가명)											
4. 기타/연결조정	100	92	43	(478)	312	(192)	(3)	39	78	(3)	(478)
지분법손익	113	274	133	650	248	194	(13)	(13)	416	317	317
금융손익	(538)	(370)	(215)	(35)	(145)	50	4	(30)	(120)	(256)	(256)
기타손익	(1,554)	(719)	(296)	(437)	103	(5)	(283)	(62)	(247)	(651)	(651)
법인세비용차감전순이익	3,563	3,053	2,025	9,416	2,464	2,338	627	705	6,055	6,318	8,027
법인세비용	1,671	1,071	237	2,220	557	539	36	36	1,167	1,725	2,192
당기(분기)순이익	1,892	1,983	1,788	7,196	1,907	1,799	592	669	4,889	4,593	5,836
NPM(%)	2.9%	3.1%	3.1%	9.4%	8.9%	7.8%	2.8%	3.6%	5.8%	5.5%	6.4%
귀속 - 지배기업소유주	1,691	1,835	1,602	6,617	1,712	1,588	510	588	4,398	4,165	5,292
- 비지배지분	201	148	186	579	195	211	82	82	569	428	544

상장 자회사 포스코케미칼 연결 손익계산서											
(단위: 십억 원)	2018	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2022E	2023E	2024E
매출액	1,384	1,484	1,566	1,990	665	803	1,053	1,064	3,585	5,878	7,767
YoY(%)	-	7.2%	5.6%	27.0%	42.2%	67.3%	108.6%	100.0%	80.2%	64.0%	32.1%
매출원가	1,218	1,317	1,422	1,751	606	710	919	949	3,184	5,166	6,708
매출총이익	166	167	144	238	59	94	134	115	401	712	1,059
GPM(%)	12.0%	11.2%	9.2%	12.0%	8.8%	11.7%	12.7%	10.8%	11.2%	12.1%	13.6%
판매비외관리비	60	77	84	116	33	38	52	53	177	277	407
영업이익	106	90	60	122	26	55	82	61	224	435	652
OPM(%)	7.7%	6.1%	3.8%	6.1%	3.8%	6.9%	7.8%	5.8%	6.2%	7.4%	8.4%

상장 자회사 포스코인더스트리얼 연결 손익계산서 - 23년부터 포스코에너지 흡수합병											
(단위: 십억 원)	2018	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2022E	2023E	2024E
매출액	25,174	24,423	21,472	33,949	9,912	11,070	9,041	7,698	37,721	32,211	34,742
YoY(%)	11.5%	-3.0%	-12.1%	58.1%	39.9%	29.9%	-1.2%	-16.2%	11.1%	-14.6%	7.9%
매출원가	24,200	23,298	20,547	32,814	9,551	10,602	8,679	7,372	36,204	30,801	33,290
매출총이익	974	1,125	925	1,135	361	468	363	326	1,517	1,410	1,452
GPM(%)	3.9%	4.6%	4.3%	3.3%	3.6%	4.2%	4.0%	4.4%	4.0%	4.4%	4.2%
판매비외관리비	501	519	451	549	145	147	166	169	627	582	594
영업이익	473	605	474	585	216	321	197	157	891	828	858
OPM(%)	1.9%	2.5%	2.2%	1.7%	2.2%	2.9%	2.2%	2.0%	2.4%	2.6%	2.5%

비상장 자회사 포스코건설 연결 손익계산서											
(단위: 십억 원)	2018	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2022E	2023E	2024E
매출액	7,028	7,650	7,794	8,199	2,112	2,490	2,262	2,288	9,152	9,476	9,937
YoY(%)	0.1%	8.9%	1.9%	5.2%	17.7%	31.4%	11.5%	-	11.6%	3.5%	4.9%
매출원가	6,399	7,128	7,102	7,309	1,896	2,267	2,129	2,153	8,445	8,955	9,258
매출총이익	629	522	692	890	216	223	133	135	707	521	678
GPM(%)	8.9%	6.8%	8.9%	10.9%	10.2%	9.0%	5.9%	5.9%	7.7%	5.5%	6.8%
판매비외관리비	325	275	313	449	98	97	90	95	380	415	325
영업이익	304	248	380	441	118	126	43	40	326	106	354
OPM(%)	4.3%	3.2%	4.9%	5.4%	5.6%	5.1%	1.9%	1.7%	3.6%	1.1%	3.6%

## App.2. Balance Sheet - Consolidated (2018 ~ 2022 3Q)

재무상태표 - 연결		(단위: 십 억원)				
자산	2018	2019	2020	2021	3Q22	
<b>유동자산</b>	<b>33,651</b>	<b>34,842</b>	<b>35,831</b>	<b>46,622</b>	<b>53,769</b>	
현금및현금성자산	2,644	3,515	4,755	4,775	7,495	
매출채권	9,283	9,078	8,121	10,062	11,099	
기타채권	1,386	1,582	1,494	2,105	2,337	
기타금융자산	8,081	8,996	11,709	13,448	14,085	
재고자산	11,500	10,920	9,052	15,215	17,430	
당기법인세자산	52	46	49	23	69	
매각예정자산	22	74	34	78	31	
기타유동자산	684	631	617	915	1,224	
<b>비유동자산</b>	<b>44,597</b>	<b>44,216</b>	<b>43,256</b>	<b>44,850</b>	<b>51,456</b>	
장기매출채권	427	199	86	63	25	
기타채권	863	1,141	1,196	1,415	1,624	
기타금융자산	1,648	1,669	1,562	2,120	2,640	
종속기업,관계기업및공동기업투자	3,650	3,928	3,876	4,515	5,586	
투자부동산	929	878	995	1,086	1,088	
유형자산	30,018	29,926	29,400	29,597	31,289	
영업권 및 기타무형자산	5,171	4,908	4,449	4,166	5,359	
순확정급여자산	1	4	86	256	93	
이연법인세자산	1,381	1,237	1,335	1,434	3,588	
기타비유동자산	509	325	270	199	164	
<b>자산총계</b>	<b>78,248</b>	<b>79,059</b>	<b>79,087</b>	<b>91,472</b>	<b>105,225</b>	
<b>부채</b>						
<b>유동부채</b>	<b>18,938</b>	<b>16,324</b>	<b>16,855</b>	<b>21,084</b>	<b>26,695</b>	
단기매입채무	4,006	3,423	3,756	5,468	5,630	
단기차입금	10,290	8,548	8,678	8,830	15,380	
기타채무	1,720	1,880	1,845	2,189	2,415	
기타금융부채	78	78	141	112	153	
당기법인세부채	948	397	366	2,140	805	
매각예정자산에 직접 관련된 부채	-	0	0	0	0	
충당부채	301	360	443	400	386	
기타유동부채	1,595	1,638	1,625	1,944	1,926	
<b>비유동부채</b>	<b>12,551</b>	<b>14,940</b>	<b>14,557</b>	<b>15,583</b>	<b>18,338</b>	
장기매입채무	30	20	22	1	0	
장기차입금	9,920	11,893	11,820	12,911	13,314	
기타채무	149	585	559	679	883	
기타금융부채	64	31	134	24	23	
순확정급여부채	141	181	142	51	22	
이연법인세부채	1,689	1,691	1,321	1,272	3,325	
충당부채	431	458	523	589	609	
기타비유동부채	127	80	37	56	163	
<b>부채총계</b>	<b>31,489</b>	<b>31,264</b>	<b>31,412</b>	<b>36,667</b>	<b>45,033</b>	
<b>자본</b>						
<b>지배기업소유주지분</b>	<b>43,371</b>	<b>44,472</b>	<b>44,331</b>	<b>50,427</b>	<b>54,453</b>	
자본금	482	482	482	482	482	
자본잉여금	1,411	1,376	1,311	1,388	1,389	
신종자본증권	199	199	199	199	-	
적립금	(1,404)	(1,158)	(1,381)	(667)	855	
자기주식	(1,533)	(1,508)	(2,392)	(2,508)	(1,892)	
이익잉여금	44,216	45,080	46,111	51,533	53,620	
<b>비지배지분</b>	<b>3,388</b>	<b>3,323</b>	<b>3,343</b>	<b>4,378</b>	<b>5,739</b>	
<b>자본총계</b>	<b>46,760</b>	<b>47,795</b>	<b>47,675</b>	<b>54,805</b>	<b>60,193</b>	
<b>자본과부채총계</b>	<b>78,248</b>	<b>79,059</b>	<b>79,087</b>	<b>91,472</b>	<b>105,225</b>	

## App.3. Balance Sheet - Separate (2018 ~ 2022 3Q)

재무상태표 - 별도		(단위: 십 억원)				
자산	2018	2019	2020	2021	3Q22	
<b>유동자산</b>	<b>16,796</b>	<b>18,216</b>	<b>19,580</b>	<b>25,919</b>	<b>3,458</b>	
현금및현금성자산	259	978	1,823	2,042	453	
매출채권	3,968	3,987	3,694	6,018	50	
기타채권	206	321	280	545	71	
기타금융자산	7,025	7,859	9,608	9,606	2,834	
재고자산	5,288	4,989	4,094	7,623	-	
매각예정자산	26	54	32	30	14	
당기법인세자산	-	-	-	-	30	
기타유동자산	24	28	50	55	8	
<b>비유동자산</b>	<b>37,330</b>	<b>37,495</b>	<b>37,215</b>	<b>38,324</b>	<b>47,403</b>	
장기매출채권	8	6	2	6	-	
기타채권	58	56	84	274	258	
기타금융자산	1,177	1,258	1,073	1,327	1,083	
종속기업,관계기업및공동기업투자	15,121	15,070	14,883	16,003	45,680	
투자부동산	108	158	150	144	225	
유형자산	20,154	20,132	20,217	19,772	143	
무형자산	645	709	622	551	14	
순확정급여자산	-	-	77	213	-	
기타비유동자산	58	105	108	34	0	
<b>자산총계</b>	<b>54,126</b>	<b>55,711</b>	<b>56,795</b>	<b>64,243</b>	<b>50,860</b>	
<b>부채</b>						
<b>유동부채</b>	<b>3,896</b>	<b>3,331</b>	<b>5,089</b>	<b>7,868</b>	<b>125</b>	
매입채무	1,106	668	1,258	2,453	-	
차입금	827	1,146	2,408	2,072	1	
기타채무	1,073	1,113	1,127	1,267	57	
기타금융부채	13	11	13	14	11	
당기법인세부채	804	237	138	1,832	-	
매각예정자산에 직접 관련된 부채	-	-	-	0	-	
충당부채	19	21	64	84	51	
기타유동부채	55	135	81	145	5	
<b>비유동부채</b>	<b>4,958</b>	<b>6,765</b>	<b>6,591</b>	<b>7,339</b>	<b>4,201</b>	
장기차입금	3,444	5,192	5,347	6,130	1,373	
기타채무	144	223	221	399	1	
기타금융부채	80	47	122	22	19	
순확정급여부채	1	54	-	-	10	
이연법인세부채	1,180	1,191	848	748	2,786	
충당부채	94	54	53	37	12	
기타비유동부채	15	5	1	4	-	
<b>부채총계</b>	<b>8,854</b>	<b>10,097</b>	<b>11,680</b>	<b>15,207</b>	<b>4,326</b>	
<b>자본</b>						
자본금	482	482	482	482	482	
자본잉여금	1,155	1,252	1,339	1,339	1,349	
신종자본증권	199	199	199	199	-	
적립금	(207)	(184)	(297)	(212)	(215)	
자기주식	(1,533)	(1,508)	(2,392)	(2,508)	(1,892)	
이익잉여금	45,175	45,372	45,782	49,734	46,810	
<b>자본총계</b>	<b>45,272</b>	<b>45,614</b>	<b>45,115</b>	<b>49,035</b>	<b>46,534</b>	
<b>자본과부채총계</b>	<b>54,126</b>	<b>55,711</b>	<b>56,795</b>	<b>64,243</b>	<b>50,860</b>	

## App.4. Cash Flow Statement - Consolidated (2018 ~ 2022 3Q)

현금흐름표 - 연결					
(단위: 십 억원)	2018	2019	2020	2021	3Q22
<b>I. 영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>5,870</b>	<b>6,005</b>	<b>8,686</b>	<b>6,259</b>	<b>3,023</b>
(1) 영업활동에서 창출된 현금흐름	7,183	7,691	9,325	6,221	5,187
1. 연결당기순이익	1,892	1,983	1,788	7,196	4,297
2. 조정	7,344	5,749	4,733	6,095	4,204
가. 감가상각비	2,911	3,030	3,156	3,135	2,369
나. 무형자산상각비	357	431	466	444	356
다. 금융수익	(738)	(855)	(1,186)	(1,270)	(2,523)
라. 금융비용	1,168	1,198	1,391	1,257	2,549
마. 법인세비용	1,671	1,071	237	2,220	1,131
바. 유형자산손상차손	1,005	443	27	312	132
사. 유형자산처분이익	(53)	(49)	(16)	(12)	(17)
아. 유형자산처분손실	118	120	142	96	80
자. 무형자산손상차손	338	191	198	224	0
차. 종속기업, 관계기업및공동기업처분이익	(45)	(28)	(89)	(86)	(12)
카. 종속기업, 관계기업및공동기업처분손실	5	7	15	13	0
타. 지분법손익	(113)	(274)	(133)	(650)	(429)
파. 매각예정자산처분이익	51	38	5	(60)	(55)
하. 퇴직급여	216	240	248	244	169
거. 대손상각비	138	52	54	27	5
너. 재고자산평가손실	142	96	54	79	273
더. 충당부채전입액	240	77	185	160	150
러. 기타비용(수익)	(66)	(38)	(21)	(37)	26
3. 영업활동으로인한자산·부채의변동	(2,053)	(41)	2,804	(7,071)	(3,314)
(2) 이자의 수취	352	320	369	280	294
(3) 이자의 지급	(750)	(760)	(624)	(434)	(379)
(4) 배당금의 수취	224	267	268	782	501
(5) 법인세 지급	(1,140)	(1,513)	(651)	(589)	(2,581)
<b>II. 투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>(2,648)</b>	<b>(3,683)</b>	<b>(6,259)</b>	<b>(5,584)</b>	<b>(4,338)</b>
(1) 단기금융상품의 취득	(32,173)	(36,063)	(43,308)	(41,798)	(55,565)
(2) 단기금융상품의 처분	31,106	35,416	40,501	40,336	55,640
(3) 대여금의 지급	(628)	(451)	(329)	(527)	(593)
(4) 대여금의 회수	942	399	138	569	837
(5) 유가증권의 취득	(322)	(297)	(338)	(301)	(401)
(6) 유가증권의 처분	222	62	448	274	82
(7) 장기금융상품의 취득	(47)	(160)	(142)	(290)	(17)
(8) 종속기업, 관계기업및공동기업투자의 취득	89	16	18	(492)	(494)
(9) 종속기업, 관계기업및공동기업투자의 처분	-	-	-	61	27
(10) 투자부동산의 취득	(44)	(19)	(1)	(92)	(1)
(11) 투자부동산의 처분	71	12	0	4	2
(12) 유형자산의 취득	(2,136)	(2,519)	(3,154)	(3,069)	(2,735)
(13) 유형자산의 처분	90	52	(43)	(11)	(18)
(14) 무형자산의 취득	(448)	(300)	(301)	(431)	(370)
(15) 무형자산의 처분	78	24	79	9	3
(16) 매각예정자산의 처분	93	67	38	67	117
(17) 리스채권의 회수	-	57	62	98	44
(18) 연결실체 변동으로 인한 순자산 취득	-	(37)	-	5	-
(19) 연결실체 변동으로 인한 순자산 처분	448	45	77	-	-
(20) 사업결합으로 인한 현금유출	-	-	-	-	(901)
(21) 기타 투자활동으로 인한 현금유출입액	11	13	(5)	3	5
<b>III. 재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>(3,195)</b>	<b>(1,512)</b>	<b>(1,091)</b>	<b>(769)</b>	<b>3,678</b>
(1) 사채 및 장기차입금의 차입	2,762	5,647	4,410	4,359	3,834
(2) 사채 및 장기차입금의 상환	(3,136)	(3,747)	(3,644)	(3,720)	(2,194)
(3) 단기차입금의 순차입	(855)	(2,195)	36	(330)	2,820
(4) 비지배주주의 자본불입	6	29	176	660	576
(5) 배당금의 지급	(724)	(946)	(659)	(1,311)	(1,066)
(6) 자기주식의 취득	-	-	(883)	(117)	-
(7) 신종자본증권 이자지급	(46)	(16)	(17)	(16)	(12)
(8) 리스부채의 상환	(30)	(167)	(217)	(281)	(229)
(9) 상환전환우선주 상환	-	-	(279)	-	-
(10) 신종자본증권 상환	(1,160)	-	-	-	-
(11) 기타 재무활동으로 인한 현금유출입액	(12)	(117)	(14)	(13)	(51)
<b>IV. 외화환산으로 인한 현금의 변동</b>	<b>5</b>	<b>62</b>	<b>(95)</b>	<b>113</b>	<b>358</b>
<b>V. 현금의 증가(감소)</b>	<b>31</b>	<b>871</b>	<b>1,240</b>	<b>20</b>	<b>2,720</b>
VI. 기초의 현금	2,613	2,644	3,515	4,756	4,776
VII. 당기(분기)말의 현금	2,644	3,515	4,756	4,776	7,496

## App.5. 영업외손익 Table

영업외손익 (단위: 십억 원)	2018	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22
<b>영업외손익</b>	<b>(2,029)</b>	<b>(1,009)</b>	<b>(458)</b>	<b>(485)</b>	<b>104</b>	<b>44</b>	<b>(273)</b>
<b>기타수익</b>	<b>524</b>	<b>451</b>	<b>402</b>	<b>578</b>	<b>178</b>	<b>119</b>	<b>24</b>
매각예정자산처분이익	27	37	1	60	0	54	1
종속기업, 관계기업및공동기업투자처분이익	45	28	89	86	5	7	0
유형자산처분이익	53	49	16	12	10	4	3
무형자산처분이익	117	2	1	0	-	-	-
확정계약평가이익	39	60	108	169	139	35	3
탄소배출권평가이익	0	25	25	1	-	-	-
탄소배출권처분이익	0	11	-	-	-	-	-
기타의충당부채환입	4	37	5	34	2	1	1
보험금수익	0	0	25	38	1	1	1
기타	238	201	134	177	21	16	15
<b>기타비용</b>	<b>2,014</b>	<b>1,090</b>	<b>646</b>	<b>1,027</b>	<b>74</b>	<b>125</b>	<b>301</b>
매각예정자산손상차손	51	38	5	-	-	-	-
종속기업, 관계기업및공동기업투자처분손실	5	7	15	13	6	-	-
유형자산처분손실	118	120	142	96	18	47	15
유형자산손상차손	1,005	443	27	312	0	-	132
투자부동산손상차손	51	33	-	-	-	-	-
무형자산손상차손	338	191	198	224	0	0	0
확정계약평가손실	66	38	93	112	31	57	52
운휴자산비용	9	34	19	24	5	5	4
기타의충당부채전입액	135	23	31	38	1	5	57
기부금	52	52	46	101	12	1	30
기타	185	112	70	108	0	10	11
<b>금융수익</b>	<b>1,706</b>	<b>1,872</b>	<b>2,677</b>	<b>2,730</b>	<b>857</b>	<b>1,582</b>	<b>2,149</b>
이자수익	337	352	372	292	110	118	117
배당금수익	63	75	38	74	6	26	5
외환차익	716	825	1,148	1,080	272	550	725
외화환산이익	212	206	574	298	176	274	539
파생상품거래이익	248	196	352	402	128	194	288
파생상품평가이익	97	163	116	371	142	328	440
당기손익 - 공정가치측정금융자산처분이익	9	9	16	20	-	-	-
당기손익 - 공정가치측정금융자산평가이익	16	42	52	102	-	-	-
당기손익 - 공정가치측정금융부채평가이익	-	-	-	54	-	86	26
기타금융수익	7	3	10	36	23	5	10
<b>금융비용</b>	<b>2,244</b>	<b>2,242</b>	<b>2,892</b>	<b>2,765</b>	<b>857</b>	<b>1,531</b>	<b>2,145</b>
이자비용	741	756	639	440	110	129	172
외환차손	811	747	1,068	985	6	579	672
외화환산손실	322	319	425	555	272	530	1,107
파생상품거래손실	209	228	410	497	176	217	131
파생상품평가손실	41	47	230	101	128	24	17
매출채권처분손실	40	37	16	18	142	15	20
당기손익 - 공정가치측정금융자산처분손실	1	3	6	8	-	-	-
당기손익 - 공정가치측정금융자산평가손실	59	66	67	114	-	-	-
기타금융비용	20	39	32	48	23	38	26

**Notice.**

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석 보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.