



Collaboration report

중국의 변화와 철강, 구리 그리고 리튬!



중국 x 철강 x 배터리

2025.11.17_ 철강 Overweight | 배터리 Neutral

철강/비철금속 박성봉 · 중국전략 김경환 · 2차전지 김현수

하나증권

2025년 11월 17일 | Equity Research

철강 Overweight

배터리 Neutral

중국의 변화와 철강, 구리 그리고 리튬!

Summary

- ✓ 중국 신용/가격/투자 사이클 턴어라운드
- ✓ 철강, 전기동, 리튬 그리고 양극재 업체들 실적 개선 전망
- ✓ POSCO홀딩스, 현대제철, 풍산, 에코프로비엠 및 엘엔에프 추천

Top Picks 및 관심종목

기업명	투자의견	목표주가(12M)	현재주가(11월14일)
POSCO홀딩스(005490)	BUY	740,000원	314,000원
현대제철(004020)	BUY	50,000원	32,150원
풍산(103140)	BUY	160,000원	103,000원
에코프로비엠(247540)	BUY	187,000원	150,600원
엘엔에프(066970)	Not Rated	Not Rated	133,500원

목차

Summary	3
1. 중국 신용/가격 투자 사이클 턴어라운드	6
1) 중국 유동성 함정 탈출, 2026년 신용 사이클 반등	6
2) 5년만에 리플레이션 구간 진입, PPI 상승률 2/4분기 플러스 전환	7
3) 지방정부와 디벨로퍼 신용 사이클 장기 침체 탈출	8
4) 2026년 고정투자 반등, 수급 회복을 원자재-주식 시장이 선반영	9
2. 아시아 철강시장 침체 장기화, '26년 개선 여지 충분	11
1) 글로벌 철강가격 차별화 지속: 아시아대비 미국, 유럽의 상대적 강세	11
2) '26년까지 중국 철강 수요 감소. 수급 개선 위한 정부의 대책 예상	15
3) 한국의 수입산 철강 규제 강화로 연말 혹은 연초 열연 가격 상승 전망	22
4) '26년 한국 철강 수출 -3.0% 전망. But 미국의 쿼터제 도입 가능성 배제 못해	26
5) 내년 건설용 강재 수요, 하반기부터 계단식 회복 전망	28
3. '26년 동가격, 그동안 가본적 없는 레벨에 도달할 것	29
1) '25년 전기동 가격, 톤당 8,000불 중반 ~ 11,000불 초반 사이에서 변동성 확대	29
2) 2026년에도 동 광산 증설 예정되어 있으나 생산차질 우려 지속 전망	31
3) 중국향 Spot 동 T/C 급락, 기타 국가들의 동 제련소 가동을 하락 전망	33
4) '26년 전세계 40만톤의 공급 부족으로 전기동가격 상승 전망	34
4. 리튬 가격 바닥 확인	36
1) 장기적으로 염수형 생산 방식과 탄산리튬에 대한 수요 증가 전망	36
2) 전기차와 2차전지 수요 동반 둔화로 리튬 가격 급락	37
3) 중국 정부의 규제와 민간업체의 감산으로 리튬가격 하락세 중단	39
4) 전기차, 특히 ESS 수요 증가로 중장기 리튬 가격 회복 전망	41
5) 나트륨 이온 배터리, 한동안 리튬 수급에 영향 제한적일 전망	48
5. 리튬 가격 반등 가능성과 양극재 기업의 상황	50
1) 메탈 가격 반등과 양극재 기업의 실적 영향	50
2) 리튬 가격 반등에 따른 수혜 강도의 온도차	53
기업분석	55
POSCO홀딩스(005490)	56
현대제철(004020)	63
풍산(103140)	66
에코프로비엠(247540)	69
엘앤에프(066970)	73

2025년 11월 17일 | 산업분석_Industry In-depth

Overweight

Top Picks 및 관심종목

*CP 2025년 11월 14일

POSCO홀딩스(005490)

BUY | TP 740,000원 | CP 314,000원

현대제철(004020)

BUY | TP 50,000원 | CP 32,150원

풍산(103140)

BUY | TP 160,000원 | CP 103,000원

에코프로비엠(247540)

BUY | TP 187,000 | CP 150,600원

엘앤에프(066970)

Not Rated | CP 133,500원

철강금속

중국의 변화와 철강, 구리 그리고 리튬!

중국 신용/가격/투자 사이클 턴어라운드

2025년 중국 경제는 팬데믹 이후 성장을 급락과 구조적 비관론이 정점을 통과했다. 초과 예금의 해방이 M1과 주가 반등으로 확인되었고, 2026년에는 금융·자본시장 자금이 실물경제로 유입되며 신용-가격-고정투자 사이클의 순차적 반등이 예상된다. 또한 5년 만에 디레버리징 사이클이 종료되고 리플레이션 국면에 진입할 전망이다. 2026년 2분기 PPI 상승률 플러스 전환이 상징적인 역할을 하고, 이후 인프라와 제조업 투자가 회복하며 자본시장-실물경제 선순환을 촉진할 것이다. 수급 회복은 상반기 중국 원자재/상품 가격 및 중국 시클리컬 업종에 선반영될 것으로 예상된다. 업사이드 리스크는 공급 개혁 강도와 미중 전략 대립, 다운사이드는 지방정부 신용 회복 지연과 수출 둔화 가능성으로 전망한다.

철강, 전기동, 리튬 그리고 양극재 업체들 실적 개선 전망

2025년에도 아시아 철강시장 침체가 지속되었지만 내년에는 중국 철강 구조조정 정책과 고정 투자 회복으로 하반기로 갈수록 시장 회복이 기대된다. 동시에 국내 업체들의 경우 수입산 규제 영향 본격화로 올해보다 개선된 수익성 달성이 가능할 전망이다. 구리는 내년에도 주요 광산 공급차질이 지속될 것으로 예상되는 가운데 하반기로 갈수록 중국의 수요 회복으로 전세계 정련동은 40만톤의 공급 부족을 예상하고 전기동 가격 또한 상승세를 기록할 전망이다. 리튬 또한 ESS를 중심으로 수요가 증가와 더불어 낮은 수준의 리튬 가격으로 일부 광산들의 생산 조정과 신규 프로젝트 연기 및 중국 정부의 신규 광산 규제로 공급이 예상을 하회할 것으로 전망되어 내년 가격이 상승할 것으로 예상된다. 최근 2년간 리튬 가격 하락에 따른 제품 판가 하락으로 매출이 급감했던 양극재 기업들의 실적은, 2026년 리튬 가격 반등으로 인해 매출 성장세가 재개될 전망이다. 전기차 배터리 재고 조정 마무리 및 ESS 배터리 수요 증가에 따른 출하량 증가가 맞물리며, 3년만에 P와 Q가 모두 반등하는 국면에 진입할 것으로 판단한다. 재고평가손실 반영이 마무리되고 환입 효과를 기대할 수 있게 됨으로써 수익성 역시 회복될 전망이다.

POSCO홀딩스, 현대제철, 풍산, 에코프로비엠 및 엘앤에프 추천

2026년 철강시장 개선 전망에 따라 POSCO홀딩스와 현대제철을 추천하는데 특히 POSCO홀딩스는 리튬가격 상승에 따른 리튬사업부 수익성 개선도 기대된다. 풍산 또한 전기동 가격 상승이 신동부문 수익성 개선을 견인할 전망이다. 리튬 가격 상승으로 인해 양극재 판가가 반등할 것으로 예상되는 가운데, 재고평가손실 환입에 따른 수익성 개선이 나타나며 에코프로비엠, 엘앤에프 등 양극재 기업 역시 수혜가 확대될 전망이다.

철강/비철금속 박성봉 sbpark@hanafn.com
중국전략 김경환 khstyle@hanafn.com
2차전지 김현수 hyunsoo@hanafn.com

Summary

1) 중국 신용/가격 투자 사이클 턴어라운드

2025년 중국 경제 팬데믹 이후 성장률 급락과 구조적 비관론 정점 통과
5년만에 디레버리징 종료, 새로운 신용 사이클 재개
2분기 중 PPI 플러스 전환 예상

2025년 중국 경제는 팬데믹 이후 성장을 급락과 구조적 비관론이 정점을 통과했다. 초과 예금의 해빙이 M1과 주가 반등으로 확인되었고, 2026년에는 금융·자본시장의 자금이 실물경제로 점차 유입되면서 신용-가격-고정투자 사이클의 순차적 반등이 예상된다. 약 5년 만에 디레버리징이 종료되고 새로운 신용 사이클이 재개될 전망이다. 상반기에는 신용 산업을 중심으로, 하반기에는 전통 인프라·민간 건설·장비 제조로 확산될 것이다. 2026년 리플레이션 국면 진입의 상징은 중국 PPI 상승률의 플러스 전환으로, 새로운 공급개혁 사이클이 본격화되고 고정투자 회복이 가속화되면서 2분기 중 PPI의 플러스 전환이 예상된다.

2026년 고정투자 증가율 3~4% 성장 전환 전망
부동산 경기 하향 안정화 국면 진입, 주택 거래 가격 상반기 저점 확인, 개발투자 하반기 반등 예상

2025년 고정투자 증가율은 사상 첫 역성장이 불가피하지만, 2026년에는 지방정부와 디벨로퍼의 신용 사이클 반등으로 3~4% 성장 전환이 전망되며, 3대 고정투자가 순차적으로 회복될 것으로 보인다. 인프라 투자는 지방채 차환 프로젝트 효과와 특수채 발행, 민자 참여 활성화로 8~9%대 반등이 가능하다. 부동산 경기는 하향 안정화 국면에 진입하며, 주택 거래와 가격은 상반기 저점을 확인하고 개발투자는 하반기 반등이 예상된다.

부동산 밸류체인 마이너스 성장 기여도 크게 축소
2분기 이후 인프라와 제조업 투자 회복 자본시장과 실물경제 선순환 촉진

부동산 밸류체인의 마이너스 성장 기여도가 크게 축소되는 가운데, 2분기 이후 인프라와 제조업 투자 회복이 자본시장과 실물경제의 선순환을 촉진할 것이다. 상반기에는 수급 회복이 중국 원자재·상품 가격 및 시클리컬 업종에 선제적으로 반영될 전망이다. 업사이드 리스크는 공급개혁 강도와 미·중 전략 대립, 다운사이드는 지방정부 신용 회복 지연과 수출 둔화 가능성을 주목한다.

2) 아시아 철강시장 침체 장기화, '26년 개선 여지 충분

올해 중국 철강 유통가격 7월 들어 일시 반등했으나 약세 전환
중국 철강 수요 2020년 고점으로 4년 연속 감소, 부진 장기화
중국 철강 수요 올해도 2% 감소 예상

올해 중국 철강 유통가격은 7월 들어 자국내 철강 구조조정 기대감으로 일시적으로 반등하기도 했으나 이후 재차 약세로 전환되어 제품별로 연초대비 현재 5~12% 낮은 수준을 유지 중이다. 중국 철강 수요는 2020년을 고점으로 지난해까지 4년 연속으로 감소했고 올해도 감소세가 지속될 것으로 예상되어 이전 불황기였던 2014~2016년보다도 부진이 훨씬 장기화되고 있다. 부동산 시장 침체와 미국의 관세 부과 영향으로 중국 철강 수요는 올해도 2% 감소할 것으로 예상된다.

2026년에도 중국 철강 수요 감소세 지속되나 하반기로 갈수록 양호한 수요 기록 전망
15차 5개년 계획과 더불어 구조조정 정책 발표 내년 초 예상
수입산 열연 중 96% 차지하던 중국 및 일본산 열연 수입규제 강화로 한국 열연 시장 연말 혹은 연초부터 반등 기대
건설용 강재는 금리인하 사이클 일부 긍정 영향 미치며 철근 중심으로 소폭 회복 예상

2026년에도 중국 철강 수요는 감소세가 지속되겠지만 감소폭이 축소됨과 동시에 하반기로 갈수록 고정투자 회복의 영향으로 양호한 수요를 기록할 전망이다. 하지만 장기적으로 중국 철강 수요가 구조적인 감소세를 지속할 것이라는 전망을 중국 정부도 충분히 인지하고 있기 때문에 내년에 시작되는 15차 5개년 계획과 더불어 철강 관련된 정부의 구조조정 정책 발표가 내년 초 있을 것으로 예상된다.

한국의 열연 시장은 수입산 열연 중 96%를 차지하던 중국 및 일본산 열연에 대한 수입 규제 강화로 기존 열연 재고가 소진된 후 연말 혹은 연초부터 열연 가격이 상승 전환되며 반등이 기대된다. 건설용 강재의 경우 금리인하 사이클이 국내 건설 시장에 일부 긍정적인 영향을 미칠 전망이다 가운데 투자심리 회복으로 착공 또한 소폭 회복되며 수요가 철근을 중심으로 소폭 회복될 것으로 예상된다.

3) '26년 동가적, 그동안 가본적 없는 레벨에 도달할 것

전기동가적, 8월까지 미국 구리 관
세 이슈로 변동성
확대. 10월 광산 생산차질 이슈로
상승세 전환하며 사상 최고치 기록
2026년에도 주요광산 램프업으로
동 광산 생산 증가 예상

반면, 노후 광산 가동 중단
광산 노후화 따른 품위 하락이
생산 감소 원인 작용 가능
불가항력과 파업 리스크까지 감안
시, 2026년 동광산 생산 +1%대
그칠 가능성 높아
지속 마이너스인 중국향 Spot
T/C, 전기동 공급 감소 견인 예상

2Q26 중국 PPI 상승률 플러스
전환 감안시, 내년 동 수요 증가율
+2%, 정련동 40만톤 공급 부족
전기동 톤당 12,000~13,000불
예상

연초 8,000불/톤 중반에서 시작한 LME 전기동 가격이 8월까지 미국의 구리 관세 부과 이슈로 변동성이 확대되었다가 9월 들어 메이저 동 광산의 생산 차질 이슈로 전기동 가격이 재차 상승세로 전환되면서 10월 들어 10,500불을 지속적으로 상회했고 10월말에는 11,000불을 상회하며 사상최고치를 기록하기도 했다. 2026년에도 콩고민주공화국의 Kamoakakula광산과 Tenke Fungurume광산 및 몽골의 Oyu Tolgoi 광산과 같은 굵직한 동 광산 프로젝트들이 램프업을 하는 과정에서 생산이 늘어날 것으로 예상된다.

반면 노후 광산 가동 중단, 가동 광산들의 노후화에 따른 광석 품위 하락(미국, 칠레), 광산물 공급 문제 환경 이슈가 생산 감소의 원인으로 작용할 수 있고 내년에도 산사태, 지진 등의 불가항력적인 현상 발생 가능성을 배제할 수 없다. 동시에 칠레, 페루에 위치한 메이저 동 광산들은 언제나 파업 리스크에 노출되어 있다는 점을 감안하면 2026년 동 광산 생산은 올해처럼 +1%대에 그칠 가능성이 높다고 판단된다. 또한 지난해 급락한 이후 올해 들어서 마이너스를 지속해서 기록하고 있는 중국향 Spot 동 제련수수료(T/C)는 신규 제련소 건설이 제한적인 기타 국가들의 제련소 가동을 하락과 전기동 공급 감소로 이어질 것으로 예상된다.

2026년 중국의 신용-가격-고정투자 사이클의 순차적 반동이 예상된다. 또한 5년 만에 디레버리징 사이클이 종료되고 리플레이션 국면에 진입할 전망이고 2026년 2분기 PPI 상승률 플러스 전환 전망을 감안하면 2026년 중국의 동 수요 증가율은 +2%를 기록할 것으로 예상된다. 결과적으로 2026년 전세계 정련동은 40만톤의 공급 부족을 예상하고 동시에 전기동 가격은 12,000 ~ 13,000불/톤 수준을 기록할 전망이다.

4) 리튬 가격 바닥 확인

전기차 시장 수요 증가율 둔화
2차전지와 리튬 수요 둔화와
리튬 가격 하락 이어져
3Q25, 리튬 감산에 가격 변동성
확대
전기차 판매: '24년 1,700만대
상회 → '25년 2,000만대 상회 →
'30년 4,000만대 예상

AI 데이터센터 전력 소비: '24년
400TWh → '30년 945TWh
안정적인 데이터센터 운영 위해
ESS 구축 필요 → ESS 수요
증가가 2차전지용 리튬 수요
증가에 상당부분 기여 전망

전기차 시장은 2021년 100% 이상의 고성장을 기록한 이후 성장세가 둔화되었다. 전기차 시장 수요 증가율 둔화는 곧 2차전지와 리튬 수요 둔화와 리튬 가격 하락으로 이어졌는데 탄산리튬 가격은 지난 2025년 6월에 8.1USD/kg을 기록했는데 이는 역사적 고점 대비 90% 하락한 수준이다. 2025년 3분기에는 주요 리튬 생산업체들의 감산 소식으로 오랜만에 리튬 가격 변동성이 확대되었다. 2024년 전세계 전기차 판매는 1,700만대를 상회한 이후 올해는 25% 증가하며 2,000만대 이상을 기록하면서 전체 자동차 시장의 25%를 차지할 것으로 예상되고 2030년에는 전기차 판매가 약 4,000만대로 전체 자동차 시장의 42%를 차지할 전망이다.

한편, 2024년 400TWh가량이었던 AI 데이터센터 전력 소비량은 2030년에는 두 배 이상 증가한 945TWh를 기록할 것이라고 전망된다. 현재 데이터 센터는 전세계 전력 수요의 2%를 차지하고 있는데 2030년까지 비중이 4%대로 확대될 것으로 예상된다. 안정적인 데이터센터 운영을 위해서는 ESS(Energy Storage System) 구축이 필요한데 2030년 ESS 전체 용량 중 배터리가 75%를 차지할 전망으로 ESS 수요 증가가 2차전지용 리튬 수요 증가에 상당부분 기여할 전망이다.

낮은 수준의 리튬 가격으로 일부 광산들이 생산 조정에 나섬과 동시에 신규 프로젝트들이 연기되고 있으며 중국 정부의 신규 광산에 대한 규제 등으로 리튬 공급이 예상을 하회할 가능성이 높다고 판단된다. 참고로 앨버말은 리튬 가격이 9 USD/kg 이하일 경우 전세계 리튬 공급의 약 40%가 손익분기 이하로 분석한 바 있다. 결과적으로 2026년 리튬 탄산염 가격은 톤당 12,500~14,000달러에 이를 것으로 예상된다.

5) 리튬 가격 반등 가능성과 양극재 기업의 상황

리튬 가격 하락으로 양극재 판가 하락과 매출 축소 및 재고평가손실
최근 리튬 가격 kg당 10달러 내외
중국 정부의 정책으로 공급 제약에
따른 리튬 가격 상승세
중국 공급 제약 및 인플레이션
확대에 따른 원자재 가격 상승과
더불어 리튬 가격 완만한 반등 예상

하나증권 '26년 리튬 가격 톤당
12,500~14,000달러 예상
기타 기관들도 리튬가격 점진적인
회복 전망 제시

에코프로비엠, 엘앤에프 등 주요
양극재 기업들의 실적 완만한
회복세 진입

지난 2년간 리튬 가격이 kg당 80달러에서 8달러까지 하락하며 양극재 기업들의 실적이 크게 악화됐다. 리튬 가격의 하락은 제품 판가의 하락으로 이어져 매출 규모가 줄어들었고, 이 과정에서 재고평가손실이 발생하며 수익성 역시 크게 악화됐다. 그러나 최근 Albemarle과 SQM 등 리튬 시장 점유율 상위 기업들이 수익성 악화로 인해 공급량을 크게 줄이면서 리튬 가격은 kg당 10달러 내외에서 하방 경직성을 보이고 있다. 여기에 더해 중국 정부가 공급 과잉이 심한 산업에 대해 '소모적인 가격 경쟁 억제' 정책을 발표하면서 공급 제약에 따른 리튬 가격 상승세가 나타나고 있다. 공급 제약 및 중국 내 인플레이션 확대에 따른 원자재 가격 상승이 맞물리며 리튬 가격은 완만한 반등 국면에 진입할 것으로 판단한다.

상기한 것처럼 하나증권은 리튬 가격의 반등(톤당 12,500~14,000달러 수준)을 전망하고 있으며, 호주 산업과학자원부(Department of Industry, Science and Resources) 역시 상기한 공급 제약과 함께, BESS 및 EV 시장 수요 증가를 고려하여, 글로벌 수산화리튬 가격이 2025년 9.1달러/kg에서 2027년 12.7달러/kg까지 점진적인 회복 흐름을 보일 것으로 전망하고 있다. 한편, Albemarle과 SQM 역시 장기적인 리튬 시황의 개선을 전망하고 있다. Albemarle은 2025년까지 수급이 균형 또는 소폭 공급 우위 상태를 보이겠지만, 이후 수요가 연평균 15~20% 증가하며 공급(10~12%) 증가율을 상회, 이에 따라 가격 반등이 나타날 것으로 전망했다. SQM은 리튬 가격이 2025년 하반기부터 2026년 사이 점진적으로 회복한 뒤, 2~3년 내 수급 불균형이 완화되며 중장기적으로 약 20달러/kg LCE 수준에서 안정될 것으로 예상했다.

이에 따라, 에코프로비엠, 엘앤에프 등 주요 양극재 기업들의 실적이 완만한 회복세에 진입할 것으로 판단한다. 3년만에 P와 Q가 모두 반등하는 가운데, 재고평가손실 반영이 마무리되고 환입 효과를 기대할 수 있게됨에 따라 뚜렷한 실적 회복세가 예상된다.

1. 중국 신용/가격/투자 사이클 턴어라운드

1) 중국 유동성 함정 탈출, 2026년 신용 사이클 반등

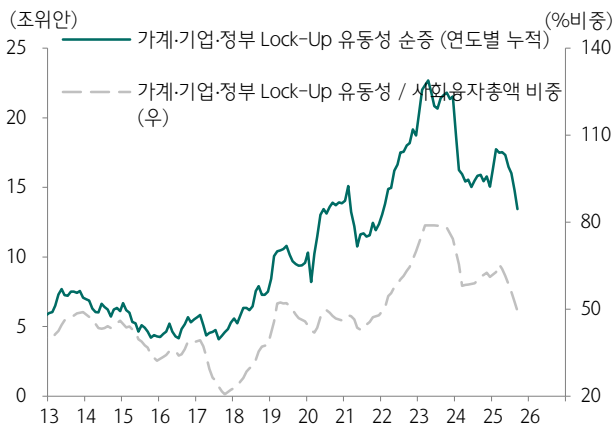
유동성 함정 탈출 신호
2026년 신용-가격-투자 반등

2025년 중국 경제는 펜데믹 이후 성장을 급락(성장모델 전환 후유증)과 구조적인 비관론(유동성 함정+부동산)이 정점을 통과했다. 가장 핵심적인 변화는 펜데믹 이후 소비와 고정투자 급랭을 초래했던 초과 예금의 '해빙'이 M1(협의통화)과 주가 반등을 통해서 증명되었다는 점이다. 2026년에는 금융-자본시장의 자금이 실물경제에 점차 유입되고, 중국 신용-가격-고정투자 사이클의 순차적인 반등이 예상된다. 2026년에도 중국 경제는 2025년 장기 하단 구축 국면의 연장이며, 단기 경기 등락보다는 장기 침체를 탈출하는 사이클을 주목해야 한다.

디레버리징 사이클 5년만에 종료
2026년 투자 사이클
부분적인 반등 전망

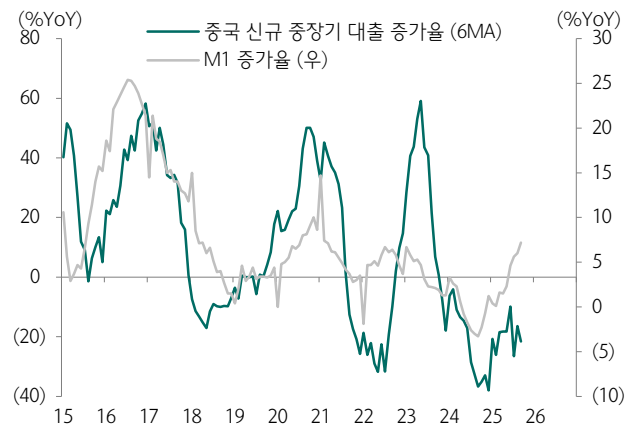
특히, 2026년 중국의 디레버리징 사이클(총유동성/중장기대출)은 약 6년만에 종료되고 새로운 신용 사이클이 재개될 전망이다. 2025년 이후 실질금리 하락과 전반적인 ROIC(투자자본 수익률) 저점 확인, 미중 동반 금리 인하, 가격과 민영 기업 투자심리 회복과 자본시장 레버리징(IPO/회사채) 재개가 새로운 동력이다. 신용 사이클 반등은 상반기 신흥 산업(AI/서비스/에너지)을 시작으로 하반기 전통 인프라, 민간 건설, 장비제조 등 분야로 확산이 예상된다.

도표 1. 펜데믹 이후 초과 예금과 자금 동결 현상 빠르게 완화



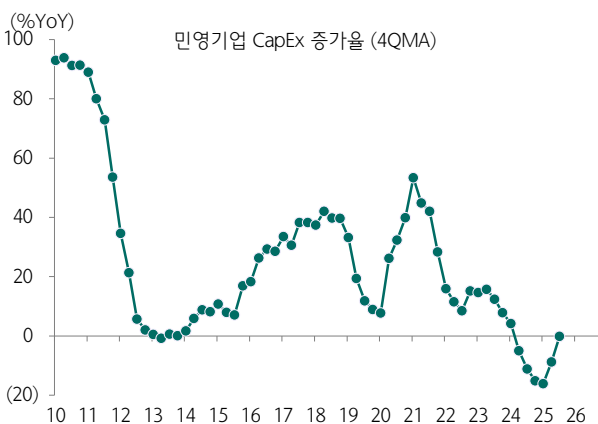
주 : Lock-up 유동성은 가계/기업 정기예금, 정부 재정 예금의 합
자료: Wind, 하나증권

도표 2. M1 통화량(해빙) 반등은 새로운 신용 사이클 반등 암시



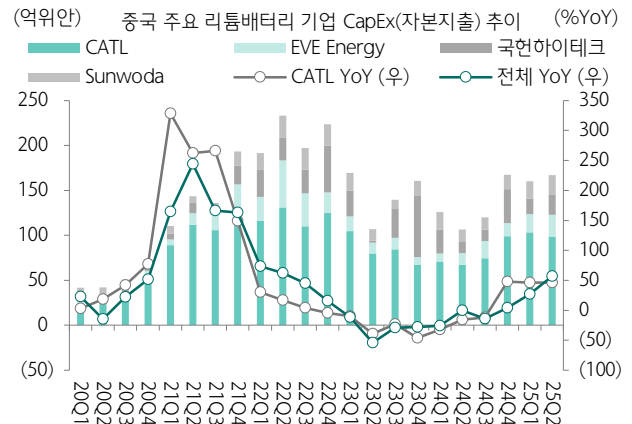
자료: Wind, 하나증권

도표 3. 2026년 민간 부문 신용-투자 사이클 역대 최저점 반등 전망



자료: Wind, 하나증권

도표 4. 중국 주요 리튬 배터리 기업 CapEx 추이



자료: Wind, 하나증권

2) 5년만에 리플레이션 구간 진입, PPI 상승률 2/4분기 플러스 전환

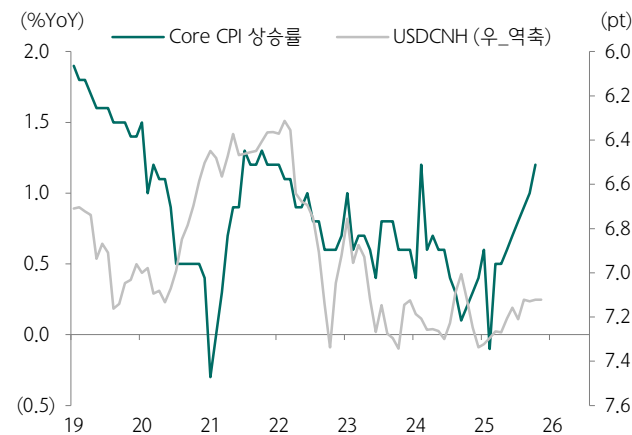
중국 경제 5년만에 리플레이션 국면, 명목GDP 성장률 반등

2026년 중국 경제는 2022년 이후 디플레이션 국면을 탈피하고 리플레이션 국면 진입이 예상된다. 2025년 중국 수출 가격과 근원 CPI 상승률이 반등을 시작했으며, 선행지표 반등(통화량/수출가격)과 정책 방향성 및 수급 개선(공급 개혁/재정부양)을 감안할 때 2026년 중국 헤드라인 CPI, PPI, 명목GDP 성장률은 순차적으로 반등이 예상된다. 특히, 수급 환경이 개선되면서 명목GDP 성장률은 4년만에 실질GDP와 같고 가장 높은 4.8% 성장이 예상된다.

PPI 상승률 2/4분기 플러스 전환

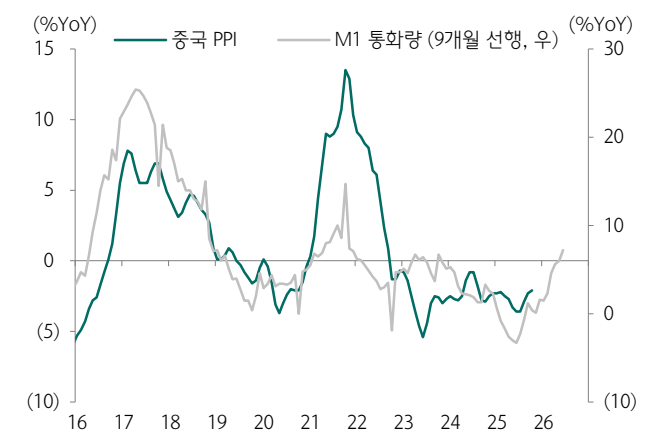
2026년 리플레이션 국면 진입의 상징은 중국 PPI 상승률의 플러스 전환이다. 새로운 공급 개혁 사이클(반내권:反内卷)이 본격적으로 강화되고, 하반기 고정투자 사이클이 점차 회복함에 따라 PPI 상승세가 계속 유지될 수 있다. 우리는 증시와 시크리컬 업종 상징성이 가장 큰 PPI 상승률이 2026년 2/4분기부터 약 4년만에 플러스 전환될 것으로 전망한다. 하반기까지 중국 신용 사이클과 재정정책 강도에 따라 반등 각도는 더 확대될 수 있다.

도표 5. 2025년 중국 근원 CPI 반등은 자본시장과 환율 회복 견인



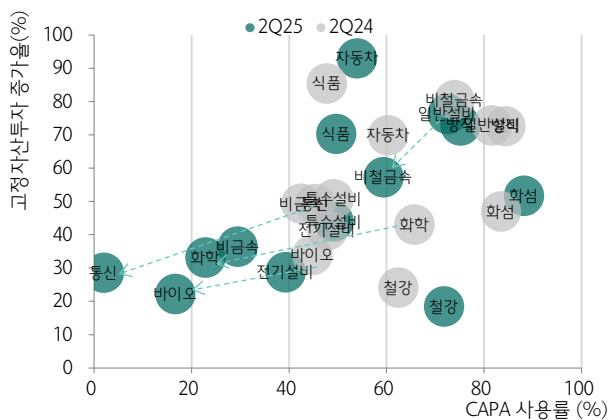
자료: Wind, 하나증권

도표 6. 중국 PPI 상승률은 2026년 2/4분기 플러스 전환 예상



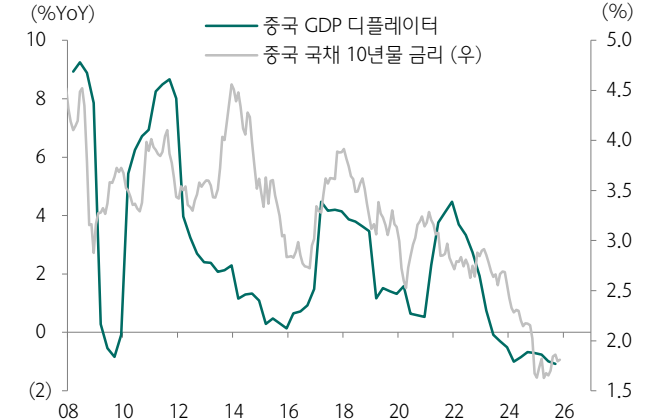
자료: Wind, 하나증권

도표 7. 2026년 공급개혁 효과 주목 (산업별 투자-가동률 백분위 변동)



자료: Wind, 하나증권

도표 8. 중국 2026년 명목GDP 성장률 4.8% 반등 (2025년 4.0%)



자료: Wind, 하나증권

3) 지방정부와 디벨로퍼 신용 사이클 장기 침체 탈출

2026년 지방정부와 디벨로퍼
신용 사이클 5년만에 저점 탈출
2026년 고정투자 반등을 견인

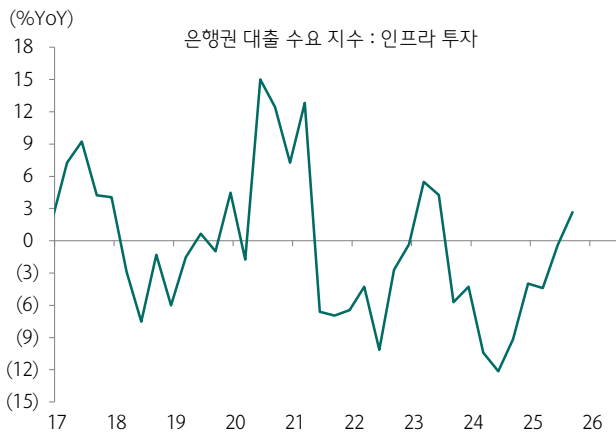
지방정부 신용 회복
인프라 투자 수요 자극

부동산 경기 장기 저점 확인
개발투자 낙폭 크게 축소

2025년 중국 고정투자(명목) 증가율은 디레버리징 후유증으로 사상 최초로 역성장 기록이 예상된다. 3대 고정투자의 핵심 주체인 지방정부 및 디벨로퍼의 구조조정과 제조기업의 중단기 CapEx 축소 여파가 원인이었다. 다만, 2026년 지방정부와 디벨로퍼의 신용 사이클이 5년만에 저점을 탈출하면서 고정투자 증가율의 반등이 예상되며, 중국 투자 수요가 2023년 리오프닝 이후 최초로 실질적인 회복세에 돌입할 것으로 전망한다. 우선, 전체 인프라 투자의 70% 이상을 기여하는 지방정부의 경우 2024년 하반기에 개시한 지방채 차환 프로젝트 효과가 3년차부터 효과를 발휘하면서 2026년 대형 성(省)과 산하 투자공사(융자플랫폼)부터 신용 사이클 반등이 재개될 전망이다. 여기에 중앙정부의 특수채 발행과 정책금융(최대 1.5조위안) 및 민자 참여 활성화 조치가 가세하면서 인프라 투자 반등을 촉진할 전망이다. 중국 인프라 투자 증가율은 2025년 연간 2~3%대에서 2026년 8~9%대 반등이 예상된다.

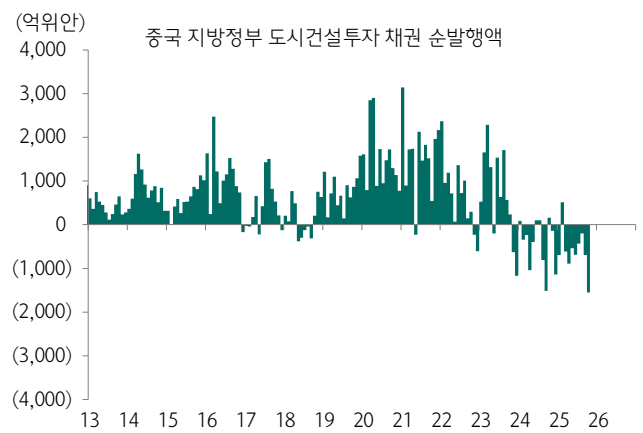
중국 부동산 경기는 2022년 이후 거래-가격-신규착공이 고점 대비 각 30%~80% 급락한 가운데 2026년부터 하향 안정화가 예상된다. 2024년 이후 부실 디벨로퍼의 구조조정이 가속화하는 가운데 2025년부터 대형사 중심으로 신용 회복이 시작되었으며, 2026년 부동산 개발투자 증가율은 1~2선 도시 중심으로 반등을 시작해 하락폭이 계속 축소될 전망이다. 주택거래와 가격은 상반기 저점 확인, 개발투자(착공/준공)는 하반기 반등이 예상된다.

도표 9. 지방정부 신용 하강 사이클 후반부: 인프라 대출 수요 회복



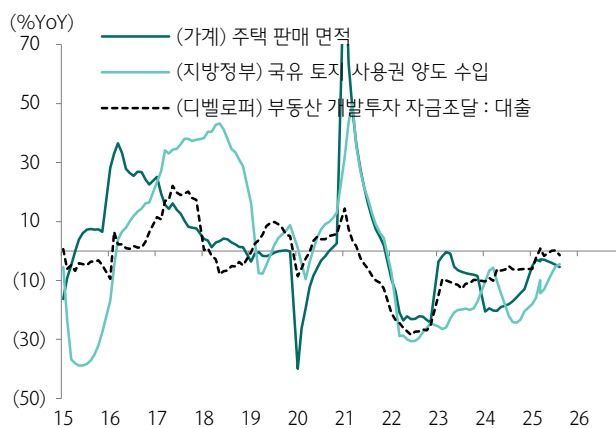
자료: Wind, 하나증권

도표 10. 지방정부 신용 하강 사이클 후반부: 투자공사 신용 회복 임박



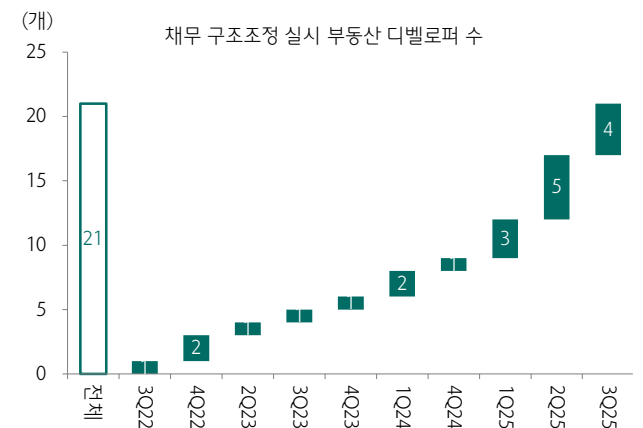
자료: Wind, 하나증권

도표 11. 중국 디벨로퍼 신용 사이클은 2026년 저점 반등 전망



자료: Wind, 하나증권

도표 12. 중국 디벨로퍼 구조조정 사이클을 가속화, 2026년 정상화 시작



자료: Wind, 하나증권

4) 2026년 고정투자 반등, 수급 회복을 원자재-주식 시장이 선반영

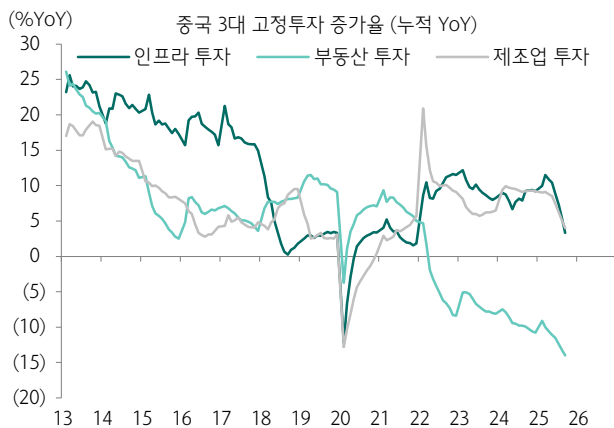
2026년 중국 고정투자 반등 3대 고정투자 순차적 회복

중국 2026년 고정투자 증가율은 연간 3~4% 성장(2025년 -0.5% 예상)이 예상된다. 우리는 2026년 3대 고정투자가 각각 1/4분기 인프라 투자(재정 조기 집행+지방정부 신용 확장), 2/4분기 부동산 개발투자(대도시 재개발+민간 디벨로퍼), 3/4분기 제조업 투자(테크/에너지/산업재)순으로 반등할 것으로 전망한다. 중국 고정투자 증가율은 상반기 주체별 신용 사이클 반등과 물가 신호 회복을 점차 반영하기 시작할 전망이며, 중국 원자재/상품 가격과 중국증시 시클리컬 업종은 수급 개선을 선제적으로 반영할 것으로 판단한다. 2026년 중국 부동산 밸류체인(착공-준공-내구재)의 마이너스 성장기여도가 큰 폭으로 축소되는 가운데 2/4분기 인프라 투자 수요가 가세할 경우 자본시장과 실물경제의 선순환은 더 빨라질 수 있다.

상반기 중국 원자재/상품 가격 및 중국 시클리컬 업종 선반영

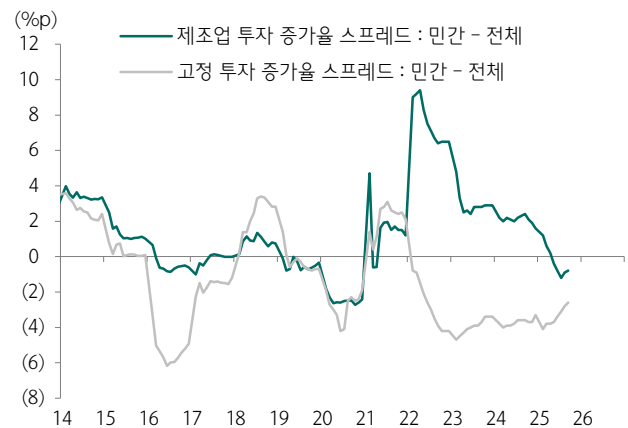
2026년 중국 고정투자 전망의 업사이드 리스크는 공급 개혁 사이클 강도와 미중 전략 안보 대립 격화가 제공하고, 다운사이드 리스크는 지방정부 신용 회복 지연과 수출 경기의 경착륙 가능성이라고 평가한다.

도표 13. 중국 3대 고정투자: 2025년 역성장에서 2026년 3~4% 성장



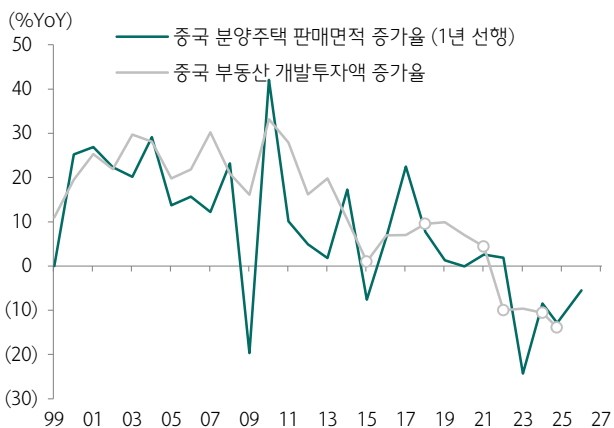
자료: Wind, 하나증권

도표 14. 2026년 중국 고정투자 저점 반등에서 민간 기여도 점차 회복



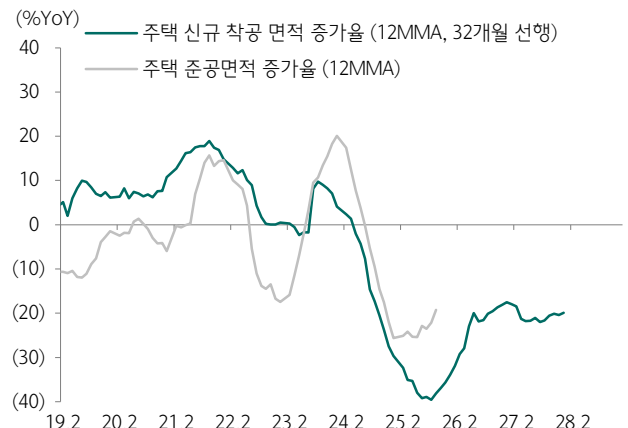
자료: Wind, 하나증권

도표 15. 2026년 중국 부동산 개발투자 증가율 반등 (낙폭 축소)



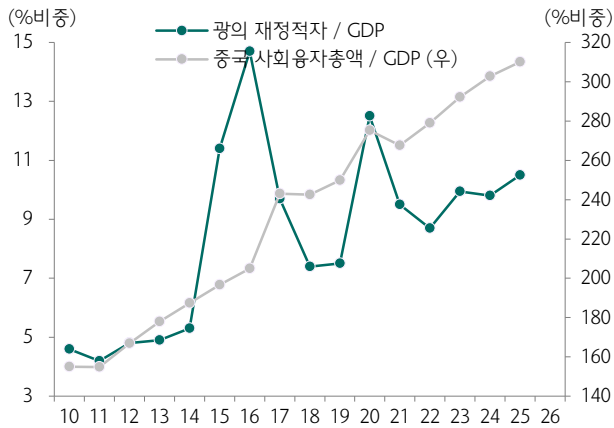
자료: Wind, 하나증권

도표 16. 중국 준공면적 증가율 반등, 2026년 준공-입주 수요 회복



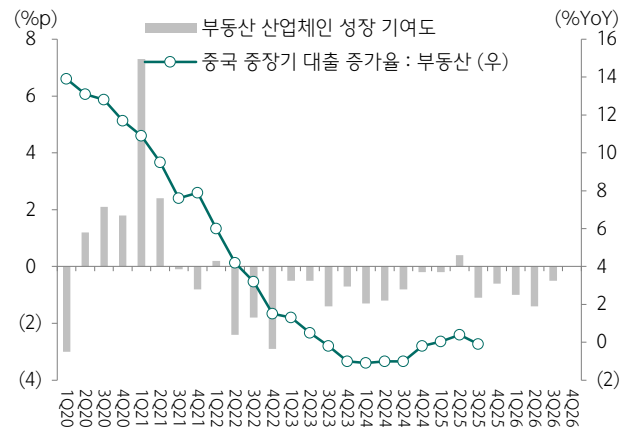
자료: Wind, 하나증권

도표 17. 2026년 확장형 재정/통화 정책 기조 유지, 내수 회복 포커싱



자료: Wind, 하나증권

도표 18. 2026년 중국 부동산 밸류체인(소비/투자) 성장 기여도 전망



주: 4Q25-4Q26은 당사 전망치

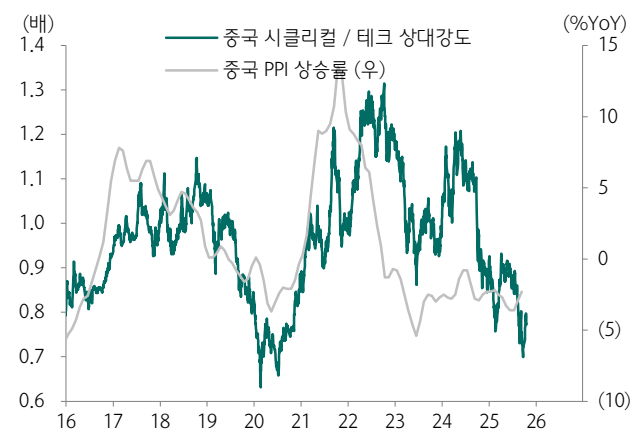
자료: Wind, 하나증권

도표 19. 중국 주요 경제지표 전망: 2026년 대출/물가/내수 지표 반등

YoY%	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026 E
실질 GDP	6.1	2.3	8.6	3.1	5.4	5	5.2	4.8
산업생산	5.7	2.8	9.6	3.6	4.6	5.8	6.2	5.8
서비스업생산	6.9	0	13.1	-0.1	8.1	5.2	5.9	6
고정자산투자	5.4	2.9	4.9	5.1	3	3.2	-0.5	3
소매판매	8	-3.9	12.5	-0.2	7.2	3.5	4.5	4.7
수출(달러)	0.5	3.6	29.6	5.6	-4.7	5.8	6.1	2
수입(달러)	-2.7	-0.6	30.1	0.7	-5.5	1	-1.1	1
실업률 (%)	5.2	5.2	5.1	5.5	5.1	5.1	5.2	5.2
CPI	2.9	2.5	0.9	2	0.2	0.2	-0.1	1
PPI	-0.3	-1.8	8.1	4.1	-3	-2.2	-2.8	0.5
사회용자총액	10.7	13.3	10.3	9.6	9.5	8	8.7	9
M2	8.7	10.1	9	11.8	9.7	7.3	8.4	8.6

자료: Wind, 하나증권

도표 20. 중국 PPI 상승 사이클과 시클리컬 업종 상대강도 연동



자료: Wind, 하나증권

2. 아시아 철강시장 침체 장기화, '26년 개선 여지 충분

1) 글로벌 철강가격 차별화 지속: 아시아대비 미국, 유럽의 상대적 강세

중국 철강 유통가격
6월까지 약보합 이후 7월 들어
중국 철강 구조조정 기대감으로
반등 성공, 8월에는 수요 둔화로
재차 약세 전환
3분기 누적 중국 대형 철강사들
영업이익 YoY +86.3% 기록

미국 철강가격, 50% 철강 관세
부과 4월까지 급등 이후
조정 진행

중국 철강 유통가격은 6월까지 약보합세를 기록했다가 7월 들어 중국의 철강 구조조정에 대한 기대감으로 반등에 성공했다. 하지만 8월에는 계절적 비수기 영향에 따른 수요 둔화로 재차 약세로 전환되었다. 참고로 중국 철강 유통가격은 제품별로 연초대비 현재 5~12% 낮은 수준을 기록 중이다. 한편, 올해 3분기까지 중국 대형 철강사들의 영업이익은 전년동기 대비 86.3% 급증한 120억위안(17억달러)를 기록했다고 알려졌는데 이는 생산 감소, 원재료 가격 하락 및 수출 증가가 그 원인으로 작용했다. 철강 생산 감소는 철광석과 점결탄과 같은 원재료 수요 감소와 가격 하락으로 이어져 롤마진 확대의 원인으로 작용했다.

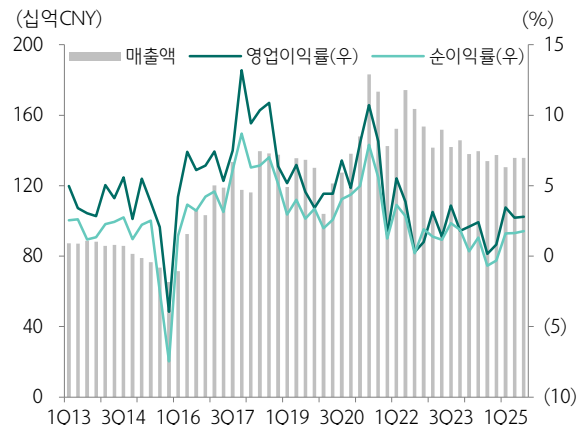
한편, 미국 철강 유통 가격은 50% 철강 관세 부과에 따른 공급부족 우려로 4월까지 급등했으나 이후 생각보다 공급부족 현상이 심화되지 않자 조정이 진행되었고 EU 또한 트럼프의 철강 관세 부과에 대응하기 위해 4월부터 수입 쿼터 축소를 발표하면서 내수 가격 상승으로 이어졌으나 이후 조정 받았다.

도표 21. 중국 철강 유통가격 추이



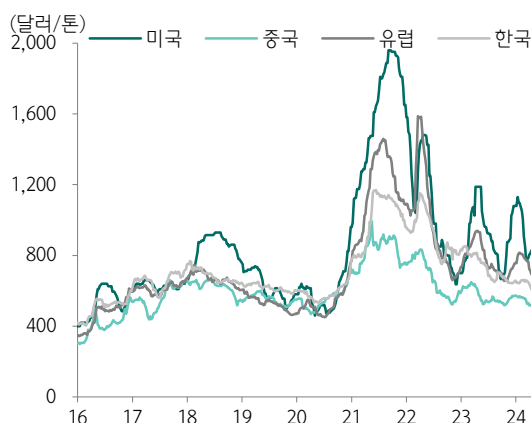
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 22. 중국 대형 철강사 실적 추이



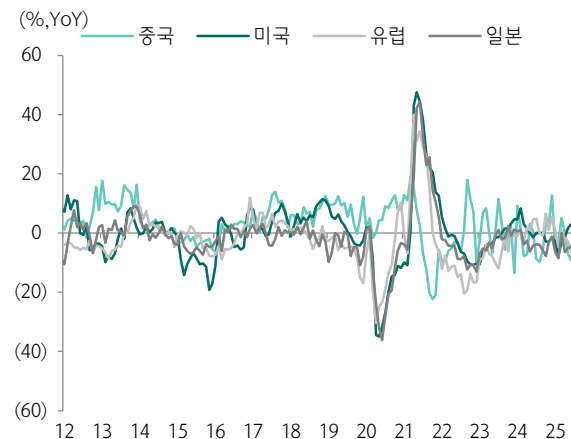
주: 3대 철강사(바오산, 허베이, 안강) 합산
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 23. 주요국 열연 내수가격 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 24. 주요국 조강생산량 증가율 추이



자료: WSA, 하나증권

9월 누적 중국 조강생산 -2.9%
건설용 강재 중심의 수요 감소와
3분기 지방 정부의
철강 감산 정책이 원인

철강 수요 감소 불구,
가동률 하락으로 중국 철강사들의
보유 재고 과거 평균 수준 유지 중

9월 중국 조강 생산은 전년동기대비 4.6% 감소한 7,350만톤을 기록했고 9월 누적으로는 2.9% 감소한 7.5억톤을 기록했다. 수출 급증(9월 누적 YoY +9.2%)에도 불구하고 건설용 강재 중심의 수요 감소와 3분기 지방 정부의 철강 감산 정책이 생산 감소 원인으로 작용했다. 또한 여름철에는 일부 제철소들의 설비 개보수와 중국 대부분 지역의 폭염과 폭우로 건설 현장 작업 차질도 원인이었다.

철강 수요 감소에도 불구하고 그에 따른 가동률 하락으로 11월 초순 중국 철강사들의 보유 철강 재고는 과거 평균 수준을 유지 중이다. 다만 연말까지 중국 철강 수요가 크게 개선되기는 어려울 것으로 예상되지만 동시에 연말로 가까워질수록 중국 철강사들의 감산이 전망 되기 때문에 연말까지 재고 레벨은 큰 변화가 없을 것으로 예상된다.

도표 25. 중국 고로 가동률 추이



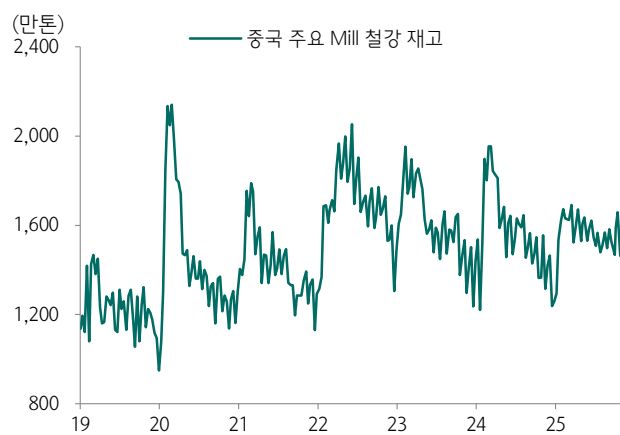
주: 전국 247개 밀 집계
자료: Mysteel, 하나증권

도표 26. 중국 일일 조강 생산 추이



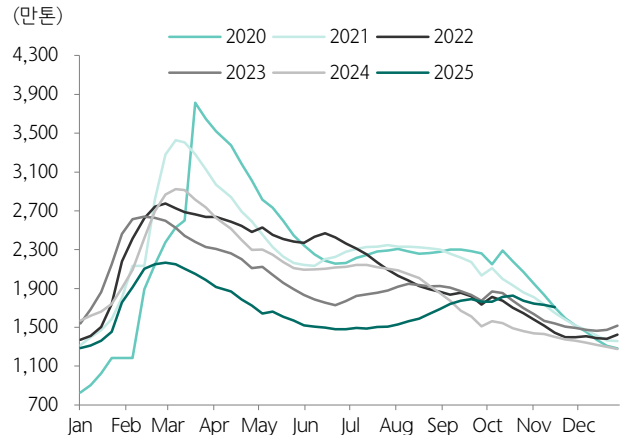
자료: 중국철강협회, 하나증권

도표 27. 중국 주요 철강기업 철강 재고 추이



중국철강협회, 하나증권

도표 28. 중국 철강 유통재고 추이



자료: Mysteel, 하나증권

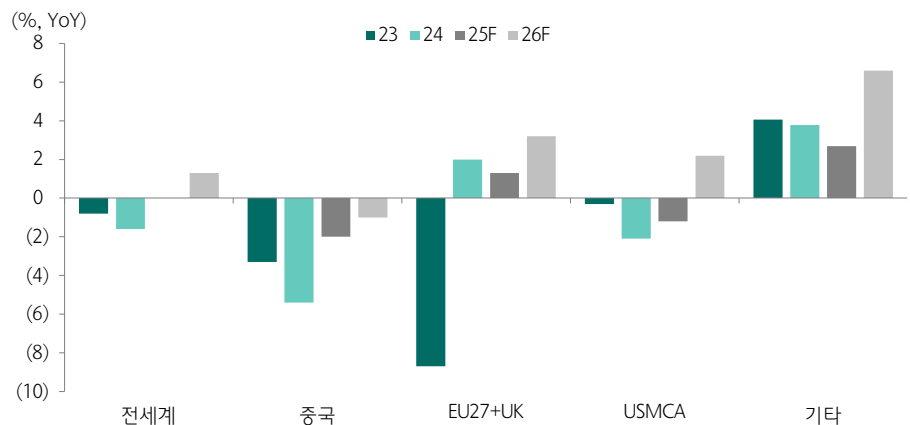
WSA, 2025년 전세계 철강수요
전년 수준 전망
2026년 성장률 전망치 +1.3%
2025년 바닥으로 성장세 전환
가능 전망
중국 철강 수요 침체 가운데
동남아와 중동국가 성장 견인

한국 2025년 -6.3%,
2026년 0.6% 기록
일본과 한국 2026년까지
저조한 수요 전망
미국과 유럽 금융 여건 완화와
인프라 지출 증가로 성장 예상

세계철강협회(World Steel Association)에 따르면, 글로벌 무역규제 확대와 중국, 멕시코 및 선진국 경기 둔화로 2025년 전세계 철강수요가 지난해와 비슷한 수준인 17억 4,900만톤을 기록할 전망이다. 2026년 성장률 전망치로 +1.3%를 제시했는데 2022년부터 4년간의 역성장 국면에서 벗어나 2025년을 바닥으로 다시 성장세로 전환 달성이 가능할 것으로 전망했다. 중국 철강 수요는 주택시장의 침체가 지속되며 올해는 -2.0%를, 내년에는 부동산 바닥 가정으로 -1.0%로 감소세가 축소될 전망이다 (2024년 -5.4%). 중국을 제외한 개발도상국 수요는 인도와 베트남, 사우디아라비아 등 동남아와 중동 국가의 견조한 성장세로 2025년과 2026년에 각각 3.4%, 4.7% 증가할 것으로 전망했다.

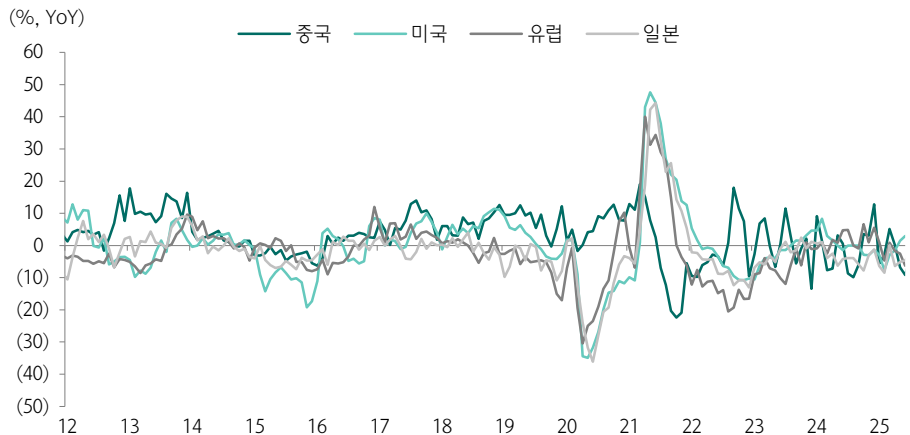
인도는 인프라투자 중심의 고성장애 힘입어 2025년 8.9%, 2026년 9.1%의 높은 성장률을 기록할 것으로 예상됐다. 영국을 포함한 EU의 수요는 2025년 1.3%, 2026년에 3.2% 성장할 것으로 예상했는데 인프라 및 국방 지출 증가와 인플레이션 감소, 실질 가계 소득 증가를 반영한 것이다. 미국은 OBBB 법안으로 부양책 시행 시 산업활성화 가능성과 주택 건설과 금융 여건 완화에 힘입어 2025년 1.8%, 2026년 1.8% 성장할 것으로 전망했다. 반면 한국과 일본은 2026년까지 저조한 수요를 보일 것으로 예상했는데 한국의 수요 성장률을 2025년 -6.3%로, 2026년에는 플러스 전환하겠지만 성장률은 0.6%에 그칠 것으로 전망했다.

도표 29. WSA의 지역별 철강 수요 전망



자료: WSA, 하나증권

도표 30. 주요국 조강생산량 증가율 추이



자료: WSA, 하나증권

올해 철광석 가격 변동성 축소
90~110불 박스권 형성
중국 수요 부진과 높은 항만
철강 재고 가격 상승 제약

올해 철강 원재료, 특히 철광석 가격은 변동성이 축소되었는데 연초 톤당 100불로 시작해서 90불에서 110불 사이의 박스권을, 원료탄 가격 또한 173불에서 206불 사이의 박스권을 형성했다. 전반적으로 중국 철강 수요가 부진한 가운데 양회에서 부양책이 시장 기대를 충족시키지 못했고 높은 수준의 중국 항만 철강 재고가 가격 상승을 제약하는 원인으로 작용했다.

지난해, 중국 철강사 및 트레이더
철광석 재고 확충하며 수입 증가
높은 재고 수입 감소 야기
철광석 재고 높은 수준
중국 철강 수요 감소 및 주요
생산지 공급 확대 전망 감안 시,
철광석 가격 90불 중반으로
하락 전망

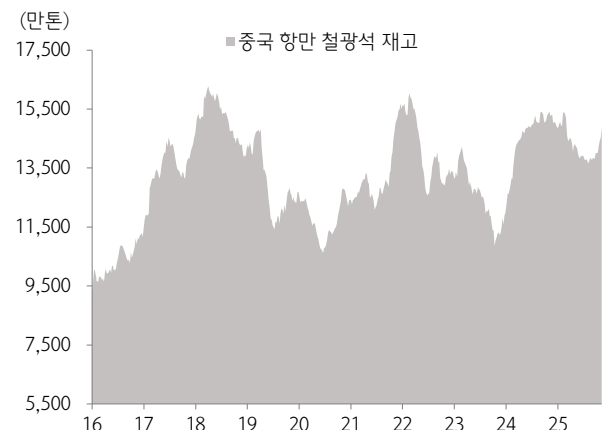
지난해 하반기 중국 철강사와 철광석 트레이더들이 급격하게 철광석 재고 확충을 하는 과정에서 철광석 수입이 크게 증가했는데 올해도 10월 누적으로 전년동기대비 0.7% 증가한 10.3억톤을 기록했고 특히 9월에는 1.16억톤으로 월간 사상 최고치를 경신했다. 이는 1) 하반기 낮은 가격에서 재고 확충 수요가 발생했고 2) 중국내 철광석 생산 감소(9월 누적 -3.8%)에 따른 수입산 의존도 확대와 3) 고부가 수출 제품 생산을 위해 자국내 저품위(철함유량 30~40%)보다 고품위 수입산(60~65%)에 대해 선호도가 높았기 때문이라 판단된다. 그 결과 하반기 들어 중국 항만의 철광석 재고가 증가세로 전환한 가운데 2026년의 중국 철강 수요 회복은 제한적일 것으로 전망되고 아프리카를 비롯한 주요 생산지 공급이 확대될 예정이기 때문에 2026년 철광석 가격은 톤당 90불 중반으로 하락할 것으로 예상된다.

도표 31. 원료탄 가격 및 중국 철광석 수입가격 추이



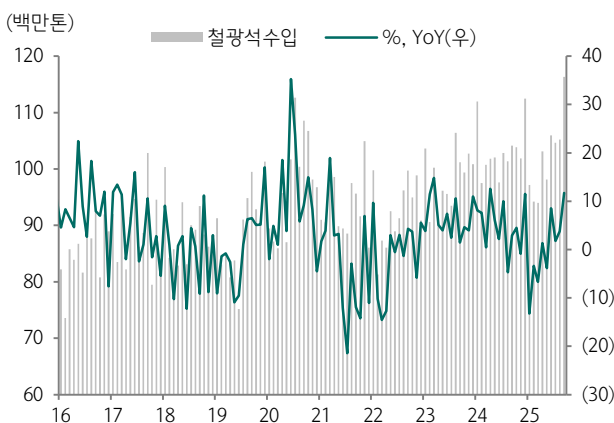
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 32. 중국 항만 철광석 재고 추이



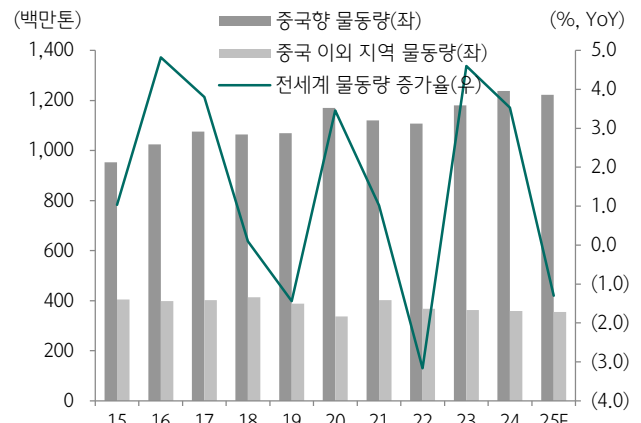
자료: MySteel(45개 주요 포트 재고), 하나증권

도표 33. 중국 철광석 수입 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 34. 중국 및 전세계 철광석 해상물동량 동향



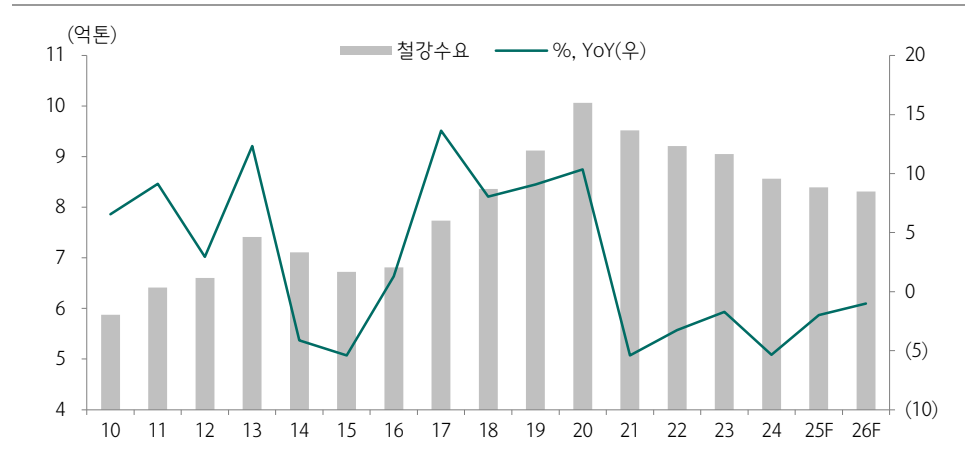
자료: Clarkson, 하나증권

2) '26년까지 중국 철강 수요 감소. 수급 개선 위한 정부의 대책 예상

중국 철강수요 2020년 고점
감소세 장기화
중국의 산업구조 변화와 도시화 성
숙 영향으로 중국 철강 수요 구조
적 감소세 지속 전망
15차 5개년 계획과 더불어 철강
관련 중국 정부의 구조조정 정책
내년초 발표 가능성 높다고 판단

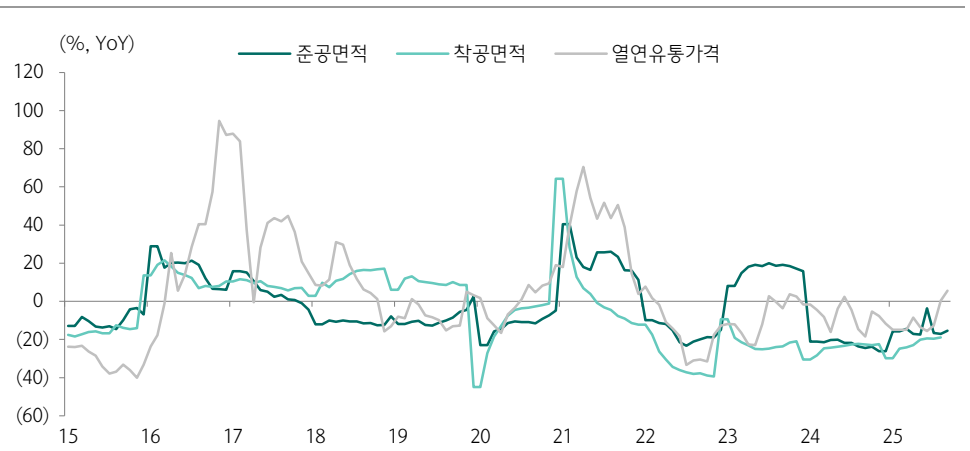
중국 철강 수요는 2020년을 고점으로 지난해까지 4년 연속으로 감소했고 올해도 감소세가 지속될 것으로 예상되어 이전 불황기였던 2014~2016년보다도 부진이 훨씬 장기화되고 있다. 부동산 시장 침체와 미국의 관세 부과 영향으로 중국 철강 수요는 올해도 2% 감소할 것으로 예상된다. 2026년에도 중국 철강 수요는 감소세가 지속되겠지만 감소폭이 축소됨과 동시에 하반기로 갈수록 양호한 수요를 기록할 전망이다. 하지만 중국의 소비 중심의 산업 구조 변화와 도시화 성숙 단계 진입, 노령화 등의 영향으로 중국 철강 수요의 구조적인 감소세가 지속될 전망이다. 중국 정부도 이를 충분히 인지하고 있다는 점을 감안하면 2026년에 시작되는 15차 5개년 계획과 더불어 철강 관련된 중국 정부의 구조조정 정책 발표가 내년초 실행될 가능성이 높다고 판단된다.

도표 35. 중국 철강 수요 동향



자료: WSA, 하나증권

도표 36. 중국 열연 유통가격 vs. 부동산 착공면적 및 준공면적 추이



자료: CBC, 하나증권

중국 탈탄소 트렌드 동참
2년간 조강생산 2%~3% 감소
2023년은 규제 완화로 증가
2024년 스프레드 축소로 감소

올 9월 누적 중국 조강생산
전년동기대비 2.9% 감소
올해 연간 2% 감소 전망
올해 연말 혹은 내년초 구체적인
철강 설비감축 수치 제시 가능성
높다고 판단. 중국 조강 생산 감
소세 지속 예상

중국 정부 조강 생산량 규제
산업 구조조정 실시 의지 표명
일부 공장 생산량 감축 통보 전달
올해 연간 중국 조강 생산 2% 감
소 전망
내년에도 내수 감소와 더불어 중국
수출 감소 전망 감안 시, 조강 생
산 3% 감소 예상

대형 철강사 탄소배출 정점
2025년 목표
2025년 ETS 철강산업 편입
2026년 CBAM 본격 시행
고로 생산 감소 유발 전망

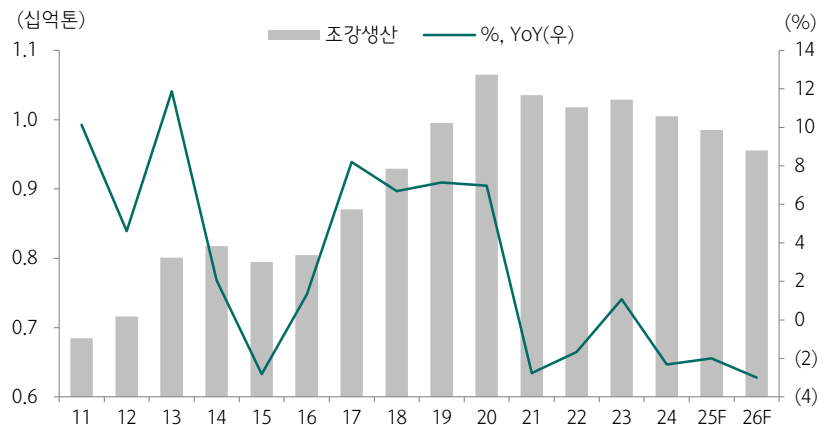
2021년부터 중국도 전세계 탈탄소 트렌드에 동참하면서 철강 감산 정책을 추진한 결과 2022년까지 2년 연속으로 조강 생산이 연간 2~3% 감소했다. 2023년에는 정부의 인위적인 철강 생산 규제가 완화되면서 생산이 1.1% 증가했다가 2024년은 정부의 생산 규제는 없었지만 철강 스프레드 축소에 따른 철강사들의 자발적인 감산으로 생산이 2.3% 감소했다.

9월 누적 중국 조강 생산은 전년동기대비 2.9% 감소한 7.5억톤을 기록했다. 일부 제철소가 7월에 설비 개보수를 실시했고 7월은 중국 대부분 지역이 폭염과 폭우로 건설용 강재 수요가 둔화된 것이 원인으로 작용했다. 중국 허베이성 당산시의 일부 제철소들은 8월 중순부터 9월 3일까지 고로 가동률을 30~40% 감축하라는 정부의 명령을 받은 바 있다. 올해 연말이나 내년초에는 구체적인 철강 설비감축 수치가 제시될 가능성이 높다고 판단되기 때문에 중국 조강 생산 감소세는 지속될 것으로 예상된다.

특히 올해 2월 양회 동안 중국 정부는 철강의 고품질 개발을 위한 광범위한 추진의 일환으로 올해 조강 생산량을 규제하고 산업 구조조정을 실시하겠다는 의지를 표명한 바 있고 일부 공장은 정부로부터 생산량 감축 목표를 통보받은 것으로 알려졌다. 대표적으로 중국 동부 안후이성의 국유 제철소는 정부로부터 올해 조강 생산을 5%인 100만톤 감축하라는 구두 지시를 받았다고 하고 장수성 한 제철소 관계자는 지방 정부가 5% 조강 생산을 감축할 계획이라 밝혔는데 구체적인 감축 내용이 현지 제철소에 전달되지는 않았다고 한다. 이러한 전반적인 분위기를 감안하면 올해 연간 중국 조강 생산은 2% 감소한 9.9억톤을 기록할 전망이다. 2026년의 경우 내수 감소와 더불어 중국산 철강 수입 규제에 따른 수출 감소 전망을 감안하면 중국 조강 생산은 3% 감소할 것으로 예상된다.

중국 정부는 2030년까지 철강산업 탄소배출 정점 도달을 목표로 세웠지만 주요 대형 철강사들은 2025년까지를 정점 목표로 설정했다. 또한 중국 정부는 올해부터 탄소배출권 거래제(ETS)에 철강산업을 포함하겠다는 계획을 발표했고 2027년부터 거래제 2단계 도입으로 유상할당 검토 및 도입 예정이다. 동시에 내년부터 EU의 탄소국경제도(CBAM)가 전환기를 끝내고 본격적으로 시행된다는 점도 중국내 고로의 생산 감소의 원인으로 작용할 전망이다.

도표 37. 중국 조강 생산 동향



자료: Bloomberg, 하나증권

2013년 철강 생산설비
치환 정책 발표
노후 설비 섀다운, 신규 설비 도입
개정 후 신규 설비 도입 위해 필요
한 섀다운 규모 상향

구조적 공급과잉 해소 역부족
생산설비치환정책 중단
정책 개정 예정
새 정책 발표 이전 증설 금지

생산설비 치환 정책 여러 번 개정
되며 생산 능력 축소 시도했으나
노후 설비 신규 설비 치환은
실질 생산능력 확대 초래
구조적인 공급과잉 상황 발생

한편, 중국 정부는 2013년 철강시장의 공급과잉 문제를 해소함과 동시에 노후 설비의 새로운 설비로의 전환을 위해서 철강 생산설비 치환(steel capacity replacement) 정책의 가이드 라인을 발표하고 이후 세부 시행 강령을 발표했다. 이후 2017년과 2021년 두차례에 걸쳐서 개정된 내용을 발표했는데 신규설비 도입을 위해 필요한 노후설비 섀다운 규모가 상향되었다. 가장 최근에 개정된 내용은 고로의 경우 장진지지구와 같이 대기오염 중점 관리 지역에서는 노후시설과 신규시설의 swap 비중을 최대 1.5:1로, 일반 지역은 1.25:1 그리고 고로가 아닌 전기로와 같은 기타 철강 생산 방식의 경우 1:1로 적용하는 방식이었다.

하지만 이러한 정책은 중국 철강 산업의 구조적인 공급과잉을 해소하기에는 부족했다. 특히 두번째 버전이 발표된 이후 2019년 중국의 철강 생산능력은 오히려 증가세로 전환했고 3번째 버전 발표 이후에도 생산능력 감축은 제한적이었다. 이에 지난해 8월 중국 공신부는 기존 철강 생산설비 치환 정책이 정책 관리 감독 미비, 실행 매커니즘 불완전, 현재 산업 발전 추세에 부합하지 않는다는 이유로 정책을 중단하고 정책 개정을 추진중인데 새로운 정책 발표 전까지는 증설이 금지된다.

참고로 중국 철강 생산설비 치환 정책이 중단된 적이 이번이 처음은 아니다. 2017년에 발표된 두번째 개정판 발표 이후 기존 치환 프로젝트들에 대해 조사를 진행하기 위해 2020년 1월부터 2020년 12월까지 중단한 적이 있다. 이후 발표된 세번째 개정판은 두번째대비 노후 설비 섀다운 비중이 더욱 커지게 되어 철강 생산 능력 축소 가능성이 높아졌다. 하지만 이 조차도 결국 철강 공급과잉 해소에 실패했는데 수치상으로 생산능력을 축소시키지도 못했고 오히려 노후 설비의 새로운 설비로의 치환이라는 측면에서 실질 생산능력의 확대를 가져온 가운데 내수가 급격히 감소하면서 구조적인 공급 과잉 상황에 처한 것으로 판단된다.

도표 1. 글로벌 조강 생산 능력 동향

(단위: 백만톤)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2027F(Low)	2027F(High)
중국	1,148.3	1,147.9	1,146.5	1,149.9	1,141.5	1,141.5	1,156.9	1,188.8
인도	142.2	142.3	143.9	154	161.2	179.5	188.7	209.9
ASEAN	74.6	78.7	80.4	80.4	82.9	82.9	85.6	97.7
기타	1,047.6	1,055.5	1,056.6	1,069.5	1,070.7	1,068.2	1,104.4	1,140.9
전세계	2,412.7	2,424.4	2,427.4	2,453.8	2,456.3	2,472.1	2,535.6	2,637.3

자료: OECD, 하나증권

철강 생산설비 치환정책 개정 초안 발표
기존 생산능력 감소 및 품질 향상
구조 최적화 및 고도화 가속
철강 산업 과잉 생산능력 해소 방안 제정 의미

이런 가운데 최근 공신부는 2021년에 발표된 철강 생산설비 치환 정책의 3번째 버전을 개정하고 공개 의견을 수렴하기 위한 초안을 발표했다. 기존 생산능력 감소 및 품질 향상, 구조 최적화 및 고도화를 가속화하고 시장 수급 균형을 촉진하며 2030년 이전 탄소정점 실행을 위해 철강 산업 과잉 생산능력 해소 방안을 제정하겠다는 의미이다. 포함된 주요 내용으로는 1) 이번 조치의 본격적인 시행일 2년 이후에는 서로 다른 기업(그룹)간의 생산 능력 교체는 더 이상 허용되지 않는다. 2) 각 성의 제철 및 제강 노후설비와 신규설비의 치환율은 1.5:1이상이어야 한다(기존에는 장진지 및 주변 지역, 장삼각 지역 등의 대기오염 중점관리 지구에서는 1.5:1 이상, 나머지 지역은 1.25:1 이상 조건). 다만 ① 퇴출 및 신규 설비가 모두 전기로인 경우, ② 기존 고로를 철수하는 대신 수소 등의 저탄소 공정 건설을 통해 탄소 감축 비율이 고로 공정의 60% 이상인 경우, ③ 특수 제강 공법을 채택하여 다품종, 소량 및 기술력이 높은 고급 특수강을 생산하는 경우 등은 예외적으로 1:1 치환이 가능하다.

대기오염중점관리 지구 규제
기존과 동일해 당초 기대에 다소 미치지 못하는 초안

추후 의견 수렴을 통해 내용이 변경될 가능성도 배제할 수 없으나 일단 초안만 보면 대기오염 중점관리 지구를 제외한 기타 지역에 대한 규제가 이전보다 강화되었지만 대기오염 중점관리 지구는 기존이랑 동일하다는 점에서 당초 기대에는 다소 미치지 못하는 정책(초안)이라 판단된다.

표 2. 중국 철강 생산설비 치환 정책 변화 흐름

날짜	버전	내용
2015년 4월	1번째	장진지지구와 같은 대기오염 중점 관리 지구의 노후시설과 신규시설 치환 비율 1.25:1 이상. 기타 지역은 1:1 적용
2017년 12월	2번째	장진지지구와 같은 대기오염 중점 관리 지구의 노후시설과 신규시설 치환 비율 1.25:1 이상. 기타 지역은 1:1 이상 고로를 전기로로 전환할 경우 1:1 적용
2020년 1월		2번째 버전 중단
2021년 5월	3번째	장진지지구와 같은 대기오염 중점 관리 지구의 노후시설과 신규시설 치환 비율 1.5:1 이상. 기타 지역은 1.25:1 이상 전기로 혹은 기타 비고로 철강 생산설비로의 전환 경우 1:1 적용
2024년 8월		3번째 버전 중단
2025년 10월	4번째 (초안)	장진지지구 등 대기오염 중점 관리 지구와 기타 지역 모두 노후설비와 신규설비 치환비율 1.5:1 이상 퇴출 및 신규 설비가 모두 전기로인 경우, 고로공정의 60% 이상 탄소 감축 가능한 경우 등 예외적 1:1 치환 가능 시행일 2년 뒤부터 서로 다른 기업(그룹) 간 생산 능력 이전 금지

자료: 하나증권

12차와 13차 5개년 계획 발표
당시 철강산업 구조조정 계획 발표
12차때는 실패 반면, 13차때는
성공적이었다고 정부 스스로 평가
14차는 탈탄소를 위해 철강 생산량
자체를 규제하는 방향으로 초점
현재 상황은 여러모로 2015년과
유사, 중앙 정부 주도의 일괄적인
철강 생산설비 감축 정책 발표
가능성 높다고 판단

과거 12차(2011~2015년)와 13차(2015~2020년) 5개년 계획 발표 당시 중국 정부는 철강산업의 구조적인 공급과잉 상황을 벗어나기 위한 구조조정 계획을 발표했다. 12차때는 노후 설비 퇴출 규모를 훨씬 상회하는 신규설비 유입으로 결과적으로 실패한 구조조정이었던 반면, 13차때는 대략 1.7억톤 규모의 철강재와 1.5억톤 이상의 조강 생산능력 감축에 성공했다고 정부 스스로 평가한 바 있다. 14차 5개년의 경우 이전과는 달리 탈탄소를 위해 정부가 철강 생산량 자체를 규제하는 방향으로 초점이 맞춰졌고 앞서 언급한대로 철강 생산능력 치환 정책 하에 명목상 생산능력 증가는 제한되었지만 실질 생산능력은 더욱 확대된 가운데 내수가 급격히 부진하자 구조적인 공급 과잉 상황에 처한 것으로 판단된다. 따라서 현재는 중국 철강시장이 2015년과 여러모로 유사하다고 판단되는 가운데 내년 15차 5개년 계획 시행과 맞물려서 상황에 따라서는 중앙 정부 주도의 일괄적인 철강 생산설비 감축 정책이 발표될 가능성이 높다고 판단된다.

도표 38. 중국 12~14차 5개년 계획에서의 철강산업 핵심 정책과 열연가격 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

7월 중국 중앙재정경제위원회에서
무질서한 가격 경쟁 규제, 노후 생
산능력의 질서있는 퇴출 촉진

지난 7월초 중국 중앙재정경제위원회가 회의를 소집하여 기업의 무질서한 가격 경쟁을 법률과 규정에 따라 규제하고 기업의 제품 품질 향상을 유도하며 노후 생산능력의 질서 있는 퇴출을 촉진할 것으로 명시적으로 촉구했다. 동시에 기업간의 반복적이고 비생산적인 경쟁을 방지하는데 중점을 둘 것이라고도 언급했다. 뿐만 아니라 중국 공업정보화부는 자동차, 철강, 비철금속, 석유화학 등 핵심 전통 산업의 안정적 성장을 위한 정책을 곧 발표할 예정으로 산업 구조를 조정하고 공급을 최적화하며 노후 생산능력의 질서 있는 시장 퇴출을 유도할 방침이라 한다. 중국철강협회 또한 철강 중산 억제 및 퇴출 경로 확보를 핵심 정책으로 제시함과 동시에 과잉 생산 방지와 구조조정을 위한 새로운 생산능력 관리 메커니즘을 마련할 계획으로 앞서 중앙재정경제위원회의 방침을 다시 한번 강조했다. 참고로 중국 중앙정부는 13차 5개년 계획 시작과 맞물려 2015년 연말에 과잉 생산능력 감축 정책(철강 및 석탄 산업의 노후 생산능력을 각각 1.5억톤과 8.1억톤 감축)을 발표한 바 있다.

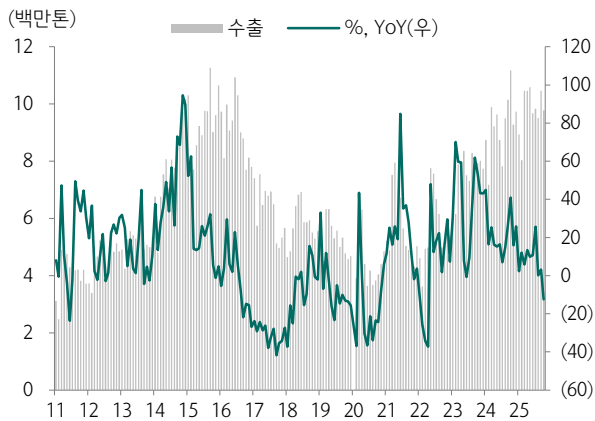
9월 중순 중국의 주요 5개 부처,
“철강산업 안정성장 추진 계획
(2025~2026)” 발표
산업 관리 강화 위해 용량 감축 및
교체, 생산량 조절 등의 내용 포함
철강산업 생산능력 치환 실행 방안
개정 및 발표 예정이라는 표현도
들어가 있었음

9월 중순에는 공신부를 비롯한 중국의 주요 5개 부처가 “철강산업 안정성장 추진 계획 (2025~2026)”을 발표했는데 이 문건에는 동기간에 1) 철강 산업의 부가가치를 연평균 약 4% 성장시키고, 2) 경제적 이익의 안정화와 더불어 3) 보다 균형잡힌 시장 수급을 달성하며, 4) 산업 구조를 더욱 최적화하고, 5) 효과적인 공급 능력을 지속적으로 향상시키며, 6) 저탄소 및 디지털 개발 수준을 크게 향상시키는 것을 전반적인 목표로 설정했다. 특히 산업 관리 강화를 위해 용량 감축 및 교체, 생산량 조절, 철강 산업의 계층화 및 분류 관리를 조화롭게 시행하여 신규 설비를 더욱 제어하고 기존 설비를 최적화하며 낡고 비효율적인 생산 설비를 강제로 폐쇄하겠다는 내용도 포함되었다. 동시에 철강산업 치환 실행 방안 개정 및 발표 예정이라는 표현도 포함됐는데 지난 10월에 앞서 언급한 대로 4번째 버전의 초안이 발표된 바 있다.

지난해 중국 철강 수출 22.7% 급증
 사상 최고치 경신
 올해 10월 누적 중국 철강 수출
 +6.6%
 증가한 9,774만톤 기록
 중국 철강 가격의 높은 경쟁력으로
 사우디 포함 신흥국향 수출 확대
 중국 철강 수출 올해 사상최대치
 경신 이후 전세계적 중국산 철강
 수입 규제 강화로 감소 예상

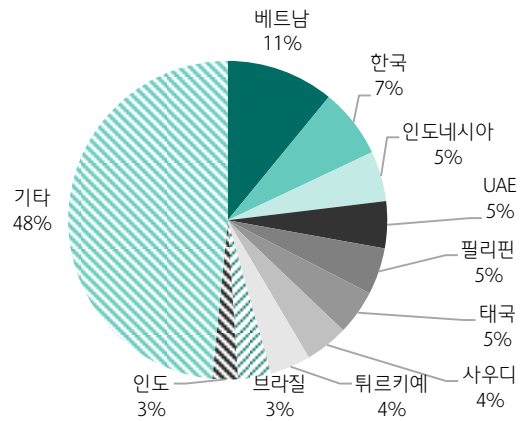
지난해 중국 철강 수출은 22.7% 급증한 1.1억톤으로 기존 사상 최고치인 2016년의 1.06억
 톤을 경신했다. 올해 10월 누적 중국 철강 수출도 당초 예상과는 달리 전년동기대비 6.6%
 증가한 9,774만톤을 기록했다. 상반기에 수출 증가세가 두드러졌고 반제품과 고부가치재 중
 심으로 수출이 확대되었다. 이는 중국 철강 가격의 높은 경쟁력 때문에 가능했던 것으로 판
 단된다. 동시에 베트남과 한국을 비롯한 주요 국가들이 중국산 판재류에 대해 반덤핑 관세
 를 부과하자 중국 업체들은 관세로부터 영향이 제한적인 반제품 위주로 수출을 증가시켰고
 또한 사우디를 포함한 일대일로 협력국과 기타 신흥국으로의 수출을 확대한 결과이다. 이를
 기반으로 올해 중국 철강 수출은 1.15~1.2억톤으로 사상최대치를 경신할 것으로 예상되는
 데 내년에는 중국산 수입 규제 강화 영향 본격화로 감소할 것으로 예상된다.

도표 39. 중국 철강 수출 추이



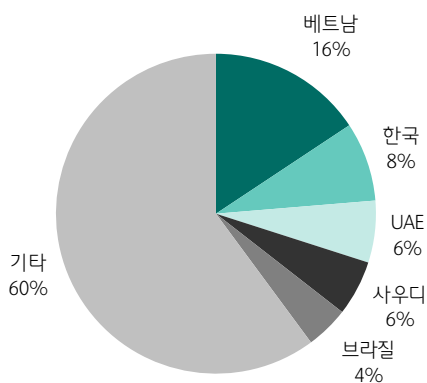
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 40. 주요 국가별 중국 철강 수출 추이



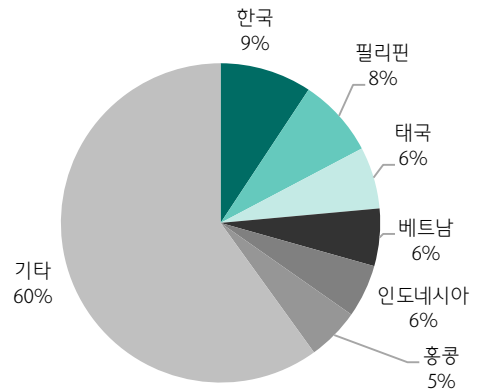
자료: ITA, 하나증권

도표 41. 주요 국가별 중국 판재류 수출 추이



자료: ITA, 하나증권

도표 42. 주요 국가별 중국 봉형강 수출 추이



자료: ITA, 하나증권

3) 한국의 수입산 철강 규제 강화로 연말 혹은 연초 열연 가격 상승 전망

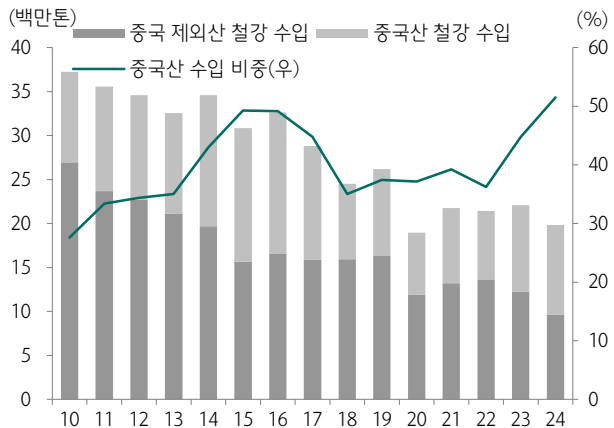
산자부, 중국산 후판 반덤핑 최종판
결 결과 발표
바오스틸 포함 9개업체 제외 34.1%
9개업체 '가격약속' 적용

8월 28일 중국산 후판에 대한 반덤핑 최종판결 결과가 발표되었다. 바오스틸을 포함한 9개 중국 철강사들을 제외한 업체들에 대해서는 34.1%의 관세가 확정되었고 9개 업체들은 향후 5년간 수출가격 인상을 제안함에 따라 '가격 약속' 제도가 적용되게 된다. 가격약속은 덤핑방지관세와 동일한 효력을 갖는 제도로 최초의 최저 수출가격과 분기별 조정가격 산정방식 등을 약속하게 되며 수출자가 약속을 위반할 경우 즉시 관세가 부과된다. 조선용 물량의 경우 보세가 설정되어 있는 경우 관세 적용을 받지 않는데 전체 조선용의 80~90%가 보세용이라 판단된다.

건설과 비보세 조선물량 연간 27만
톤 쿼터 설정, 최소 30만톤의 수입
감소 예상
가격 또한 기존대비 톤당 10만원 인
상 감안 시, 실질적인 수입 감소 이
를 상회할 전망

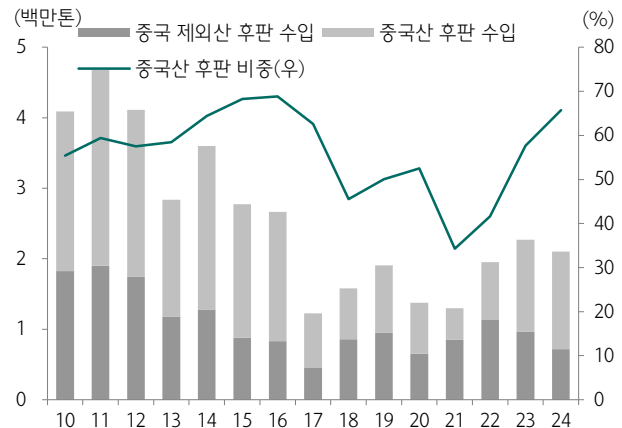
참고로 지난해 중국산 후판 수입은 138만톤이었는데 이 가운데 비조선용 물량이 대략 50~60만톤으로 비보세 조선물량까지 포함할 경우 관세가 적용되는 물량은 대략 55~65만톤 수준이다. 이번 가격 약속으로 건설과 비보세 조선물량은 연간 27만톤의 쿼터가 설정되었기 때문에 최소 30만톤의 수입 감소가 예상되고 가격 또한 기존대비 톤당 10만원 인상되었다는 점을 감안하면 실질적인 수입 감소는 이를 상회할 전망이다.

도표 43. 한국의 전세계 및 중국산 철강 수입 추이



자료: 한국철강협회, 하나증권

도표 44. 한국의 전세계 및 중국산 중후판 수입 추이



자료: 한국철강협회, 하나증권

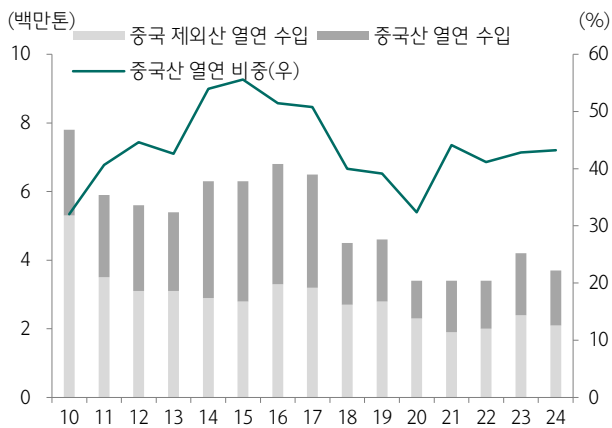
산자부, 중국산 및 일본산 열연에 대한 반덤핑 예비판정 결과 발표
 일본 철강사 31.58% ~ 33.57%
 중국 철강사 28.2% ~ 33.1%
 9월부터 4개월간 잠정 덤핑방지관세 부과 확정
 내년 1월 최종 판결 결과 발표 예상
 되는데 예비 관세율과 비슷한 수준의 관세율 인용 가능성 높아

중국산 특수강, 컬러강판 및 용융아연도금강판 반덤핑 제소
 일본산 H형강 제소 준비 중

한편 8월 24일에는 산자부 무역위원회가 중국산 및 일본산 열연에 대한 반덤핑 예비판정 결과를 발표했는데 무역위원회는 중국산 및 일본산 열연으로 인하여 국내 산업의 실질적 피해 근거가 충분하다고 판단하여 일본 철강사에 대해서 JFE 33.57%, 일본제철 31.58%, 그 밖의 공급자 32.75%, 그리고 중국 철강사에 대해서는 바오스틸 29.89%, 벤강스틸 28.2%, 그 밖의 공급자 33.1%의 반덤핑 예비 관세를 확정했다. 동시에 무역위원회는 본조사 기간 중에 발생할 수 있는 산업피해를 방지하기 위해 잠정 덤핑방지관세 부과를 기재부장관에게 건의하기로 했다. 따라서 9월부터 내년 1월까지 4개월간 열연에 대한 잠정 덤핑방지관세를 부과가 확정되었고 내년 1월에는 최종 판결 결과가 발표될 것으로 예상되는데 최종 판결에서도 예비 관세율과 비슷한 수준의 관세율이 인용될 가능성이 높다고 판단된다. 참고로 열연의 경우 POSCO홀딩스의 철강사업부 전체 매출의 21%, 현대제철 매출의 9.5%를 차지한다. 수입산 열연 중 일본 및 중국산이 96%를 차지한다는 점을 감안하면 기존 열연 재고 소진 이후 연말 혹은 연초부터 열연 가격이 상승세로 전환할 것으로 예상된다.

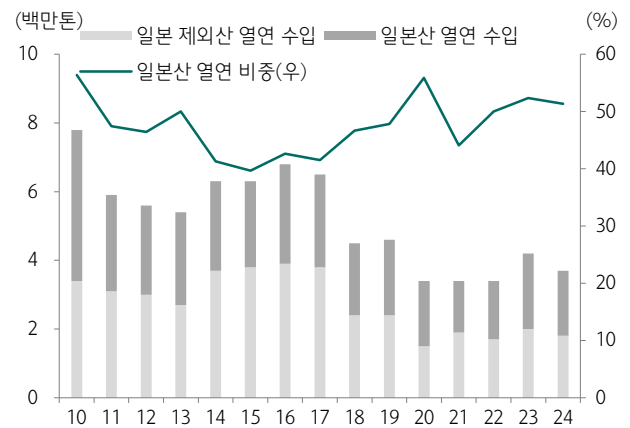
뿐만 아니라 중국산 특수강, 컬러강판 및 용융아연도금강판에 대한 반덤핑 제소와 더불어 일본산 H형강에 대해서도 반덤핑 관세 제소를 준비 중으로 알려졌다기 때문에 내년으로 갈수록 중국산 및 일본산 철강 수입 감소가 기대된다.

도표 45. 한국의 전세계 및 중국산 열연 수입 추이



자료: 한국철강협회, 하나증권

도표 46. 한국의 전세계 및 일본산 열연 수입 추이



자료: 한국철강협회, 하나증권

8월 K-스틸법 공동 발의
탄소중립 전환 지원, 불필요한 규
제 혁신, 불공정 무역에 대한 정부
의 직접 대응, 적극적 세제, 재정
지원으로 철강산업 재편 유도 골자

지난 8월 여야 106명의 국회의원들이 K-스틸법(철강산업 경쟁력 강화 및 녹색 철강 기술 전환을 위한 특별법안)을 공동 발의했다. 이 법안은 대통령을 위원장으로 하는 철강산업경쟁력강화 특별위원회 설치, 녹색철강 기술 개발 및 탄소중립 전환 지원, 녹색철강특구 조성 및 불필요한 규제 혁신, 불공정 무역에 대한 정부의 직접 대응, 적극적 세제, 재정 지원으로 철강산업 재편 유도, 친환경 철강 원료 경쟁력 확보를 위한 체계적 육성책 마련을 골자로 해서 만약 본회의에 통과될 경우 각종 기술 개발과 투자 관련 세제 지원을 받을 수 있게 된다. 특히 주목할만한 부분은 철강산업의 재편과 수급 조절을 유도하겠다는 것인데 본회의 통과 이후 시행령에서 구체적인 실행 내용이 포함될 것인지 여부와 어느 정도의 강도로 철강산업 재편과 수급 조절을 유도할 것인지가 관건이다.

표 3. K-스틸법 주요 내용

정책 추진	- 대통령 소속 '철강산업 경쟁력 강화 특위' 설치 - 5년 단위 기본계획과 매년 실행 계획 수립
녹색 산업 전환	- 녹색 철강 기술 지정 - 보조금 및 세금 감면
녹색철강특구 조성	- 인허가 절차 간소화 및 예타 면제 등 규제 특례
국내 보호 조치	- 원산지 규정 강화 - 부적합 철강재 수입 및 유통 제한

자료: 국회철강포럼

산자부, '철강산업 고도화 방안' 발
표 범용제품 철근, 형강 생산 축소
자동차, 방산용 특수강 등 고부가
제품 투자 집중

공급 과잉 품목 선제적 설비 규모
조정은 기업의 책임 경영 전제 하
지원, 시장의 자율적 조정 어려울
경우 자발적 사업재편 여건 조성
수입재 대응 선행 이후 순차적
규모 조정 기본 원칙 존재 평가

지난 11월, 산자부가 '철강산업 고도화 방안'을 발표했는데 크게 4가지 내용으로 구분된다. 1) 공급과잉 품목은 선제적 설비규모 조정, 2) 해외 수출장벽 및 불공정 철강 수입에 체계적 대응, 3) 특수탄소강 미래시장 선점 위한 2천억원 지원, 저탄소 전환 지원, 4) 지역 경제 안전망, 안전관리 강화, 철강과 원료 및 수요산업과의 협력이 주된 내용이다. 핵심은 범용제품인 철근, 형강 생산을 축소하고 자동차, 방산용 특수강 등 고부가 제품과 수소환 원제철 등 미래 성장 분야에 투자에 투자를 집중하겠다는 계획이다.

4가지 내용 중에 현재 가장 중요하고 시장의 관심이 가장 큰 것은 공급과잉 품목의 선제적 설비규모 조정인데 정부의 기본적인 입장은 1) 경쟁력이 약화되어 공급과잉이 심화되는 품목 중 기업의 설비 조정 계획이 있는 경우(예: 형강, 강판) 고용유지 노력 등 기업의 책임 있는 경영을 전제로 지원하겠다. 2) 시장의 자율적 조정이 어렵고, 수입재 침투율이 낮다면(예: 철근) 정부가 기업의 자발적 사업재편이 촉진될 수 있도록 여건 조성에 나서고, 수입재 침투율이 높으면 수입재 대응 선행 이후 필요시 규모 조정 등에 순차적으로 나서겠다. 3) 경쟁력이 유지되어 공급과잉 여건이 양호한 것으로 전망되는 품목(예: 전기 강판)은 과감한 선제 투자에 나서겠다는 것이다.

산자부, 철근 설비규모 중점 착수
사업재편 진행 가능성과 연계 세제
지원 등 검토
나머지 품목은 수입재 대응 우선
자발적 설비 감축 동참 여부 관건
철근 업체 감축 의사 결정 유도하
기엔 부족
당초 설비 감축 고민 업체 충분한
동참 요인,
업계, 구조조정 필요성 인지 업체
존재 평가
철근 산업 정도만 설비
감축 가능성 높고
기존 감축 고민 업체 아니라면
정책 동참 가능성 높지 않아

산자부는 설비 조정 관련 3대 원칙에 따라 철근에 대한 설비규모 조정 여건 조성에 중점적으로 착수해서 ‘기업활력법’상 사업재편 진행 가능성과 이와 연계한 세제 지원 등 인센티브 부여 방안을 검토하겠다는 입장이고 나머지 품목들은 자율적 조정 지원 혹은 수입재 대응 이후 단계적 설비 규모 조정을 검토하겠다고 밝혔다. 예상했던대로 설비규모 조정을 정부 주도가 아닌 기업의 재량에 맡기고 적극적으로 참여하는 업체에 대해서는 세제 지원 등의 인센티브를 부여하겠다는 것인데 결국 업체들이 자발적으로 설비 감축에 동참할지 여부가 관건이다. 동참을 위한 베너핏 관련 추후 세부적인 부분에 대해서는 업계와 논의할 예정인 것으로 알려졌는데 다만 현재까지 제시된 내용만으로는 철근 업체들이 갑자기 설비 감축의 의사 결정을 유도하기는 부족하다고 판단된다. 물론 당초부터 설비 감축에 대한 생각이 있었던 업체들에게는 산업 재편에 동참할만한 요인이 충분히 있을 것이고 실제로 구조조정 필요성을 인지하고 있는 업체들이 있는 것으로 업계에서는 알려졌다.

결과적으로 이번 정책 발표 이후 추후 정부와 업계의 추가 논의가 진행되어야지 보다 구체적인 내용이 파악되겠지만 현재까지 발표된 내용만을 종합해보면 정부 정책의 가장 우선순위에 철근 산업 정도만 설비 감축 가능성이 높고 그것도 업체들의 동참 여부에 따라 감축 규모가 결정될 것이며 기존에 감축을 고민했던 업체가 아니라면 이번 정책에 동참할 가능성은 높지 않다고 판단된다. 다만 수입재 대응에 대한 정부의 의지를 확인했다는 측면에서 긍정적이라 할 수 있다.

표 4. 철강 산업 고도화 방안 정책 방향

구분	세부 정책 방향
공급과잉 품목 선제적 설비규모 조정	- 범용 제품인 철근, 형강 설비규모 선제 조정 - 자발적 설비조정 가속화 지원
해외 수출 장벽 및 불공정 철강 수입 체계적 대응	- 반덤핑 등 불공정 수입 대응, 원료수급 등 공정 경쟁여건 조성 - 미국 철강 품목 관세, EU TRQ 도입 제안 등 대응한 통상 협의 총력
특수탄소강 미래시장 선점 지원	- 수소환원제철 위한 수소 및 전력 인프라 뒷받침 - 고부가가치 철강 R&D 로드맵 수립 및 투자 확대
지역경제 안전망 강화, 수요산업 협력	- 철강·원료·수요산업 아우르는 산업협력 확대로 상생 추진 - 인증제도 통한 미검증 품목 국내 유입 차단

자료: 산업통상부, 하나증권

4) '26년 한국 철강 수출 -3.0% 전망. But 미국의 쿼터제 도입 가능성 배제 못해

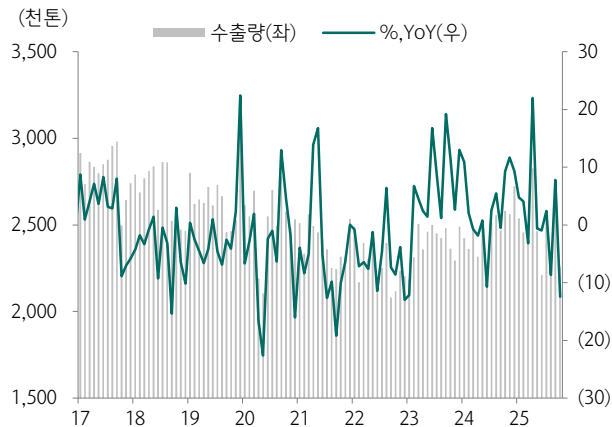
미국의 철강 50% 관세 부과로 한국
산 철강의 10월 누적 미국향 수출
12% 가까이 급감
대신, 전체 비중의 20%를 차지하는
동남아향 수출 10월누적 7.2% 증가
10월 누적 철강 수출 YoY +1.9%
미국향 수출 급감 감안, 올해 연간
한국 철강 수출, 지난해 수준 예상

미국은 한국산 철강에 대해 이전까지 적용했던 쿼터제를 폐지하고 50% 관세를 적용 중이다. 5월까지의 25% 관세 부과는 충분히 예상되었고 대응 가능한 수치였는데 50%는 영향을 크게 받을 수 밖에 없다. 한국 전체 수출에서 미국이 차지하는 비중이 대략 10% 수준으로 실질적으로 올해 10월 누적 미국향 수출은 12% 감소했다. 대신 전체 수출 비중의 20%를 차지하는 동남아향 수출이 10월 누적으로 전년동기대비 7.2% 증가했다. 유럽향 수출도 소폭이지만 증가세로 전환된 결과 10월 누적 전체 수출은 소폭 증가(+1.9%)했다. 하지만 미국향 수출이 50% 부과 이후인 7월부터 급감했다는 점을 감안하면 올해 연간 한국 철강 수출은 지난해와 비슷한 수준을 기록할 전망이다.

품목별로 가장 큰 피해 우려되는
제품 미국향 수출 비중 높은 강관
미국의 한국산 철강 관세 쿼터제로
전환까지 수출 차질 지속 전망
2026년 철강 관세 온기 반영되나
쿼터제 도입 가능성 남아있어

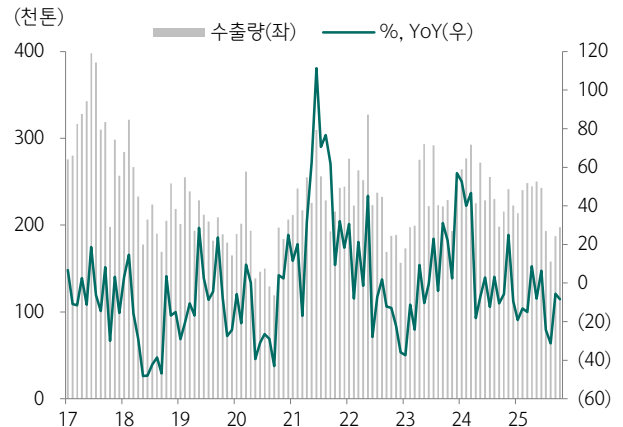
품목별로 가장 큰 피해가 우려되는 제품은 미국향 수출 비중이 높은 강관이다. 미국의 50% 관세 부과 시점인 6월 이후부터 급감했다. 특히 에너지용 강관 수출 감소 수출 감소가 두드러질 것으로 예상되는데 미국의 한국산 철강에 대한 관세를 쿼터제로 돌리기 전까지는 가장 큰 수출 차질이 예상되는 품목이다. 2026년에는 미국 철강 관세가 온기 반영되겠지만 미국의 쿼터제 도입 가능성이 남아 있어 향후 관세정책 방향성에 따라 회복 여부가 결정될 전망이다.

도표 47. 한국 철강 수출 추이



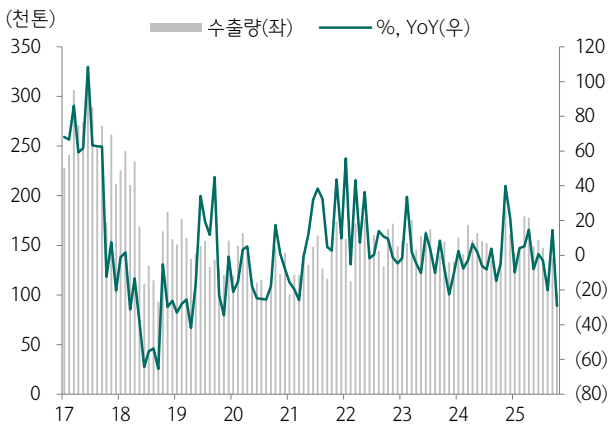
자료: 한국철강협회, 하나증권

도표 48. 미국향 한국 철강 수출 추이



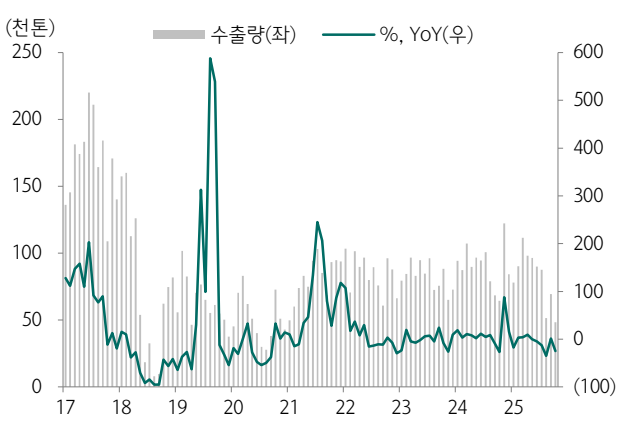
자료: 한국철강협회, 하나증권

도표 49. 한국 강관 수출 추이



자료: 한국철강협회, 하나증권

도표 50. 한국 강관 미국향 수출 추이



자료: 한국철강협회, 하나증권

EU, 자국내 철강업체 보호 위한
규정안 발표
CABM 본격 시행과 맞물려 EU 철
강 수출 부정 작용 예상
기존 시행 세이프가드 조치 대체
TRQ 방식 적용, 내년 6월 말 회원
국 합의 이후 본격 시행
국가별 협상 통해 쿼터 배분돼
협상 결과와 최종 합의 지켜봐야

언론에 따르면 EU 집행위원회가 최근 자국내 철강업체 보호를 위한 규정안을 발표했는데 2026년 7월부터 본격적으로 시행될 예정으로 탄소국경세(CBAM)제도의 본격적인 시행과 맞물려서 국내 업체들의 EU향 철강 수출에 부정적으로 작용할 것으로 예상된다. 이번 규정안은 기존에 시행중인 세이프가드 조치를 대체하는 저울할당관세(TRQ) 방식으로 적용될 예정인데 아직은 100% 확정적으로 적용되는 것은 아니고 내년 6월말에 회원국들의 합의 이후 본격적으로 시행될 전망이다. 세부적으로 기존 수입 쿼터가 47% 축소(기존 3,053만톤에서 1,830)됨과 동시에 쿼터를 초과하는 물량에 대해서는 기존 25% 관세에서 50%로 상향 적용되고 용해 및 주조 기준 원산지 공개도 의무화된다. 추후 국가별로 협상을 통해 쿼터가 다르게 배분될 예정으로 추후 정부의 협상 결과와 EU 회원국들의 최종 합의 여부에 대해 지켜볼 필요가 있다.

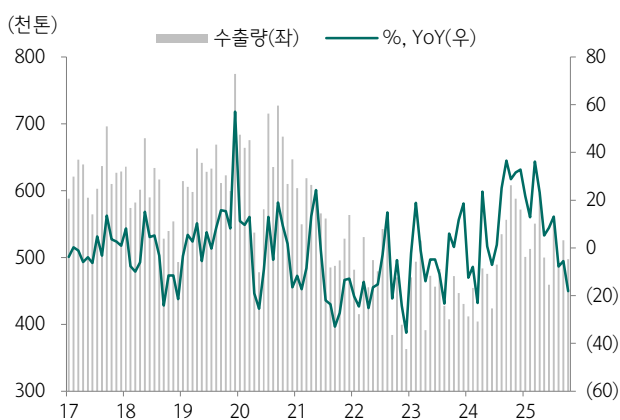
올해 인도향 철강 수출, 지난해 수
준
중국향 수출 내년까지 감소세 지속
일본의 한국산 철강 수입 규제 강
화 가능성 배제 못해

올해 한국산 철강의 인도향 철강 수출은 지난해 수준을 기록할 것으로 예상된다. 인도 철강 수요가 자국내 대규모 인프라 투자에 힘입어 큰 폭으로 증가하고 있지만 그에 맞춰 자국 철강사들의 증설이 진행되고 있기 때문에 수출 확대 여지가 제한적이다. 중국향 수출은 중국의 철강 수요 둔화로 오히려 올해뿐만 아니라 내년에도 감소세가 지속될 전망이다. 또한 최근 일본정부가 한국산 용융아연도금강판(GI)에 대한 반덤핑(AD) 조사에 돌입했는데 결과에 따라 내년 일본향 수출 감소 가능성도 배제할 수 없다.

중동에서는 중국산과의 경쟁 심화
동남아 제외 한국 철강 수출 확대
여력 제한적
트럼프의 철강 수입 규제 지속 시,
내년 한국 철강 수출 대략 3% 감
소 전망

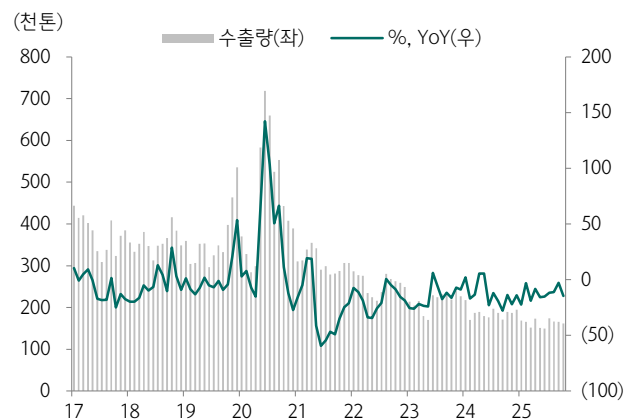
동시에 중동향 또한 중국의 한국 및 베트남 등을 대체하기 위한 공격적인 수출 전략을 취하고 있는 상황으로 중국산 철강재와의 경쟁이 심화하고 있다는 점도 부담으로 작용할 전망이다. 결과적으로 동남아를 제외하면 한국 철강의 수출 확대 여력이 크지 않은 것으로 판단되는데 관건은 미국의 철강 수입 규제 완화 시점이 언제냐는 부분이다. 트럼프가 현재와 같은 철강 수입 규제 강도를 내년에도 유지한다고 가정할 경우 내년 한국 철강 수출은 대략 3% 가량 감소할 것으로 예상된다.

도표 51. 동남아향 한국 철강 수출 추이



자료: 한국철강협회, 하나증권

도표 52. 중국향 한국 철강 수출 추이



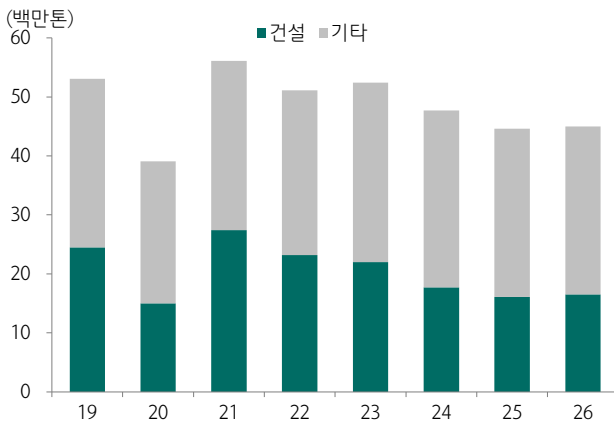
자료: 한국철강협회, 하나증권

5) 내년 건설용 강재 수요, 하반기부터 계단식 회복 전망

‘26년 건설투자 2~3% 반등, 착공
도 소폭 회복 예상
;26년 SOC 예산 +7.9%로 인프라
수요도 회복
‘26년 국내 철강 수요는 건설용
강재 수요만 소폭 회복, 철근
+6.5% 예상

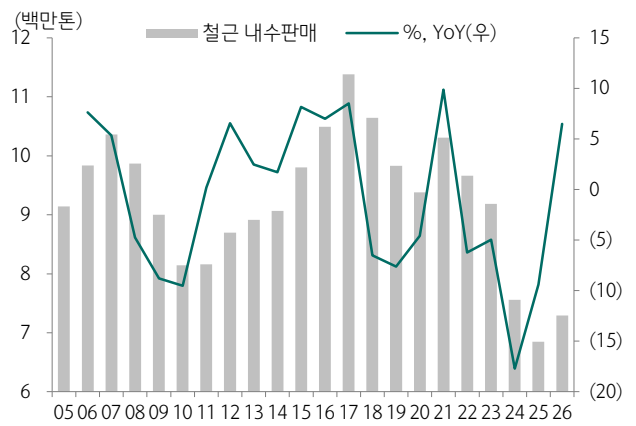
2026년부터 기존 금리인하 사이클이 국내 건설 시장에 일부 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 또한 2026년에는 기저효과와 일부 투자심리 회복으로 건설투자도 2~3% 반등할 것으로 전망되며, 착공도 내년에 소폭 회복될 것으로 예상된다. 2026년 SOC 예산이 전년대비 7.9% 증가한 27.5조원으로 편성돼 인프라 수요도 회복할 전망이다. 결과적으로 2026년은 국내 철강 수요는 건설용 강재 수요만 소폭 회복이 예상되는데 철근 수요도 6.5% 증가할 전망이다.

도표 53. 국내 철강 수요 전망



자료: POSRI, 하나증권

도표 54. 철근 내수판매 추이



자료: 한국철강협회, 하나증권

3. '26년 동가격, 그동안 가본적 없는 레벨에 도달할 것

1) '25년 전기동 가격, 톤당 8,000불 중반 ~ 11,000불 초반 사이에서 변동성 확대

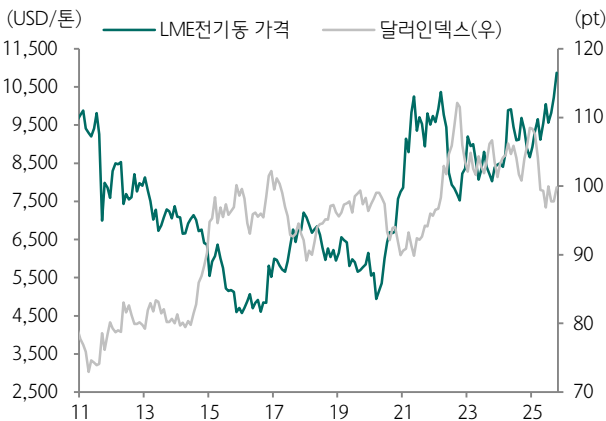
지난 2분기 미국의 구리 관세
부과 우려로 전기동 가격 상승
8월부터 구리에 대해 50% 관세
부과 이후 오히려 약세 전환
관세 부과 이전 미국 재고
충분히 확보. 광석,
정광 및 전기동 관세 면제 발표

올해 상반기의 달러 약세 기조가 기본적으로 동 가격에 긍정적으로 작용했다. 또한 연초 8,000불/톤 중반에서 시작한 LME 전기동 가격이 미국의 구리 관세 부과 우려로 지난 2분기 상승세로 전환하여 6월말에는 10,000불을 일시적으로 상회했다. 하지만 미국이 8월부터 구리에 대해 50% 관세 부과를 발표하자 오히려 약세로 전환하여 8월 중순에는 9,000불/톤 중반을 기록했다. 이는 관세 부과 이전에 미국이 재고를 충분히 확보한 상황에서 미국내 구리 공급부족 현상이 확인되지 않았고 동시에 수입 규제 대상이 구리 반제품과 파이프 피팅, 전선 등과 같은 구리 집약 제품에만 해당되고 구리 광석, 정광 및 전기동 등의 미가공 제품에 대해서는 관세 면제가 발표되었기 때문이었다.

미국 정부 필요하다고 판단 시,
구리 관련 추가 세
부과 여지 남아있음
9월 들어 메이저 동 광산 생산
차질 이슈로 전기동 가격 상승세
전환 10월말 사상최고치 기록

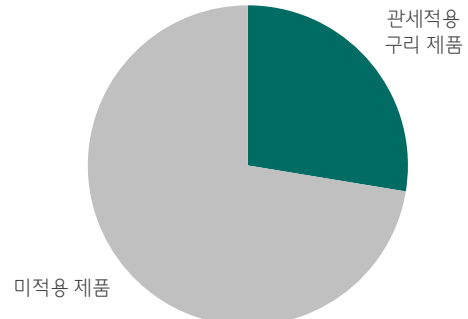
하지만 트럼프 대통령은 선언문에서 미국 정부가 필요하다고 판단할 경우 구리 관련 추가 관세를 부과할 수 있는 여지를 남겨두었으며, 2026년 상반기말까지 구리 시장을 검토하고 관세를 추가할 수 있는 메커니즘을 마련할 것을 지시한 상황으로 추후 시장 변동성 확대 요인으로 재차 대두될 가능성도 배제할 수 없다. 하지만 9월 들어 메이저 동 광산의 생산 차질 이슈로 전기동 가격이 재차 상승세로 전환되면서 10월 들어 10,500불을 지속적으로 상회했고 10월말에는 11,000불을 상회하며 사상최고치를 기록하기도 했다.

도표 55. 전기동 가격 vs. 달러인덱스 추이



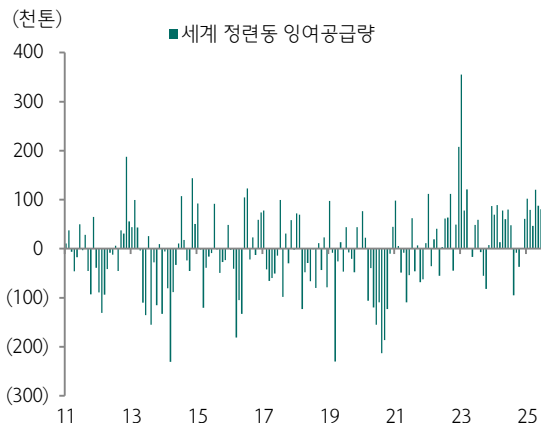
자료: Bloomberg, 하나금융투자

도표 56. 미국의 동 관련 수입품 중 50% 관세 영향 비중(금액기준)



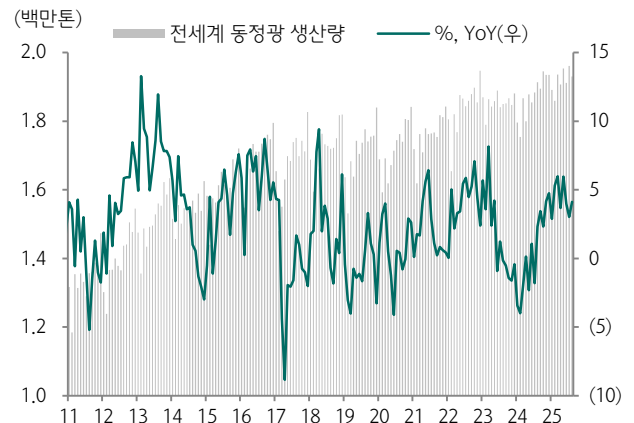
자료: S&P Global, 하나금융투자

도표 57. 전세계 정련동 잉여공급량 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

도표 58. 전세계 동정광 생산 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

9월 세계 2위 Glasberg광산 산사태로 조업중단
 기존 공급 계약에 대해 불가항력 선언
 '25년 동 생산량 가이드스: 기존 75만톤 → 48.5만톤
 '26년 가이드스: 기존 73만톤 → 50만톤

지난해 Cobre Panama 동 광산 섯다운, Anglo American의 동 생산 가이드스 하향 등에 이어 올해에도 주요 동 광산들의 생산차질이 발생했는데 지난 9월, 세계 2위 규모인 인도네시아 Glasberg광산에서 산사태가 발생하여 동 광산에 진흙이 유입되며 다수의 노동자가 사망하고, 조업이 중단됐다. 운영사인 프리포트 맥모란은 사고는 광산의 특정 구역에서 발생했지만 다른 생산 구역을 지원하는 핵심 인프라도 손상되어 전반적인 운영에 큰 차질이 발생했다면서 2026년 상반기에나 단계적으로 운영 재개할 수 있을 것이라 평가했다. 이에 기존 공급 계약에 대해 불가항력(Force Meajure)를 선언하고, 2025년 광산의 동 생산량 가이드스를 기존 75만톤에서 48만 8천톤으로 35% 하향했고, 2026년 생산량 가이드스도 기존 73만톤에서 50만톤으로 수정했다.

7월에는 칠레 El Teniente 광산 지진 발생으로 생산 차질
 '25년 생산 전망: 기존 37만톤 → 31.6만톤
 5월에는 콩고 Kamoa-Kakula 광산도 생산 차질

이에 앞서 7월에는 칠레 El Teniente 광산에서 지진 발생으로 갱도가 붕괴되었다. 사고 이후 운영사 Codelco는 2025년 동 생산량을 31만 6,000톤으로 추산했는데 사고 이전 시장 전망치인 37만톤에서 대폭 하향된 것이다. 또 5월에는 콩고의 Kamoa-Kakula 광산에서 간헐적인 지진으로 인해 지하 수계에 균열이 발생, 광산으로 물이 지속 유입되며 생산이 중단됐다. 당초 운영사인 Ivanhoe Mines는 2025년 생산량 전망을 52만~58만톤으로 전망했는데 사고 이후에는 37~42만톤으로 28% 가량 하향조정했다.

Quebrada-Blanca 광산, 시설개선 공사로 공급 차질 발생
 ICSG, '25년 동 광산 생산 전망 기준 +2.3%에서 +1.4%로 하향조정

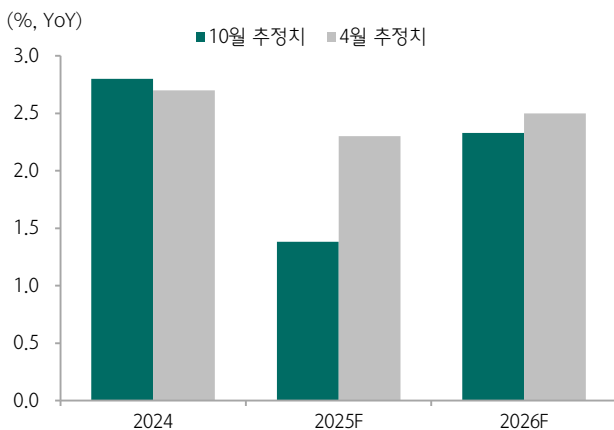
사고뿐 아니라 시설개선 공사로 공급 차질이 발생한 경우도 있었는데, 9월 테크리소시즈는 테일링 댐 고도화 공사를 위해 Quebrada-Blanca 광산의 생산 중단 기간을 연장했다. 이를 반영해 2025년 동 생산량 전망치를 21만~23만 톤에서 17만~19만톤으로 하향 조정했고, 2026년 생산량 전망치도 기존 28만~31만톤에서 20만~23만 5,000톤으로 변경했다. 국제구리연구그룹(ICSG)은 이런 생산 차질 추이를 반영하여 2025년 동 광산 생산이 1.4% 증가한 2,331만톤을 기록할 것으로 전망했는데 이는 4월에 제시했던 2.3%에서 0.9%p 하향조정된 수치다.

표 5. 2025년 주요 동 광산 가이드스 변동 (kT Cu)

주요 광산	연간 생산능력	기존 가이드스	조정 가이드스	2025년 공급 차질량	차질 원인
Grasberg (인도네시아)	800	750	488	262	산사태 사고 (2025.9)
El Teniente (칠레)	401	370	316	54	갱도 붕괴 사고 (2025.7)
Kamoa-Kakula (콩고 DRC)	600	550	400	150	지진 및 수계 유입 (2025.5)
Quebrada-Blanca (칠레)	300	220	180	40	테일링 댐 고도화 (2025.9)

자료: 하나금융투자

도표 59. ICSG 동 광산 생산 증가율 추정치 변화



자료: ICSG, 하나증권

표 6. 글로벌 주요 구리 광산 CAPA

광산	국가	생산능력(kT Cu)
Escondida	칠레	1350
Grasberg	인도네시아	800
Collahuasi	칠레	600
Kamoa-Kakula	DR 콩고	600
Morenci	미국	570
Cerro Verde	페루	550
Buenavista del Cobre	멕시코	535
Antamina	페루	450
Tenke Fungurume	DR 콩고	450
El Teniente	칠레	401

자료: ICSG, 하나증권

2) 2026년에도 동 광산 증설 예정되어 있으나 생산차질 우려 지속 전망

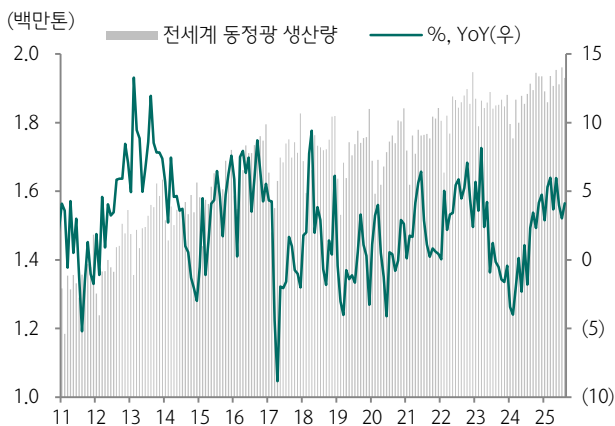
‘13년 이후 제한적인 동 광산
신규투자, ‘18년 동광석 증설 규모
제한적

2026년에도 콩고민주공화국의 Kamoakakula광산과 Tenke Fungurume광산 및 몽골의 Oyu Tolgoi 광산과 같은 굴직한 동 광산 프로젝트들이 램프업을 하는 과정에서 생산이 늘어날 것으로 예상된다. 참고로 Kamoakakula광산은 지난해 약 43만톤의 동 광석을 생산했는데 올해는 지진 관련 이슈로 37만~42만톤의 가이던스를 제시했다는데 올해 3분기 증설 완료로 연간 50만톤 생산체제를 구축하게 된다. Tenke Fungurume광산의 경우 2023년에 28만톤의 정광을 생산했는데 증설을 통해 2026년부터 40만톤 이상의 생산 계획을 가지고 있는 것으로 알려졌다. 또한 Oyu Tolgoi 광산 또한 램프업 이후 2028년에는 연간 50만톤 이상의 생산을 기록할 것으로 예상된다.

‘13년 이후 제한적인 동광산
신규투자, ‘18년 동광석 증설 규모
제한적

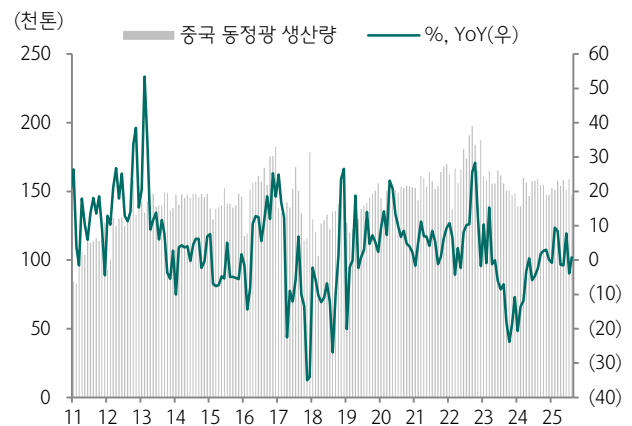
반면 노후 광산 가동 중단, 가동 광산들의 노후화에 따른 광석 품위 하락(미국, 칠레), 광산물 공급 문제 환경 이슈가 생산 감소의 원인으로 작용할 수 있다. 참고로 국제구리연구그룹(ICSG)은 신규 광산뿐만 아니라 칠레, 페루 등지에서의 생산 개선을 가정하여 내년 동 광산 생산이 63만톤(2.3%) 증가할 것으로 예상한 바 있는데 ICSG는 올해 주요 광산들의 생산차질 이슈로 올해 동 광산 생산 전망치를 기존 +2.3%에서 +1.4%로 하향한 바 있다. 이를 감안하면 내년에도 산사태, 지진 등의 불가항력적인 현상 발생 가능성을 배제할 수 없다. 동시에 칠레, 페루에 위치한 메이저 동 광산들은 언제나 파업 리스크에 노출되어 있다는 점을 감안하면 2026년 동 광산 생산은 올해처럼 +1%대에 그칠 가능성이 높다고 판단된다.

도표 60. 전세계 동 정광 생산 추이



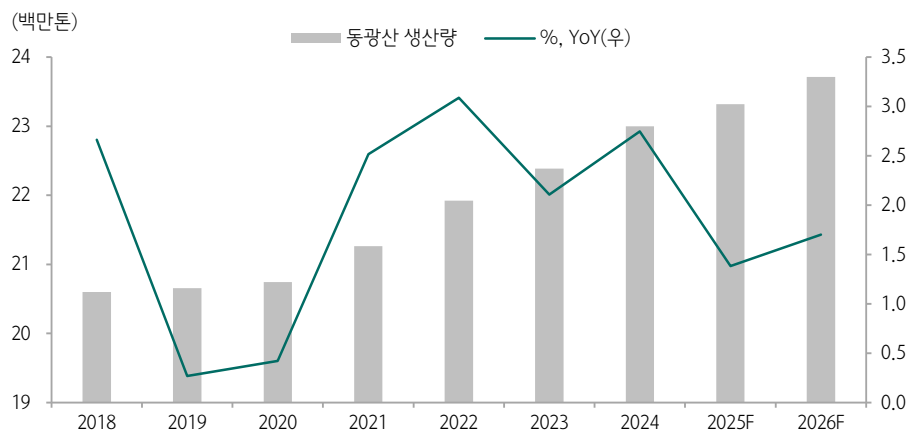
자료: Bloomberg, 하나금융투자

도표 61. 중국 동정광 생산 추이



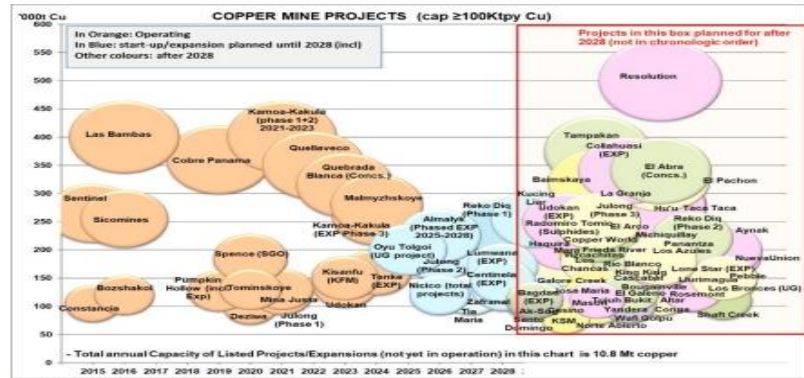
자료: Bloomberg, 하나금융투자

도표 62. 전세계 동 광산 생산 전망



자료: ICSG, 하나금융투자

도표 63. 동광산 프로젝트



자료: ICSG, 하나금융투자

표 7. 글로벌 동광산 신증설 전망

가동 시기	광산	국가	신증설 CAPA(천톤)	신증설 여부	비고
2025	Kamo-a-Kakula	DRC	70.0	신설	시험 채굴 및 허가 중
	Udoan	Russia	60.0	신설	
	Copper Creek	US	45.0	신설	
	Malmyzh	Russia	30.0	신설	
	Tsagaan Suvarga Mine	Mongolia	20.0	신설	허가 완료 최종 계약 남음
	Gunnison Mine	US	15.0	신설	
	Santo Domingo Sur Iris	Chile	15.0	신설	
	Winu	Australia	15.0	신설	
	Lomas Bayas Sulphide	Chile	70.0	증설	Phase 2 시운전 개시 Panel 0~2 Ramp up 진행 중
	Mantoverde	Chile	60.2	증설	
	Chuquicamata Underground	Chile	50.0	증설	
	Lone Star Sulphide	US	50.0	증설	
	Oyu Tolgoi Underground	Mongolia	50.0	증설	
	Kinsevere	DRC	45.0	증설	
	Konkola Mine	Zambia	45.0	증설	
	Deziwa Copper and Cobalt mine	DRC	40.0	증설	
2026	Kisanfu SXEW	DRC	30.0	증설	신규 투자 유치 중
	Sarcheshmeh / Sungun Expansion	Iran	9.6	증설	
	Santo Domingo Sur Iris	Chile	115.0	신설	2025년 Phase 2 시운전 개시
	Galeno	Peru	100.0	신설	
	Caravel	Australia	71.0	신설	
	Malmyzh	Russia	70.0	신설	
	Eva Copper	Australia	52.0	신설	
	Kamo-a-Kakula	DRC	50.0	신설	
	Yellowhead	Canada	50.0	신설	
	Tsagaan Suvarga	Mongolia	49.5	신설	
	Izok Lake	Canada	40.0	신설	
	Winu	Australia	21.0	신설	
	Escondida OGP 2	Chile	250.0	증설	
	El Teniente	Chile	130.0	증설	
	Tenke Fungurume Mine	DRC	120.0	증설	
	Oyu Tolgoi Underground	Mongolia	120.0	증설	
	Pumpkin Hollow O/P	US	80.0	증설	
	Chuquicamata Underground	Chile	80.0	증설	
	Quebrada Blanca Phase II	Chile	55.0	증설	2025년 Phase 2 시운전 개시
	Centinela Second Concentrator	Chile	40.0	증설	
	Lone Star Sulphide	US	35.0	증설	
	Konkola Deep Expansion	Zambia	35.0	증설	
	Lomas Bayas Sulphide	Chile	30.0	증설	
	Nchanga Refractory Ore	Zambia	30.0	증설	
	Pumpkin Hollow O/P	US	30.0	증설	
	Quellaveco	Peru	30.0	증설	
	Deziwa Expansion SXEW	DRC	20.0	증설	신규 투자 유치 중
	Kisanfu SXEW	DRC	20.0	증설	
	Khoemacau	Botswana	15.0	증설	

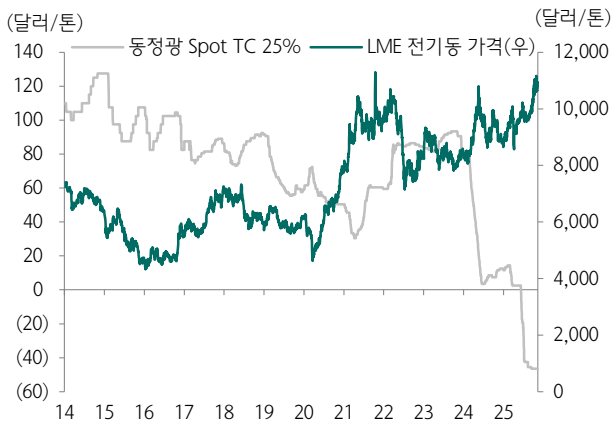
자료: Bloomberg, 하나증권

3) 중국향 Spot 동 T/C 급락, 기타 국가들의 동 제련소 가동을 하락 전망

중국향 Spot 동 T/C
마이너스 기록 불구,
중국 정련동 생산 큰 폭으로 증가
중국향 동 T/C 급락은 중국 제외
제련소들의 가동을 하락과 전기동
공급 감소로 이어질 전망

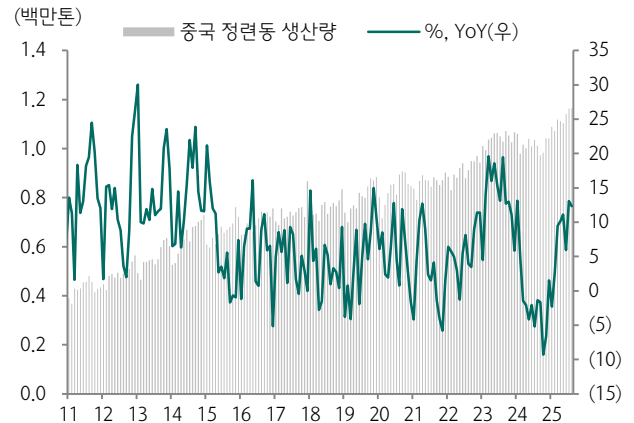
지난해 급락한 이후 올해 들어서 마이너스를 지속해서 기록하고 있는 중국향 Spot 동 제련 수수료(T/C)에도 불구하고, 올해 8월 누적 중국의 정련동 생산은 전년동기대비 9.9% 증가한 896만톤을 기록했다. 이는 1) 중국내 대규모 신규 제련소 가동, 2) 중국의 건조한 동 수요, 3) 중국 제련소들의 동정광의 동 스크랩으로의 대체, 4) 부산물 가격 상승에 따른 동 제련 수수료 손실 상쇄 등이 원인으로 작용한 것으로 판단된다. 중국향 Spot 동 T/C가 급락했음에도 불구하고, 중국 제련소 생산이 증가했다는 것은 다시 말하면 중국을 제외한 기타 국가들의 제련소들 입장에서는 동 정광을 구하기가 훨씬 어려워졌다는 것을 의미하는데 이는 곧 신규 제련소 건설이 제한적인 기타 국가들의 제련소 가동을 하락과 전기동 공급 감소로 이어질 것으로 예상된다.

도표 64. LME 전기동가격 vs. 중국향 Spot 동정광 T/C 추이



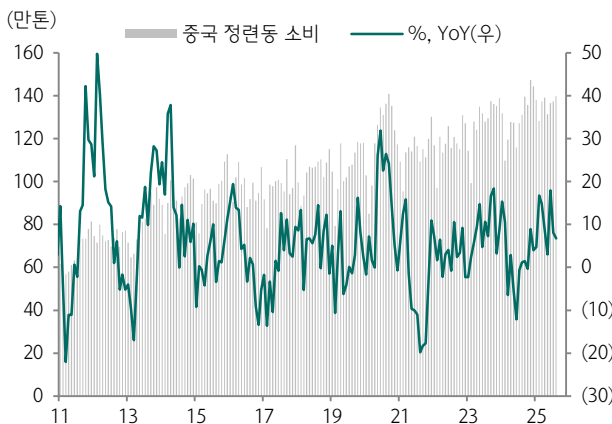
자료: Bloomberg, Datastream, 하나금융투자

도표 65. 중국 정련동 생산 추이



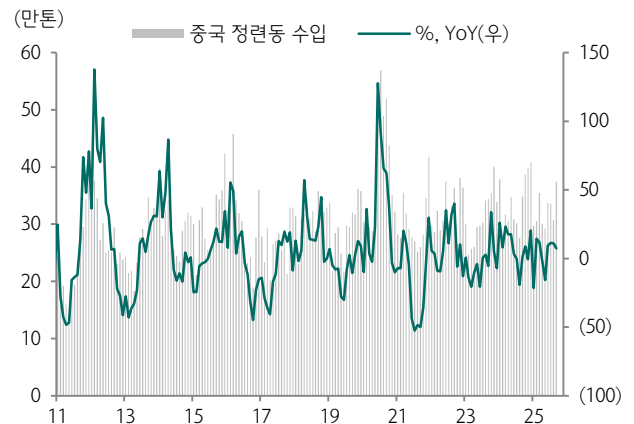
자료: Bloomberg, 하나금융투자

도표 66. 중국 정련동 소비 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

도표 67. 중국 정련동 수입 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

4) '26년 전세계 40만톤의 공급 부족으로 전기동가격 상승 전망

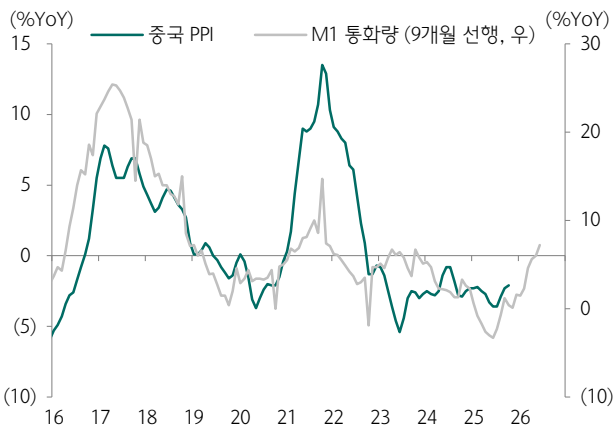
ICSG, '26년 중국 동 수요
+1%(‘25년 +3.3%) 전망
전세계 동 수요의 58% 차지하는
중국이 '26년에는 신용-가격-고정
투자 사이클 순차적 반등 예상
2Q26 PPI 상승률 플러스 전환

중국 고정투자: '25년 사상 첫
역성장 → '26년 3~4% 성장
'26년 중국 동 수요
증가율 +2% 예상
'26년 동 공급 부족 전망:
ICSG 15만톤 vs. 하나증권 40만톤
'26년 전기동가격 12,000 ~
13,000불/톤 예상

ICSG는 2026년 전세계 동 수요는 2.1%(‘25년 +3%) 증가한 2,873만톤을 기록할 것으로 예상했는데 중국 수요 증가를 전망치를 2025년 +3.3%에서 2026년 +1%로 크게 낮췄다. 참고로 지난해 전세계 동 수요의 58%를 중국이 차지했다. 중국은 이미 초과 예금의 해빙이 M1과 주가 반등으로 확인되었고, 2026년에는 금융·자본시장 자금이 실물경제로 유입되며 신용-가격-고정투자 사이클의 순차적 반등이 예상된다. 또한 5년 만에 디레버리징 사이클이 종료되고 리플레이션 국면에 진입할 전망이다. 2026년 2분기 PPI 상승률 플러스 전환, 이후 인프라와 제조업 투자가 회복하며 자본시장-실물경제 선순환을 촉진할 것이다.

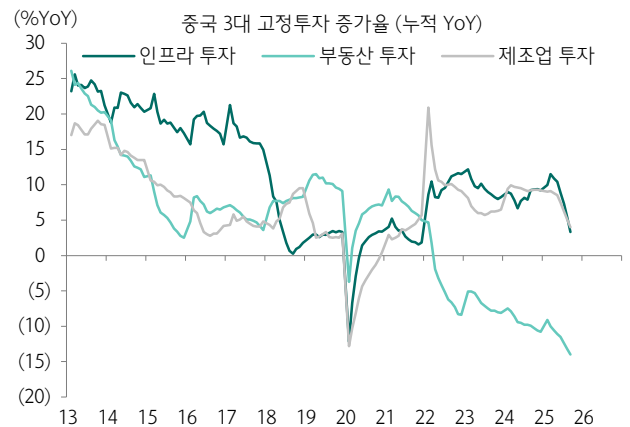
2025년 고정투자 증가율은 사상 첫 역성장이 불가피하지만, 2026년에는 지방정부와 디벨로퍼의 신용 사이클 반등으로 3~4% 성장 전환이 전망되며, 3대 고정투자가 순차적으로 회복될 것으로 예상된다. 인프라 투자는 지방채 차환 프로젝트 효과와 특수채 발행, 민자 참여 활성화로 8~9%대 반등이 가능하다. 부동산 경기는 하향 안정화 국면에 진입하며, 주택 거래와 가격은 상반기 저점을 확인하고 개발투자는 하반기 반등이 예상된다. 이를 감안하면 2026년 중국의 동 수요 증가율은 +2%를 기록할 것으로 예상된다. 참고로 ICSG는 2026년 정련동 수요가 공급을 15만톤 초과할 것으로 추정했는데 이는 공급의 과대, 수요의 과소 추정되었다고 판단되고 하나증권은 40만톤의 공급 부족 전망을 제시한다. 이를 감안하면 2026년 전기동가격은 12,000 ~ 13,000불/톤 수준을 기록할 것으로 예상된다.

도표 68. 중국 PPI 및 M1 통화량 추이



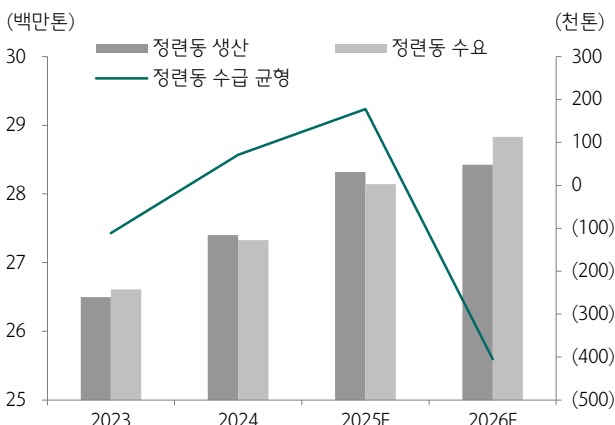
자료: Wind, 하나증권

도표 69. 중국 고정투자 증가율 추이



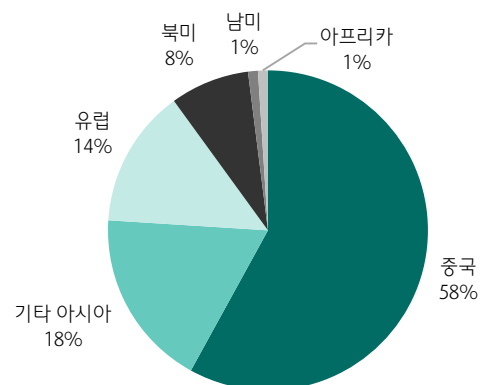
자료: Wind, 하나증권

도표 70. 단기 정련동 수급 전망



자료: ICSG, 하나증권

도표 71. 지역별 동 수요 비중



자료: ICSG, 하나금융투자

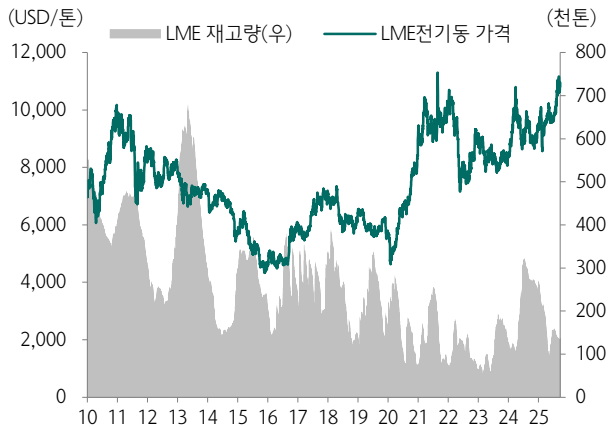
LME와 SHFE 전기동 재고 낮은 수준 지속

2025년 상반기 LME 및 SHFE 전기동 재고가 큰 폭으로 감소했고 하반기에도 비슷한 수준을 유지하며 역사적 저점과 근접해 있다. 이는 상대적으로 양호한 수요와 공급차질로 인해 타이트한 동 수급을 의미한다.

에너지 대전환에 있어 구리 중요성 더욱 부각
장기적으로 동에 대한 수요 큰 폭 증가

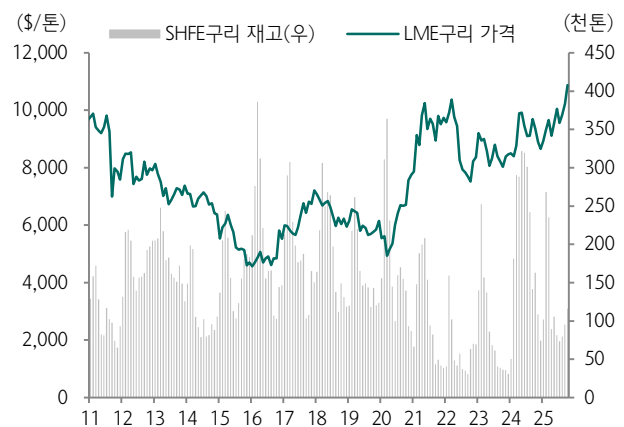
에너지 대전환에 있어서 구리의 중요성이 더욱 확대될 전망이다. 예를 들어 풍력 터빈 한기당 2.5~6.4톤의 구리가 필요하고 태양광 설비의 경우 메가와트당 약 5.5톤, 전기차는 기존 내연기관 차량대비 약 4배 많은 구리가 사용된다. 그로 인해 장기적으로 동에 대한 수요는 큰 폭으로 증가할 것으로 예상된다. 그에 반해 지난 1세기 동안 동 광산에 대한 CAPEX 투자는 제한적이었다는 점을 감안하면 동 공급 부족은 장기적으로 지속될 가능성이 높다고 판단된다.

도표 72. LME 전기동 가격 및 재고 추이



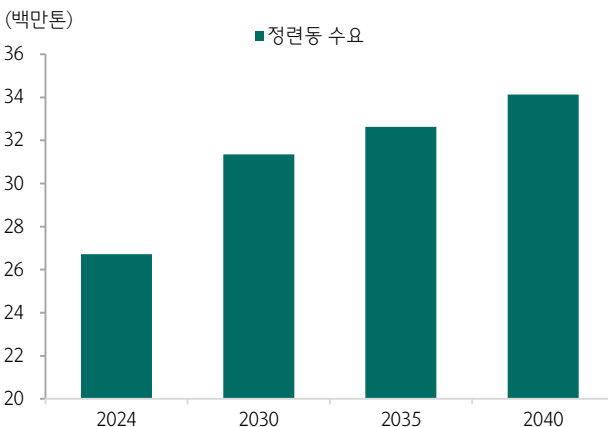
자료: Datastream, 하나금융투자

도표 73. LME 전기동 가격 및 SHFE 동 재고 추이



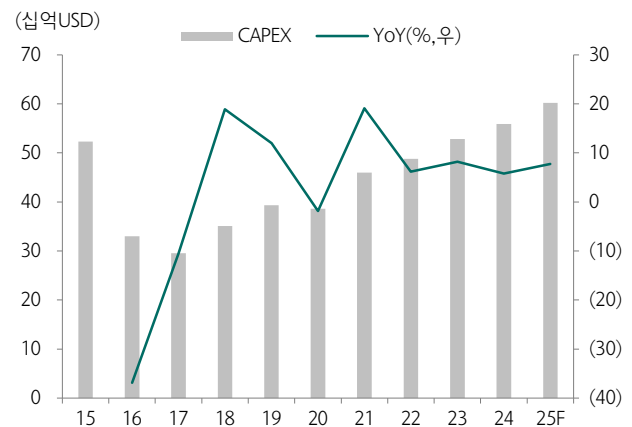
자료: Bloomberg, 하나금융투자

도표 74. 중장기 정련동 수급 전망



자료: IEA, 하나증권

도표 75. 글로벌 주요 광산기업들의 CAPEX 추이



자료: Wood Mackenzie, 하나금융투자

4. 리튬 가격 바닥 확인

1) 장기적으로 염수형 생산 방식과 탄산리튬에 대한 수요 증가 전망

염수 추출방식은 광석 대비
초기 고정비용 높지만 높은
매장량과 저렴한 생산비용
고려시 장기적으로 유리한 방식

현재 리튬이온 배터리에 사용되는 탄산리튬과 수산화리튬을 추출하는 방식은 1) 염수로부터 추출하거나 2) 광석으로부터 추출하는 방식 2가지로 나뉜다. 광석 추출 방식은 상대적으로 공정이 단순하고 생산까지 기간이 짧다는 점에서 유리하지만, 단위당 변동비가 높다는 단점이 있다. 반면 염수 추출은 염호 투자와 시설 구축 등에 따른 초기 고정 투자비용은 높지만 제조원가가 저렴하기 때문에 장기적으로 리튬 수요가 급증하는 환경 속에서 유리한 방식이라고 판단된다. 또한 현재 세계 리튬 매장량 87% 가량은 염호에 매장되어 있어 향후 채굴 기술이 발달할수록 생산량 확대가 용이할 것으로 예상된다.

LFP 배터리 중심의 성장으로
탄산리튬 중심 리튬 수요 증가

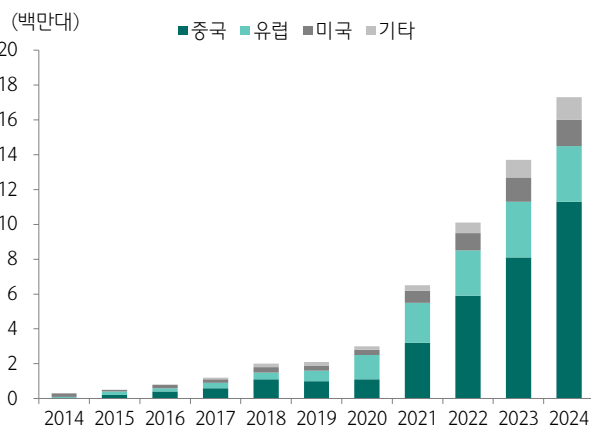
전세계에서 차지하는 중국 전기차 시장 점유율(플러그인 하이브리드 포함)은 2019년 47.6%에서 2024년 65.3%로 증가했다. 중국 전기차는 LFP 배터리를 주로 장착하고 있어 LFP 배터리의 시장 점유율도 동반 증가해 2020년 10%에서 2024년에는 45%를 기록했다. 중국은 고도로 통합된 공급망을 통해 LFP 배터리 생산을 위한 저렴한 원자재를 확보했고 리드타임이 짧으며 저렴하고 효율적인 LFP 배터리 생산 장비 및 기계를 보유하고 있으며 관련된 특허도 보유하고 있기 때문이다. IEA에 따르면 2040년에는 LFP 배터리의 시장점유율이 50%를 상회할 전망이라고 한다. 참고로 삼성 SDI가 미국 인디애나주 GM 합작 공장에 전기차용 LFP 배터리 라인 도입을 진행하고 있고 LG에너지솔루션도 테네시주 공장 일부 라인을 LFP 배터리 생산 라인으로 전환하는 등 국내외 주요 배터리 제조사도 증가하는 LFP수요에 맞춰 LFP 배터리 생산 능력을 증설하고 있어 탄산리튬 중심으로 리튬 수요가 성장할 전망이다.

표 8. 광석과 염수리튬 특징 비교

	염수리튬	광석리튬
자원위치	칠레, 아르헨티나 등 남미지역 및 중국/북미	호주, 중국, 캐나다 등
주요광산	칠레 Atacama, 아르헨 Hombare Muerto 염호 등	호주 Greenbush, Pilgangoora 등
처리공정	지하의 염수를 펌핑 후 폰드에서 자연 농축하고 불순물 제거 및 화학공정을 통해 리튬제품 추출	채광, 파/분쇄, 선광 후 리튬정광 제조, 정광의 열처리/침출 등 전환 통해 리튬제품 생산
장점	낮은 제조원가 (높은 원가경쟁력)	낮은 투자비용 (낮은 진입장벽)
단점	높은 투자비용 (염호투자 및 고지대 조업) 광산 직접 투자/개발 및 보유 필수 환경이슈 (염수/담수 과다사용, 광대한 폰드)	높은 제조원가 (채광비, 정광구매, 에너지 등) 증산을 위해 정광확보 계약 필수 환경이슈 (탄소 잔사/부산물 처리)

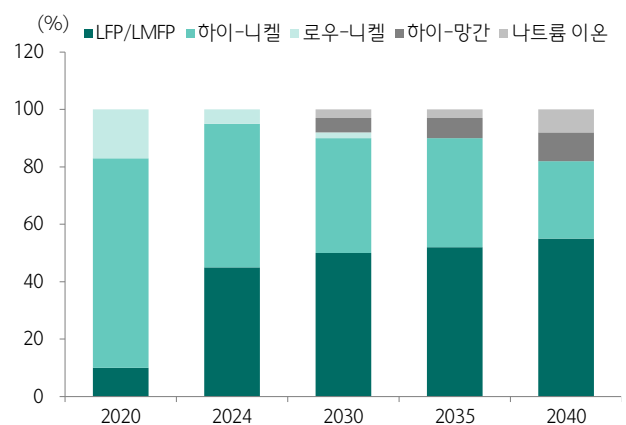
자료: POSCO홀딩스, 하나증권

도표 76. 지역별 전기차(BEV+PHEV) 판매 추이



자료: IEA, 하나증권

도표 77. 종류별 배터리 시장 점유율 전망



자료: IEA, 하나증권

2) 전기차와 2차전지 수요 동반 둔화로 리튬 가격 급락

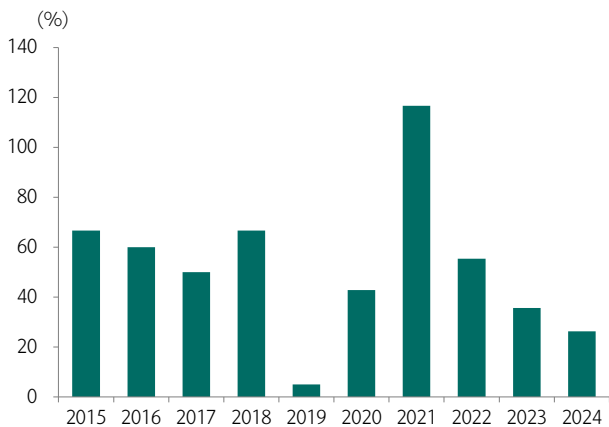
주요국 전기차 보조금 중단에
2022년 전기차 수요
성장을 둔화 국면 진입
전기차 수익성 악화로 신차 출시
미뤄지며 전기차 수요 감소의 악순환
2025년 트럼프 2기 출범으로
미국내 전기차 수요 둔화 우려
더욱 확대

전기차 시장은 2021년 100% 이상의 고성장을 기록한 이후 성장세가 둔화되었다. 미국과 EU와 같은 주요국들이 전기차 보급 확대를 추진하기 위해 전기차 보조금을 지급했는데 2022년 들어 고금리, 경기 침체 및 기존 내연기관 자동차 업계의 반발로 보조금을 축소하거나 폐지하기 시작했기 때문이다. 독일과 중국은 2023년에, 영국은 2022년부터 보조금을 폐지했고 한국도 2024년부터 보조금을 축소하고 있다. 그로 인해 내연기관차대비 가격 경쟁력이 하락하게 되면서 주요 자동차 업체들이 전기차 신차 출시를 미루었고 결과적으로 전기차 수요 둔화로 이어졌다. 특히 2025년부터는 트럼프 2기가 출범하면서 미국이 파리협약을 탈퇴하고 배기가스 규제를 완화하기로 하면서 미국 내 전기차 수요 둔화 우려가 더욱 확대되었다.

전기차 성장 둔화로 2차전지
수요도 동반 둔화
리튬 수요 감소로 가격 급락
CATL 리튬 광산 이윤 반환 이슈
하락 요인으로 작용

전기차 시장 수요 증가율 둔화는 곧 2차전지와 리튬 수요 둔화와 리튬 가격 하락으로 이어졌는데 중국 탄산리튬 현물가격은 2022년 11월 고점 이후 2023년 4월까지 약 70% 급락했다. 2023년 2월 당시 CATL의 '리튬 광산 이윤 반환' 이슈가 확산되며 시장センチ먼트가 추가로 악화한 점도 가격 하락 요인으로 작용했다. 당시 CATL은 시장지배력 강화를 위해 주요 고객사들에게 배터리의 50%는 탄산리튬 20만위안/톤 기준으로, 나머지는 현물 시장 가격으로 탄산리튬을 공급하겠다는 계획을 밝혔는데 발표 당시 탄산리튬 가격은 40만위안/톤의 절반 수준이라 중국 리튬 현물가격 낙폭 확대에 결정적인 요인으로 작용했다.

도표 79. 전기차 시장 전년대비 성장률 추이



자료: IEA, 하나증권

표 9. 주요국 전기차 보조금 정책 변화

	기존	변경
영국	최대 1,500파운드 보조금 (3만 2,000파운드 미만 차량)	2022년 보조금 폐지
독일	4,500유로 보조금 (4만유로 미만 차량)	2023년 12월 보조금 지급 중단
중국	최대 6만위안 지급	2023년 보조금 폐지
한국	580~680만원 지급	2024년부터 100만원씩 축소

자료: PWC, 하나증권

2022년 리튬 가격 급락 당시
수산화리튬 가격 낙폭 제한적
중국 전기차 판매 특히 부진해
LFP 주요 소재 탄산리튬 수요
부진 부각 영향

참고로 2022년 리튬 가격 급락 당시 수산화리튬 가격은 52% 하락하며 탄산리튬에 비해서
는 하락폭이 제한적이었다. 중국 전기차 보조금 폐지 영향으로 2023년 1분기 중국 전기차
판매량 증가율이 글로벌 평균 대비 부진하면서 중국산 전기차에 주로 사용되는 LFP 배터리
에 대한 수요 부진이 두드러졌고, LFP 배터리의 주요 소재인 탄산리튬의 수요 부진이 수산
화리튬 대비 두드러졌기 때문이다.

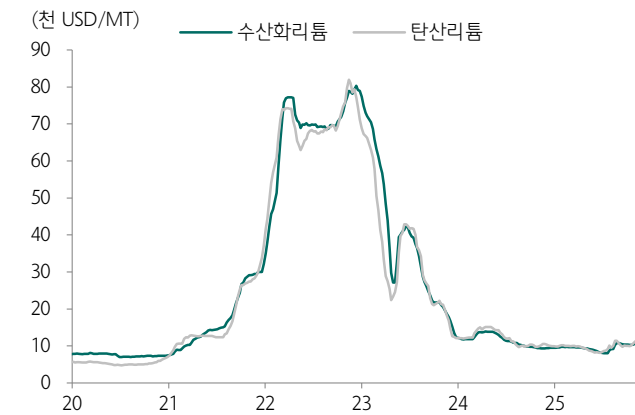
2023년 4월말 중국
리튬 생산업체 감산 돌입
재고 조정 마무리 거래 회복세
탄산리튬과 수산화리튬
가격차이 수렴

중국 최대 탄산리튬 생산지인 장시성 이춘시 리튬 생산업체들이 BEP를 하회하는 가격 급락
으로 2023년 4월부터 본격적인 감산에 돌입했고 현지 고객사들의 재고 조정이 마무리되며
거래량이 회복세로 접어들면서 4월말부터 중국 탄산리튬 가격이 상승세로 전환되었는데 이
후 한 달간 저점 대비 약 50% 상승했다. 당시 탄산리튬과 수산화리튬 간 가격 차이도 수렴
해 2023년 중순부터는 지속적으로 동행하고 있다.

2023년 하반기 재차 급락 후
최근까지도 의미있는 회복 실패
2023년 6월 탄산리튬 가격,
전기차 성장 본격화 이전 인 2021
년초 수준까지 하락

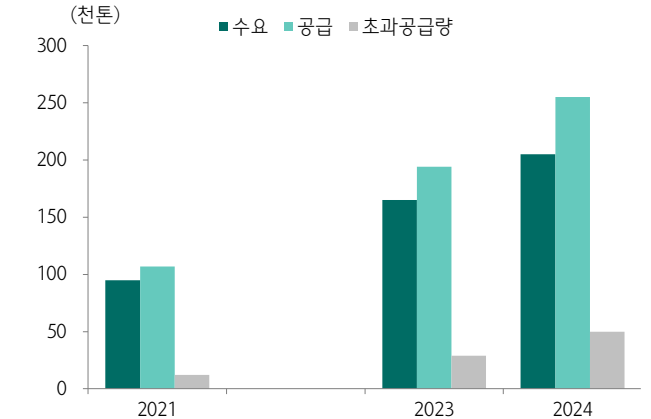
하지만 2022년과 2023년에 걸친 주요국들의 전기차 보조금 폐지에 따른 수요 증가율이 둔
화되면서 2023년 전세계 리튬 초과공급량이 2021년 대비 2배 이상 확대되었고 그 결과 리
튬 가격은 2023년 하반기 재차 급락한 이후 의미있는 수준의 회복을 못하고 있는 상황이다.
참고로 탄산리튬 가격은 지난 2025년 6월에 8.1USD/kg을 기록했는데 이는 역사적 고점 대
비 90% 하락한 가격으로 전기차 성장이 본격화 되기 이전인 2021년 초 수준이었다.

도표 80. 리튬 가격 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 81. 리튬 공급과잉 추이



자료: IEA, 하나증권

3) 중국 정부의 규제와 민간업체의 감산으로 리튬가격 하락세 중단

2025년 3분기 감산 소식으로
리튬 가격 변동성 확대
7월 중국 장거 광산 리튬 채굴
중단, 10월 중순 재가동
당시 리튬 공급 조정 기대감 확대

2025년 3분기에는 주요 리튬 생산업체들의 감산 소식으로 오랜만에 리튬 가격 변동성이 확대되었다. 7월 초 호주 리튬 광산업체의 감산 소문(추후 허위로 밝혀짐)이 있었고 중국에서도 국영 광산회사 Zijin Mining의 장거 광산 염호 채굴 중단 소식이 전해졌다. 당시 중단 이유는 Zijin Mining이 장거 광산을 인수할 당시 칼륨 채굴에 대해서만 지방정부의 허가를 받았는데, 리튬에 대한 허가를 취득할 때까지 즉시 리튬 채굴을 중지하라는 통지를 받았기 때문이다. Zijin Mining은 정상 허가 취득 후 즉시 운영 재개할 계획이었고 실질적으로 10월 중순부터 재가동에 들어갔으나 생산 중단 당시에는 글로벌 리튬 시장에 공급 조정 기대감이 확대되었다.

8월 CATL 젠샤위 광산 채굴
중단, 예상보다 이른 시기에
재가동 돌입
탄산리튬가격 반등 성공하여
10월말 현재 kg당 10불 초반
가격 형성

지난 8월에는 CATL의 장시성 소재 젠샤위 리튬 광산 채굴이 중단되었는데 젠샤위 광구의 채굴 허가 만료로 허가 갱신때까지 운영이 중단된 것이었다. 당초 3개월 중단 예정이었으나 예정보다 훨씬 이른 9월 중순에 재가동에 돌입한 것으로 알려졌다. 참고로 젠샤위 광산은 전세계 리튬 생산의 3%를 차지하는 대규모 광산으로 2024년 4분기에도 일시적으로 가동이 중단된 적이 있었다. 어쨌든 이러한 공급 중단 소식들로 인해 탄산리튬 가격이 반등에 성공하여 11월 초 현재 kg당 11불 수준의 가격이 형성되어 있다.

중국 '24년 11월 광물자원법
개정 이후 '25년 7월부터 시행
리튬 광물 등급이 일정 수준
이상인 경우에만 채굴 허가
신규 채굴 사업 진입 장벽 강화

중국 정부는 지난해 광물자원법을 개정했고 올해 7월부터 시행하고 있다. 당시 개정은 14차 5개년 계획의 원자재 개발 계획 목표에 맞춰 설계된 것으로, 전략 광물 관리에 초점을 맞추고 있다. 지방정부는 천연자원부(Ministry of Natural Resources)의 허가가 있어야만 채굴 허가를 승인할 수 있도록 변경됐고, 리튬 광물 등급이 일정 수준 이상인 경우에 한해서만 채굴 허가를 발급하도록 변경됐다. 또한 채굴 및 제련 과정 전반에 걸쳐 배출 및 생태 복원에 대한 의무사항이 추가되며 신규 채굴 사업 진입 장벽이 강화됐다. 이런 규정 변화는 리튬 광산 구조조정의 신호로 여겨진다.

표 10. 중국 광물자원법 개정 주요 내용

	기존 광물자원법	개정 광물자원법	의미 및 영향
법의 목적	자원개발 촉진 및 이용 효율 중심 법안	국가 광물자원 안보 법 목적에 명시	산업정책에서 자원안보정책으로의 격상
광업권 승인 방식	중앙·지방정부 내부 보고 수준	자연자원부 승인 필수로 승인 권한 자연자원부 집중	광업권 통제권 중앙정부 집중
채굴 허가 요건	품위, 등급 요건 불명확	광물자원 회수율 등이 국가 표준 요구에 부합해야 함을 명시해 전략광물 품위 기준 강화	저품위 광산의 난개발 억제
전략광물 비축 제도	별도 조항 없음	전략 광물 국가 비축 및 공급 안정 조항 신설	전략광물 국가 통제 강화
생태 복원 규정	별도 조항 없음	생태복원 조항 신설, 채굴 전 복원 계획 제출 의무화	환경 책임 제도화, 난개발 억제

자료: 하나증권

중국 정부, 지난 9월에 ‘05~’06
비철금속 성장 안정화 계획 발표
리튬, 구리 등 10대 비철금속
생산량 증가율을
지난해 4.3%에서
올해 1.5%로 하향 조정

지난 9월 중국 공업 정보화부는 2025~2026 비철금속 성장 안정화 계획을 발표해 리튬, 구리, 알루미늄 등 10대 주요 비철금속 생산량 연간 증가율을 지난해 4.3%에서 올해 1.5%로 큰 폭으로 하향 조정하며 중국 정부의 리튬 공급 과잉 축소 의지를 반영했다. 재활용 금속 생산량을 2,000만톤으로 확대 목표를 설정하고, 고순도 금속 생산, 전기차, 항공우주 등 신항산업 제품 생산을 촉진해 비철산업의 전반적인 공급 구조 전환을 모색하고 있다.

표 11. 2025~2026 비철금속 성장 안정화 계획 주요내용

분류	주요 내용
대상 금속	리튬, 구리, 알루미늄, 아연, 납 등 10대 주요 비철금속
산업부가가치 증가율 목표	연평균 5% (전년비 0.5%p 하락)
주요 비철금속 생산량 증가율 목표	연평균 1.5% (전년비 2.8%p 하락)
재생금속 생산량 목표	연간 2,000만톤 이상 재생금속 생산 목표
주요 방안	- 고급 고순도 금속, EV, 항공우주, AI 등 신항산업 제품 생산 촉진 - 재활용 기지 설립, 폐금속 활용 강화, 재활용 금속 수입 기준 제정 - 재활용 자원 수입 지원

자료: 하나증권

C

4) 전기차, 특히 ESS 수요 증가로 증장기 리튬 가격 회복 전망

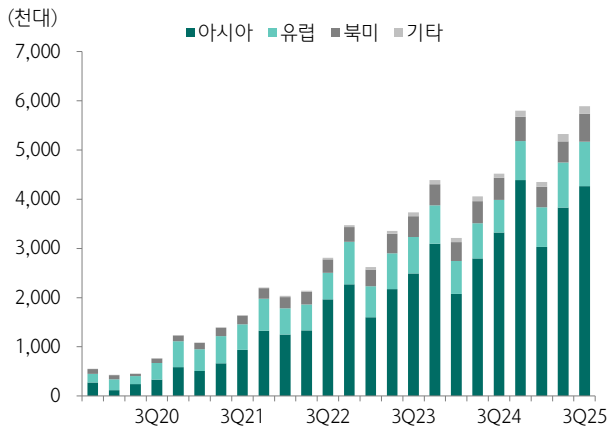
전세계 전기차 판매, '24년 1,700만대 상회
'25년 2,000만대 이상 예상
'30년 4,500만대로 전체 자동차 시장의 40% 차지 전망

리튬의 주요 수요처인 전기차 시장은 앞서 언급한대로 2021년 100% 이상의 고성장을 기록한 이후 성장세가 둔화되면서 지난해에는 28% 성장에 그쳤다. 국가별로는 중국이 전세계 생산의 70% 이상을 차지했는데 특히 중국 자동차 판매의 대략 절반은 전기차가 차지했다. 다만 유럽과 미국의 성장률은 크게 둔화되었다. 전세계 전기차 판매는 2021년 고점 이후 지속적으로 성장이 둔화되었지만 그래도 지난해 여전히 30%에 가까운 성장률을 기록했는데 IEA에 따르면 2024년 전세계 전기차 판매는 1,700만대를 상회한 이후 올해는 25% 증가하며 2,000만대 이상을 기록하면서 전체 자동차 시장의 25%를 차지할 것으로 예상했다. 또한 2030년에는 전기차 판매가 약 4,000만대로 전체 자동차 시장의 42%를 차지할 것으로 전망했다.

2025년 1분기 전세계 전기차 판매량 430만대, 전년동기비 38% 성장
유럽 지역 판매량

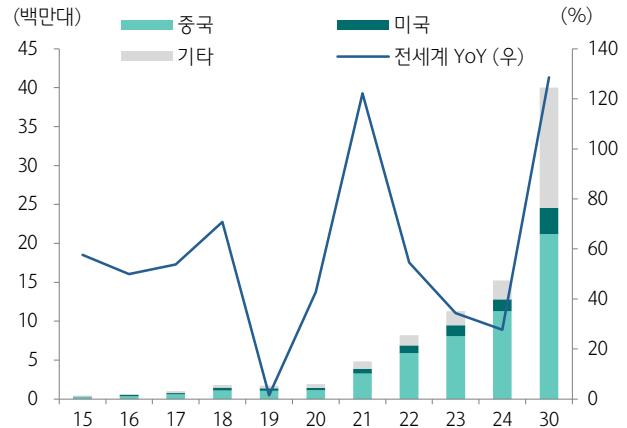
전기차 캐즘 영향으로 2024년 전기차 성장률은 다소 주춤했지만 2025년 3분기 전세계 전기차 판매는 588만대를 기록하며 전년동기비 30% 성장했다. 유럽 지역 판매량이 90만대를 기록하며 역대 3분기 중 최대 판매량을 기록했고, 아시아 지역 판매량도 전년동기비 28% 상승한데 따른 것이다. 이러한 성장세 회복에 힘입어 2025년 전기차 판매량은 전년대비 25% 증가해 2,000만대를 상회할 것으로 예상된다. 전기차 시장의 지속적인 수요 성장에 동반해 리튬 수요도 함께 증가할 전망이다.

도표 82. 주요 지역 전기차(BEV+PHEV) 판매 추이



자료: Marklines, 하나증권

도표 83. 주요 지역별 전기차(BEV+PHEV) 수요 동향



주: 2030년 YoY는 2024년 대비

자료: IEA, 하나증권

21세기에는 데이터센터 확보
경쟁 본격화

미국내 새로운 AI 인프라
구축 위한 스타게이트 프로젝트 올
해 1월 발표 비롯,
AI 산업 급성장

AI 산업 성장에 따라 관련
전력 공급의 중요성 확대,
전력 관리용 ESS 관심 확대
AI 데이터센터 전력소비,
‘30년이 되면 ‘20년의 3배,
‘24년의 2배 가까이 증가 예상

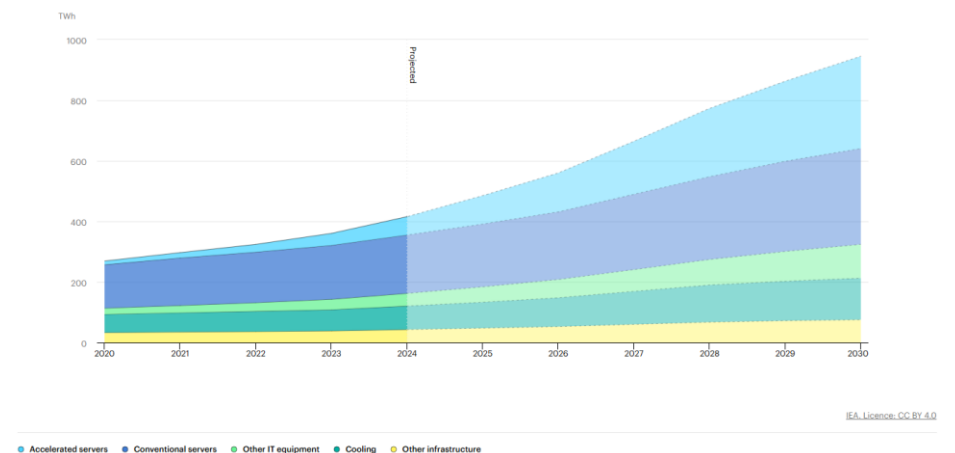
최근 데이터센터, 24시간 연중 무
휴 가동 시간 보장 과제 직면
이에 대한 대안으로 BESS 각광

한편, 20세기 냉전시대에서는 전쟁과 국가 안전보장을 위해 더 많은 핵무기 확보 경쟁이 치열했으나 21세기에는 더 많은 데이터 분석과 연산을 위해 데이터센터 확보 경쟁이 본격화되고 있다. 특히 OpenAI, Oracle, Softbank, MGX가 초기 지분투자자로 참여하여 미국에 새로운 AI 인프라를 구축하기 위해 향후 4년간 5,000억 달러를 투자하겠다는 스타게이트 프로젝트가 올해 1월에 발표된 것을 비롯하여 GPT 등 주요 LLM 모델의 발전에 따라 AI 산업이 급격히 성장하고 있다.

그에 따라 데이터센터에 대한 전력 공급의 중요성이 커지고 있으며 그 일환으로 전력 피크 관리용 ESS에 대한 관심이 커지고 있다. AI 서비스를 운영하기 위해서는 GPU, 서버, 냉각장치 구축이 필요하고 각 장치가 상당한 수준의 전력을 소비하기 때문에 기존 데이터센터 대비 AI 데이터센터가 최대 10~20배 이상의 전력을 요구한다. 참고로 OpenAI CEO 샘올트만은 “1GW의 전기를 새로 구하기가 너무 어렵다.” “전기는 새로운 원유와 같다.”와 같은 말을 언급한 적이 있을 정도로 데이터센터를 위한 안정적인 전력 공급의 중요성이 확대되고 있다. 참고로 AI 데이터센터의 전력소비는 2030년이 되면 2020년의 3배, 2024년의 2배 가까이 증가할 것으로 예상된다.

최근 데이터센터는 클라우드 컴퓨팅 및 AI와 같이 급증하는 디지털 워크로드로 인해 엄청난 양의 전력(전세계 전력의 2%)을 소비하고 있기 때문에 노후화된 그리드와 정전에도 불구하고 24시간 연중 무휴 가동 시간을 보장해야 한다는 과제에 직면했는데 이에 대한 대안으로 배터리 에너지 저장시스템(BESS)이 각광받고 있다. 전통적으로 데이터센터는 정전 시 백업 전력으로 디젤 발전기를 사용했으나 짧은 전력 공백 발생, 다량의 탄소 배출, 소음, 광범위한 유지 보수 등의 단점이 있었다. 하지만 BESS는 이러한 문제를 해결함과 동시에 전력 충전과 방전의 유연성(비용 절감 및 효율성 향상)과 각종 안전성을 제공한다는 점에서 훨씬 뛰어나다.

도표 84. AI 데이터센터 장비별 전력소비량 전망



자료: IEA, 하나증권

IEA, AI 데이터센터 전력 소비량
 전망: '24년 400TWh → '30년
 945TWh
 데이터 센터의 전세계 전력 수요:
 현재 2% → '30년 4%
 미국 데이터 센터의 전력 수요:
 '18년 1.9 → '28년 12%

IEA에 따르면 2024년 400TWh가량이었던 AI 데이터센터 전력 소비량은 2030년에는 두 배 이상 증가한 945TWh를 기록할 것이라고 전망했다. 현재 데이터 센터는 전세계 전력 수요의 2%를 차지하고 있는데 2030년까지 비중이 4%대로 증가할 것으로 예상된다. 특히 국가별로 가장 큰 비중을 차지하는 곳이 미국인데 미국은 전체 전기 에너지 소비량 가운데 데이터센터 비중이 2018년에 1.9%에 불과했는데 데이터센터 급증으로 2028년에는 최대 12%까지 차지할 것으로 전망되고 2024년 약 35GW 수준인 데이터센터 전력 수요가 2035년에는 2배 이상 증가한 78GW를 기록할 것으로 예상된다. 결과적으로 추후 미국에서는 데이터센터가 알루미늄, 철강, 시멘트, 화학 등을 포함한 다른 모든 에너지 집약 산업을 합친 것보다 더 많은 전력을 소비할 것으로 예상된다.

유럽 또한 지난 10년간 전력 수요
 감소세 지속에서 향후 10년간
 성장세 지속 예상
 안정적 데이터센터 운영 위해서
 ESS 구축 필요
 ESS 수요 증가가 2차전지 리튬
 수요에 상당 부분 기여 전망

유럽 또한 효율성 증대로 지난 10년간 전력 수요가 감소세를 지속했으나 향후 10년간 성장세가 지속될 것으로 예상된다. 주요 테크기업의 PPA 계약 또는 데이터센터 운영 기업의 재생에너지 직접 투자로 수요 총족이 이루어질 것으로 보인다. 하지만 태양광 또는 풍력 등 신재생 에너지는 간헐적 특성이 있어 안정적인 데이터센터 운영을 위해서는 ESS(Energy Storage System) 구축이 필요하다. 2030년 ESS 전체 용량 중 배터리가 75%를 차지할 전망으로 ESS 수요 증가가 2차전지용 리튬 수요에 상당 부분 기여할 전망이다.

도표 85. 전세계 ESS 신규 설치 용량 동향

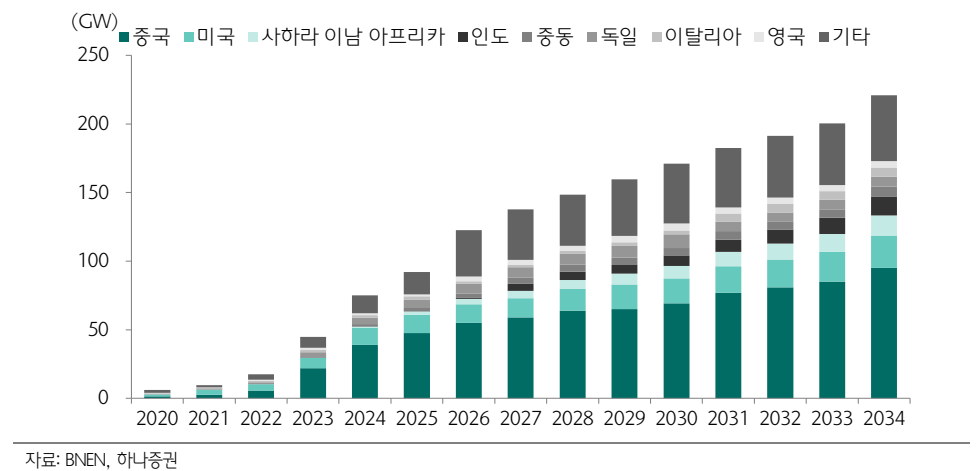


도표 86. 미국 데이터센터 전력 사용 동향

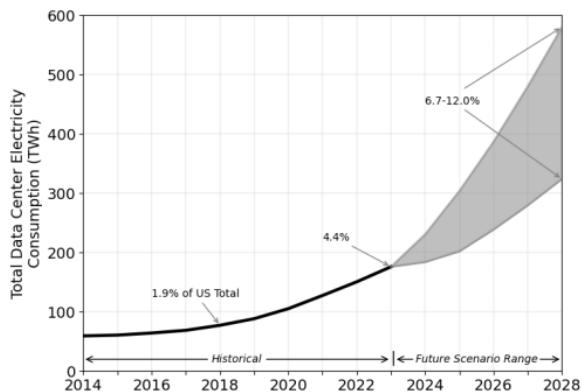


도표 87. 유럽 전력 수요 증가율 동향

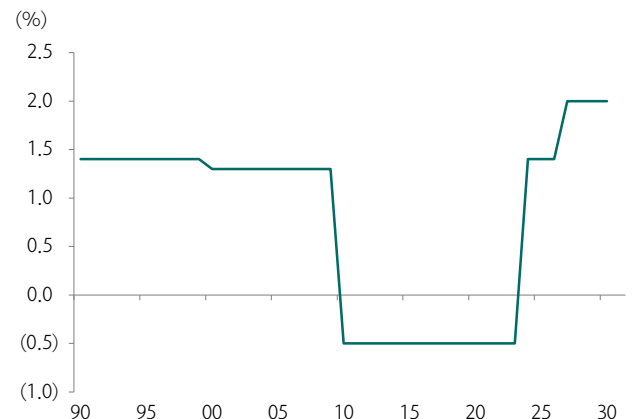
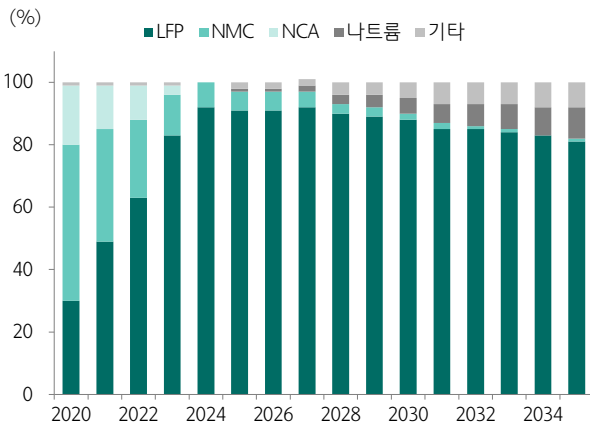
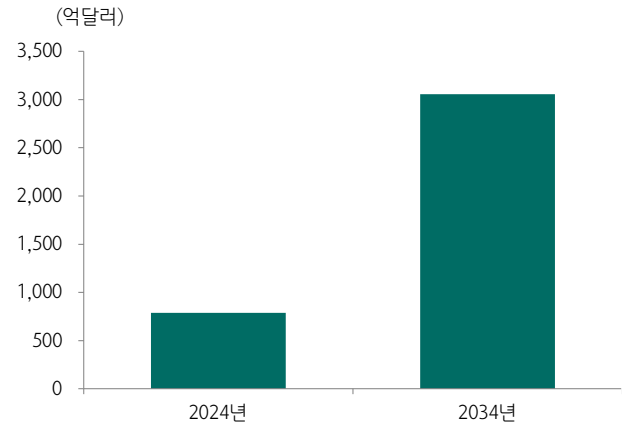


도표 88. ESS 종류별 용량 전망



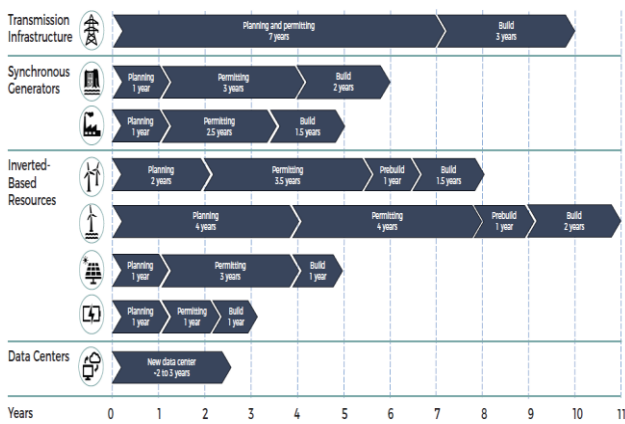
자료: IEA, 하나증권

도표 89. 미국 ESS 시장 규모 전망



자료: Global Market Insight, 하나증권

도표 90. 데이터센터와 전력인프라 준공 시간 비교



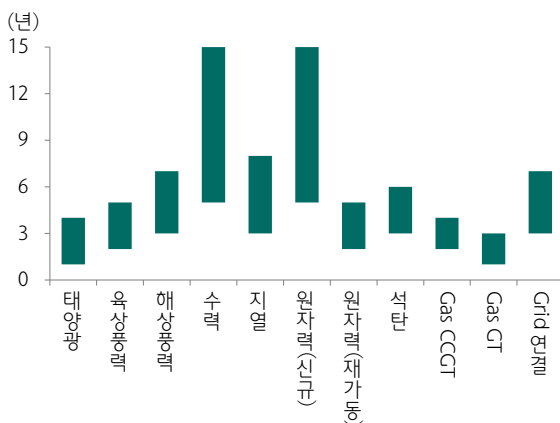
자료: GridLab, 하나증권

도표 91. 주요 지역별 데이터센터 그리드 연결 대기 시간

지역	평균 대기 시간	지역	평균 대기 시간
미국	1~3 년	간토 (일본)	5 년 이상
북부 버지니아 (미국)	최대 7 년	말레이시아	3 년 이하
캘리포니아 (미국)	3 년	퀸즐랜드 (호주)	2 년 이상
독일	최대 7 년	이탈리아	3 년 이하
영국	5~7 년	스페인	3~5 년
네덜란드	최대 10 년	더블린 (아일랜드)	2030 년까지 중단

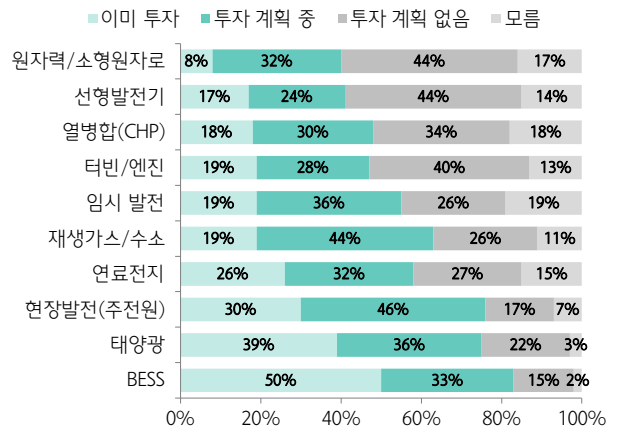
자료: IEA, 하나증권

도표 92. 전력원별 건설 기간



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 93. On-site 발전원별 투자 계획



자료: AlphaStruxure, 하나증권

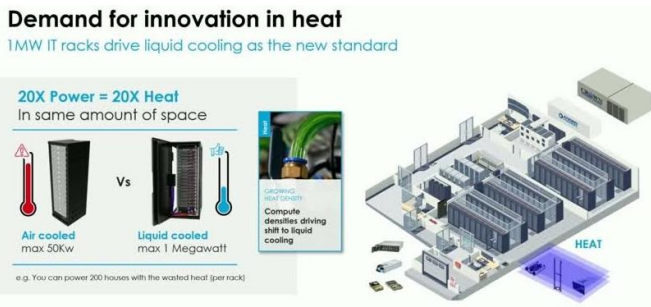
GPU 부하 증가로, 데이터센터내 ESS 설치 수요 증가 전망

데이터센터의 에너지저장시스템(ESS) 설치 수요는 최근 GPU 부하 급증으로 인해 더욱 빠르게 증가하고 있다. 이는 서버랙의 소비전력 급증으로 인한 부하 평탄화 필요성과 직류(DC) 전환으로 인한 전력 구조 변화라는 두 가지 축을 통해 설명된다.

첫째, AI 연산 고도화로 서버랙당 전력소모가 급증하고 있다. NVIDIA는 2025년 OCP 서밋에서 AI 서버랙의 전력 소비가 현재 약 120kW에서 2020년대 말에는 1MW까지 증가할 것으로 전망하였다. Hopper에서 Blackwell, Rubin 세대로 넘어가며 GPU 전력밀도가 3.4배 상승하고, 단일 랙이 MW급 부하를 형성하는 시대가 도래하고 있다. 수천 개의 GPU가 동기화되어 구동될 경우 부하가 밀리초 단위로 30~100% 사이를 출렁이며, 이로 인한 전력 변동성이 그리드 불안정을 야기한다. 따라서 부하 평탄화를 위해 일정 시간 동안 전력을 저장·방출할 수 있는 ESS 수요가 증가하고 있다. 예를 들어 1GW급 데이터센터에서 부하 변동 폭이 $\pm 100\text{MW}$, 지속 시간이 30분이라면 약 50MWh의 ESS가 필요하다.

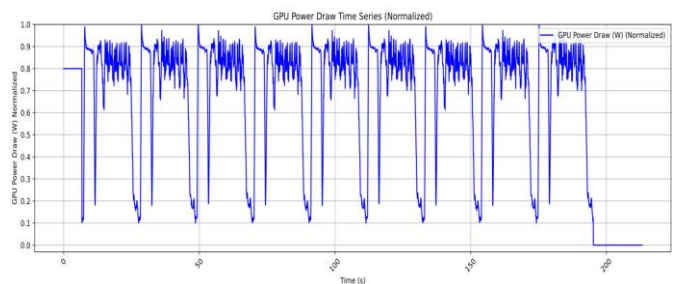
둘째, 데이터센터의 전력 구조가 기존의 교류(AC) 기반에서 직류(DC) 중심으로 전환되고 있다. 지금까지는 서버 장비가 AC 입력을 전제로 설계되어 있어, 외부 전력을 AC→DC→AC로 반복 변환하며 10~15%의 전력 손실이 발생하였다. 그러나 DC 백본 구조에서는 ESS가 공용 전력선(DC Bus)에 직접 병렬 연결되어 서버 부하와 같은 루프 안에서 전류를 실시간 조정한다. 이로 인해 ESS는 기존의 비상용 UPS 배터리에서 벗어나, 평상시에도 전력 품질을 조절하는 상시 운전형 전력버퍼(active buffer)로 진화한다. 즉, DC 전환은 ESS를 ‘보조 전원’이 아닌 ‘중심 전력 인프라’로 끌어올리며, 데이터센터의 ESS 설치율과 운용률을 근본적으로 높이는 방향으로 시장 구조를 바꾸고 있다.

도표 94. AI 서버 랙당 전력 소비



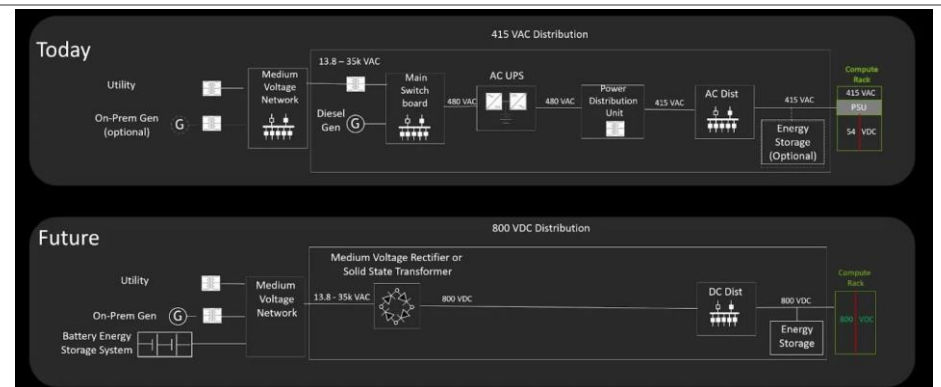
자료: OCP(Open Compute Project) Global Summit

도표 95. 데이터센터의 전력 변동성 확대



자료: Moonlight

도표 96. NVIDIA 데이터센터 전력 체계의 변화



자료: NVIDIA

지난해 리튬 수요 30% 증가한
20.4만톤(110만톤 LCE) 기록
지난해 리튬 공급 35%
증가하면서 수요 증가율 상회

IEA, 리튬 수요 전망:
'24년 c
2020년대 후반부터 수요가 공급
추과 예상

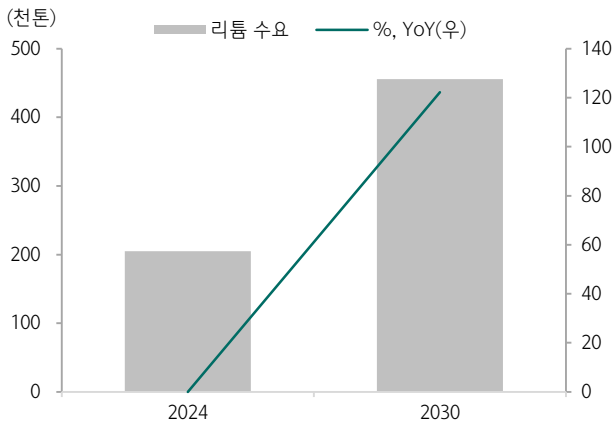
기관들 리튬 수요(LCE) 전망:
앨버말: '25년 180만톤 →
'30년 370만톤
블룸버그: '24년 120만톤 →
'30년 300만톤
Lithium Harvest: '24년 110만톤
→ '30년 300~370만톤
전반적인 리튬 수급 개선
2020년대 후반보다 이른 시기 예상

IEA에 따르면 지난해 리튬 수요는 30% 증가한 20.4만톤(110만톤 LCE)을 기록했는데 절반 이상이 전기차에서 발생했고 ESS 비중도 9.3%를 기록했는데 특히 LFP 배터리 수요 급증으로 수산화리튬보다는 탄산리튬 수요 증가가 두드러졌다. 다만 지난해 리튬 공급이 35% 증가하면서 수요 증가율을 상회했고 리튬가격 하락의 원인으로 작용했다.

1) IEA는 중장기적으로 전기차, 특히 ESS 수요 확대로 2030년 리튬 수요는 2024년의 20.5만톤 대비 122% 증가한 45.5만톤을 기록할 것으로 전망했는데 지속적으로 증가하는 리튬 수요에 대응하기 위해서는 55곳의 평균 규모 수준의 리튬 광산이 필요한 것으로 알려졌다. 또한 현 시점까지 계획된 리튬 프로젝트 규모를 고려하면 2020년대 후반부터 수요가 공급을 초과하고 이후 지속적으로 리튬 공급 부족분이 확대될 전망이다.

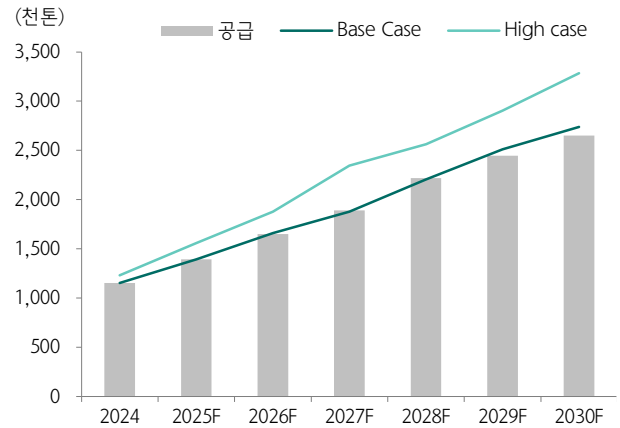
IEA는 주요 기관들 중 보수적인 리튬 수요 전망치를 제시한데 반해 메이저 리튬 생산업체인 2) 앨버말은 리튬 수요(LCE)가 2025년 180만톤 기록 이후 2030년에는 370만톤으로 2배 이상 증가할 것으로 전망함과 동시에 9 USD/kg 수준의 다소 낮은 리튬 가격 수준에서는 신규 프로젝트 수익 확보 어려움으로 예상보다 공급 증가 가능성이 낮을 것이라고 분석한 바 있다. 3) 블룸버그의 경우 리튬 수요(LCE)가 2024년 120만톤에서 2030년에는 2.5배 가까이 증가한 300만톤을 기록할 것으로 전망했고 4) Lithium Harvest는 리튬 수요(LCE)가 2024년 110만톤에서 2030년 300~370만톤으로 3배 증가할 것으로 전망했다. 동시에 이들은 리튬의 수요 급증으로 전반적인 수급 개선이 2020년대 후반보다 이른 시기에 올 것으로 예상했다.

도표 97. IEA 리튬(Li 기준) 수요 전망



자료: IEA, 하나증권

도표 98. Lithium Harvest 리튬(LCE 기준) 수요 전망

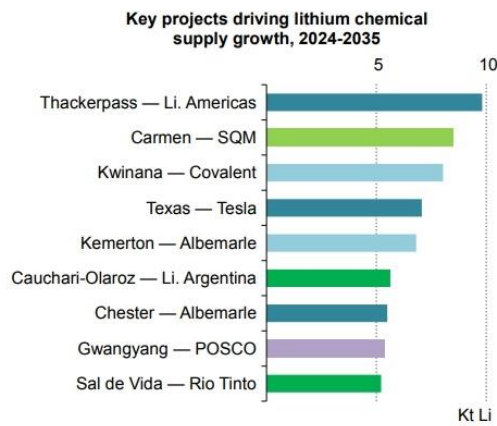


자료: Lithium Harvest, 하나증권

일부 기관 리튬 수급 개선 시기가
2020년대 후반 혹은 그 이후로 전망
낮은 수준의 리튬 가격에 따른
광산들의 생산 조정, 신규 프로젝트
연기, 중국 정부의 신규 광산 규제
등으로 리튬 공급 예상 하회 예상
'26년 리튬 가격 12,500~14,000
불/톤 전망

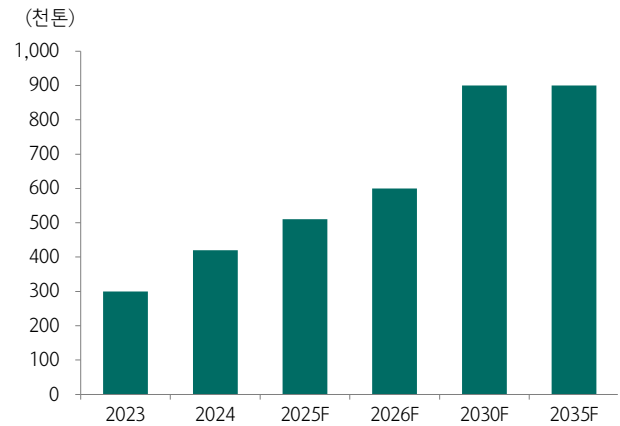
반면, 앞서 언급한대로 IEA는 2020년대 후반을 수급 개선 시기로 제시했고 우드맥킨지의 경우 적어도 2030년까지 리튬 공급 부족이 발생하지 않을 것으로 전망하기도 했다. 결국 단순한 얘기지만 리튬 수요 회복 강도의 공급 축소 여부에 따라 리튬 가격 반등 여부와 시기가 결정될 것이다. 낮은 수준의 리튬 가격으로 일부 광산들이 생산 조정에 나섬과 동시에 신규 프로젝트들이 연기되고 있으며 중국 정부의 신규 광산에 대한 규제 등으로 리튬 공급이 예상을 하회할 가능성이 높다고 판단된다. 참고로 앨버말은 리튬 가격이 9 USD/kg 이하일 경우 전세계 리튬 공급의 약 40%가 손익분기 이하로 분석한 바 있다. 결과적으로 2026년 리튬 탄산염 가격은 톤당 12,500~14,000달러에 이를 것으로 예상된다.

도표 99. '24~'35년 주요 리튬 화합물 공급 프로젝트(중국 제외)



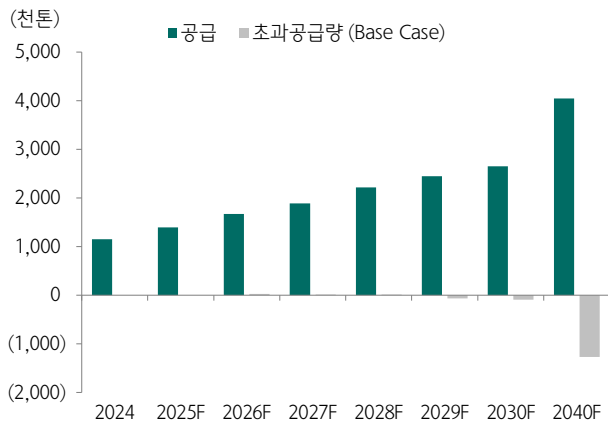
자료: IEA, 하나증권

도표 100. 중국 리튬 생산 전망



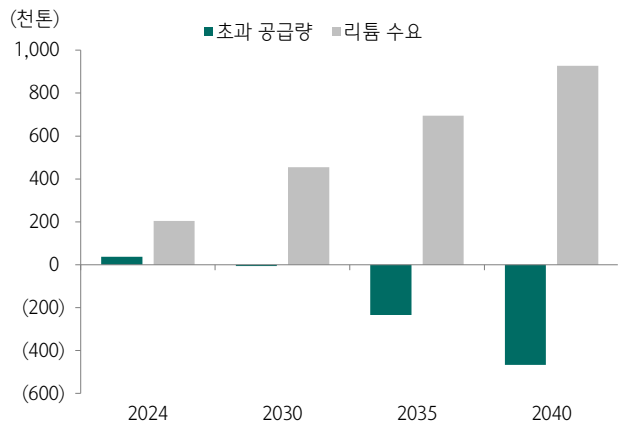
자료: Fastmarkets, 하나증권

도표 101. 중장기 리튬 수요 및 초과 공급량 전망 I



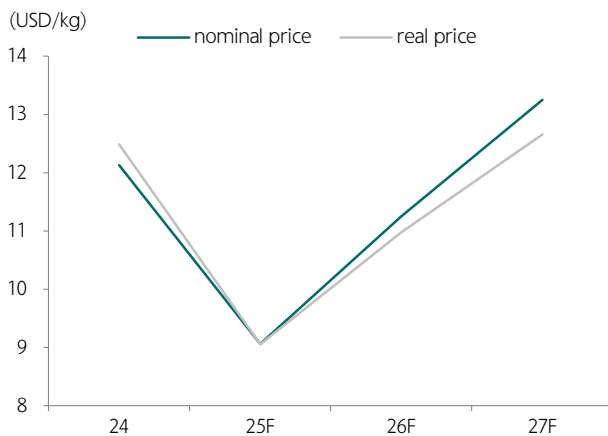
자료: Lithium Harvest, 하나증권,

도표 102. 중장기 리튬 수요 및 초과 공급량 전망 II



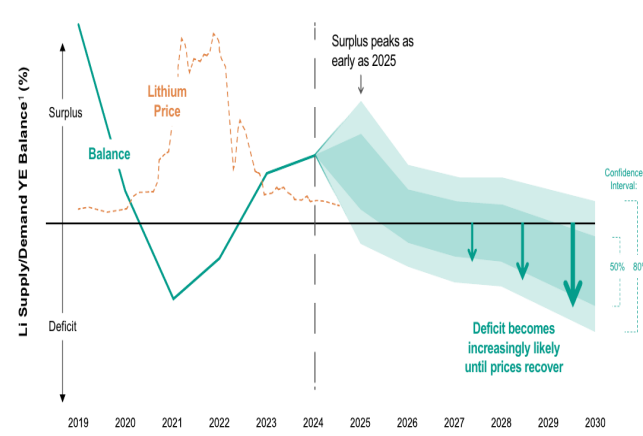
자료: IEA, 하나증권

도표 103. 수산화리튬 글로벌 가격 전망



자료: 호주산업과학자원부, 하나증권

도표 104. 중장기 리튬 수급 전망(Albemarle)



자료: Albemarle, 하나증권

5) 나트륨 이온 배터리, 한동안 리튬 수급에 영향 제한적일 전망

최근 나트륨 이온 전지 시장에서 주목
나트륨 이온 전지는 여러 기술적
및 실용적 한계로 인해 리튬 이온
전지 대비 상용화가 늦어짐

최근 2차전지 배터리 시장에서 주목받고 있는 것이 나트륨 이온 전지인데 나트륨 이온 전지는 리튬 이온 전지와 동일한 원리로 작동하지만 금속 이온을 리튬 대신 나트륨으로 대체한 구조의 이차 전지다. 리튬 이온 배터리와 비슷한 시기에 개발이 시작됐으나 여러 기술적 및 실용적 한계점으로 리튬 이온 배터리에 비해 상용화가 늦어졌다. 나트륨이온은 리튬 이온에 비해 크기가 커서 흑연을 음극재로 사용할 수 없고, 경질 탄소 등 대체 소재를 사용해야 하는데 그 제조 비용과 수명이 불안정하다는 문제가 있었다. 또한 나트륨의 표준전극전위가 리튬 대비 높아 리튬이온 배터리에 비해 에너지 밀도가 낮아 불리하다.

나트륨 이온 전지의 장점: 리튬 이온
대비 저가 제조 가능
낮은 폭발 위험

반면, 나트륨은 해수에 풍부하게 존재하고 있어 리튬 대비 수급이 매우 원활하고 저렴하기 때문에 저비용으로 배터리 제조가 가능하다. 또한, 열폭주 온도가 리튬이온 전지에 비해 높아 폭발 위험이 리튬 이온 전지에 비해 낮다. 최근 리튬 자원 확보를 둘러싼 지정학적 불안정성이 높아지고, 리튬 이온 배터리의 폭발 가능성 등 불안정성이 부각되면서 나트륨 이온 전지 상용화 움직임이 나타나고 있다.

중국의 CATL, '25년 12월 2세대
나트륨 이온 배터리 양산 예정
CATL, 향후 규모 확장 시,
LFP 배터리 경제성 따라잡을
것으로 예상
BYD 또한 올해 여름 나트륨
이온 배터리 양산 라인 공개

중국의 CATL이 가장 먼저 상용화에 나섰는데 이미 2021년부터 1세대 제품 양산을 시작했고 2025년 4월에는 2세대 제품 'Naxtra'를 공개하고 2025년 12월부터 양산할 예정임을 밝혔다. Naxtra는 우선 전기차 및 중장비용으로 공급될 예정이다. 에너지밀도가 175Wh/kg으로, LFP 배터리의 185Wh/kg 수준에 근접한 수준을 구현했다. CATL은 나트륨 이온 생산 비용이 동급의 LFP에 비해 두배 가량 높다고 밝히고 향후 나트륨의 풍부한 공급량을 효율적으로 활용하고, 규모를 확장하면 LFP 배터리의 경제성을 따라잡을 수 있을 것으로 예상했다. BYD 또한 올해 여름 대규모 나트륨 이온 배터리 양산 라인을 공개했는데 에너지밀도가 160kWh/kg 수준의 성능을 제공한다고 밝혔다.

2026년을 기점으로 나트륨 이온
배터리 기술 경로 명확,
시장 점유율 확대 예상
다만 향후 몇 년간은 나트륨 이온
배터리 생산 비용이 높기 때문에
전기차 시장에서의 급속한 점유율
확대 가능성 제한적

2026년을 기점으로 나트륨 이온 배터리 기술 경로가 명확해지고 표준화가 완성되면서 시장 점유율 확대가 예상되는데 특히 CATL의 창립자인 장이보는 나트륨 이온 배터리가 향후 LFP의 적용 분야 중 최대 절반을 대체할 수 있을 것이라고 언급한 만큼 향후 나트륨 이온 배터리의 향후 전기차 시장으로의 확대 여부가 주목받고 있다. 다만 향후 몇 년간은 나트륨 이온 배터리 생산 비용이 LFP 배터리 비용보다 훨씬 높기 때문에 전기차 시장에서의 급속한 시장점유율 확대 가능성은 제한적이라 판단된다.

표 12. 나트륨 이온 전지와 리튬 이온전지 특성 비교

구분	나트륨 이온 전지	리튬 이온 전지	비고
사용 이온	Na ⁺ (나트륨 이온)	Li ⁺ (리튬 이온)	원리는 두 배터리 모두 동일
이온 반경	1.02 Å	0.76 Å	전극 구조 안정성에 영향
전압·에너지밀도	낮음 (전위차 작음)	높음	나트륨의 표준전위가 리튬보다 약 0.3V 높아 음극재와의 전위차가 작아 에너지 밀도가 낮음
원재료 가격	저렴, 매장량 풍부	희소 금속으로서 가격 변동 큼	나트륨은 해수에서도 추출 가능
안전성	열 폭주 위험 낮음	에너지 고밀도 특성으로 폭발 위험 존재	안전성이 높아 ESS 적합
온도 특성	저온에서도 비교적 안정	저온 성능 저하	
적합 용도	대형 ESS·저가형 EV에 적합	EV·모바일 등 고에너지밀도 수요	

자료: 하나증권

도표 105. CATL의 나트륨 배터리 'Naxtra'



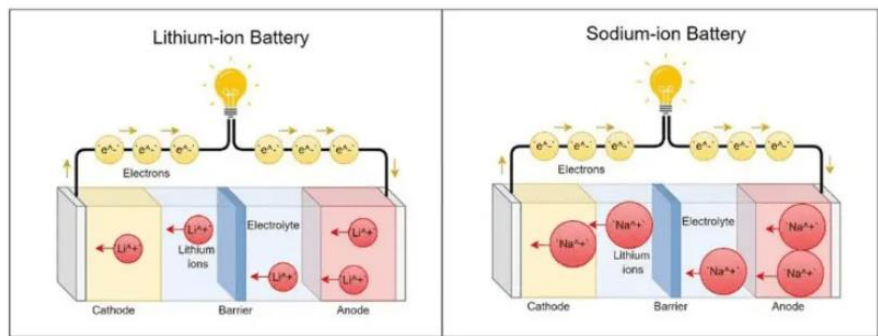
자료: CATL, 하나증권

표 13. NAXTRA 배터리 제원

	CATL 나트륨 이온 전지	표준 LFP 전지
에너지 밀도	175 Wh/kg	~185 Wh/kg
사이클 수명	10,000회 이상	2,000~4,000회
작동온도	-40°C to +70°C	-20°C to +60°C
안전도	매우 우수 (테스트간 화재 없음)	양호
원재료 비용	낮음	높음
충전 속도	5C 급 초고속 충전	1~3C 수준
환경 영향	낮음	보통 수준

자료: CATL, 하나증권

도표 106. 나트륨이온 배터리 vs 리튬이온 배터리



자료: holobattery

5. 리튬 가격 반등 가능성과 양극재 기업의 상황

1) 메탈 가격 반등과 양극재 기업의 실적 영향

BESS·EV 수요 확대에 따른
리튬 가격 상승 전망

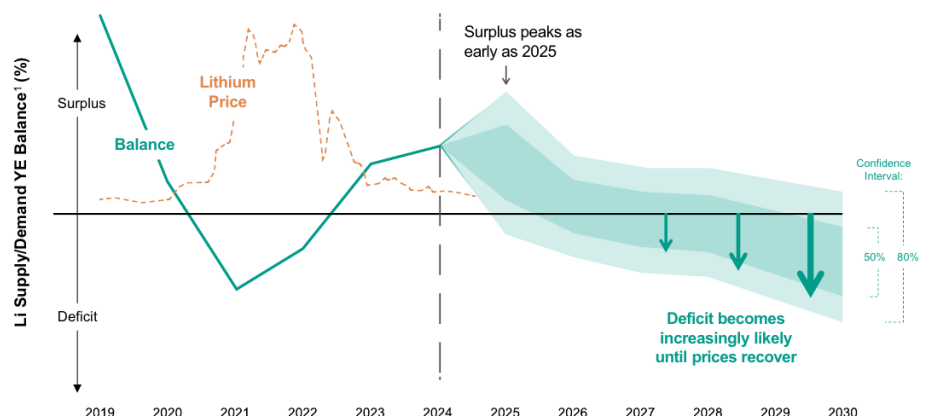
호주 산업과학자원부(Department of Industry, Science and Resources)는 BESS 및 EV 시장 수요 성장에 기반해 글로벌 수산화리튬 가격이 2025년 9.1달러/kg에서 2027년 12.7달러/kg까지 점진적인 회복 흐름을 보일 것으로 전망하고 있다. 한편, Albemarle과 SQM 역시 장기적인 리튬 시장의 개선을 전망하고 있는데, 호주 정부가 전망하는 것과는 다소 온도차가 있다. Albemarle은 2025년까지 수급이 균형 또는 소폭 공급 우위 상태를 보이겠지만, 이후 수요가 연평균 15~20% 증가하며 공급(10~12%) 증가율을 상회, 이에 따라 가격 반등이 나타날 것으로 전망했다. 특히 2030년 전후에는 전기차 전환이 본격화되며 공급 부족이 심화되고, 이에 따라 리튬의 장기 균형가격 및 신규 프로젝트 투자 타당성 기준이 20~30달러 수준에서 형성될 것으로 분석했다. SQM은 리튬 가격이 2025년 하반기부터 2026년 사이 점진적으로 회복한 뒤, 2~3년 내 수급 불균형이 완화되며 중장기적으로 약 20달러/kg LCE 수준에서 안정될 것으로 예상했다.

도표 107. 수산화리튬 글로벌 가격 전망



자료: 호주산업과학자원부, 하나증권

도표 108. Albemarle의 리튬 수요-공급 전망

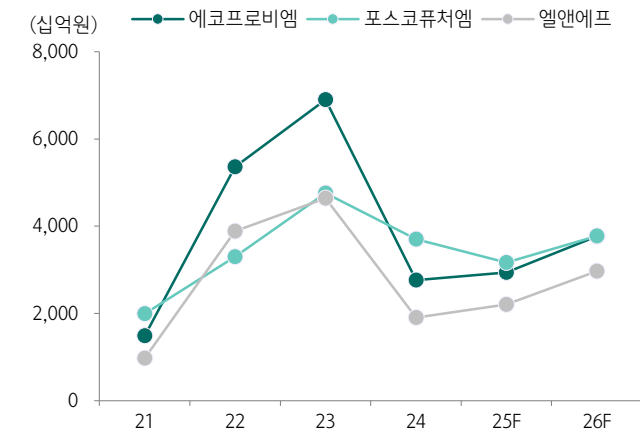


자료: Albemarle, 하나증권

리튬 가격에 따라 변동하는
양극재 기업들의 매출

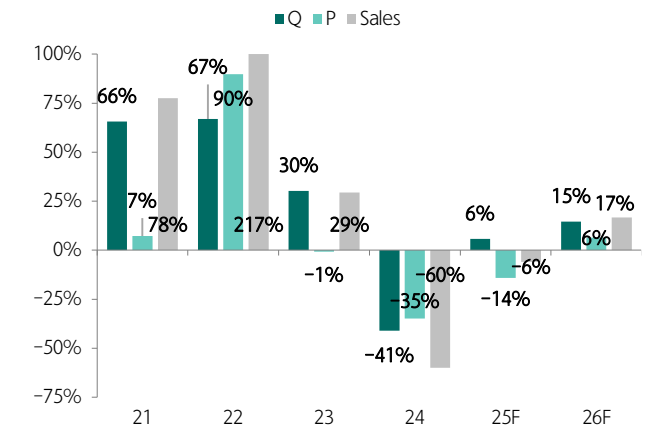
지난 4년간 양극재 기업들의 매출은 매우 큰 변동폭을 보였다. 성장기 기업별 매출 증감률을 살펴보면, 에코프로비엠 2021년 +78%, 2022년 +217%, 2023년 +23%, 포스코퓨처엠 2021년 +96%, 2022년 +124%, 2023년 +81%, 엘앤에프 2021년 +178%, 2022년 +253%, 2023년 +20% 증가했다. 그리고 이 때 당시 매출 증가의 상당 부분은 P(Price)의 상승에 기인했다. 리튬 가격이 kg당 10달러 미만에서 80달러대까지 상승하면서 양극재 판가 역시 저점 대비 +140% 이상 상승하였고(수출 판가 기준), 이에 따라 매출 증가폭이 확대됐다. 그러나 이후 2년동안 리튬 가격이 다시 kg당 8달러로 하락하면서, 양극재 판가 역시 고점 대비 -56% 하락, 2024년 매출도 에코프로비엠 -60%, 포스코퓨처엠 -22%, 엘앤에프 -59% 감소했다. 2025년에는 Q와 P 모두 정체되는 상황에서 매출 증감폭이 크지 않은 가운데, 2026년부터는 P 소폭 상승과 함께, Q(Quantity) 반등이 맞물리며 매출 성장세가 재개될 전망이다.

도표 109. 양극재 기업별 매출 추이



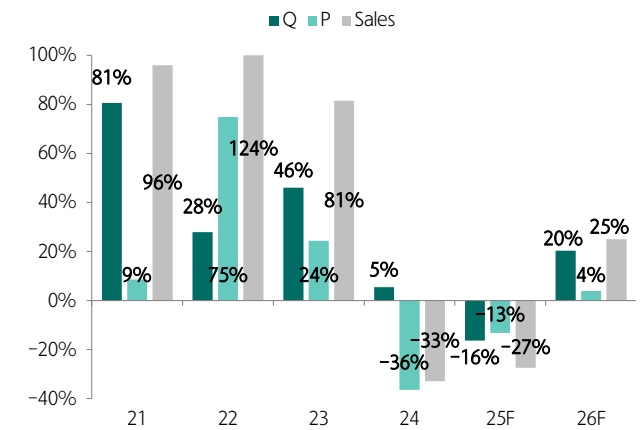
주1) '25, '26년 매출은 컨센서스 수치
자료: Quantiverse, 하나증권

도표 110. 에코프로비엠 Q, P 분석



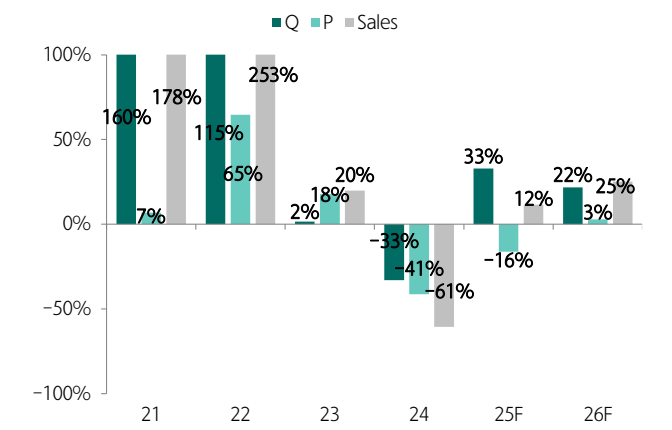
자료: 에코프로비엠, 하나증권

도표 111. 포스코퓨처엠 Q, P 분석



주1) 양극재 사업부문에 한함
자료: 포스코퓨처엠, 하나증권

도표 112. 엘앤에프 Q, P 분석

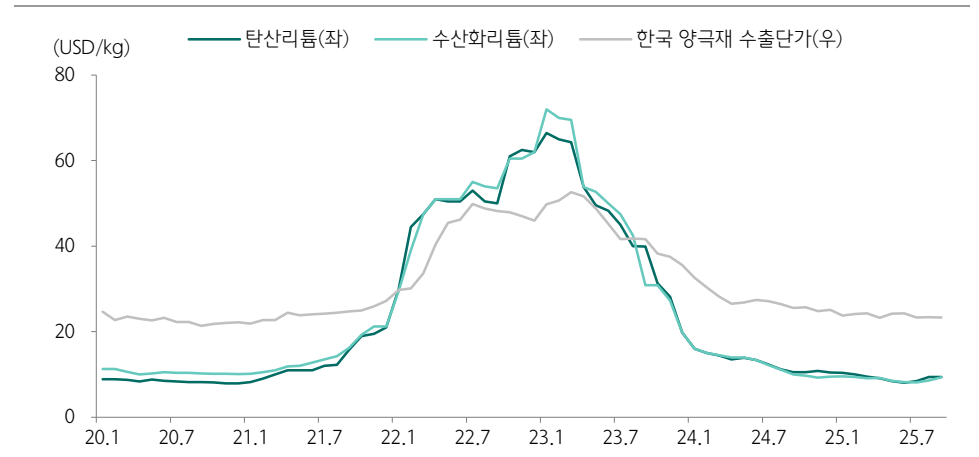


자료: 엘앤에프, 하나증권

리튬 가격 반등에 따른
양극재 판가 상승 강도는
크지 않을 전망

다만, 한계가 있다. 리튬 가격이 양극재 판매 가격과 높은 상관성을 보이는 것은 사실이다. 아래 도표와 같이 2021년 이후 탄산리튬 및 수산화리튬 가격이 급등 하는 국면에서 양극재 판가 역시 크게 상승한 바 있다. 이 때 당시 리튬 가격이 kg당 6달러에서 70달러 수준까지 상승하며, 양극재 판가 역시 kg당 25달러 수준에서 50달러 초반까지 상승했다. 이번에도 리튬 가격 반등 국면에서 양극재 산업 전반의 P 상승을 기대할 수 있는 것은 당연하다. 다만, 상기한 것처럼 호주 정부 및 주요 리튬 기업들 모두 현재 kg당 10달러 초반의 리튬 가격이 3년내 최대 20달러 수준까지 상승하는 정도를 전망하고 있다는 점이 중요하다. 저점 대비 +50% 상승하는 것이므로 폭 자체는 크지만, 실제 양극재 판가에 미치는 영향은 미미하다. 아래 표와 같이 리튬 가격이 100% 상승함을 가정했을 때 NCM 622 기준 삼원계 양극재 원재료비 상승률은 약 9.4%다. 가격 역시 유사한 수준의 상승이 전망된다. 리튬 가격 반등이 양극재 판가의 급상승을 야기하려면 2020년대 초반과 같이 저점 대비 10배 상승하는 수준의 변동이 필요한데, 그 정도의 상승을 기대할 수 있는 상황은 아니다.

도표 113. 리튬 및 양극재 가격 추이



주1) 탄산리튬, 수산화리튬: SMM 아시아 SPOT 가격 기준

자료: KOMIS, 하나증권

도표 114. 리튬 가격 상승에 따른 양극재 원가 상승률 추정

		Li	Ni	Co	Mn	Fe
현재가격(USD/kg)		14.0	15.1	33.4	1.0	0.1
1kWh당 광물 함유량 (kg)	LFP	0.3	-	-	-	2.1
	NCM622	0.2	1.0	0.3	0.3	-
1kWh당 광물 가격 (USD)	LFP	3.7	-	-	-	0.3
	NCM622	2.7	14.7	10.9	0.3	-
1kWh당 재료원가 (USD)	LFP	4.0				
	NCM622	28.7				
리튬 가격 상승 가정(%)		100%	0%	0%	0%	0%
가격 상승 반영 시 1kWh당 재료원가 (USD)	LFP	7.7				
	가격 변화(%)	93.5%				
	NCM622	31.3				
	가격 변화(%)	9.4%				

주1) 광물별 현재 가격은 2025년 10월 31일 기준으로 작성

자료: 하나증권

2) 리튬 가격 반등에 따른 수혜 강도의 온도차

리튬 가격 상승의 정도 고려할 때,
산업 전반의 상승 효과 보다는
재고 평가손실환입 효과
기대가 현실적

따라서 현재 예상되는 리튬 가격 반등을 통해 기대할 수 있는 실적 회복 정도는 재고평가손실환입 규모에 달려있다. 즉, 2021-2023년 당시의 리튬 가격 상승 및 이에 따른 판가 상승 수혜를 이번에도 기대하기는 어려우므로, 이번 사이클에는 완만한 원자재 가격 상승 속에서 그동안 누적됐던 재고평가손실의 환입 효과를 기대하는 것이 적절하다.

지난 2년간 재고평가 손실 발생 금액이 큰 기업들의 향후 환입 효과가 클 것으로 판단되는데, 엘앤에프의 지난 2년간 재고평가 손실 누적 금액이 크다는 점에서 리튬 가격 반등 국면에서의 실적 회복 속도 역시 빠를 것으로 판단한다.

도표 115. 기업별 매출 대비 재고평가손실(환입) 비율

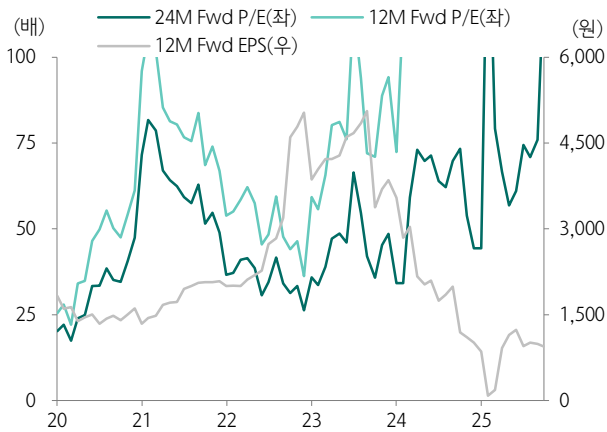
기업	항목	20	21	22	23	24
LG 에너지솔루션	매출	1,461	17,852	25,599	33,745	25,620
	영업이익	(475)	768	1,214	2,163	575
	재고자산평가손실(환입)	(2)	99	20	68	405
	매출액 대비(%)	-0.1%	0.6%	0.1%	0.2%	1.6%
삼성SDI	매출	11,295	13,553	20,124	21,437	16,592
	영업이익	671	1,068	1,808	1,545	363
	재고자산평가손실(환입)	(50)	17	10	(15)	253
	매출액 대비(%)	-0.4%	0.1%	0.0%	-0.1%	1.5%
포스코퓨처엠	매출	1,566	1,990	3,302	4,760	3,700
	영업이익	60	122	166	36	1
	재고자산평가손실(환입)	(2)	(2)	1	77	(13)
	매출액 대비(%)	-0.1%	-0.1%	0.0%	1.6%	-0.3%
에코프로비엠	매출	855	1,486	5,358	6,901	2,767
	영업이익	55	115	381	156	(34)
	재고자산평가손실(환입)	2	3	3	165	(86)
	매출액 대비(%)	0.2%	0.2%	0.1%	2.4%	-3.1%
엘앤에프	매출	356	971	3,887	4,644	1,907
	영업이익	1	44	266	(222)	(559)
	재고자산평가손실(환입)	0	(0)	10	238	117
	매출액 대비(%)	0.1%	0.0%	0.3%	5.1%	6.2%

자료: Quantivise, 하나증권

적정가치 고려할 때,
에코프로비엠, 엘앤에프
상승여력 잔존

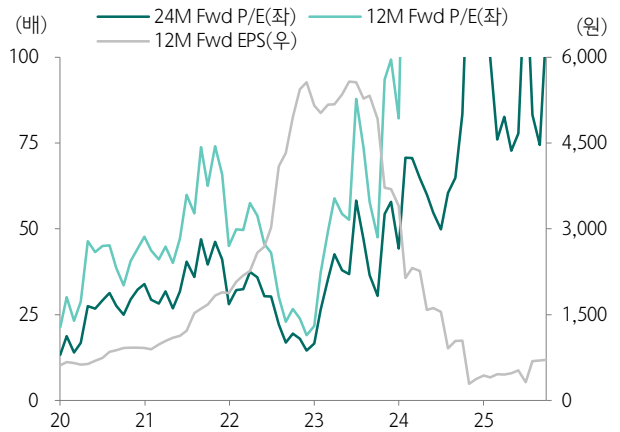
한편, 업황이 어려운 가운데에서도 올해 출하량이 전년 대비 증가한 기업들은 내년 수요 회복 국면에서 더 나은 실적 성장폭을 기대할 수 있다. P의 반등 국면에서 Q의 증가가 맞물리며 매출 증가폭이 확대될 수 있다는 점에서 올해 Q가 증가한 기업들을 위주로 볼 필요가 있다. 에코프로비엠과 엘앤에프의 출하량이 올해 어려운 가운데에서도 전년 대비 증가했다는 점에서 2026년 실적 회복 속도 역시 빠를 것으로 판단한다.

도표 116. 포스코퓨처엠 Fwd P/E 및 EPS 컨센서스 추이



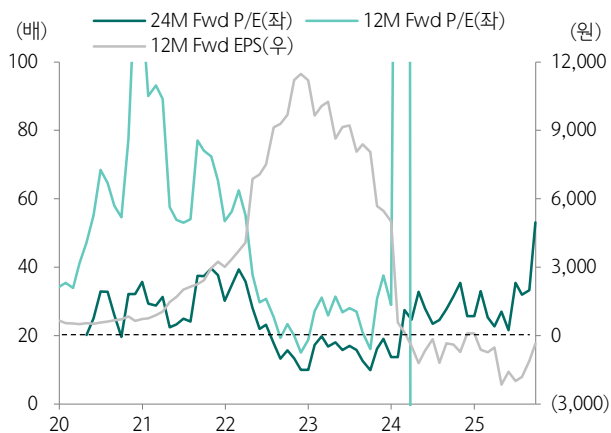
자료: 하나증권, Quantwise

도표 117. 에코프로비엠 Fwd P/E 및 EPS 컨센서스 추이



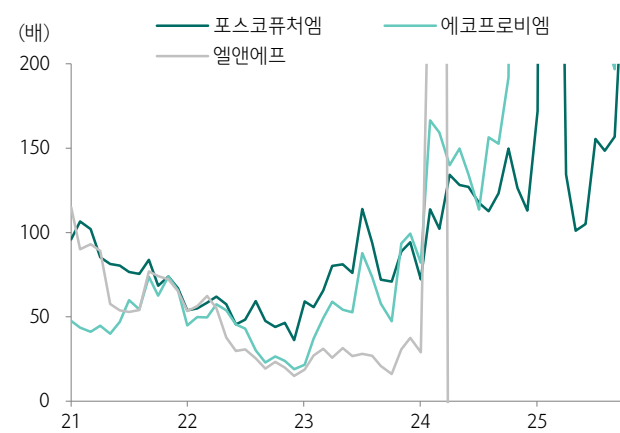
자료: 하나증권, Quantwise

도표 118. 엘앤에프 Fwd P/E 및 EPS 컨센서스 추이



자료: 하나증권, Quantwise

도표 119. 기업별 12M Fwd P/E 추이



자료: 하나증권, Quantwise

기업분석

POSCO홀딩스(005490)	56
현대제철(004020)	63
풍산(103140)	66
에코프로비엠(247540)	69
엘앤에프(066970)	73

2025년 11월 17일 | 기업분석_Report

BUY (유지)

목표주가(12M) 740,000원
현재주가(11.14) 314,000원

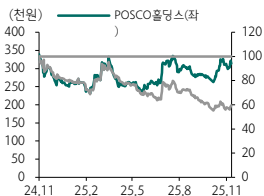
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	4,011.57
52주 최고/최저(원)	335,000/230,500
시가총액(십억원)	25,412.9
시가총액비중(%)	0.77
발행주식수(천주)	80,933.0
60일 평균 거래량(천주)	318.1
60일 평균 거래대금(십억원)	94.5
외국인지분율(%)	29.44
주요주주 지분율(%)	
국민연금공단	8.46
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	5.63

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	69,768.6	73,405.2
영업이익(십억원)	2,319.3	3,422.6
순이익(십억원)	1,036.5	2,011.7
EPS(원)	13,475	24,128
BPS(원)	734,259	753,615

Stock Price



Financial Data

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	77,127.2	72,688.1	70,307.5	74,124.4
영업이익	3,531.4	2,173.6	2,417.6	3,297.4
세전이익	2,635.2	1,251.2	1,718.8	2,731.0
순이익	1,698.1	1,094.9	1,504.1	2,389.8
EPS	20,079	13,073	18,490	29,529
증감률	(44.92)	(34.89)	41.44	59.70
PER	24.88	19.39	17.39	10.89
PBR	0.75	0.37	0.45	0.44
EV/EBITDA	7.68	6.24	6.14	5.52
ROE	3.18	2.00	2.70	4.20
BPS	662,997	689,205	712,849	733,034
DPS	10,000	10,000	10,000	10,000



Analyst 박성봉 sbpark@hanafn.com
RA 김승규 sgkim@hanafn.com

POSCO홀딩스 (005490)

2026년 영업실적 개선 가시성 높아!

4분기 철강 부문 이익률 소폭 하락 전망

4분기에도 내수 부진과 비수기 및 일부 공장 대보수 영향으로 POSCO의 철강 판매는 800만톤(YoY -5.5%, QoQ -3.0%)에 그칠 것으로 예상된다. 철광석 가격 및 원/달러 환율 상승 영향으로 4분기 POSCO의 고로 원재료 투입단가는 대략 0.5만원/톤 상승할 것으로 예상된다. 한편, 원재료 가격 상승으로 철강사들의 판재류 가격 인상 의지가 높지만 부진한 내수로 후판과 열연을 제외한 기타 제품 가격 인상이 녹록치 않을 전망이다. POSCO의 탄소강 ASP는 전분기와 유사한 수준을 기록하며 4분기 철강 스프레드는 소폭 축소될 전망이다. 한편, 4분기 발전 비수기와 철강 트레이딩 부진으로 포스코인터내셔널의 이익 소폭 감소가 예상되고 포스코이앤씨의 경우 4분기에 추가로 3분기때의 일시적 공사 중단 관련 비용이 반영될 예정이다. 이를 감안한 POSCO홀딩스의 4분기 영업이익은 6,033억원(YoY +532.5%, QoQ -5.5%)이 예상된다.

2026년 철강 및 리튬 사업부 동시에 영업실적 개선 전망

2026년에도 중국 철강 수요는 감소세가 지속되겠지만 감소폭이 축소됨과 동시에 하반기로 갈수록 고정투자 회복의 영향으로 양호한 수요를 기록할 전망이다. 하지만 장기적으로 중국 철강 수요가 구조적인 감소세를 지속할 것이라는 전망을 중국 정부도 충분히 인지하고 있기 때문에 내년에 시작되는 15차 5개년 계획과 더불어 철강 관련된 정부의 구조조정 정책 발표가 내년초 있을 것으로 예상된다. 동시에 수입산 철강 규제 강화로 내년 판매 증가 및 가격 상승을 견인할 것으로 기대되기 때문에 철강부문 영업실적 개선이 가능할 전망이다. 동시에 ESS 중심의 견조한 리튬 수요와 더불어 낮은 수준의 리튬 가격으로 일부 광산들이 생산 조정에 나섬과 동시에 신규 프로젝트들이 연기되고 있으며 중국 정부의 신규 광산에 대한 규제 등으로 리튬 공급이 예상을 하회할 가능성이 높다고 판단되기 때문에 리튬 가격 상승에 따른 리튬사업부 수익성 개선도 기대된다.

투자 의견 'BUY'와 목표주가 740,000원 유지

POSCO홀딩스에 대해 투자 의견 BUY와 목표주가 740,000원을 유지한다. 철강 및 리튬사업부 영업실적 개선과 더불어 올해 포스코이앤씨의 대규모 손실에 따른 기저 효과를 감안하면 내년 영업실적 개선 가시성이 상당히 높다고 판단된다. 특히 2020년대 후반으로 갈수록 글로벌 리튬 공급 부족이 확대될 전망으로 2차전지 소재 관련 가치가 점차 부각될 전망이다.

4분기 철강 부문 이익을 소폭 하락 전망

3Q25 영업이익 6,390억원(YoY
-13.5%, QoQ +4.9%)으로
시장컨센서스 6,176억원 부합

4분기에도 내수 부진과 비수기 및 일부 공장 대보수 영향으로 POSCO의 철강 판매는 800만톤(YoY -5.5%, QoQ -3.0%)에 그칠 것으로 예상된다. 철광석 가격 및 원/달러 환율 상승 영향으로 4분기 POSCO의 고로 원재료 투입단가는 대략 0.5만원/톤 상승할 것으로 예상된다. 한편, 원재료 가격 상승으로 철강사들의 판매료 가격 인상 의지가 높지만 부진한 내수로 후판과 열연을 제외한 기타 제품 가격 인상이 녹록치 않을 전망이다. POSCO의 탄소강 ASP는 전분기와 유사한 수준을 기록하며 4분기 철강 스프레드는 소폭 축소될 전망이다. 한편, 4분기 발전 비수기와 철강 트레이딩 부진으로 포스코인터내셔널의 이익 소폭 감소가 예상되고 포스코이앤씨의 경우 4분기에 추가로 3분기때의 일시적 공사 중단 관련 비용이 반영될 예정이다. 이를 감안한 POSCO홀딩스의 4분기 영업이익은 6,033억원(YoY +532.5%, QoQ -5.5%)이 예상된다.

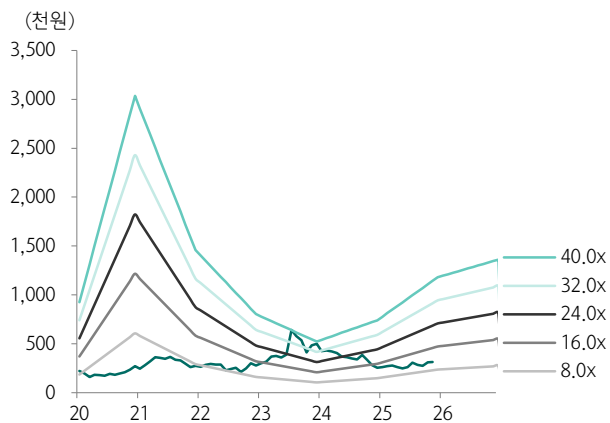
도표 1. POSCO홀딩스 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %, 천톤, 천원/톤)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출	18,052.0	18,509.7	18,321.4	17,805.1	17,436.8	17,555.6	17,260.8	18,054.3	72,688.1	70,307.5	74,124.4
철강	9,860.3	9,796.3	9,780.2	9,667.3	9,385.2	9,310.1	9,380.1	8,441.1	39,104.1	36,516.5	36,344.0
판매량(국내)	8,229.0	7,858.0	8,248.0	8,465.0	8,148.0	8,169.0	8,241.0	7,996.0	32,800.0	32,554.0	32,554.0
탄소강ASP(국내)	1,007.0	1,023.0	980.0	931.0	937.0	936.0	911.0	910.5	985.3	985.3	979.3
비철강	8,191.7	8,713.3	8,541.2	8,137.8	8,051.6	8,245.5	7,880.7	9,613.2	33,584.0	33,791.0	37,780.3
영업이익	583.0	752.0	743.2	95.4	568.4	607.2	638.7	603.3	2,173.6	2,417.6	3,297.4
세전이익	732.5	719.5	691.3	(892.2)	510.0	227.7	517.3	463.9	1,251.2	1,718.8	2,731.0
순이익	607.8	546.2	496.8	(703.3)	344.2	83.8	389.8	483.8	947.6	1,301.7	2,068.3
영업이익률	3.2	4.1	4.1	0.5	3.3	3.5	3.7	3.3	3.0	3.4	4.4
세전이익률	4.1	3.9	3.8	(5.0)	2.9	1.3	3.0	2.6	1.7	2.4	3.7
순이익률	3.4	3.0	2.7	(3.9)	2.0	0.5	2.3	2.7	1.3	1.9	2.8

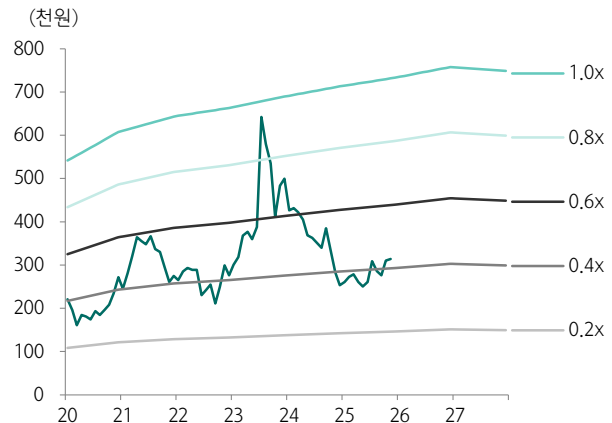
주: IFRS 연결기준
자료: 하나증권

도표 2. POSCO홀딩스 PER Band



자료: 하나증권

도표 3. POSCO홀딩스 PBR Band



자료: 하나증권

POSCO홀딩스의 리튬사업 경쟁력

라틴아메리카 지역 중심
자원민족주의 추세 강화
볼리비아 시작으로
칠레, 멕시코 등 리튬 국유화

리튬 자원의 중요성이 부각되며 2023년부터 주요 매장지인 라틴아메리카 지역 중심으로 자원민족주의 추세가 강해졌는데 부존량 기준으로 세계 1위인 볼리비아(2,300만톤)는 이미 2008년부터 리튬자원 국유화를 시행 중이고 2023년에는 칠레와 멕시코가 리튬 국유화 전략을 발표했다. 그에 반해 아르헨티나는 헌법상 천연자원의 소유권을 매장 지역의 주정부가 소유하도록 했는데 2023년 1월 리리오하주가 리튬의 주정부 소유화를 진행했다.

아르헨티나,
밀레이 정부 들어서며
기업친화적 리튬 투자환경 조성
POSCO홀딩스 보유 아르헨티나
염호 살타주 위치해 안정적

아르헨티나는 2023년 밀레이 정부가 들어서면서 기업친화적인 리튬 투자 환경이 조성됐다. 로열티가 3%로 칠레(6~40%)에 비해 낮고 국내외 민간기업의 100% 지분 투자가 가능했고 향후 개헌을 통한 천연자원 국유화 가능성도 낮다. POSCO홀딩스가 보유한 아르헨티나 염호는 살타주에 위치하고 있어 당시 리리오하주 리튬 소유화와는 관계가 없고, 살타주 정부와 원만한 관계를 바탕으로 염호 자원을 완전 확보했기 때문에 상대적으로 안정적이다.

리튬 생산 업체 간 M&A 통한
경영효율화 및 규모의 경제 실현
Rio Tinto의 Arcadium 인수
사요나 마이닝, 피드몬트 리튬
인수 계획

57kWh 배터리 가격이 2022년 67달러에서 현재 15달러 수준으로 하락한 가운데 리튬 가격이 장기간 약세를 지속하며 리튬 생산 업체 간 M&A를 통한 경영 효율화 및 규모의 경제 실현이 진행되고 있다. 2025년 대형 광산 기업인 Rio Tinto사가 2023년 Livent사와 Allkem사의 합병으로 탄생한 Arcadium사를 인수한 사례가 대표적이다. Rio Tinto는 리튬 가격 하락기 선제적인 인수합병으로 2028년까지 연간 20만톤(탄산리튬 환산톤 기준) 이상의 리튬 생산 능력을 확보하고자 이번 인수를 진행했다. 이번 인수로 Rio Tinto는 세계 3대 리튬 공급업체로 등극할 전망이다. 2024년 말에는 호주 리튬 개발업체 사요나 마이닝이 미국 리튬 개발업체 피드몬트 리튬 인수 계획을 밝혔다. 양사의 리튬 프로젝트를 통합해 생산 효율성과 안정성을 강화한다는 전략으로 인수가 완료되면 북미 최대 리튬 기업이 될 전망이다.

도표 1. 각국의 리튬자원 민족주의 정책 추이

국가	날짜	뉴스
볼리비아	2008	리튬자원 국유화 및 국영리튬공사(YLB)를 통해서만 리튬 개발 허용
멕시코	2023.02	리튬 국유재산화 법안 공포. 주요 리튬 매장지 6개 지역에 대한 권한을 국가가 독점
칠레	2023.04	‘국가 리튬 전략’ 발표, 리튬 개발 국영기업 통해 리튬 탐사/채굴/재활용 전 과정 주도 계획 명시
		외자 기업 민관 합작 방식으로만 칠레 리튬산업 참여 가능
		전략 프로젝트의 경우 칠레 국영기업의 지분이 과반 넘을 것 규정해 외자 기업 투자 진입 난이도 급증
호주	2023.05	20억 호주달러 자금 운영해 리튬 정제 산업 점유율 '23년 1% → '27년 20% 확대 목표

자료: 언론 종합, 하나증권

리튬 가격의 완만한 상승세
전망
POSCO홀딩스, 내년 리튬가격
전망치 12~13USD/kg에서는
일정 채산성 확보 예상

주요 리튬 생산 기업의 M&A를 통한 대형화와 자원민족주가 강화되는 가운데 리튬 가격은 완만하게 상승할 것으로 전망되고 결국 낮은 비용으로 대량 생산이 가능한 기업들이 주도권을 잡을 수 있을 것으로 예상된다. POSCO홀딩스는 아르헨티나 살타주 옴호와 호주 필바라 광산으로부터 리튬 원재료를 조달할 예정인데 내년 전망치인 12~13USD/kg 리튬 가격 수준에서는 공장들이 풀가동에 돌입 시, 일정수준 채산성이 확보될 것으로 예상된다.

POSCO그룹, 지속적인
외형 성장 및 투자 진행
포스코필바라리튬솔루션 유상증
자,

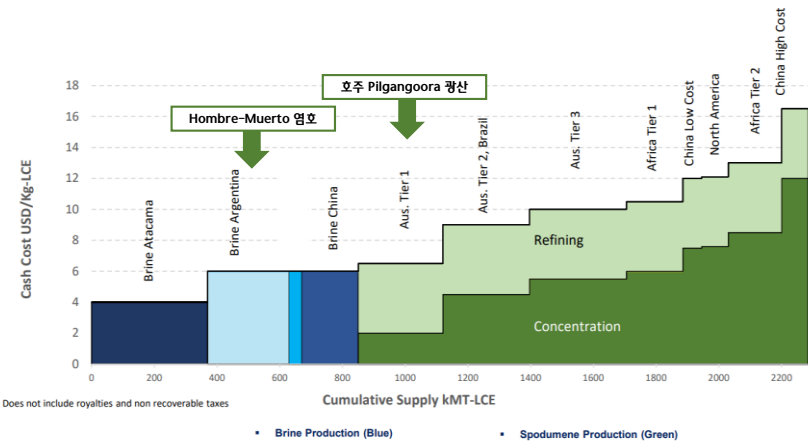
POSCO홀딩스는 외형 성장 및 투자도 지속적으로 이어가고 있는데 지난 5월 포스코필바라 리튬솔루션은 유상증자를 발표했고 POSCO홀딩스와 필바라미네랄로부터 각각 3,280억원과 720억원의 출자금을 연내 조달할 예정이다. 2024년 기준으로 전체 차입금 중 단기차입금 비중이 91.3%로 다소 불안정한 재무구조를 개선하여 안정적 운영에 돌입하겠다는 계획이다.

도표 19. POSCO홀딩스 리튬 생산 목표

	염수 리튬	광석 리튬
사업 주체	포스코아르헨티나 (포스코홀딩스 지분 100%)	포스코필바라리튬솔루션 (포스코홀딩스 82%, Pilbara 18%)
부지 위치	아르헨티나 살타주	광양 산업단지
리튬 조달 위치	아르헨티나 Hombre-Muerto 염호	호주 Pilgangoora 광산
목표 생산 능력	수산화리튬 50,000톤/년	수산화리튬 43,000톤/년
가동 일정	2024년 10월 1단계 (수산화리튬 25,000톤/년) 준공 2026년 1분기 2단계 (수산화리튬 25,000톤/년) 준공 예정 2028년 120,000톤 생산능력 확보 목표	2024년 11월 종합 준공 2028년 150,000톤 생산체제 구축 목표

자료: 언론 종합, 하나증권

도표 20. 리튬 비용 곡선



주: 2028년 전망치
자료: I/I Markets, 하나증권

7억 6,500만 달러 투입
호주 리튬 광산 지분 확보
서호주 Wodgina 광산과 Mt.
Marion 광산 지분 보유한
미네랄리소스사 자회사 지분 확
보 방식
정광 오프테이크 권리와 배당 수
익

광석리튬 원료 경쟁력 다소 부족
이번 인수로 원료 안정성 향상
가행광산으로 리스크 제한적
Wodgina 증설 후 연간 27만톤
오프테이크 권리 확보

오프테이크 권리 활용해 정광 판
매 후 시황 회복 뒤 제련사업 생
산체제 구축 계획

POSCO홀딩스는 최근 7억 6,500만 달러를 투자해 호주 리튬 광산 지분을 확보했는데 시장 구조 전환기 선제적인 우량 광물 자원 확보 목적으로 이번 투자를 진행했다. 호주 광산 기업 미네랄 리소스가 신규 설립하는 중간 지주사의 지분 30%를 인수하는 방식인데 이 중간 지주사는 미네랄 리소스가 앨버말, 간펄 리튬과 공동 소유한 리튬 광산을 자산으로 한다. 중간 지주사는 서호주 Wodgina 광산과 Mt. Marion 광산의 지분을 각각 50% 보유하고 있어 POSCO홀딩스는 두 광산의 지분을 15%씩을 보유하게 되고 두 광산에서 생산되는 리튬 정광에 대한 오프테이크 권리와 배당 수익을 얻게 된다.

그간 POSCO홀딩스는 염수 리튬에 대해서는 우량 리튬 자원을 확보했지만 광석 리튬의 경우에는 필바라미네랄 지분 2.55%와 오프테이크 권한만 갖고 있어 원료 경쟁력이 다소 부족하다고 평가됐다. 호주 Tier 1 급 리튬 광산 지분 확보로 원료 안정성이 크게 향상됐고 특히 두 광산 모두 이미 리튬 정광을 생산중인 가행광산이라는 점에서 리스크도 제한적이다. 두 광산의 현재 리튬 정광 CAPA는 Wodgina 광산이 75만톤, Mt Marion이 50만톤 가량인데 Wodgina 광산은 향후 증설 계획도 있어 이를 반영하면 포스코는 연간 27만톤의 정광에 대한 오프테이크 권리를 확보하게 된다.

POSCO는 해당 자원에서 생산되는 리튬 정광을 당장 제련해 판매하지는 않고, 당분간 오프테이크 권리를 활용해 미네랄리소스를 통해 정광을 판매할 계획이다. 이후 리튬 시황이 회복된 뒤 2029년~2030년 단계적으로 제련사업으로 확장하여 수산화리튬 또는 탄산리튬 생산체제를 구축하겠다는 계획이다.

도표 21. POSCO홀딩스 인수 호주 리튬광산 제원

지분인수 대상자산





구분	Wodgina 광산(글로벌 5위)	Mt.Marion 광산
現 지분구도	Albemarle 50% : MinRes 50%	Ganfeng 50% : MinRes 50%
광 산 개 요	매장량 (Resources)	2.1백만톤LCE
[FY25] 판매량 (MinRes기준)	214천톤 SC6(32천톤 LCE)	203천톤 SC6(30천톤 LCE)
정광 품위*	5.5%Li ₂ O	3.0~5.0%

자료: POSCO홀딩스, 하나증권

6,500만 달러 투자 아르헨티나
리튬 염호 인근 광권 인수
LIS사 보유 광권 100% 인수

매장량 158만톤의 고품위 염호
매장량 30만톤 증가 가능성도
기존 보유 염호 부지와 매우 인
접해 높은 시너지 기대
추후 탄산리튬 제련시설 건설 계
획도

이와 함께, 6,500만 달러를 투자해 POSCO홀딩스가 기존에 확보한 아르헨티나 리튬 염호 인근 염호 자원 광권을 추가 인수했다. 포스코아르헨티나가 캐나다 자원 개발업체인 Lithium South(LIS)사의 자회사가 보유한 염호 광권 지분을 100% 인수하는 방식이다. POSCO홀딩스는 인수를 위해 포스코아르헨티나에 인수대금과 신규 확보 부지 탐사 비용을 포함해 6,800만달러 추가 증자를 실시한다.

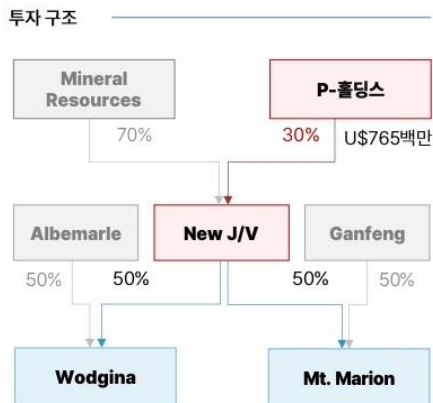
해당 염호는 매장량 158만톤이고 리튬 평균 품위는 738mg/L로 고품위 염호인 것으로 알려졌다. 인근 기 보유 염호 데이터를 활용 추정한 결과 추가 탐사를 통해 매장량이 30만톤 이상 증가할 가능성도 존재한다. 기존 보유 염호 부지와 매우 인접해 이미 보유하고 있는 인프라를 활용한 높은 시너지가 기대된다. POSCO홀딩스는 리튬 시장 회복에 따라 확장 시기 및 규모를 추후 조정할 계획으로, 추후 제련 시설 확대 시, LFP 확대 흐름에 따라 수산화리튬이 아닌 탄산리튬으로 제련 시설을 건설할 계획도 갖고 있는 것으로 알려졌다.

도표 21. POSCO홀딩스 인수 아르헨티나 리튬 염호 위치



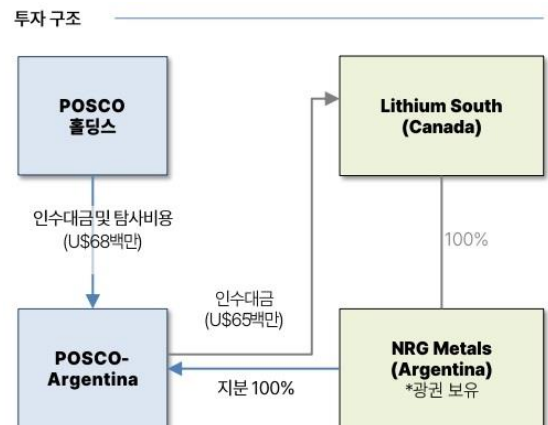
자료: POSCO홀딩스, 하나증권

도표 2. 호주 리튬 광산 투자 구조



자료: POSCO홀딩스, 하나증권

도표 3. 아르헨티나 리튬 염호 투자 구조



자료: POSCO홀딩스, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	77,127.2	72,688.1	70,307.5	74,124.4	75,186.2
매출원가	70,710.3	67,275.2	64,566.4	67,310.9	67,974.3
매출총이익	6,416.9	5,412.9	5,741.1	6,813.5	7,211.9
판매비	2,885.5	3,239.4	3,323.5	3,516.1	3,563.2
영업이익	3,531.4	2,173.6	2,417.6	3,297.4	3,648.8
금융손익	(372.3)	130.9	(453.3)	(396.1)	(433.5)
종속/관계기업손익	269.7	(256.5)	273.6	291.5	279.9
기타영업외손익	(793.7)	(796.8)	(519.2)	(461.8)	(348.6)
세전이익	2,635.2	1,251.2	1,718.8	2,731.0	3,146.5
법인세	789.3	303.6	417.1	662.7	763.6
계속사업이익	1,845.8	947.6	1,301.7	2,068.3	2,383.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1,845.8	947.6	1,301.7	2,068.3	2,383.0
비지배주주지분 순이익	147.8	(147.3)	(202.4)	(321.6)	(370.5)
지배주주순이익	1,698.1	1,094.9	1,504.1	2,389.8	2,753.5
지배주주지분포괄이익	2,131.7	2,008.9	1,239.1	1,968.8	2,268.4
NOPAT	2,473.7	1,646.1	1,830.9	2,497.2	2,763.3
EBITDA	7,376.1	6,158.0	6,556.6	7,574.0	8,156.6
성장성(%)					
매출액증가율	(8.99)	(5.76)	(3.28)	5.43	1.43
NOPAT증가율	(42.49)	(33.46)	11.23	36.39	10.66
EBITDA증가율	(13.67)	(16.51)	6.47	15.52	7.69
영업이익증가율	(27.19)	(38.45)	11.23	36.39	10.66
(지배주주)순이익증가율	(45.99)	(35.52)	37.37	58.89	15.22
EPS증가율	(44.92)	(34.89)	41.44	59.70	15.22
수익성(%)					
매출총이익률	8.32	7.45	8.17	9.19	9.59
EBITDA이익률	9.56	8.47	9.33	10.22	10.85
영업이익률	4.58	2.99	3.44	4.45	4.85
계속사업이익률	2.39	1.30	1.85	2.79	3.17

투자지표

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	20,079	13,073	18,490	29,529	34,022
BPS	662,997	689,205	712,849	733,034	757,712
CFPS	93,127	78,723	65,445	77,525	87,561
EBITDAPS	87,217	73,523	80,602	93,584	100,783
SPS	911,979	867,853	864,308	915,874	928,994
DPS	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
주가지표(배)					
PER	24.88	19.39	17.39	10.89	9.45
PBR	0.75	0.37	0.45	0.44	0.42
PCFR	5.36	3.22	4.91	4.15	3.67
EV/EBITDA	7.68	6.24	6.14	5.52	5.09
PSR	0.55	0.29	0.37	0.35	0.35
재무비율(%)					
ROE	3.18	2.00	2.70	4.20	4.68
ROA	1.70	1.07	1.46	2.29	2.56
ROIC	4.68	2.94	3.13	4.18	4.48
부채비율	69.19	68.27	66.03	67.87	69.11
순부채비율	14.93	18.62	18.63	21.38	21.14
이자보상배율(배)	3.53	2.07	2.33	3.14	3.30

자료: 하나증권

대차대조표

(단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	46,212.3	44,029.9	41,943.8	43,064.3	44,427.1
금융자산	18,324.4	15,663.2	14,973.2	14,222.8	15,681.4
현금성자산	6,670.9	6,767.9	6,813.9	6,436.5	7,783.6
매출채권	11,015.3	10,821.6	10,034.3	11,080.8	10,796.3
재고자산	13,825.5	14,143.5	13,680.3	14,423.0	14,629.6
기타유동자산	3,047.1	3,401.6	3,256.0	3,337.7	3,319.8
비유동자산	54,733.1	59,374.3	60,846.7	62,922.4	64,946.0
투자자산	8,422.6	8,015.1	8,226.5	9,178.8	9,310.3
금융자산	3,402.4	3,276.3	3,169.0	3,341.0	3,388.9
유형자산	35,206.2	39,846.8	41,156.5	42,324.0	44,256.2
무형자산	4,714.8	4,774.8	4,726.1	4,682.0	4,641.9
기타비유동자산	6,389.5	6,737.6	6,737.6	6,737.6	6,737.6
자산총계	100,945.4	103,404.2	102,790.5	105,986.7	109,373.1
유동부채	21,861.5	22,779.7	22,320.4	23,108.0	24,302.9
금융부채	11,306.9	11,408.6	11,306.2	11,521.6	12,557.2
매입채무	5,782.8	6,159.1	5,957.4	6,280.8	6,370.8
기타유동부채	4,771.8	5,212.0	5,056.8	5,305.6	5,374.9
비유동부채	19,420.0	19,174.1	18,560.3	19,742.8	20,393.5
금융부채	15,925.3	15,699.0	15,199.0	16,199.0	16,799.0
기타비유동부채	3,494.7	3,475.1	3,361.3	3,543.8	3,594.5
부채총계	41,281.5	41,953.8	40,880.7	42,850.8	44,696.4
지배주주지분	54,180.9	55,394.3	56,142.1	57,775.7	59,773.0
자본금	482.4	482.4	482.4	482.4	482.4
자본잉여금	1,663.3	1,648.9	1,648.9	1,648.9	1,648.9
자본조정	(1,888.7)	(1,474.5)	(1,474.5)	(1,474.5)	(1,474.5)
기타포괄이익누계액	66.3	1,079.1	1,079.1	1,079.1	1,079.1
이익잉여금	53,857.5	53,658.4	54,406.2	56,039.9	58,037.2
비지배주주지분	5,483.0	6,056.1	5,767.7	5,360.2	4,903.6
자본총계	59,663.9	61,450.4	61,909.8	63,135.9	64,676.6
순금융부채	8,907.8	11,444.4	11,532.1	13,497.9	13,674.8

현금흐름표

(단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	6,167.7	6,663.7	5,495.5	5,431.8	6,425.6
당기순이익	1,845.8	947.6	1,301.7	2,068.3	2,383.0
조정	5,409.2	5,379.2	3,854.1	3,756.6	4,111.2
감가상각비	3,844.7	3,984.5	4,139.0	4,276.7	4,507.9
외환거래손익	0.0	0.0	61.6	8.2	32.7
지분법손익	(447.9)	315.7	(273.6)	(291.5)	(279.9)
기타	2,012.4	1,079.0	(72.9)	(236.8)	(149.5)
영업활동 자산부채변동	(1,087.3)	336.9	339.7	(393.1)	(68.6)
투자활동 현금흐름	(7,388.2)	(4,486.8)	(4,547.0)	(5,391.8)	(6,198.6)
투자자산감소(증가)	5,510.0	6,907.5	(23.7)	(746.9)	62.4
자본증가(감소)	(6,745.2)	(7,669.7)	(5,000.0)	(5,000.0)	(6,000.0)
기타	(6,153.0)	(3,724.6)	476.7	355.1	(261.0)
재무활동 현금흐름	1,419.0	(505.2)	(1,380.5)	437.0	856.1
금융부채증가(감소)	1,902.0	(124.6)	(602.4)	1,215.4	1,635.6
자본증가(감소)	262.5	(14.4)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(24.7)	391.9	(21.9)	(22.2)	(23.3)
배당지급	(720.8)	(758.1)	(756.2)	(756.2)	(756.2)
현금의 증감	198.5	1,671.7	(3,100.6)	(377.4)	1,347.1
Unlevered CFO	7,875.8	6,593.5	5,323.7	6,274.3	7,086.6
Free Cash Flow	(577.5)	(1,006.0)	495.5	431.8	425.6

2025년 11월 17일 | 기업분석_Report

BUY (유지)

목표주가(12M) 50,000원
현재주가(11.14) 32,150원

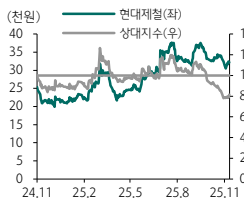
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	4,011.57
52주 최고/최저(원)	37,600/19,900
시가총액(십억원)	4,290.3
시가총액비중(%)	0.13
발행주식수(천주)	133,445.8
60일 평균 거래량(천주)	475.6
60일 평균 거래대금(십억원)	16.0
외국인지분율(%)	23.69
주요주주 지분율(%)	
가외 6인	35.96
국민연금공단	9.43

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	23,163.9	24,208.6
영업이익(십억원)	327.8	813.6
순이익(십억원)	80.6	457.3
EPS(원)	551	3,336
BPS(원)	144,414	146,701

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	25,914.8	23,226.1	23,319.2	24,613.0
영업이익	798.3	159.5	322.7	775.0
세전이익	532.1	(59.5)	120.2	517.2
순이익	461.2	(11.6)	90.1	391.8
EPS	3,456	(87)	675	2,936
증감율	(54.68)	적전	흑전	334.96
PER	10.56	(241.95)	48.00	11.04
PBR	0.25	0.15	0.23	0.22
EV/EBITDA	5.48	6.14	6.81	5.53
ROE	2.44	(0.06)	0.48	2.06
BPS	143,973	142,610	142,546	144,743
DPS	1,000	750	750	750



Analyst 박성봉 sbpark@hanafn.com
RA 김승규 sgkim@hanafn.com

현대제철 (004020)

내년을 기다리며...

4분기 판매량 증가, 판재류 스프레드는 확대 반면, 봉형강은 축소 예상

4분기는 판재류와 봉형강 모두 판매가 증가할 것으로 예상되는 가운데 특히 성수기 돌입과 3분기 기저효과로 봉형강 중심의 판매 회복으로 현대제철의 4분기 전체 강재 판매량은 459만톤(YoY +8.9%, QoQ +5.5%)을 기록하며 판매량 증가에 따른 고정비 절감이 기대된다. 고로 원재료 투입단가는 전분기와 유사할 것으로 예상되는 반면, 후판과 열연 위주의 가격 상승으로 판재류 ASP는 1만원/톤 상승할 것으로 전망된다. 봉형강의 경우 원재료 가격 상승이 예상되지만 내수 부진에 따른 가격 경쟁 심화로 ASP가 소폭 하락하면서 대략 1만원/톤 수준의 스프레드 축소가 전망된다. 이를 감안하면 현대제철의 4분기 연결 영업이익은 1,468억원(YoY 흑.전., QoQ +57.5%)으로 전망된다.

내년 하반기부터 건설용 강재 수요 소폭 회복, 중국산 철강 수입 규제 본격화

2026년부터 기존 금리인하 사이클이 국내 건설 시장에 일부 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 또한 2026년에는 기저효과와 일부 투자심리 회복으로 건설투자도 2~3% 반등할 것으로 전망되며, 착공도 내년에 소폭 회복될 것으로 예상된다. 2026년 SOC 예산이 전년대비 7.9% 증가한 27.5조원으로 편성돼 인프라 수요도 회복할 전망이다. 결과적으로 2026년은 국내 철강 수요는 건설용 강재 수요만 소폭 회복이 예상되는데 철근 수요도 6.5% 증가할 전망으로 상반기보다는 하반기 계단식 회복이 예상되기 때문에 현대제철의 영업실적 개선에 긍정적으로 작용할 전망이다. 동시에 중국산 후판, 일본 및 중국산 열연에 대한 수입 규제가 본격화되고 있는 가운데 추후 중국산 특수강에 대한 반덤핑 관세 부과 가능성이 높다고 판단되기 때문에 수입산 철강 규제 확대에 따른 실적 개선도 기대된다.

투자의견 'BUY' 및 목표주가 50,000원 유지

현대제철에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 50,000원을 유지한다. 현재 주가는 PBR 0.22배 수준으로 밸류에이션 부담도 제한적인 가운데 내년 영업실적 개선 전망도 긍정적이다. 연말까지 미국 전기로 투자 관련 현대제철의 최종 투자금액과 자금조달 방식 및 전략적 투자자 등이 확정될 예정으로 전략적 투자자의 성격에 따라서 협업에 대한 기대감 그리고 현대제철의 투자금액이 과도하지 않다고 판명될 경우 불확실성 해소 측면에서 주가에 긍정적으로 작용할 것으로 기대된다.

4분기 판매량 증가, 판재류 스프레드는 확대 반면, 봉형강은 축소 예상

4Q25 영업이익 1,468억원(YoY
흑.전., QoQ +57.5%) 전망

4분기는 판재류와 봉형강 모두 판매가 증가할 것으로 예상되는 가운데 특히 성수기 돌입과 3분기 기저효과로 봉형강 중심의 판매 회복으로 현대제철의 4분기 전체 강재 판매량은 459만톤(YoY +8.9%, QoQ +5.5%)을 기록하며 판매량 증가에 따른 고정비 절감이 기대된다. 고로 원재료 투입단가는 전분기와 유사할 것으로 예상되는 반면, 후판과 열연 위주의 가격 상승으로 판재류 ASP는 1만원/톤 상승할 것으로 전망된다. 봉형강의 경우 원재료 가격 상승이 예상되지만 내수 부진에 따른 가격 경쟁 심화로 ASP가 소폭 하락하면서 대략 1만원/톤 수준의 스프레드 축소가 전망된다. 이를 감안하면 현대제철의 4분기 연결 영업이익은 1,468억원(YoY 흑.전., QoQ +57.5%)으로 전망된다.

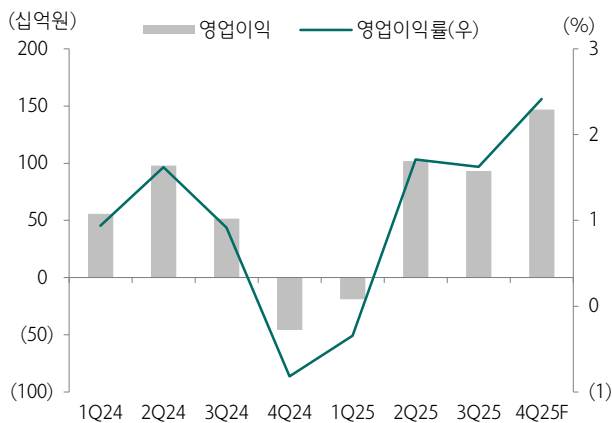
도표 1. 현대제철 실적추이 및 전망

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출	5,947.8	6,041.4	5,624.3	5,612.7	5,563.5	5,945.6	5,734.4	6,075.8	23,226.1	23,319.2	24,613.0
제품판매량	4,345.0	4,394.0	4,123.0	4,210.0	4,127.0	4,526.0	4,346.0	4,585.2	17,072.0	17,584.2	18,111.7
제품 판매단가	1,109.2	1,104.2	1,082.5	1,065.0	1,039.5	1,034.0	1,042.9	1,045.4	1,090.2	1,040.5	1,081.1
영업이익	55.8	98.0	51.5	(45.8)	(19.0)	101.8	93.2	146.8	159.5	322.7	775.0
세전이익	7.6	55.0	(56.2)	(65.9)	(67.0)	5.8	30.0	151.4	(59.5)	120.2	517.2
순이익	32.2	1.4	(16.2)	(8.6)	(54.4)	37.4	17.6	91.3	8.8	91.9	399.8
영업이익률(%)	0.9	1.6	0.9	(0.8)	(0.3)	1.7	1.6	2.4	0.7	1.4	3.1
세전이익률(%)	0.1	0.9	(1.0)	(1.2)	(1.2)	0.1	0.5	2.5	(0.3)	0.5	2.1
순이익률(%)	0.5	0.0	(0.3)	(0.2)	(1.0)	0.6	0.3	1.5	0.0	0.4	1.6

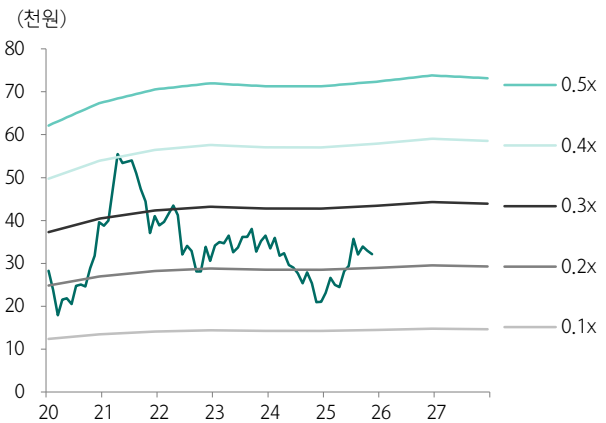
주: IFRS-연결 기준, 제품판매량 및 판매단가는 별도 기준
자료: 하나증권

도표 2. 현대제철 영업이익 및 영업이익률 동향



자료: 하나증권

도표 3. 현대제철 PBR밴드



자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	25,914.8	23,226.1	23,319.2	24,613.0	25,004.7
매출원가	23,782.3	21,832.2	21,707.8	22,536.1	22,849.1
매출총이익	2,132.5	1,393.9	1,611.4	2,076.9	2,155.6
판매비	1,334.2	1,234.5	1,288.7	1,301.8	1,284.5
영업이익	798.3	159.5	322.7	775.0	871.1
금융손익	(278.6)	(280.6)	(227.6)	(292.3)	(256.3)
종속/관계기업손익	4.9	12.4	8.6	10.5	9.6
기타영업외손익	7.5	49.3	16.5	24.0	19.6
세전이익	532.1	(59.5)	120.2	517.2	644.0
법인세	89.1	(68.3)	28.3	117.4	152.6
계속사업이익	443.0	8.8	91.9	399.8	491.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	443.0	8.8	91.9	399.8	491.4
비배주주지분 순이익	(18.2)	20.4	1.8	7.9	9.8
지배주주순이익	461.2	(11.6)	90.1	391.8	481.7
지배주주지분포괄이익	518.0	(49.1)	146.1	635.2	780.9
NOPAT	664.7	(23.6)	246.8	599.1	664.7
EBITDA	2,440.6	1,870.0	2,029.1	2,467.2	2,540.0
성장성(%)					
매출액증가율	(5.21)	(10.38)	0.40	5.55	1.59
NOPAT증가율	(46.58)	적전	흑전	142.75	10.95
EBITDA증가율	(23.85)	(23.38)	8.51	21.59	2.95
영업이익증가율	(50.62)	(80.02)	102.32	140.16	12.40
(지배주주)순이익증가율	(54.68)	적전	흑전	334.85	22.95
EPS증가율	(54.68)	적전	흑전	334.96	22.92
수익성(%)					
매출총이익률	8.23	6.00	6.91	8.44	8.62
EBITDA이익률	9.42	8.05	8.70	10.02	10.16
영업이익률	3.08	0.69	1.38	3.15	3.48
계속사업이익률	1.71	0.04	0.39	1.62	1.97

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	3,456	(87)	675	2,936	3,609
BPS	143,973	142,610	142,546	144,743	147,613
CFPS	17,967	14,460	16,515	19,241	19,981
EBITDAPS	18,289	14,013	15,206	18,489	19,034
SPS	194,197	174,049	174,747	184,442	187,378
DPS	1,000	750	750	750	750
주기지표(배)					
PER	10.56	(241.95)	48.00	11.04	8.98
PBR	0.25	0.15	0.23	0.22	0.22
PCR	2.03	1.46	1.96	1.68	1.62
EV/EBITDA	5.48	6.14	6.81	5.53	5.17
PSR	0.19	0.12	0.19	0.18	0.17
재무비율(%)					
ROE	2.44	(0.06)	0.48	2.06	2.48
ROA	1.28	(0.03)	0.26	1.13	1.38
ROIC	2.62	(0.10)	0.99	2.41	2.68
부채비율	80.65	79.71	79.69	77.47	74.02
순부채비율	41.58	42.71	43.76	42.10	38.70
이자보상배율(배)	1.93	0.38	0.77	1.89	2.22

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	11,953.6	11,459.9	11,446.6	11,597.7	11,759.2
금융자산	2,495.2	2,310.5	2,098.0	1,827.8	1,876.6
현금성자산	1,385.7	1,295.6	1,079.0	752.3	784.0
매출채권	2,929.0	2,524.2	2,731.0	2,791.7	2,794.1
재고자산	6,279.3	6,290.6	6,310.2	6,660.2	6,766.3
기타유동자산	250.1	334.6	307.4	318.0	322.2
비유동자산	23,265.3	23,283.9	23,280.9	23,236.0	23,081.4
투자자산	2,200.3	2,291.6	2,295.0	2,342.3	2,356.6
금융자산	1,941.6	2,032.9	2,035.2	2,068.1	2,078.0
유형자산	18,249.9	18,430.6	18,501.2	18,475.1	18,362.9
무형자산	1,437.5	1,401.6	1,324.6	1,258.6	1,201.9
기타비유동자산	1,377.6	1,160.1	1,160.1	1,160.0	1,160.0
자산총계	35,218.8	34,743.8	34,727.5	34,833.6	34,840.6
유동부채	7,984.2	7,699.1	7,854.9	7,683.0	7,152.1
금융부채	3,951.0	3,676.0	3,831.1	3,436.5	2,838.1
매입채무	1,329.5	1,466.8	1,403.8	1,481.6	1,505.2
기타유동부채	2,703.7	2,556.3	2,620.0	2,764.9	2,808.8
비유동부채	7,738.7	7,711.2	7,545.8	7,522.7	7,667.8
금융부채	6,651.0	6,892.7	6,724.0	6,655.4	6,786.7
기타비유동부채	1,087.7	818.5	821.8	867.3	881.1
부채총계	15,722.8	15,410.2	15,400.6	15,205.7	14,819.9
지배주주지분	19,100.1	18,918.3	18,909.7	19,202.9	19,585.9
자본금	667.2	667.2	667.2	667.2	667.2
자본잉여금	3,906.1	3,904.9	3,904.9	3,904.9	3,904.9
자본조정	(112.5)	(112.5)	(112.5)	(112.5)	(112.5)
기타포괄이익누계액	1,000.0	1,058.7	1,058.7	1,058.7	1,058.7
이익잉여금	13,639.3	13,400.0	13,391.5	13,684.6	14,067.6
비지배주주지분	395.9	415.3	417.1	425.0	434.8
자본총계	19,496.0	19,333.6	19,326.8	19,627.9	20,020.7
순금융부채	8,106.8	8,258.2	8,457.2	8,264.1	7,748.2

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,948.4	1,777.1	1,977.0	2,005.1	2,199.6
당기순이익	443.0	8.8	91.9	399.8	491.4
조정	1,201.0	1,492.1	1,810.5	1,775.4	1,760.7
감가상각비	1,642.2	1,710.5	1,706.4	1,692.2	1,668.8
외환거래손익	8.4	6.8	100.4	79.7	87.2
지분법손익	(4.9)	(12.4)	0.0	0.0	0.0
기타	(444.7)	(212.8)	3.7	3.5	4.7
영업활동 자산부채변동	304.4	276.2	74.6	(170.1)	(52.5)
투자활동 현금흐름	(132.3)	(1,502.8)	(1,813.1)	(1,787.0)	(1,623.3)
투자자산감소(증가)	208.0	308.2	1.0	(47.3)	(14.3)
자본증가(감소)	(824.0)	(1,672.3)	(1,700.0)	(1,600.0)	(1,500.0)
기타	483.7	(138.7)	(114.1)	(139.7)	(109.0)
재무활동 현금흐름	(2,073.0)	(166.1)	(112.2)	(562.0)	(565.7)
금융부채증가(감소)	(1,941.5)	(33.3)	(13.5)	(463.3)	(467.1)
자본증가(감소)	0.0	(1.2)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	(0.1)	0.0	0.0	0.1
배당지급	(131.5)	(131.5)	(98.7)	(98.7)	(98.7)
현금의 증감	(256.9)	108.2	(481.1)	(326.8)	31.8
Unlevered CFO	2,397.7	1,929.6	2,203.9	2,567.6	2,666.4
Free Cash Flow	1,124.4	104.8	277.0	405.1	699.6

2025년 11월 17일 | 기업분석_Report

BUY (유지)

목표주가(12M) 160,000원
현재주가(11.14) 103,000원

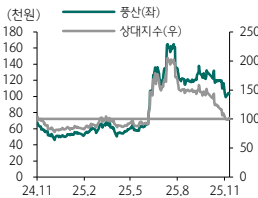
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	4,011.57
52주 최고/최저(원)	165,000/46,150
시가총액(십억원)	2,886.5
시가총액비중(%)	0.09
발행주식수(천주)	28,024.3
60일 평균 거래량(천주)	296.2
60일 평균 거래대금(십억원)	35.9
외국인지분율(%)	19.44
주요주주 지분율(%)	
풍산홀딩스 외 4인	38.02
국민연금공단	8.17

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	5,081.2	5,438.5
영업이익(십억원)	289.5	347.1
순이익(십억원)	199.3	245.3
EPS(원)	7,081	8,700
BPS(원)	84,895	91,268

Stock Price



Financial Data

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	4,125.3	4,554.4	5,114.3	5,958.6
영업이익	228.6	323.8	302.5	396.5
세전이익	201.1	318.3	279.6	373.1
순이익	156.4	236.0	215.9	285.0
EPS	5,582	8,423	7,706	10,171
증감율	(10.69)	50.90	(8.51)	31.99
PER	7.02	5.93	13.55	10.26
PBR	0.55	0.63	1.24	1.13
EV/EBITDA	4.30	4.54	10.02	8.13
ROE	8.22	11.33	9.51	11.63
BPS	70,959	79,286	84,458	92,094
DPS	1,200	2,600	2,600	2,600



Analyst 박성봉 sbpark@hanafn.com
RA 김승규 sgkim@hanafn.com

풍산 (103140)

2026년 신동 부문의 수익성 개선도 기대된다.

4분기에는 동가격 상승과 방산 매출 증가 효과 기대

3분기 평균 9,797불/톤을 기록했던 LME 전기동 가격이 10월 들어 상승세로 전환하여 10월 평균 10,696불/톤을 기록했다. 무엇보다도 주요 구리 광산의 생산차질에 따른 공급부족 우려가 가격 상승의 원인으로 작용했는데 인도네시아 Grasberg광산의 산사태에 의한 광구 붕괴 사고, 세계 최대 광산 가운데 하나인 칠레 El Teniente광산의 지진 발생에 의한 광구 붕괴에 따른 조업 차질, TECK사의 칠레 소재 Quebrada Blanca광산 생산 가이던스 하향 발표 등이 이어졌다. 중국의 동 수요가 단기간에 회복되기는 쉽지 않을 것으로 예상되지만 동시장은 전반적으로 공급 차질 우려에 따른 가격 상승 분위기가 형성될 가능성이 높다고 판단된다. 4분기 평균 전기동 가격은 10,861불/톤(YoY +18.1%, QoQ +10.9%)을 기록할 전망이다. 방산의 경우 3분기에 납품 지연된 제품의 매출 인식을 비롯하여 내수 중심으로 매출이 큰 폭으로 확대할 전망으로 이를 감안하면 풍산의 4분기 영업이익은 966억원(YoY +185.4%, QoQ +126.9%)을 기록할 것으로 예상된다.

2026년 전기동 가격 상승에 베풀만한 시점

LME 전기동 가격이 9월 들어 메이저 동 광산의 생산 차질 이슈로 재차 상승세로 전환되면서 10월 들어 톤당 10,500불을 지속적으로 상회했고 10월말에는 11,000불을 상회하며 사상 최고치를 기록하기도 했다. 2026년에도 콩고와 몽골 소재 굴착한 광산 프로젝트 프로젝트들이 램프업을 하는 과정에서 생산이 늘어날 것으로 예상된다. 반면 노후 광산 가동 중단, 가동 광산들의 노후화에 따른 광석 품위 하락(미국, 칠레), 광산 물 공급 문제 환경 이슈가 생산 감소의 원인으로 작용할 수 있고 내년에도 산사태, 지진 등의 불가항력적인 현상 발생 가능성을 배제할 수 없다. 한편, 2026년 중국의 신용-가격-고정투자 사이클의 순차적 반등이 예상된다. 또한 5년 만에 디레버리징 사이클이 종료되고 리플레이션 국면에 진입할 전망이고 2026년 2분기 PPI 상승률 플러스 전환 전망을 감안하면 2026년 중국의 동 수요 증가는 +2%를 기록할 것으로 예상된다. 결과적으로 2026년 전세계 전련동은 40만톤의 공급 부족으로 인해 전기동 가격 상승세가 지속될 전망이다.

투자의견 'BUY'와 목표주가 160,000원 유지

풍산에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 160,000원을 유지한다. 최근 현대로템향 대구경 탄약을 수주하는 등 향후에도 매년 방산 매출이 지속적으로 증가할 것으로 예상되는 가운데 특히 내년에는 수출 비중 확대에 따른 방산 Mix 개선도 기대된다. 뿐만 아니라 중국의 동 수요 회복에 따른 신동 판매 증가 및 전기동 가격 상승에 의한 메탈 게인 발생으로 신동 부문 수익성 개선도 기대된다. 현재 주가는 PBR 1.1배 수준으로 향후 안정적이고 지속적인 방산 매출 성장을 감안하면 업사이드 여력이 충분하다고 판단된다.

4분기에는 동가격 상승과 방산 매출 증가 효과 기대

4Q25년 영업이익 966억원
(YoY +185.4%, QoQ +126.9%) 예상

3분기 평균 9,797불/톤을 기록했던 LME 전기동 가격이 10월 들어 상승세로 전환하여 10월 평균 10,696불/톤을 기록했다. 무엇보다도 주요 구리 광산의 생산차질에 따른 공급부족 우려가 가격 상승의 원인으로 작용했는데 인도네시아 Grasberg광산의 산사태에 의한 광구 붕괴 사고, 세계 최대 광산 가운데 하나인 칠레 El Teniente광산의 지진 발생에 의한 광구 붕괴에 따른 조업 차질, TECK사의 칠레 소재 Quebrada Blanca광산 생산 가이던스 하향 발표 등이 이어졌다. 중국의 동 수요가 단기간에 회복되기는 쉽지 않을 것으로 예상되지만 동시장은 전반적으로 공급 차질 우려에 따른 가격 상승 분위기가 형성될 가능성이 높다고 판단된다. 4분기 평균 전기동 가격은 10,861불/톤(YoY +18.1%, QoQ +10.9%)을 기록할 전망이다. 방산의 경우 3분기에 납품 지연된 제품의 매출 인식을 비롯하여 내수 중심으로 매출이 큰 폭으로 확대할 전망으로 이를 감안하면 풍산의 4분기 영업이익은 966억원(YoY +185.4%, QoQ +126.9%)을 기록할 것으로 예상된다.

도표 1. 풍산 실적 추이 및 전망

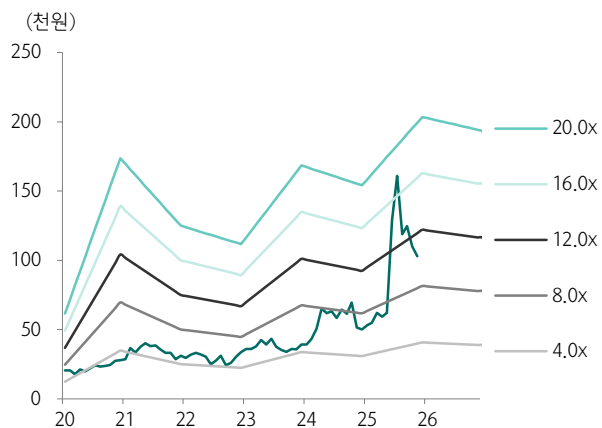
(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출	963.5	1,233.6	1,129.2	1,228.0	1,155.9	1,294.0	1,174.2	1,490.2	4,554.4	5,114.3	5,958.6
YoY(%)	(7.8)	19.1	21.3	10.3	20.0	4.9	4.0	21.3	10.4	12.3	16.5
신동	789.2	896.7	857.5	832.8	952.3	948.6	947.3	1,017.2	3,376.2	3,865.5	4,622.4
방산	174.3	336.9	271.7	395.2	203.6	345.4	226.9	472.9	1,178.1	1,248.8	1,336.2
영업이익	54.2	161.3	74.4	33.9	69.7	93.6	42.6	96.6	323.8	302.5	396.5
YoY(%)	(36.1)	199.4	133.1	(41.6)	28.5	(42.0)	(42.7)	185.3	41.6	(6.6)	31.1
세전사업이익	50.1	151.9	62.7	53.6	57.8	77.4	40.6	103.8	318.3	279.6	373.2
순이익	36.9	111.3	47.6	40.3	41.6	64.2	32.5	77.7	236.0	215.9	285.1
영업이익률(%)	5.6	13.1	6.6	2.8	6.0	7.2	3.6	6.5	7.1	5.9	6.7
세전이익률(%)	5.2	12.3	5.6	4.4	5.0	6.0	3.5	7.0	7.0	5.5	6.3
순이익률(%)	3.8	9.0	4.2	3.3	3.6	5.0	2.8	5.2	5.2	4.2	4.8

주: IFRS 연결 기준

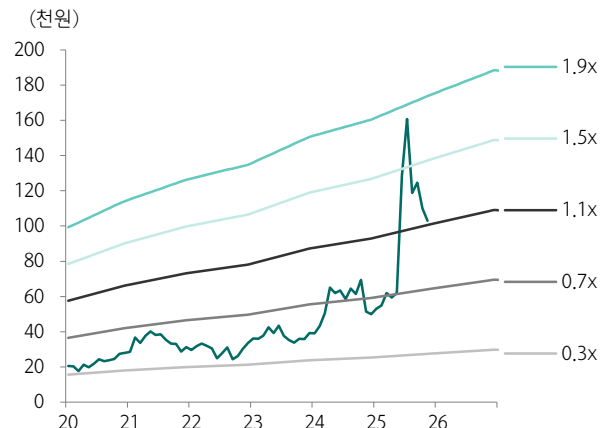
자료: 하나증권

도표 2. 풍산 PER밴드



자료: 하나증권

도표 3. 풍산 PBR밴드



자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	4,125.3	4,554.4	5,114.3	5,958.6	6,061.4
매출원가	3,684.4	3,938.5	4,476.1	5,167.4	5,280.8
매출총이익	440.9	615.9	638.2	791.2	780.6
판매비	212.2	292.1	335.6	394.7	401.7
영업이익	228.6	323.8	302.5	396.5	378.9
금융손익	(35.4)	(28.4)	(33.6)	(34.2)	(31.8)
종속/관계기업손익	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	7.8	22.8	10.7	10.8	9.8
세전이익	201.1	318.3	279.6	373.1	357.0
법인세	44.6	82.3	63.7	88.1	86.0
계속사업이익	156.4	236.0	215.9	285.0	271.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	156.4	236.0	215.9	285.0	271.0
비배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	156.4	236.0	215.9	285.0	271.0
지배주주지분포괄이익	153.2	266.1	215.9	285.0	271.0
NOPAT	177.9	240.1	233.7	302.9	287.7
EBITDA	319.3	413.4	398.5	499.2	483.4
성장성(%)					
매출액증가율	(5.66)	10.40	12.29	16.51	1.73
NOPAT증가율	(3.68)	34.96	(2.67)	29.61	(5.02)
EBITDA증가율	(2.18)	29.47	(3.60)	25.27	(3.17)
영업이익증가율	(1.30)	41.64	(6.58)	31.07	(4.44)
(지배주주)순이익증가율	(10.68)	50.90	(8.52)	32.01	(4.91)
EPS증가율	(10.69)	50.90	(8.51)	31.99	(4.93)
수익성(%)					
매출총이익률	10.69	13.52	12.48	13.28	12.88
EBITDA이익률	7.74	9.08	7.79	8.38	7.98
영업이익률	5.54	7.11	5.91	6.65	6.25
계속사업이익률	3.79	5.18	4.22	4.78	4.47

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	5,582	8,423	7,706	10,171	9,670
BPS	70,959	79,286	84,458	92,094	99,230
CFPS	12,907	17,411	13,946	17,619	16,974
EBITDAPS	11,395	14,751	14,220	17,815	17,251
SPS	147,203	162,517	182,495	212,624	216,292
DPS	1,200	2,600	2,600	2,600	2,600
주기지표(배)					
PER	7.02	5.93	13.55	10.26	10.80
PBR	0.55	0.63	1.24	1.13	1.05
PCR	3.04	2.87	7.49	5.93	6.15
EV/EBITDA	4.30	4.54	10.02	8.13	8.07
PSR	0.27	0.31	0.57	0.49	0.48
재무비율(%)					
ROE	8.22	11.33	9.51	11.63	10.19
ROA	4.43	6.09	5.13	6.30	5.65
ROIC	8.85	11.22	9.40	11.30	10.19
부채비율	86.20	86.27	84.07	85.10	75.91
순부채비율	13.89	21.62	20.97	21.70	14.41
이자보상배율(배)	5.83	8.65	7.65	10.20	10.29

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,239.4	2,561.7	2,721.8	3,078.2	3,178.6
금융자산	432.7	366.2	301.0	258.9	310.8
현금성자산	407.9	345.2	278.0	232.9	284.4
매출채권	517.0	602.4	676.5	788.1	801.7
재고자산	1,227.3	1,458.7	1,594.3	1,857.5	1,889.5
기타유동자산	62.4	134.4	150.0	173.7	176.6
비유동자산	1,421.2	1,534.9	1,593.3	1,657.1	1,673.4
투자자산	36.2	48.2	52.6	59.1	59.9
금융자산	33.0	45.0	49.0	54.9	55.6
유형자산	1,183.4	1,308.9	1,363.5	1,421.4	1,437.4
무형자산	12.4	12.6	12.0	11.4	10.9
기타비유동자산	189.2	165.2	165.2	165.2	165.2
자산총계	3,660.6	4,096.6	4,315.0	4,735.4	4,852.0
유동부채	1,352.2	1,358.5	1,445.9	1,577.7	1,527.7
금융부채	474.0	596.9	597.9	599.4	533.5
매입채무	182.8	185.3	208.1	242.5	246.6
기타유동부채	695.4	576.3	639.9	735.8	747.6
비유동부채	342.5	538.8	524.9	599.4	566.0
금융부채	231.8	244.8	194.8	214.8	174.8
기타비유동부채	110.7	294.0	330.1	384.6	391.2
부채총계	1,694.7	1,897.3	1,970.8	2,177.1	2,093.7
지배주주지분	1,966.0	2,199.3	2,344.2	2,558.2	2,758.2
자본금	140.1	140.1	140.1	140.1	140.1
자본잉여금	494.5	494.5	494.5	494.5	494.5
자본조정	(22.6)	(22.6)	(22.6)	(22.6)	(22.6)
기타포괄이익누계액	39.0	96.6	96.6	96.6	96.6
이익잉여금	1,315.0	1,490.7	1,635.6	1,849.6	2,049.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,966.0	2,199.3	2,344.2	2,558.2	2,758.2
순금융부채	273.1	475.5	491.7	555.2	397.6

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	696.2	39.9	173.6	166.5	272.5
당기순이익	156.4	236.0	215.9	285.0	271.0
조정	85.4	147.0	9.2	17.9	18.1
감가상각비	90.7	89.6	96.0	102.7	104.5
외환거래손익	4.2	(14.6)	(15.5)	(13.5)	(15.1)
지분법손익	(0.0)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
기타	(9.5)	72.1	(71.3)	(71.3)	(71.3)
영업활동 자산부채변동	454.4	(343.1)	(51.5)	(136.4)	(16.6)
투자활동 현금흐름	(136.8)	(216.8)	(140.8)	(156.1)	(106.1)
투자자산감소(증가)	0.3	(12.1)	(4.3)	(6.6)	(0.8)
자본증가(감소)	(136.1)	(195.9)	(150.0)	(160.0)	(120.0)
기타	(1.0)	(8.8)	13.5	10.5	14.7
재무활동 현금흐름	(302.4)	135.9	(49.0)	21.5	(105.9)
금융부채증가(감소)	(302.4)	135.9	(49.0)	21.5	(105.9)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	257.0	(41.1)	(86.5)	(45.1)	51.5
Unlevered CFO	361.7	487.9	390.8	493.8	475.7
Free Cash Flow	560.1	(156.0)	23.6	6.5	152.5

2025년 11월 17일 | 기업분석_Report

BUY (유지)

목표주가(12M) 187,000원
현재주가(11.14) 150,600원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	897.90
52주 최고/최저(원)	174,100/81,200
시가총액(십억원)	14,728.9
시가총액비중(%)	3.11
발행주식수(천주)	97,801.3
60일 평균 거래량(천주)	686.7
60일 평균 거래대금(십억원)	101.8
외국인지분율(%)	12.60
주요주주 지분율(%)	
에코프로 외 14인	45.59

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	2,634.3	3,299.0
영업이익(십억원)	122.5	127.1
순이익(십억원)	78.8	71.1
EPS(원)	409	619
BPS(원)	16,832	17,628

Stock Price



Financial Data

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	6,900.9	2,766.8	2,601.4	3,037.1
영업이익	156.0	(34.1)	124.9	143.1
세전이익	77.7	(93.0)	67.6	93.6
순이익	(8.7)	(96.5)	30.5	51.1
EPS	(89)	(987)	312	522
증감율	적전	적지	흑전	67.31
PER	(3,235.96)	(111.35)	512.82	306.51
PBR	20.32	6.25	9.39	9.11
EV/EBITDA	119.45	164.68	74.75	35.15
ROE	(0.64)	(6.26)	1.81	3.03
BPS	14,176	17,582	17,042	17,564
DPS	0	0	0	0



Analyst 김현수 hyunsoo@hanafn.com
RA 홍지원 jiwonhong@hanafn.com

에코프로비엠 (247540)

P, Q 회복 국면

Q, P 하락세 중단

지난 4년간 에코프로비엠의 매출은 매우 큰 변동폭을 보였다. 성장기의 에코프로비엠 매출은 2021년 +78%, 2022년 +217%, 2023년 +23% 증가했는데, 이 때 당시 매출 증가의 상당 부분은 P(Price)의 상승에 기인했다. 리튬 가격이 kg당 10달러 미만에서 80달러대까지 상승하면서 양극재 판가 역시 저점 대비 +140% 이상 상승하였고(수출 판가 기준), 이에 따라 매출 증가폭이 확대됐다. 그러나 이후 2년동안 리튬 가격이 다시 kg당 8달러로 하락하면서, 양극재 판가 역시 고점 대비 -56% 하락, 2024년 매출도 -60% 감소했다. 2025년에는 Q와 P 모두 정체되는 상황에서, 2026년부터는 메탈 가격 반등 힘입어 P가 소폭 상승하며, Q(Quantity) 반등 효과와 함께 매출 성장세가 재개될 전망이다.

P 회복 국면

호주 산업과학자원부(Department of Industry, Science and Resources)는 BESS 및 EV 시장 수요 성장에 기반해 글로벌 수산화리튬 가격이 2025년 9.1달러/kg에서 2027년 12.7달러/kg 까지 점진적인 회복 흐름을 보일 것으로 전망하고 있다. 한편, Albemarle과 SQM 역시 장기적인 리튬 시장의 개선을 전망하고 있는데, 호주 정부가 전망하는 것과는 다소 온도차가 있다. Albemarle은 2025년까지 수급이 균형 또는 소폭 공급 우위 상태를 보이겠지만, 이후 수요가 연평균 15~20% 증가하며 공급(10~12%) 증가율을 상회, 이에 따라 가격 반등이 나타날 것으로 전망했다. 특히 2030년 전후에는 전기차 전환이 본격화되며 공급 부족이 심화되고, 이에 따라 리튬의 장기 균형가격 및 신규 프로젝트 투자 타당성 기준이 20~30달러 수준에서 형성될 것으로 분석했다. SQM은 리튬 가격이 2025년 하반기부터 2026년 사이 점진적으로 회복한 뒤, 2~3년 내 수급 불균형이 완화되며 중장기적으로 약 20달러/kg LCE 수준에서 안정될 것으로 예상했다.

실적 회복 국면

에코프로비엠은 한국 셀 메이커들의 실적이 부진한 2025년에도 출하량이 전년 대비 +6% 증가하며 성장세 이어갔다. 2026년에는 +10% 수준의 출하량 증가 및 +5% 수준의 가격 상승 맞물리며 매출 증가세 회복될 전망이다. 메탈 가격 상승으로 인해, 지난 2년간의 대규모 재고평가손실 리스크가 해소되면서 수익성 역시 개선될 것으로 판단한다. 이로 인해 다시 2027년 혹은 그 이후 실적을 Valuation에 반영할 수 있는 상황 도래했다는 점에서 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가 187,000원을 유지한다.

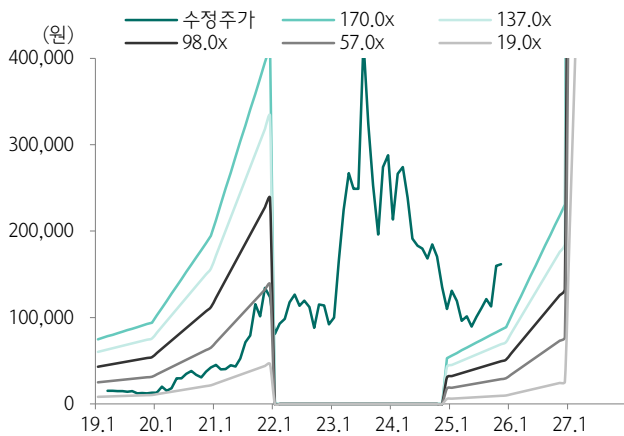
도표 1. 에코프로비엠 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F	2027F
매출	629.8	779.7	625.3	566.6	626.7	724.4	800.9	885.1	2,766.8	2,601.4	3,037.1	3,852.4
YoY(%)	(35.1)	(3.7)	19.8	21.9	(0.5)	(7.1)	28.1	56.2	(59.9)	(6.0)	16.7	26.8
QoQ(%)	35.5	23.8	(19.8)	(9.4)	10.6	15.6	10.6	10.5				
매출원가	594.6	695.6	533.1	518.7	583.6	663.0	729.4	802.3	2,672.0	2,342.0	2,778.2	3,434.1
판관비	32.9	35.1	41.5	25.1	23.0	28.0	31.0	33.7	129.0	134.6	115.8	125.4
영업이익	2.3	49.0	50.7	22.9	20.1	33.4	40.4	49.2	(34.1)	124.9	143.1	292.8
YoY(%)	(66.0)	1,159.1	흑전	흑전	784.7	(31.8)	(20.2)	115.0	적전	흑전	14.6	104.5
QoQ(%)	흑전	2,058.6	3.5	(54.9)	(12.2)	66.4	21.0	21.6				
영업이익률(%)	0.4	6.3	8.1	4.0	3.2	4.6	5.1	5.6	(1.2)	4.8	4.7	7.6
YoY(%p)	(0.3)	5.8	16.0	4.8	2.8	(1.7)	(3.1)	1.5	(3.5)	6.0	(0.1)	2.9
QoQ(%p)	1.1	5.9	1.8	(4.1)	(0.8)	1.4	0.4	0.5				
지배주주순익	(8.8)	17.1	24.7	8.4	4.2	11.1	15.3	20.5	(96.5)	30.5	51.1	132.8

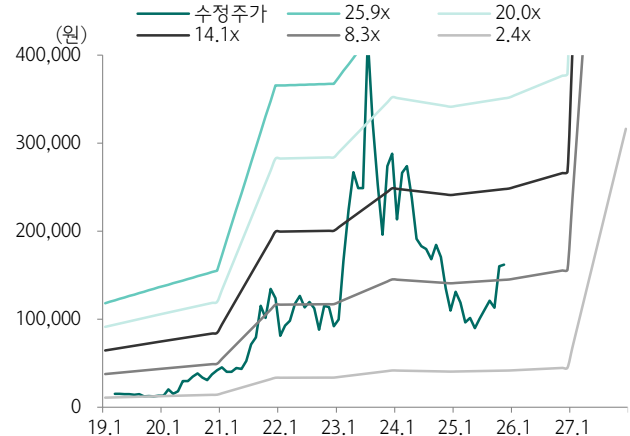
자료: 에코프로비엠, 하나증권

도표 2. 에코프로비엠 12M Fwd P/E



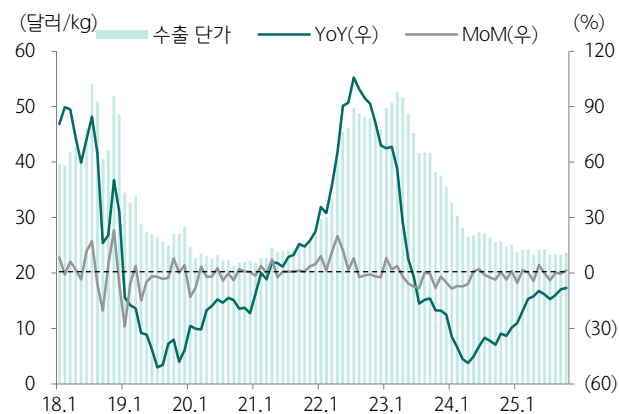
자료: 하나증권

도표 3. 에코프로비엠 12M Fwd P/B



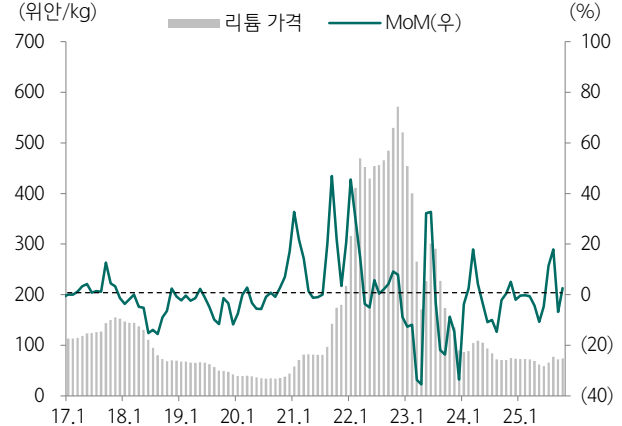
자료: 하나증권

도표 4. 한국 양극재 수출 단가 추이



자료: 산업통상자원부, 하나증권

도표 5. 리튬 월별 평균 가격 추이



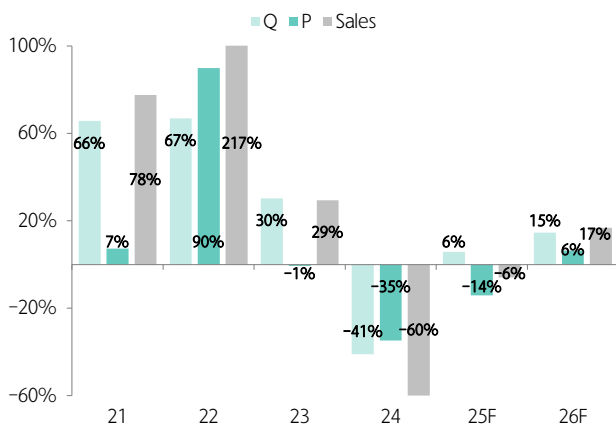
자료: 한국광물자원공사, 하나증권

도표 6. 에코프로비엠 Valuation Table

판매량 가정(천톤)					Valuation(십억원)								
	2024	2025F	2026F	2027F	Price (\$/kg)	환율 (원)	Sales	OPM	OP	NP	지배주주 순익	PER (배)	EV
Bear	68	74	83	103	26.1	1,400	3,777	5.1%	193	154	136	25	3,390
Base	68	74	99	124	28.4	1,400	4,931	6.5%	321	256	226	27	6,093
Bull	68	74	119	149	30.5	1,400	6,355	7.7%	489	391	344	43	14,813
Max	2030년 목표 CAPA			340	29.5	1,400	14,018	7.1%	995	796	701	31	21,021

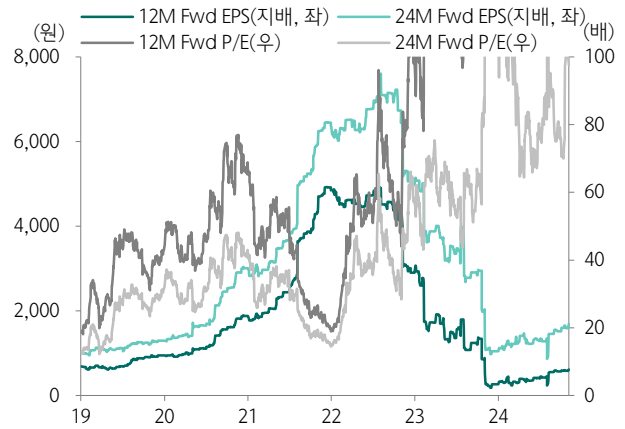
자료: 하나증권

도표 7. 에코프로비엠 Q, P 분석



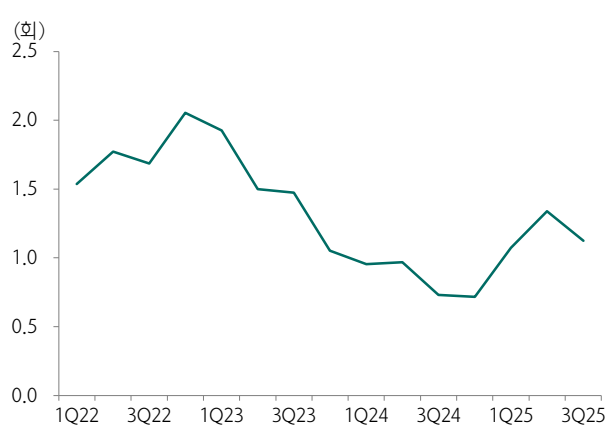
자료: 하나증권

도표 8. 에코프로비엠 Fwd P/E 및 EPS 컨센서스 추이



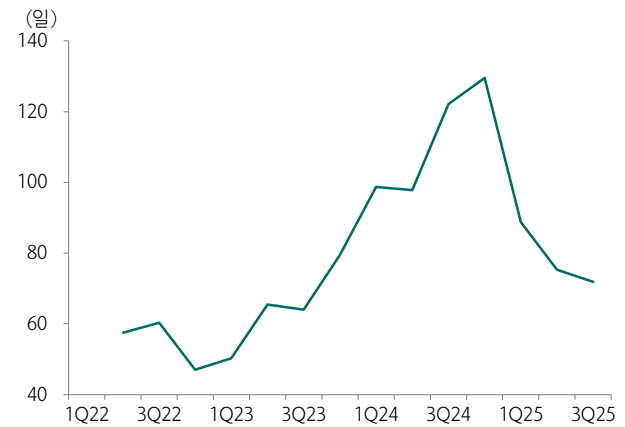
자료: Quantiverse, 하나증권

도표 9. 에코프로비엠 재고자산회전율 추이



자료: 에코프로비엠, 하나증권

도표 10. 에코프로비엠 재고일수 추이



자료: 에코프로비엠, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	6,900.9	2,766.8	2,601.4	3,037.1	3,852.4
매출원가	6,607.5	2,672.0	2,341.9	2,778.2	3,434.1
매출총이익	293.4	94.8	259.5	258.9	418.3
판매비	137.4	129.0	134.6	115.8	125.4
영업이익	156.0	(34.1)	124.9	143.1	292.8
금융손익	(50.7)	(62.6)	(59.9)	(49.6)	(49.6)
종속/관계기업손익	7.5	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(35.1)	3.7	2.6	0.0	0.0
세전이익	77.7	(93.0)	67.6	93.6	243.2
법인세	23.0	(34.5)	(18.0)	20.6	53.5
계속사업이익	54.7	(58.5)	85.6	73.0	189.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	54.7	(58.5)	85.6	73.0	189.7
비배주주지분 순이익	63.4	38.0	55.0	21.9	56.9
지배주주순이익	(8.7)	(96.5)	30.5	51.1	132.8
지배주주지분포괄이익	5.8	(0.7)	(34.5)	51.1	132.8
NOPAT	109.8	(21.5)	158.2	111.7	228.4
EBITDA	248.7	75.5	238.1	508.5	604.9
성장성(%)					
매출액증가율	28.81	(59.91)	(5.98)	16.75	26.84
NOPAT증가율	(65.88)	적전	흑전	(29.39)	104.48
EBITDA증가율	(44.18)	(69.64)	215.36	113.57	18.96
영업이익증가율	(59.02)	적전	흑전	14.57	104.61
(지배주주)순이익증가율	적전	적지	흑전	67.54	159.88
EPS증가율	적전	적지	흑전	67.31	160.15
수익성(%)					
매출총이익률	4.25	3.43	9.98	8.52	10.86
EBITDA이익률	3.60	2.73	9.15	16.74	15.70
영업이익률	2.26	(1.23)	4.80	4.71	7.60
계속사업이익률	0.79	(2.11)	3.29	2.40	4.92

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(89)	(987)	312	522	1,358
BPS	14,176	17,582	17,042	17,564	18,922
CFPS	4,736	619	(514)	5,199	6,185
EBITDAPS	2,543	772	2,435	5,199	6,185
SPS	70,560	28,290	26,599	31,054	39,390
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	(3,235.96)	(111.35)	512.82	306.51	117.82
PBR	20.32	6.25	9.39	9.11	8.46
PCFR	60.81	177.54	(311.28)	30.78	25.87
EV/EBITDA	119.45	164.68	74.75	35.15	29.33
PSR	4.08	3.88	6.02	5.15	4.06
재무비율(%)					
ROE	(0.64)	(6.26)	1.81	3.03	7.47
ROA	(0.23)	(2.22)	0.67	1.02	2.49
ROIC	4.58	(0.69)	4.53	3.01	5.98
부채비율	172.71	118.70	141.50	149.39	141.37
순부채비율	82.17	72.14	81.19	80.92	65.91
이자보상배율(배)	2.24	(0.40)	1.73	1.97	4.02

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,443.5	1,378.0	1,738.6	2,251.2	2,653.4
금융자산	513.2	521.9	740.6	692.4	881.6
현금성자산	512.7	499.2	712.9	649.2	832.4
매출채권	767.0	142.2	156.4	244.4	277.8
재고자산	1,108.8	616.3	751.9	1,174.6	1,335.2
기타유동자산	54.5	97.6	89.7	139.8	158.8
비유동자산	1,918.3	2,945.7	3,105.6	2,933.1	2,822.1
투자자산	17.9	22.2	21.8	24.7	25.8
금융자산	17.9	22.2	21.8	24.7	25.8
유형자산	1,824.2	2,793.3	2,909.1	2,733.8	2,621.6
무형자산	14.3	18.8	24.2	24.2	24.2
기타비유동자산	61.9	111.4	150.5	150.4	150.5
자산총계	4,361.8	4,323.7	4,844.2	5,184.3	5,475.5
유동부채	2,131.3	1,297.2	1,622.5	1,874.9	1,970.9
금융부채	1,231.9	920.1	1,179.4	1,184.9	1,187.0
매입채무	734.1	204.2	248.8	388.7	441.9
기타유동부채	165.3	172.9	194.3	301.3	342.0
비유동부채	631.1	1,049.4	1,215.9	1,230.5	1,236.1
금융부채	595.6	1,028.0	1,189.8	1,189.8	1,189.8
기타비유동부채	35.5	21.4	26.1	40.7	46.3
부채총계	2,762.4	2,346.6	2,838.3	3,105.5	3,207.0
지배주주지분	1,371.5	1,712.0	1,659.2	1,710.2	1,843.0
자본금	48.9	48.9	48.9	48.9	48.9
자본잉여금	913.6	915.1	877.5	877.5	877.5
자본조정	22.1	361.9	401.7	401.7	401.7
기타포괄이익누계액	11.4	110.7	35.8	35.8	35.8
이익잉여금	375.3	275.4	295.2	346.3	479.1
비지배주주지분	227.9	265.0	346.7	368.6	425.5
자본총계	1,599.4	1,977.0	2,005.9	2,078.8	2,268.5
순금융부채	1,314.3	1,426.2	1,628.6	1,682.2	1,495.1

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	20.6	670.1	(89.2)	136.9	418.0
당기순이익	54.7	(58.5)	85.6	73.0	189.7
조정	350.2	78.5	(145.1)	414.9	361.7
감가상각비	92.7	109.6	113.3	365.3	312.1
외환거래손익	2.2	6.2	0.0	0.0	0.0
지분법손익	4.3	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	251.0	(37.3)	(258.4)	49.6	49.6
영업활동 자산부채변동	(384.3)	650.1	(29.7)	(351.0)	(133.4)
투자활동 현금흐름	(672.5)	(1,021.8)	(356.0)	(185.3)	(183.8)
투자자산감소(증가)	41.0	(4.3)	0.3	(2.9)	(1.1)
자본증가(감소)	(756.2)	(1,023.8)	(368.3)	(190.0)	(200.0)
기타	42.7	6.3	12.0	7.6	17.3
재무활동 현금흐름	847.4	323.1	413.6	(67.2)	(70.7)
금융부채증가(감소)	879.1	120.6	421.0	5.5	2.1
자본증가(감소)	36.2	1.5	(37.6)	0.0	0.0
기타재무활동	(24.0)	201.0	30.2	(72.7)	(72.8)
배당지급	(43.9)	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	192.3	(13.5)	223.5	(63.7)	183.2
Unlevered CFO	463.2	60.5	(50.3)	508.5	604.9
Free Cash Flow	(735.5)	(353.6)	(457.7)	(53.1)	218.0

2025년 11월 17일 | 기업분석_Report

Not Rated

목표주가(12M) Not Rated
현재주가(11.14) 133,500원

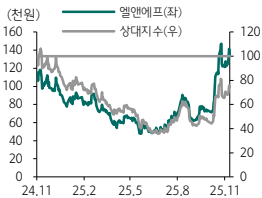
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	4,011.57
52주 최고/최저(원)	147,000/47,800
시가총액(십억원)	5,216.5
시가총액비중(%)	0.16
발행주식수(천주)	39,075.1
60일 평균 거래량(천주)	747.7
60일 평균 거래대금(십억원)	75.2
외국인지분율(%)	16.05
주요주주 지분율(%)	
세로닉스 외 17 인	22.05

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	2,976	3,906
영업이익(십억원)	109	206
순이익(십억원)	37	113
EPS(원)	957	2,864
BPS(원)	16,041	18,295

Stock Price



Financial Data

투자지표	2021	2022	2023	2024
매출액	971	3,887	4,644	1,907
영업이익	44	266	(222)	(559)
세전이익	(126)	341	(296)	(520)
순이익	(113)	270	(194)	(378)
EPS	(3,526)	7,526	(5,372)	(10,416)
증감율	적지	흑전	적전	적지
PER	(63.1)	23.1	(38.0)	(7.8)
PBR	12.3	4.9	6.7	4.1
EV/EBITDA	121.9	23.8	0.0	0.0
ROE	(17.9)	21.1	(17.7)	(53.0)
BPS	18,078	35,731	30,468	19,859
DPS	0	500	0	0



Analyst 김현수 hyunsoo@hanafn.com
RA 홍지원 jiwonhong@hanafn.com

엘앤에프 (066970)

실적 회복 국면

Q, P 하락세 중단

지난 4년간 엘앤에프의 매출은 매우 큰 변동폭을 보였다. 성장기의 엘앤에프 매출은 2021년 +178%, 2022년 +253%, 2023년 +20% 증가했는데, 이 때 당시 출하량 증가 못지 않게 P(Price)의 상승이 실적 성장에 크게 기여했다. 리튬 가격이 kg당 10달러 미만에서 80달러 대까지 상승하면서 양극재 판가 역시 저점 대비 +150% 이상 상승하였고(대구 수출 판가 기준), 이에 따라 매출 증가폭이 확대됐다. 그러나 이후 2년동안 리튬 가격이 다시 kg당 8달러로 하락하면서, 양극재 판가 역시 고점 대비 -52% 하락, 2024년 매출도 -59% 감소했다. 2025년에는 Q와 P 모두 정체되는 상황에서, 2026년부터는 메탈 가격 반등 힘입어 P가 소폭 상승하며, Q(Quantity) 반등 효과와 함께 매출 성장세가 재개될 전망이다.

P 회복 국면

호주 산업과학자원부(Department of Industry, Science and Resources)는 BESS 및 EV 시장 수요 성장에 기반해 글로벌 수산화리튬 가격이 2025년 9.1달러/kg에서 2027년 12.7달러/kg까지 점진적인 회복 흐름을 보일 것으로 전망하고 있다. 한편, Albemarle과 SQM 역시 장기적인 리튬 시장의 개선을 전망하고 있는데, 호주 정부가 전망하는 것과는 다소 온도차가 있다. Albemarle은 2025년까지 수급이 균형 또는 소폭 공급 우위 상태를 보이겠지만, 이후 수요가 연평균 15~20% 증가하며 공급(10~12%) 증가율을 상회, 이에 따라 가격 반등이 나타날 것으로 전망했다. 특히 2030년 전후에는 전기차 전환이 본격화되며 공급 부족이 심화되고, 이에 따라 리튬의 장기 균형가격 및 신규 프로젝트 투자 타당성 기준이 20~30달러 수준에서 형성될 것으로 분석했다. SQM은 리튬 가격이 2025년 하반기부터 2026년 사이 점진적으로 회복한 뒤, 2~3년 내 수급 불균형이 완화되며 중장기적으로 약 20달러/kg LCE 수준에서 안정될 것으로 예상했다.

실적 회복 국면

엘앤에프는 한국 셀 메이커들의 실적이 부진한 2025년에도 전년 대비 출하량 +34% 증가하며 성장세 이어갔다. 2026년에는 +15% 수준의 출하량 증가 및 +5% 수준의 가격 상승 맞물리며 매출 증가세 회복될 전망이다. 메탈 가격 상승으로 인해, 지난 2년간의 대규모 재고 평가손실 리스크가 해소되면서 수익성 역시 개선될 것으로 판단한다. 재고평가손실 타격이 가장 컸던 기업이라는 점에서 메탈 가격 반등 국면에서의 수혜 강도 역시 강할 것으로 판단한다. 향후, 금융비용을 넘어서는 정도의 연간 영업이익 체력 확인될 때, 장기 시총 6조원 이상 타겟 가능할 것으로 판단한다.

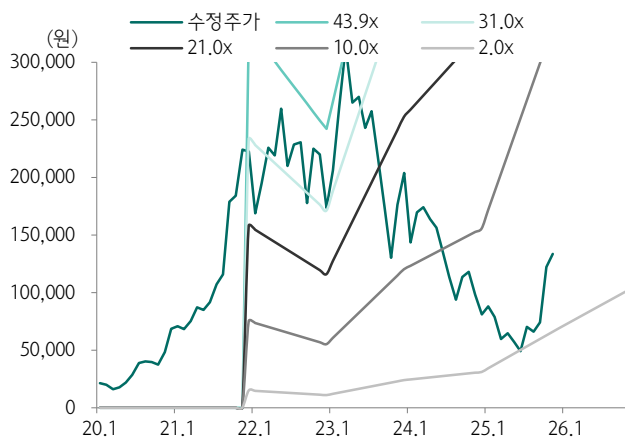
도표 1. 엘앤에프 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F	2027F
매출	364.8	520.1	652.3	671.2	618.0	624.2	633.6	630.8	1,907.5	2,208.3	2,506.5	3,051.5
YoY(%)	(42.6)	(6.3)	85.5	83.7	69.4	20.0	(2.9)	(6.0)	(58.9)	15.8	13.5	21.7
QoQ(%)	(0.2)	42.6	25.4	2.9	(7.9)	1.0	1.5	(0.4)				
매출원가	484.9	618.9	607.3	634.3	578.6	582.1	587.1	580.6	2,371.0	2,345.4	2,328.5	2,770.8
판관비	20.2	22.3	22.8	28.0	27.4	29.5	30.7	31.6	95.2	93.4	119.2	148.1
영업이익	(140.3)	(121.2)	22.1	8.9	12.0	12.6	15.7	18.5	(558.7)	(230.4)	58.8	132.6
YoY(%)	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	(28.9)	108.4	적지	적지	흑전	125.3
QoQ(%)	적지	적지	흑전	(59.8)	34.8	5.0	25.0	17.8				
영업이익률(%)	(38.4)	(23.3)	3.4	1.3	1.9	2.0	2.5	2.9	(29.3)	(10.4)	2.3	4.3
YoY(%p)	(6.4)	(8.1)	24.0	55.6	40.4	25.3	(0.9)	1.6	(24.5)	18.9	12.8	2.0
QoQ(%p)	15.8	15.1	26.7	(2.1)	0.6	0.1	0.5	0.5				
지배주주순익	(110.9)	(111.9)	(118.2)	(9.4)	9.3	9.8	12.3	(57.5)	(377.9)	(350.5)	(26.1)	29.7

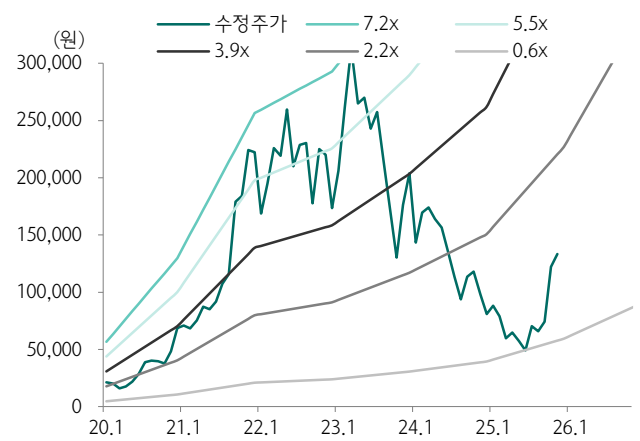
자료: 엘앤에프, 하나증권

도표 2. 엘앤에프 12M Fwd P/E



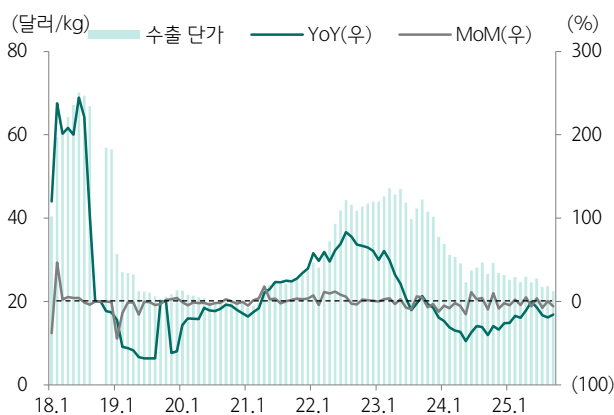
자료: 산업통상자원부, 하나증권

도표 3. 엘앤에프 12M Fwd P/B



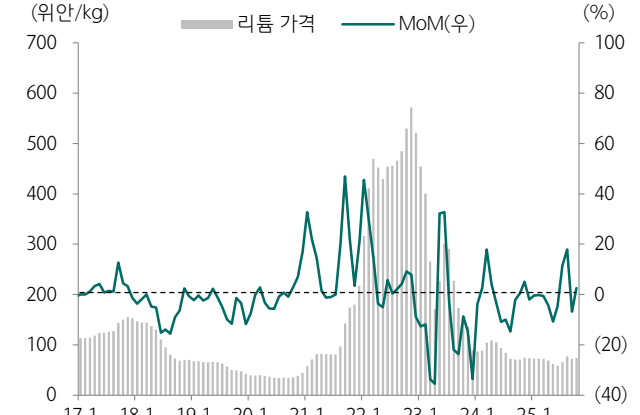
자료: 한국광물자원공사, 하나증권

도표 4. 대구 양극재 수출 단가 추이



자료: 산업통상자원부, 하나증권

도표 5. 리튬 월별 평균 가격 추이



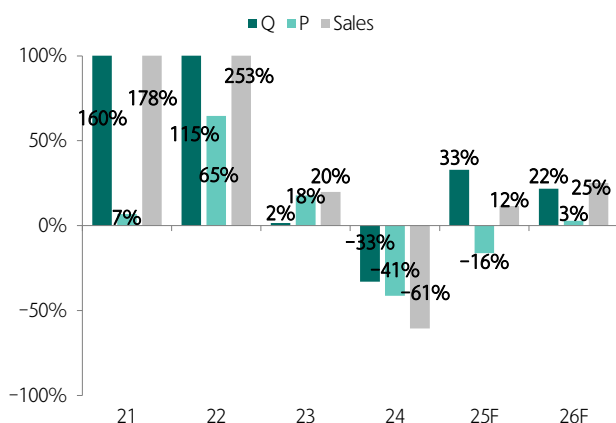
자료: 한국광물자원공사, 하나증권

도표 6. 엘앤에프 Valuation Table

판매량 가정(천톤)					Valuation(십억원)								
	2024	2025F	2026F	2027F	Price (\$/kg)	환율 (원)	Sales	OPM	OP	NP	지배주주 순익	PER (배)	EV
Bear	50	67	82	105	26.1	1,400	3,824	5.1%	195	156	137	25	3,433
Base	50	67	98	126	28.4	1,400	4,993	6.5%	325	260	228	27	6,169
Bull	50	67	118	151	30.5	1,400	6,435	7.7%	495	396	349	30	10,465
Max	2030년 목표 CAPA			300	29.5	1,400	12,369	7.1%	878	703	618	30	18,548

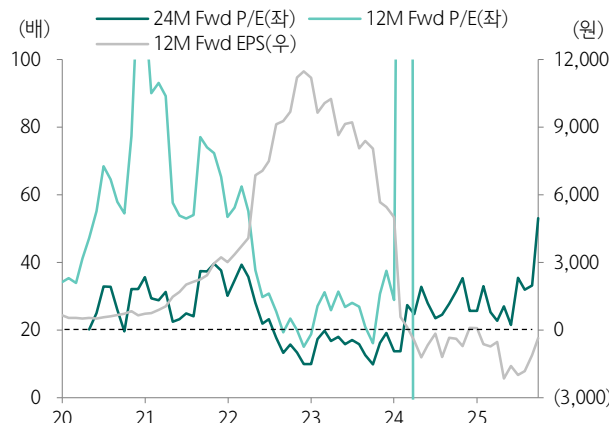
자료: 하나증권

도표 7. 엘앤에프 Q, P 분석



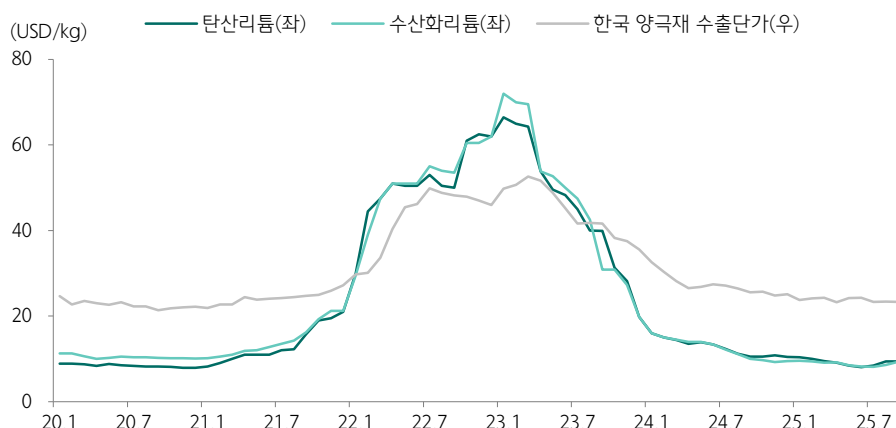
자료: 하나증권

도표 8. 엘앤에프 Fwd P/E 및 EPS 컨센서스 추이



자료: Quantiverse, 하나증권

도표 9. 리튬 및 양극재 가격 추이



주1) 탄산리튬, 수산화리튬: SMM 아시아 SPOT 가격 기준

자료: KOMIS, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	356	971	3,887	4,644	1,907
매출원가	333	893	3,536	4,784	2,371
매출총이익	23	78	351	(140)	(464)
판매비	22	34	85	83	95
영업이익	1	44	266	(222)	(559)
금융손익	(17)	(175)	50	(57)	14
종속/관계기업손익	0	0	0	(0)	(0)
기타영업외손익	(2)	5	24	(16)	25
세전이익	(18)	(126)	341	(296)	(520)
법인세	(3)	(13)	70	(101)	(139)
계속사업이익	(15)	(112)	271	(195)	(381)
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	(15)	(112)	271	(195)	(381)
비배주주지분 순이익	0	1	1	(1)	(3)
지배주주순이익	(15)	(113)	270	(194)	(378)
지배주주지분포괄이익	(16)	(105)	271	(198)	(381)
NOPAT	1	40	212	(147)	(409)
EBITDA	15	65	297	(176)	(495)
성장성(%)					
매출액증가율	13.7	172.8	300.3	19.5	(58.9)
NOPAT증가율	흑전	3,900.0	430.0	적전	적지
EBITDA증가율	275.0	333.3	356.9	적전	적지
영업이익증가율	흑전	4,300.0	504.5	적전	적지
(지배주주)순이익증가율	적지	적지	흑전	적전	적지
EPS증가율	적지	적지	흑전	적전	적지
수익성(%)					
매출총이익률	6.5	8.0	9.0	(3.0)	(24.3)
EBITDA이익률	4.2	6.7	7.6	(3.8)	(26.0)
영업이익률	0.3	4.5	6.8	(4.8)	(29.3)
계속사업이익률	(4.2)	(11.5)	7.0	(4.2)	(20.0)

투자지표

	2020	2021	2022	2023	2024
주당지표(원)					
EPS	(550)	(3,526)	7,526	(5,372)	(10,416)
BPS	6,990	18,078	35,731	30,468	19,859
CFPS	620	2,482	9,763	(4,978)	(12,602)
EBITDAPS	552	2,018	8,292	(4,860)	(13,651)
SPS	12,872	30,269	108,360	128,397	52,570
DPS	50	0	500	0	0
주가지표(배)					
PER	(125.0)	(63.1)	23.1	(38.0)	(7.8)
PBR	9.8	12.3	4.9	6.7	4.1
PCR	110.9	89.6	17.8	(41.0)	(6.4)
EV/EBITDA	143.2	121.9	23.8	0.0	0.0
PSR	5.3	7.3	1.6	1.6	1.5
재무비율(%)					
ROE	(7.8)	(17.9)	21.1	(17.7)	(53.0)
ROA	(3.3)	(7.4)	8.9	(5.8)	(13.5)
ROIC	0.4	5.7	10.5	(6.2)	(23.2)
부채비율	135.9	141.2	135.3	201.9	287.1
순부채비율	90.8	22.1	63.6	159.9	217.0
이자보상배율(배)	0.3	3.3	12.5	(2.8)	(5.3)

자료: 하나증권

대차대조표

(단위:십억원)

	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	212	1,071	2,303	1,969	1,090
금융자산	38	520	160	260	286
현금성자산	21	272	120	241	280
매출채권	59	268	797	426	180
재고자산	105	262	1,228	1,163	575
기타유동자산	10	21	118	120	49
비유동자산	254	462	721	1,382	1,710
투자자산	2	3	3	130	184
금융자산	2	3	3	42	48
유형자산	237	427	710	1,120	1,260
무형자산	9	10	8	12	17
기타비유동자산	6	22	0	120	249
자산총계	466	1,532	3,024	3,351	2,800
유동부채	158	398	1,288	1,747	1,552
금융부채	110	166	535	1,543	1,336
매입채무	37	200	601	143	78
기타유동부채	11	32	152	61	138
비유동부채	110	499	451	494	524
금융부채	107	494	443	491	519
기타비유동부채	3	5	8	3	5
부채총계	269	897	1,739	2,241	2,076
지배주주지분	195	631	1,279	1,097	713
자본금	14	17	18	18	18
자본잉여금	160	694	665	704	702
자본조정	(12)	(5)	2	(6)	(7)
기타포괄이익누계액	14	23	23	23	23
이익잉여금	18	(99)	572	358	(23)
비지배주주지분	3	4	6	13	10
자본총계	198	635	1,285	1,110	723
순금융부채	179	141	818	1,775	1,570

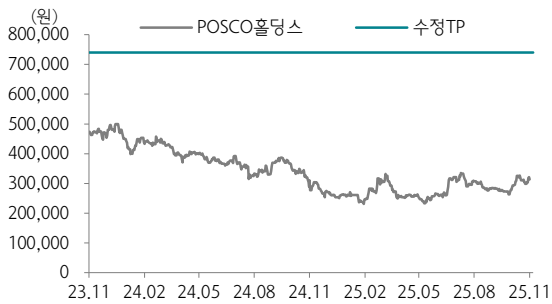
현금흐름표

(단위:십억원)

	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	45	(138)	(864)	(375)	281
당기순이익	(15)	(112)	271	(195)	(381)
조정	27	187	64	(156)	(114)
감가상각비	14	20	31	46	63
외환거래손익	2	2	70	56	120
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	11	165	(37)	(258)	(297)
영업활동 자산부채변동	33	(213)	(1,199)	(24)	776
투자활동 현금흐름	(71)	(414)	(82)	(561)	(240)
투자자산감소(증가)	(0)	(1)	1	(127)	(54)
자본증가(감소)	(54)	(179)	(287)	(482)	(208)
기타	(17)	(234)	204	48	22
재무활동 현금흐름	46	802	795	1,050	(20)
금융부채증가(감소)	(21)	443	179	615	(320)
자본증가(감소)	82	537	(28)	39	(2)
기타재무활동	(14)	(177)	644	413	302
배당지급	(1)	(1)	0	(17)	0
현금의 증감	20	251	(152)	121	38
Unlevered CFO	17	80	350	(180)	(457)
Free Cash Flow	(9)	(317)	(1,152)	(857)	73

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

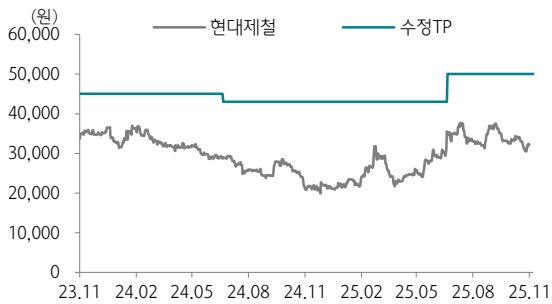
POSCO홀딩스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.7.25	BUY	740,000		

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

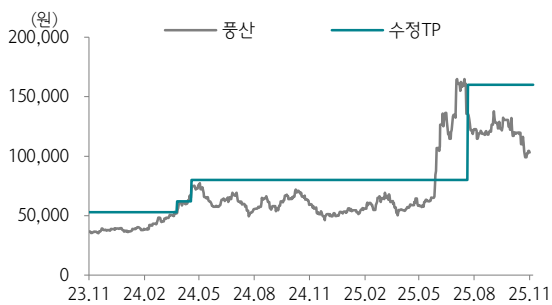
현대제철



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.7.4	BUY	50,000		
24.7.4	BUY	43,000	-41.13%	-17.33%
23.10.10	BUY	45,000	-26.83%	-17.78%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

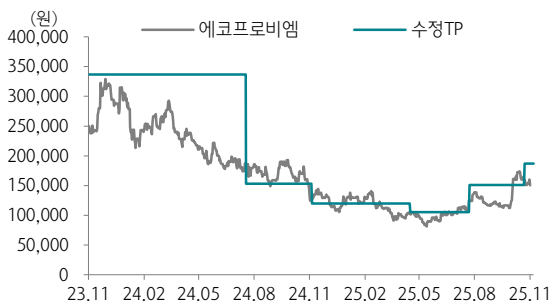
풍산



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.8.4	BUY	160,000		
25.5.2	1년 경과		-	-
24.5.2	BUY	80,000	-25.25%	-3.38%
24.4.8	BUY	62,000	-1.96%	7.90%
23.4.28	BUY	53,000	-25.95%	0.19%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

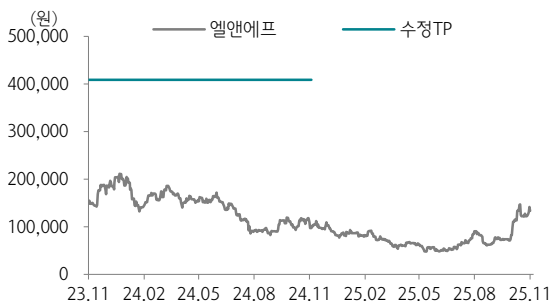
에코프로비엠



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.11.5	BUY	187,000		
25.8.6	BUY	151,000	-12.27%	15.30%
25.4.30	Neutral	105,000	-4.76%	18.57%
24.11.18	Neutral	120,000	-1.18%	-24.08%
24.8.1	Neutral	153,000	10.96%	-18.63%
23.11.8	BUY	337,000	-28.92%	-2.37%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

엘앤에프



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.11.18	Not Rated	-		
24.5.19	1년 경과	-	-	-
23.5.19	BUY	409,000	-53.38%	-30.32%

Compliance Notice

- 당사는 2025년 11월 17일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉, 김경환, 김현수)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉, 김경환, 김현수)는 2025년 11월 17일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.83%	4.17%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 11월 14일