



한화투자증권



철강 (Positive)

뉴노멀에서 살아남기, 그리고 반내권의 진실

리서치센터 기업분석팀

2026
산업전망

| 2025년 11월 25일 |

철강 권지우

jiwoo.kwon@hanwha.com

3772-7689

분석종목 현대제철 | POSCO홀딩스 | 세아제강



목차

03

Summary

05

I. 뉴노멀에서 살아남기

27

II. 반내권의 진실

49

III. 투자 전략

53

IV. 기업 분석

현대제철, POSCO홀딩스, 세아제강

Summary

뉴노멀에서 살아남기

- 2008년 글로벌 금융위기 이후 세계화 황금기는 정점을 지났고, 브렉시트·미·중 무역전쟁·러·우 전쟁을 거치며 교역 성장 둔화와 공급망 지역화, 산업정책 귀환이 새로운 무역 질서를 규정하는 국면
- 미국 232조 철강·알루미늄 관세 재개와 EU TRQ 축소·관세 50% 상향 등으로 철강은 WTO/GATT 규범이 흔들리는 보호무역의 사례
- 한국 철강은 수출 감소·수입 증가·내수 부진의 '3중고'와 낮은 수익성 상황에 직면한 가운데, '철강산업 고도화 방안'과 K-Steel 법(철강특별법+MTC 의무화 등)을 통해 범용재 축소와 고부가·저탄소 전환을 추진

반내권의 진실

- 중국은 '안정 성장'과 '반내권(反內卷)' 기조 아래 신규 제철소 증설을 제한하고, 과잉·저효율 설비를 정리하며 '조저배출 개조' 의무 이행 부담을 부과하는 등 공급 측 구조조정을 가속화
- 세계철강협회(WSA)는 중국 철강 수요 2025년 -2% 감소, 2026년 -1% 감소 전망. 중국의 수요 감소세는 둔화될 전망. 반내권 정책이 지속될 경우 중국 조강 생산은 2025년에 이어 감소세 지속 예상
- 세계 조강 생산량 중 중국이 50%를 차지하는 과잉 구조는 유지되지만, 수요 저점 통과와 생산량 조정이 맞물릴 경우 저가 수출 압력 완화와 가격 바닥 상향 가능성이 커지는 구간
- 「철강산업 안정 성장 방안(2025~2026)」은 신규 조강·압연 설비 금지, 부가가치 연 4% 성장 등 '양보다 질'을 중시하는 성장 방식을 제시하며, 산업 구조 전환을 공식화

투자 전략: 중국 반내권 + K-Steel 고도화, 고부가 대형사 중심

- 중국의 반내권은 행정 감산에 따른 슈퍼 사이클이 아니라, 구조조정을 통한 덤핑 완화와 가격 하방 방어에 방점이 찍힌 정책으로, 국내 업종에는 '중국발 대호황'보다 '바닥 다지기'를 통한 업황 회복의 의미
- 철강산업 고도화 방안'과 K-Steel 법: 범용 철근 축소, 고부가·저탄소 판재·특수강 육성 등으로 정책·금융 지원이 대형사 위주 수혜 전망. 저탄소 철강 인증·공공조달·녹색제품 의무구매는 수요 측에서 고부가·저탄소 강재를 락인
- 최선호주 현대제철, 차선호주 POSCO홀딩스 유지. 2026년 철강 투자 전략은 글로벌 수요 저성장과 생산능력 과잉 리스크를 전제로, 자동차 강판 등 구조적 성장 영역과 저탄소·고부가 투자를 선도하는 국내 대형사 및 특수강 업체 중심 투자전략 유효

Memo.

본 페이지는 편집상 공백 페이지입니다

Horizontal lines for memo writing.



I

뉴노멀에서 살아남기



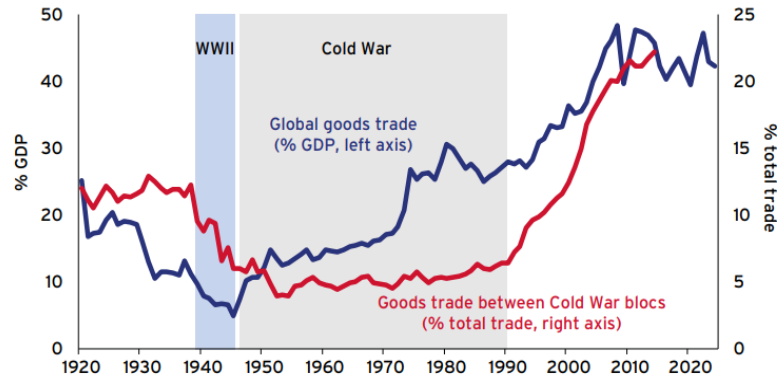
뉴노멀에서 살아남기 세계화의 정체(plateau)

[한화리서치센터]

- ❖ 세계화 황금기의 종료: 2008년 글로벌 금융위기를 기점으로 수십 년간 이어진 세계 경제 통합 추세는 사실상 종료
 - 과거 추세: 베를린 장벽 붕괴, WTO 설립, 중국 제조업 부상 등을 거치며 오랫동안 국가 간 무역 흐름이 세계 경제 성장률을 일관되게 앞질러 왔음
 - 추세의 종말: 2000년 대 말부터 이러한 무역 성장 우위 추세가 종식. 이는 세계화의 정점 시사
 - 주요 사건: 브렉시트, 미-중 무역 전쟁(2018년~), 2022년 러-우전쟁 등의 사건들이 세계화의 정체 야기
 - 역사적 전례: 냉전 기간 동안 GDP 대비 글로벌 무역 비중은 증가했지만, 냉전 블록 간 무역은 내부 블록 무역에 비해 붕괴
- ❖ 교역 성장 둔화: 2020년대 글로벌 교역 성장률은 1990년대 이후 가장 느린 수준 기록
 - 지정학적 긴장 심화와 맞물려 글로벌 전세계 무역 성장 속도가 뚜렷하게 느려지고 있는 상황

세계 GDP 대비 상품 교역 비중 및 냉전 블록 간 교역 비중 추이

FIGURE 2 GLOBALISATION AND TRADE FRAGMENTATION IN THE LAST CENTURY AND NOW

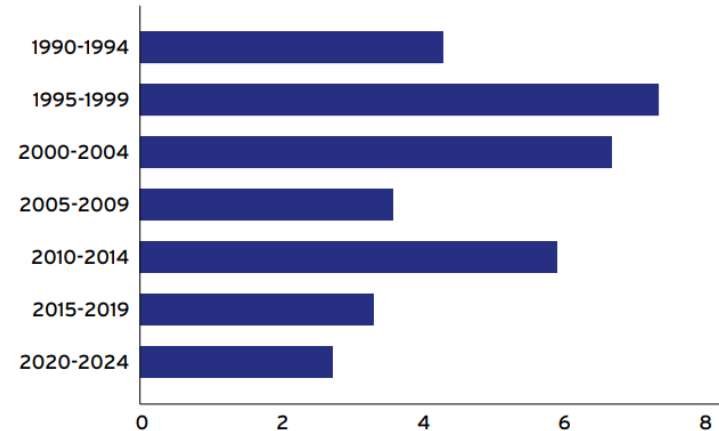


Notes: The figure plots global goods trade as a share of global GDP, and goods trade between blocs of countries as a share of global trade. For the Cold War, a Western and Eastern blocs are defined following Gokmen (2017).
Sources: Fouquin and Hugot (2016); CEPII; Gokmen (2017); Jordà-Schularick-Taylor Macroeconomy Database; IMF World Economic Outlook; Trade Data Monitor; and authors' calculations.

자료: CEPR, 한화투자증권 리서치센터

글로벌 교역 성장률

FIGURE 2 GLOBAL TRADE GROWTH



Note: Global trade in goods and services is measured as the average export and import volumes.
Source: Global Economic Prospects, World Bank.

자료: CEPR, 한화투자증권 리서치센터

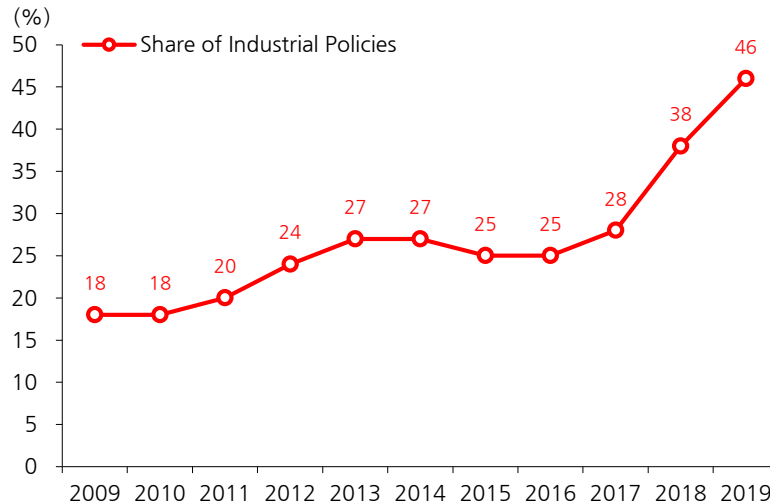


뉴노멀에서 살아남기 산업 정책과 자원 확보

[한화리서치센터]

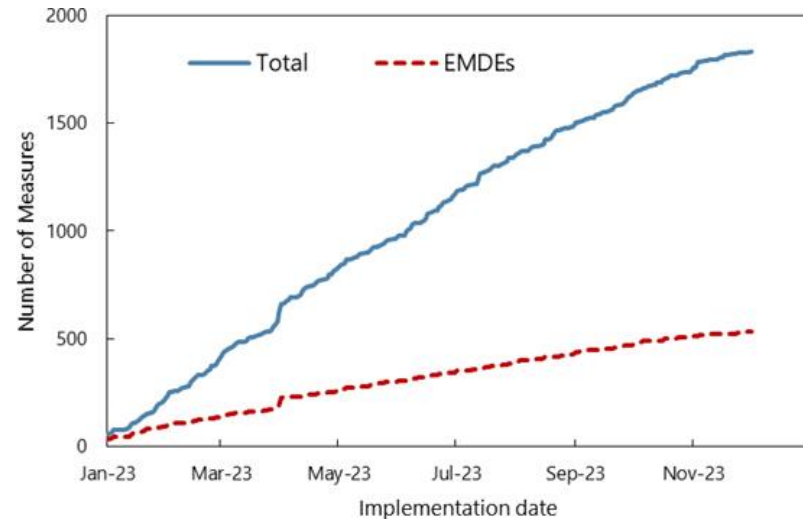
- ❖ 세계화 정체 현상은 세계화의 종식 자체는 아닌 방향성의 전환: 공급망의 지역화
- ❖ 재편을 이끄는 핵심 동력은 산업 정책의 귀환. 2010년대 이후 신규 정책의 25%가 산업 정책. 2019년은 신규 정책의 46%가 산업 정책
- ❖ 산업정책은 주로 선진국에 의해 주도. 중국, EU, 미국이 전체 조치의 48%를 차지
 - 배경: 중국의 불공정 보조금 정책에 대한 방어적 대응. 최근에는 기후변화, 공급망 안보 등 다양한 명분으로 진행되는 추세
- ❖ 미국 산업 정책 자원 문제: 미국은 IRA, 칩스법 등 보조금 재원을 위해 재정 적자가 심화되고 있으며, 동맹국의 투자 요구/관세 부과는 결국 산업 정책 재원을 마련하기 위한 변형된 방식
- ❖ 글로벌 무역환경 변화에 맞추어 한국도 적극적인 산업 정책 또는 구조개혁 필요하다고 판단

글로벌 신규 정책 중 산업 정책 비중 추이



자료: Juhasz, Lane, Oehisen, Perez(2023), 한화투자증권 리서치센터

선진국 및 신흥국의 신규 산업정책



자료: IMF, 한화투자증권 리서치센터



뉴노멀에서 살아남기 철강: WTO 체제의 무력화

[한화리서치센터]

❖ 미국: 규범의 무시

- 트럼프 2기 행정부는 철강/알루미늄 관세 대폭 강화하는 기조. 2025년 2월 10일 232조 철강/알루미늄 관세 재개
- 자국 국내법(232조)을 근거로, GATT 21조(국가 안보 예외) 주장. ‘국가 안보 예외’는 회원국 ‘자기 판단’ 우선이라 주장
- WTO 패널은 미국 232조 조치가 WTO 협정 위반이라고 판정했으나, 현재 상소 기구 마비로 멈춰 있음

❖ EU: 규범의 활용과 편법적 연장

- EU는 지난 10월 TRQ 규정안 발표. 무관세 쿼터를 2024년 대비 47% 감축, 쿼터 초과 물량 관세 50%로 상향
- 기존 세이프가드 조치는 WTO 세이프가드 협정에 따른 임시적 조치였음. WTO 합의 시 이런 의도였는지에 대한 의문

미국 vs EU 철강 보호 정책 및 규범 대응 비교			국제통상 규범 이슈 및 WTO/GATT 위반 요약			
구분	미국 Section 232 관세	EU 신규 철강 TRQ 규정(안)	주요 쟁점	미국 232조	EU 규정(안)	시사점
규범적 근거	GATT 제XXI조 국가안보 예외	GATT 제XXVIII조 양허관세 수정	양허관세율 초과	25~50% 추가관세, 약속 초과	-	기본 시장접근 원칙 훼손
정책 목적/전략	신속한 산업 보호(즉각적 관세부과)	협상 통해 관세 인상 정당화	MFN 원칙 위배	일부국 면제, 비차별 원칙 위반	-	선택적 적용, 원칙 훼손
WTO 대응	패널 판정 거부, 상소기구 마비(불복)	규범 준수 노력, 보상 협상 개시	GATT 예외 해석	국가안보 예외 광폭 해석	-	자기판단성(Self-judging) 문제
결과/영향	다자 규범체제 실질적 무력화	FTA 의무와의 경합 등 새로운 분쟁 잠재	FTA 의무 위반	-	관세 완전철폐 의무 위반 위험	다수국 대상 동시 위반 가능성
대표적 위반 내용	양허관세율 초과, MFN 원칙 위배	FTA 무력화 가능성, 광범위 적용 위험	WTO 판정 불복	판정 거부 및 집행 회피	-	규범 기반 질서의 근본 도전

자료: 한화투자증권 리서치센터

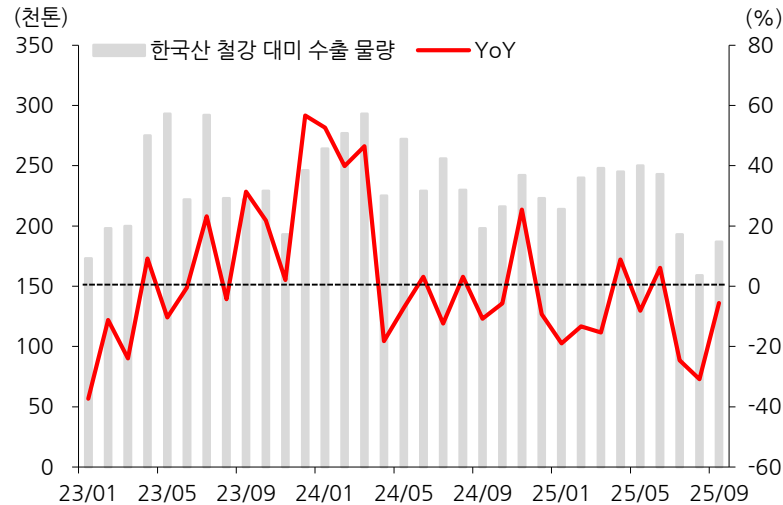
자료: 한화투자증권 리서치센터



뉴노멀에서 살아남기 美 ①: '50% 관세'와 '파생상품' 전면 확대로 봉쇄 [한화리서치센터]

- ❖ 2025년 2월, 트럼프 행정부는 철강 및 알루미늄에 대한 232조 관세 재개(관세율 25%). 기존의 국가 예외/제외 등을 원상 복구
- ❖ 25% 관세가 미국 내 가격 상승으로 상쇄되자, 2025년 6월부터 관세율을 50%로 2배 인상. 사실 상 수입 차단 목적
- ❖ 전선의 확대: 단순 철강재가 아닌, 철강이 투입된 파생상품으로 232조 관세를 전면 확대 (우회 수입 차단)
- ❖ 1차 확대(2025년 8월): 신청 품목 467개 중 90%에 달하는 407개를 승인하며, 사실상 ‘신청=승인’ (가전, 운송 장비 포함)
- ❖ 파생상품 전체 가치가 아닌, 철강 함유 가치에 비례해 50% 관세를 부과하고, 비금속 부분은 상호 관세 적용

한국산 철강 대미 수출 물량 추이



자료: 한국철강협회, 한화투자증권 리서치센터

2025년 6월 추가 지정된 232조 대상 가전제품(8종)

제품 분류	HS 코드	설명
냉장고겸 냉동고	8418.10.00	주요 가전 필수품
건조기(소형/대형)	8451.21.00, 8451.29.00	세탁 관련 제품
세탁기	8450.11.00, 8450.20.00	결합 옵션 흔한 제품군
식기 세척기	8422.11.00	주방 가전
냉동고(상자/수직형)	8418.30.00, 8418.40.00	저장 가전
스토브 · 레인지 · 오븐	8516.60.40	조리기기
음식물 쓰레기 처리기	8509.80.20	주방 폐기 기기
음향 와이어 액	9403.99.9020	현관 구동류

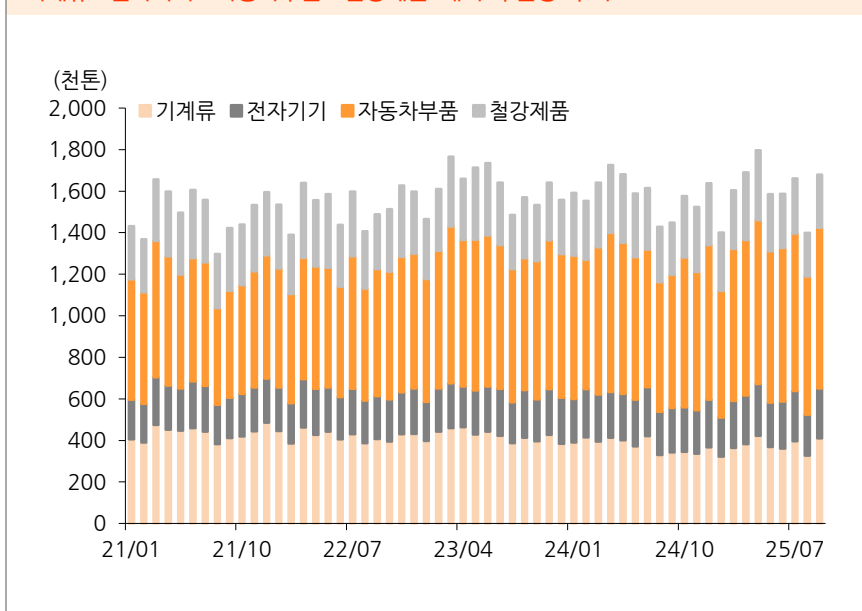
자료: 법무법인 공장, 한화투자증권 리서치센터



뉴노멀에서 살아남기 美 ②: '시스템화'된 장벽 - 정기적 확대 메커니즘 [한화리서치센터]

- ❖ '정기적 확대' 메커니즘 구축: 매년 1월, 5월, 9월 연 3회 업계 의견을 수렴하여 관세 부과 범위를 '정기적'으로 추가하는 시스템을 마련
- ❖ 2차 확대 (진행 중): 9월 시작된 2차 확대 절차는 600~700여 개 품목이 접수되었으며, 1차(90% 승인) 사례에 비춰 '철강을 함유한 대부분의 품목'이 포함될 것으로 예상
- ❖ 국내 산업 타격: 이는 한국의 주력 수출품인 일반 기계류, 자동차 부품, 배터리 등에 직접적 타격을 의미. 현지 생산 외에는 대응이 불가

기계류 · 전자기기 · 자동차부품 · 철강제품 대미 수출량 추이



자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터

미국 232조 2차 관세 확대 주요 현황 및 한국 수출 영향

구분	주요 내용 및 영향
2차 품목 확대 현황	2025년 9월 15~29일 2차 요청 접수(95건), 10월 21일 의견청취, 총 688개(중복 제외) 품목 추가 제안
적용 품목/범위	식품, 소비재, 기계, 전자기기, 자동차 부품 등 전산업 포괄 (‘금속 함유 부품’ 가치 기준 관세 부과)
공식화 절차/방법	4월 30일 IFR 발표, BIS의 정기적 검토 및 심의 거쳐 관세대상 지정(1차 승인을 87%, 407개 품목 채택)
글로벌 수입 영향	연간 240억 달러(2024년 기준) 미국 전체 수입 상당 부분이 추가 관세 대상
상위 수출국	멕시코, 중국, 캐나다, 독일, 한국(5위) 순 한국도 직접적인 영향권 내 진입
한국 주요 수출 영향	기계류 (\$4.8B, HS84), 전자기기(\$2.4B, HS85), 자동차부품(\$1.7B, HS87), 철강제품(\$1.1B, HS73)
대표 품목 예시	일반기계(HS8479), 자동차부품(HS8708), 배터리(HS8507), 기타(HS8428 등)
시사점/실무 대응	전체가 아닌 ‘금속 함유 부품’ 가치에만 50% 관세 적용 공급망 · 원산지 재편과 전략 다변화 필요

자료: 법무법인 광장, 한화투자증권 리서치센터



뉴노멀에서 살아남기 EU: 영구적 TRQ - 양적/가격적 봉쇄

[한화리서치센터]

- ❖ 배경: 2026년 6월 WTO 세이프가드 8년 시한 만료에 따라, 이를 대체할 '구조적, 영구적 대응 체계'를 구축함. (10/7 발표)
- ❖ ① 양적 봉쇄 (쿼터 축소): 무관세 쿼터(TRQ)를 2024년 대비 47% 수준으로 대폭 감축함. (사실상 절반 축소)
- ❖ ② 가격 봉쇄 (관세 인상): 쿼터 초과 물량에 대한 관세를 현 25%에서 50%로 2배 인상함. (미국과 보조)
- ❖ 영향: 쿼터 소진율이 90%에 달하는 韓 철강업체(EU는 2위 시장)에 타격이 예상되며, 쿼터 초과 수입의 경제성 제거 가능
- ❖ 신규 규정: 조강(Melted & Poured) 기준 원산지 증명 요건
 - 중국의 해외 거점화 전략 대응 가능. 중국산 저가 슬라브가 베트남 등에서 단순 가공돼 Made in Vietnam으로 수출되던 경로 봉쇄

유럽연합(EU) 철강 무역조치 변화 요약		2025년 EU 철강 수입규제 개편 주요 내용		
시점	관련 조치	구분	내용 및 수치	배경/정책 취지
2018년 7월	EU 최초 철강 세이프가드(TRQ + 25% 관세) 도입	규정 변화 시점	2025년 10월 EU 집행위 TRQ 규정(안) 발표	미국 232조 관세 (트럼프 행정부), 공급과잉 구조적 대응
2019년 2월	최종 세이프가드 제도 확정 (수입쿼터 + 초과 25% 관세)	쿼터 총량	1,830만톤 (2025년, 전년대비 47% 축소, 철강 26개 등급)	과잉공급 억제, 자국산업 보호
2024년 6월	세이프가드 연장 (2026년 6월까지)	초과 관세율	50% (기존 25% → 2배 인상, 미국 수준 맞춤)	쿼터 초과시 수입 억제 및 미국 시장 전환 방지
2025년 4월	세이프가드 강화 (자유화율 축소, 이월금지, 개별 상한 신설)	원산지 규정 강화	'Melt & Pour' (조강) 기준 국가서 생산 증명 의무화	우회수입 방지, 공급 투명성 강화
2025년 6월	한국 등 일부국 쿼터 개별화, 기타국 통합쿼터 폐지	적용 국가	전세계 수입국 (FTA 포함, EEA 3국 제외)	불공정 무역·규제 회피 차단
2025년 10월	차기제도 제안: 쿼터 47% 감축 초과시 50% 관세 예정 (2026년 7월 1일 시행목표)	법적 근거	WTO GATT 28조, FTA 양자 세이프가드	글로벌 규범 내 보완적 규제
CBAM (2023년~)	탄소국경조정제도(보고의무 진행, 구매의무는 2026년 시행)	한국 영향	1) 소진율 90%(2025 Q3 기준) 2) 쿼터 축소로 수출기회 축소 3) EU는 대EU 2위 수출시장	쿼터 쟁탈 경쟁 격화, 가격협상력 저하
		향후 전망	2026년 6월 기준 세이프가드 종료, 신속 입법 추진 예상	규정 2년·5년마다 검토, 장기적 운용 전망

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

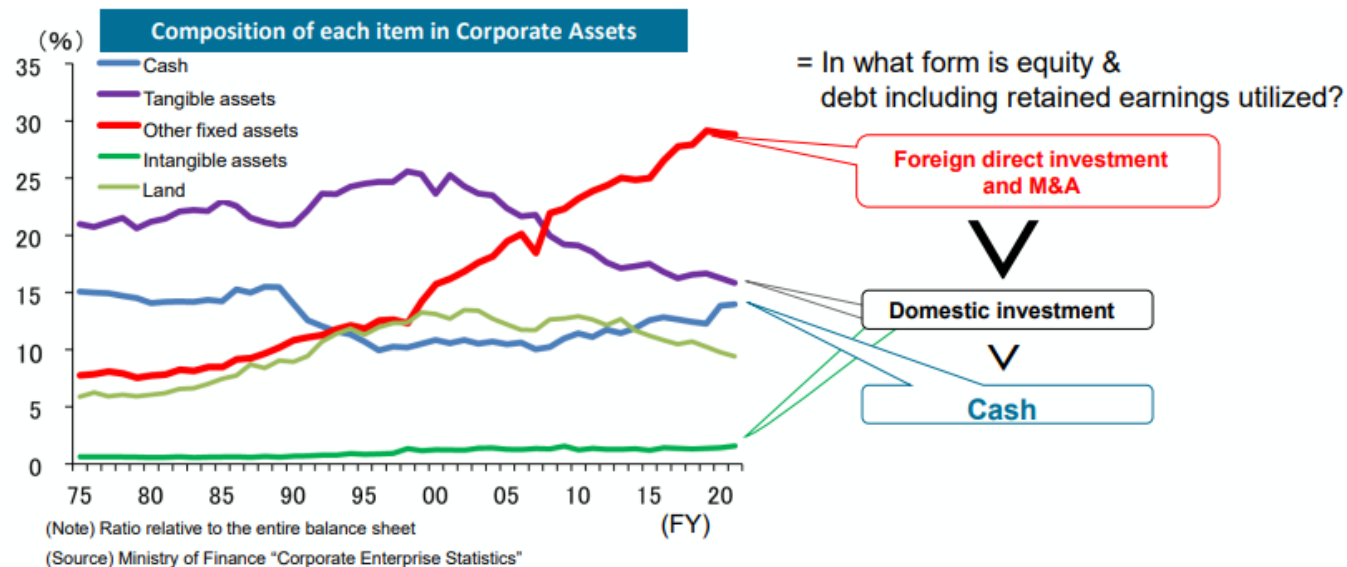


뉴노멀에서 살아남기 대응 방안 1: 해외 투자(일본의 교훈)

[한화리서치센터]

- ❖ 산업연구원에 따르면, 산업정책은 한국 산업의 대규모 미국 현지 투자를 강제함
- ❖ 일본의 교훈: 1980년대 플라자 합의와 90년대 마일 통상 마찰을 겪은 일본의 경로와 일치
 - 통상 압력 대응을 위한 해외 직접 투자 급증으로, 일본은 상품 수지는 적자를 보여도 투자 소득으로 경상 수지 흑자를 내는 구조로 전환
 - 일본 대기업들(자본 10억 엔 이상)은 국내 투자는 줄이는 대신(FY90~'23, 자본지출 -8%), 해외 투자를 늘려 수익 확대
 - 그 결과, 1990~2023년 기간 동안 국내 경제 정체에도 불구하고 기업의 경상이익(+241%)은 장기적으로 증가하여 사상 최고 수준

일본 기업 자산의 항목별 구성 추이



1

자료: 일본 경제 산업성, 한화투자증권 리서치센터

국내 철강사의 주요국 현지 생산능력 투자 현황

지역	회사명	현지 생산설비/법인 (사업명)	위치	제품	연간 생산능력	일정	특이사항/전략적 의미
미국	현대제철	루이지애나 전기로제철소(일관)	루이지애나주	자동차강판 등	270만 톤	2026년 3분기 착공/2029년 상업생산	현대차 협업, 자동차강판 영업 확대, 무역장벽(관세50%) 대응, 현지화
미국	포스코	루이지애나 전기로제철소(합작)	루이지애나주	자동차강판 등	270만 톤	2026년 3분기 착공/2029년 상업생산	현대제철 합작, 대미 공급망 현지화
미국	포스코	클리블랜드클리프스 지분 참여	오하이오 등	-	1,727만 톤	2026~지분 인수협의	포스코의 현지 직접 생산 참여(지분 보유) 효과로, 즉시 현지 생산 물량을 확보하는 구조. 최소 20% 이상 지분 확보 검토
미국	세아제강지주	SeAH Steel USA	텍사스 휴스턴	강관	25만 톤	2016~	OCTG 강관, 북미 에너지시장 집중
미국	넥스틸	NEXTEEL SAHA	텍사스 휴스턴	강관	12만 톤	2022~ 상업생산	미국내 에너지 강관 시장 공략
미국	휴스틸	HUSTEEL AMERICA	텍사스 휴스턴	강관	7.2만→25만 톤(중설계획)	이르면 2025년 말 가동. 추후 증설	미국내 에너지 강관 시장 공략
미국	세아베스틸지주	SeAH Superalloy Technologies	텍사스 템플	특수합금 소재	6,000 톤	2026년 준공/가동목표	북미 지역에 특수합금 생산 거점을 확보
인도	포스코	JSW-POSCO 일관제철소(합작)	인도 오디샤주	열연/냉연 등	600만 톤 (추진중)	공식 일정 발표 없음. 2027년~2030년 사이 상업 생산 예상	인도국내 대형 합작, 신홍시장 수요·무역장벽 대응
인도	포스코	POSCO Maharashtra Steel	마하라슈트라주	냉연·도금강판	180만 톤	운영중	인도 내 현지 생산·가공

자료: 한화투자증권 리서치센터

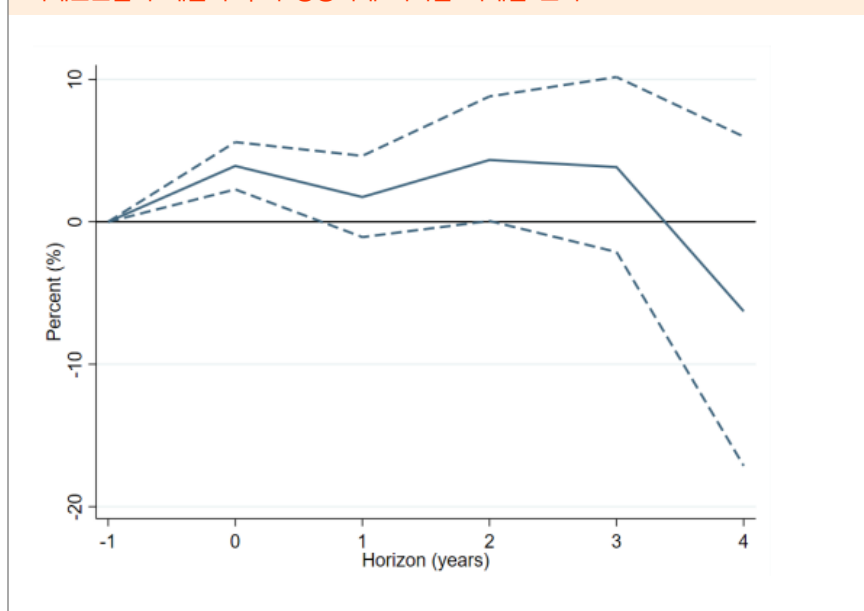


뉴노멀에서 살아남기 대응 방안 2: 산업 정책

[한화리서치센터]

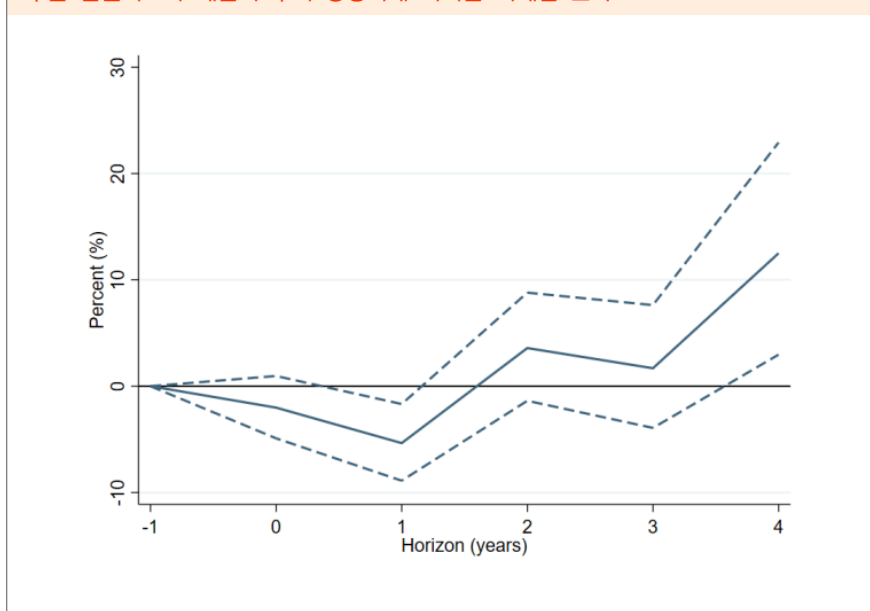
- ❖ IMF에 따르면, 산업정책으로 지원 받은 제품은 그렇지 않은 제품보다 경쟁력이 더 잘 올라간다
- ❖ 하지만 도구별로 차이가 있음
 - 국내 보조금: 단기(2~3년)에 수출 경쟁력·생산성·부가가치가 올라가지만 중기 이후 효과는 약해지거나 사라짐
 - 수출 인센티브(수출금융·세제 등): 단기 효과는 크지 않지만, 3~4년 이후부터 중기적으로 경쟁력 상승 효과 지속
- ❖ 타깃도 중요
 - 이미 어느정도 경쟁력 있는 제품, 가치사슬 상 ‘업스트림(원료·중간재)’를 겨냥한 정책이 더 효과적

국내보조금이 제품의 무역 경쟁력에 미치는 시계열 효과



자료: IMF, 한화투자증권 리서치센터
주: y 축은 RCA(무역 경쟁력)의 변화율을 나타냄

수출 인센티브가 제품의 무역 경쟁력에 미치는 시계열 효과



자료: IMF, 한화투자증권 리서치센터
주: y 축은 RCA(무역 경쟁력)의 변화율을 나타냄

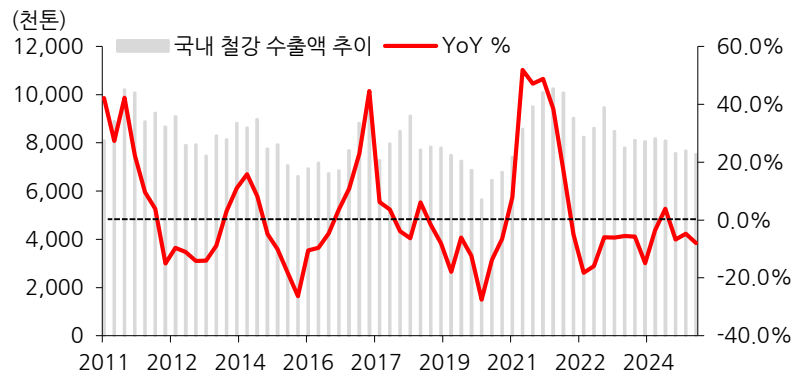


뉴노멀에서 살아남기 3종고에 빠진 국내 시장

[한화리서치센터]

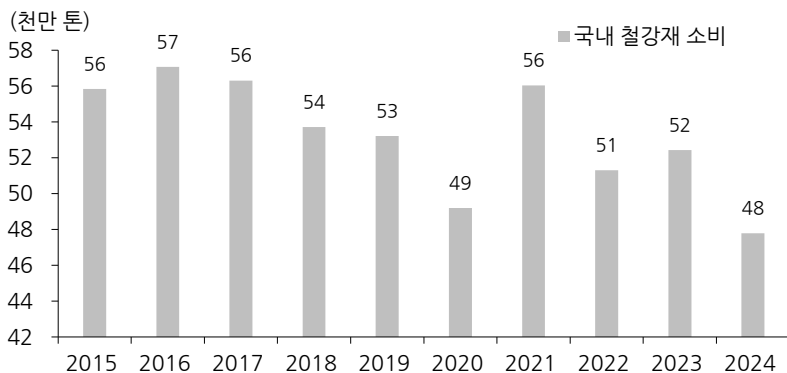
- ❖ 국내 철강산업은 2010년대 내내 유지되던 연간 내수 5천만 톤 수준이 2024년 붕괴 (2020년 제외)
- ❖ 동시에 글로벌 공급과잉 심화로 수출은 부진하고, 저가 수입재 유입은 늘어나며 ‘수출 ↓ · 수입 ↑ · 내수 ↓’ 3종고 국면이 고착화
- ❖ 기업 실적은 2021년 회복기 특수를 정점으로 빠르게 악화되어, 2024년 영업이익률이 2%대까지 떨어지는 등 업황은 부정적
- ❖ 정부는 현재 단순 경기 순환이 아니라, ‘구조적 위기의 초임’에서 산업 구조 전환을 결정해야 할 골든타임으로 인식

국내 철강 수출액 추이



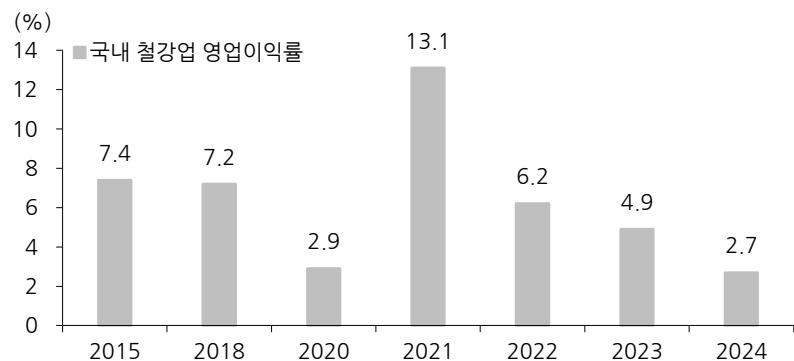
자료: 한국철강협회, 한화투자증권 리서치센터

국내 철강재 소비 추이



자료: 한국철강협회, 한화투자증권 리서치센터

중국의 국가별 철강제품 수출량 추이(YTD, YoY)



자료: 한국 정부, 한화투자증권 리서치센터



뉴노멀에서 살아남기 철강산업 고도화 방안: 정책 프레임과 방향성

[한화리서치센터]

- ❖ 정부는 철강산업을 “양적 성장 중심의 범용재 산업”에서 “친환경·고부가 가치 중심의 산업”으로 전환시키기 위해 ‘철강산업 고도화 방안’을 제시
- ❖ 정책의 상위 목표는 ① 공급과잉 품목의 설비규모 선제 조정, ② 해외 수출장벽·불공정 수입 대응, ③ 고부가·저탄소 전환 및 수요창출, ④ 그린경쟁력 확충, ⑤ 지역·생태계를 고려한 상생 강화로 요약
- ❖ 이를 뒷받침하기 위해 ‘철강특별법’ 제정, MTC(품질검사증명서) 수입 의무화, 저탄소 철강과 공공조달 연계 등 정부의 직접 개입 의지를 분명히 함
- ❖ 산업 패러다임 전환의 방향성은 범용재 설비 선제 감축, 특수탄소강 등 고부가 제품 포트폴리오 강화, 수소환원제철 기반 저탄소화라는 세 가지 축

철강 산업 고도화 방안 주요 정책 과제		
구분	주요 내용	세부 추진사항
1. 설비규모 조정 및 지원	철근 중심 설비조정 추진	- 철근을 설비규모 조정 중점 대상으로 선정 - ‘기업활력법’ 등 활용, 사업재편(자율조정) 인센티브 지원 - 필요 시 철강특별법 등 대안 모색
2. 해외 수출장벽 및 국내 불공정 수입 대응	수출입 규제 대응 강화	- 주요국 양자 협의 지속: 미국(50% 관세 부담 완화), EU(TRQ 전환 대응), 인도(세이프가드) - (수출) 美 관세 피해기업 등 정책금융 13.6조원 및 무역보험 270조원 지원 - (수입) ‘26년부터 MTC 의무화 - 수입신고 시 품질검사증명서 제출, 모니터링 강화, 우회덤핑 규제 확대 - (수입) 제3국·보세구역 통한 반덤핑 관세 회피 규율 강화
3. 기술개발, AI 전환 및 수요창출	특수탄소강 중심 기술경쟁력 강화	- 특수탄소강 R&D 로드맵 연내 수립 (2,000억 규모 R&D 지원) - (목표) 특수탄소강 5개 품목 글로벌 1위 및 시장점유율 20% 이상 확대
4. 단계적 그린경쟁력 확충 지원	저탄소 전환 및 수소환원제철 추진	- 철강산업 특별법 제정, 저탄소 전환 지원 근거 마련 - 수소환원제철 8,100억 예타 통과, 본격 추진 - (로드맵) 2036~2050년 고로 11기 → 수소환원제철 15기로 순차 전환 - 철스크랩 산업 육성 방안 마련 (‘26년 상반기)
5. 지속가능한 산업발전을 위한 상생협력 강화	인증제도 및 세제지원 확대	- KS 인증 강화: 원산지 표기, 철근 외 H형강·판재류로 확대 - 안전시설 세액공제’ 범위 확대 검토 (‘26년~)

자료: 대한민국 정부, 한화투자증권 리서치센터

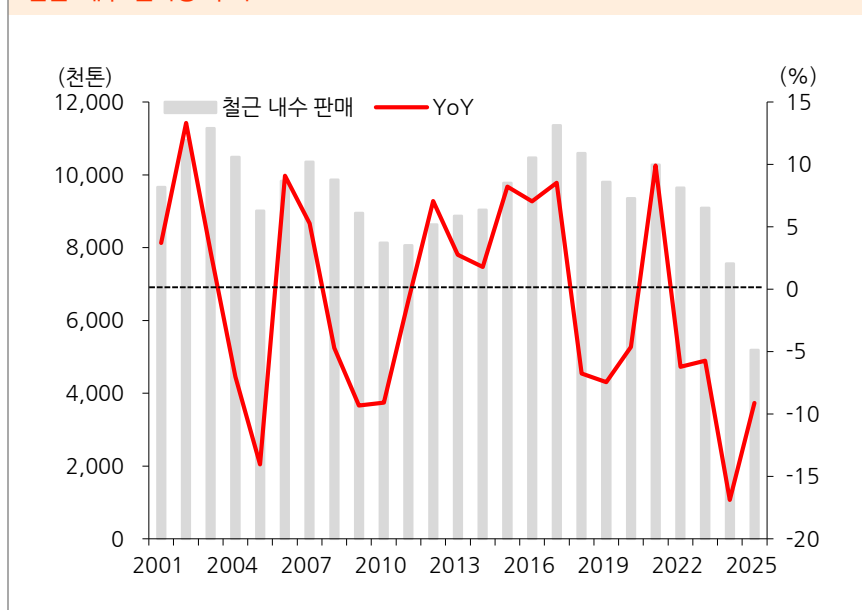


뉴노멀에서 살아남기 주요 과제①: 철근 설비조정과 구조조정 이슈

[한화리서치센터]

- ❖ 철근은 철강 산업 고도화 방안 상 구조조정의 핵심 타겟. 철근 내수판매는 2021년 1,028만 톤을 기록한 후 하락 지속. 2024년은 YoY -16.9% 하락한 756만 톤. 건설 경기 침체 영향으로 2025년에는 650만~700만 톤까지 떨어질 수 있음
- ❖ 정부는 기업활력법 기반 사업재편, 세제 인센티브, 산업위기 선제대응지역 지정, 고용·지역 지원 등을 통해 자율 구조조정 유도. 강제 개입보다는 업계 주도 방식 택한 상태
- ❖ 철근 가동률은 2022년 70~80%대에서 2025년 현재 50~60% 수준에 머무는 상황
- ❖ 철근 설비 조정 명시 자체는 의미 있지만, 업계 자발성에만 의존할 경우 실행력은 제한적일 수 있다는 리스크 상존

철근 내수 출하량 추이



자료: 한국철강협회, 한화투자증권 리서치센터

철근 공장 가동률 추이



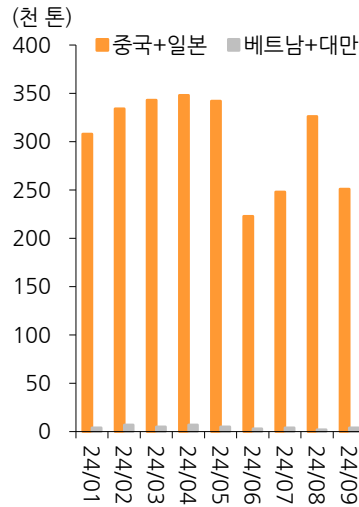
자료: 스틸데일리, 한화투자증권 리서치센터



뉴노멀에서 살아남기 주요 과제②: 수출장벽 · 불공정 수입 대응 패키지 [한화리서치센터]

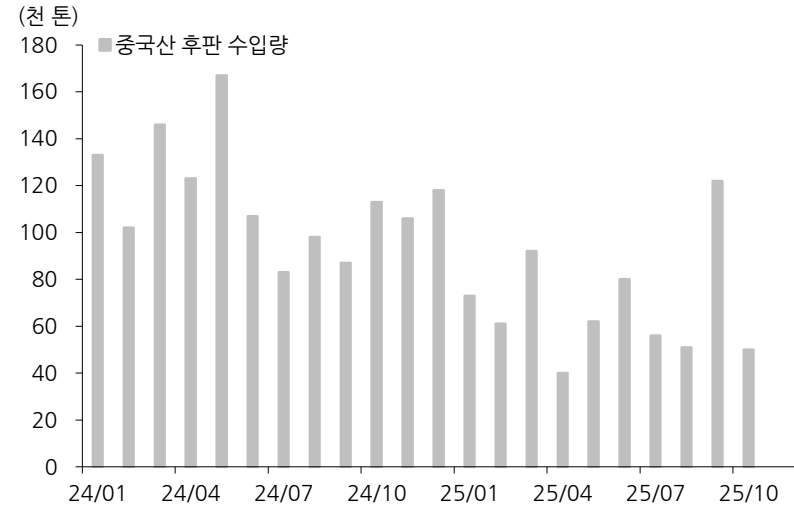
- ❖ 미국/EU 등 보호무역에 대응하여, 정부는 통상 협의와 함께 수출공급망 강화보증, 무역보험 · 수출금융 확대, 통상마찰 피해기업 이차보전 등 제시
- ❖ 한편, 후판 · 열연에 대한 반덤핑 관세 부과 이후, 중국 · 일본산을 피해 무관세 지역 제품 수입이 급증하거나, 제3국에서 가공 · 위장하는 형태가 나타남
 - 중 · 일산 열연 수입이 급감하자(10월 점유율 99%→72%), 무관세인 대만산과 베트남산이 새로운 공급원으로 급부상
- ❖ 기존 반덤핑 제도의 허점은 1) 보세공장 과세방식 선택권, 2) 보세공장을 활용한 관세 회피, 3) 제3국 우회덤핑 규율 부재
 - 원료과세 신고 의무화에 더불어, 우회덤핑 규제 대상을 제3국 조립 · 완성까지 조사 · 과세 범위를 확대한 것이 특징
 - MTC 의무화와 수입 모니터링 고도화를 통해 HS코드 · 생산자 정보를 사전에 확보하고, 신속한 무역구제조치가 가능하도록 함
- ❖ 수출 인프라 강화와 비관세 규제 정비를 두 축으로, 수출장벽과 불공정 수입을 동시에 방어하려는 전략

국가별 열연 수입량 추이



자료: 한국철강협회, 한화투자증권 리서치센터

중국산 후판 수입량 추이



자료: 스틸데일리, 한화투자증권 리서치센터

기존 반덤핑 문제에 대한 '철강 산업 고도화 방안' 의 대응 정리			
쟁점	기존 반덤핑 관세의 허점	「철강산업 고도화 방안」 내용	정책 대응 평가·시사점
보세공장 과세 구조를 통한 반덤핑 회피	- 관세법상 보세공장 수입자가 원료과세 vs 제품과세를 자유 선택 - 중국산 열연·후판이 보세공장으로 들어와 가공되면 원산지 '한국'으로 변경, 제품과세 선택 시 반덤핑 관세 회피 가능 - 정부의 2025.3 규제완화(기업이 유리한 과세기준 선택 허용)가 이 구조를 더 강화	- 반덤핑 관세 부과 품목을 보세공장에서 가공 후 국내로 반입하는 경우→ 기업 선택이 아니라 원료과세 신고를 의무화하는 방향 제시→ 최종 제품과세를 선택해 반덤핑을 회피하는 루트 차단 취지	- 보세공장·자유무역지역에서 반덤핑 대상 원료를 사용할 때, 국내 반입분에 한해 반덤핑 부담을 회피하지 못하도록 설계 - 반덤핑을 일반관세와 동일하게 보세구역에서 예외취급하던 관행을 수정하는 방향
보세구역 덤핑수입 확대 및 국내산 수요 잠식(풍선효과)	- 반덤핑 관세 부과 후 일반 수입은 감소, 대신 보세공장 반입 물량 증가 사례(일본산 스테인리스 후판 등) - 보세공장이 반덤핑 회피 창구로 기능하면서, 국내 가격 상승 시 기업들이 국내산 대신 값싼 덤핑 수입산으로 조달선 전환 → 국내산 수요 축소 우려	- 반덤핑 대상 원료를 사용하는 보세공장에 대해 원료과세 신고 의무화 + 특허기간 단축(10년→1년) 등 관리 강화 - 조강국 기준 품질검사증명서(MTC) 제출 의무화로 실제 생산자·원산지 추적 강화	- 보세구역으로 덤핑 물량을 돌려 국내시장용 제품을 싸게 조달하는 유인을 상당 부분 축소 - 원료 단계에서 반덤핑 부담이 살아 있으므로, 국내산 vs 덤핑 수입산 간 가격 격차가 줄어 국내산 수요 잠식 압력 완화 - 수출용(조선용 수출 선택 등)은 여전히 관세·AD 유보 구조를 유지하면서, 국내시장으로 들어오는 물량만 조이려는 설계로 볼 수 있음
제3국·보세구역을 활용한 우회덤핑	- 중국산 열연이 제3국(예: 베트남) 보세구역에서 냉연·도금강판으로 가공되어 한국으로 수출되는 경우 - 제3국 조립·가공·보세구역을 활용한 우회덤핑 규율 공백 지적	- 우회덤핑 규제 대상을 '제3국 조립·가공'까지 확대하는 방향 제시 - "제3국 보세구역을 통한 반덤핑 관세 회피 가능성 차단" 명시 - 관세청-무역위원회-철강협회 간 우범거래 정보 공유·합동단속 체계 구축 추진	- 기존 '동일국 내 경미한 변경' 중심의 우회덤핑 개념에서 벗어나, 제3국 가공 전체를 포괄하는 규제 프레임워크 예고 - 실제 효과는 실질변경·부가가치 기준, 입증 기준, 조사·단속 강도에 따라 결정될 것
제도 실효성·집행·범위	- 법·제도·행정·실무 전체의 정합적 보완 필요 - 단순 선언이 아니라 실제 관세·반덤핑 집행에서 보세구역을 어떻게 다룰지가 쟁점	- 「철강산업 고도화 방안」은 현재 정책 방향·과제 제시 수준(관계부처 추진 과제)으로 제시 - 이후 관세법·시행령·관세청 고시·통관 지침·조사·단속 관행으로 구체화 예정	- 실질 효과는 입법·시행령·현장 통관·단속의 강도에 좌우·특히 ① 반덤핑 대상·보세공장 범위 설정, ② 원료과세 강제 적용 범위·예외, ③ 제3국 우회덤핑 입증 기준이 관건. 향후 국내 조선·수출용 후판(보세제도 활용)과 국내 내수 후판 유입 차단을 어떻게 구분·설계하는지 모니터링 필요

자료: 대한민국 정부, 한화투자증권 리서치센터



뉴노멀에서 살아남기 주요 과제③: 고부가·저탄소 체질 전환

[한화리서치센터]

- ❖ 특수탄소강 10대 핵심 품목을 선정해 2030년까지 약 2,000억 원 규모 R&D를 지원, 조선·자동차·에너지·방산·우주항공용 소재에서 글로벌 1위 혹은 점유율 20% 이상을 목표(특수강 비중: 한국 12%, 일본 17%, 독일 38%)
- ❖ 수소환원제철 분야에서는 8,100억 원 규모 실증사업을 기반으로 2026~2035년 고로 연·원료 대체·전기로 전환을 추진하고, 2036~2050년까지 수소환원제철 15기를 순차적으로 도입하는 장기 로드맵을 제시
- ❖ 저탄소 철강 인증 및 공공조달·녹색제품 의무구매 연계는, 단순 공급 측면이 아닌 '수요 측면에서 저탄소·고부가 강재를 락인' 하는 의미
- ❖ 고부가·저탄소 투자 수혜가 가능한 상위사·특수강 업체, 그리고 수소환원·전기로 전환을 선도하는 기업들이 구조적 수혜 그룹으로 구분될 수 있음

고부가 철강 제품 성장 로드맵		
구분	조선·에너지	자동차·방산·우주항공
특수강 종류	고망간강, 니켈강, 크롬강, 클래드강, 스테인리스강	고규소강, LCE 냉연강판, 저아연용융도금강판, 비열처리강, 침탄합금강
공급품목	중후판, 용접강관, 무계목강관, 주단강	전기강판, 냉연강판, 아연도강판, 무계목강관, 주단강
주요 용도	1) 조선 특수선박 외판, 에너지 이송, 2) 초심도 시추 강관·튜빙, 3) 고온·고압 환경용 부품	1) 고성능 구동모터, 2) 차체(BIW), 샤시 3) 구동축부품, 조향장치, 4) 고출력변속기
'24 기준	기술력 글로벌 3위	'24 생산량: 1) 전기강판 80만톤, 2) 냉연강판 130만톤, 3) 무계목강관 11만톤, 4) 주단강 등 57만톤
'30 목표	기술력 글로벌 1위	'30 생산량 목표: 1) 전기강판 100만톤, 2) 냉연강판 160만톤, 3) 무계목강관 15만톤, 4) 주단강 등 70만톤

자료: 대한민국 정부, 한화투자증권 리서치센터

수소환원제철 전환 로드맵

② 그린경쟁력 대도약을 위한 수소환원제철 전폭적 지원

- 수소환원제철 **본예타 통과**(‘25.6, 총 8.1천억원, 국비 3.1천억원) → 본격 추진
- 경제성 있는 청정수소의 충분한 확보 위한 인센티브 방안 마련 부처합동
- 안정적 전력 공급이 전제된 에너지원 활용 방안 마련 기후부·산업부

< 수소환원제철 전환 로드맵 >

- 한국형 수소환원제철의 기술·플랜트 수출화 산업부
- 국가핵심기술인 파이넥스 공법을 활용한 세계 최초의 '유동환원 방식 수소환원제철' EPC 역량 확보

자료: 대한민국 정부, 한화투자증권 리서치센터



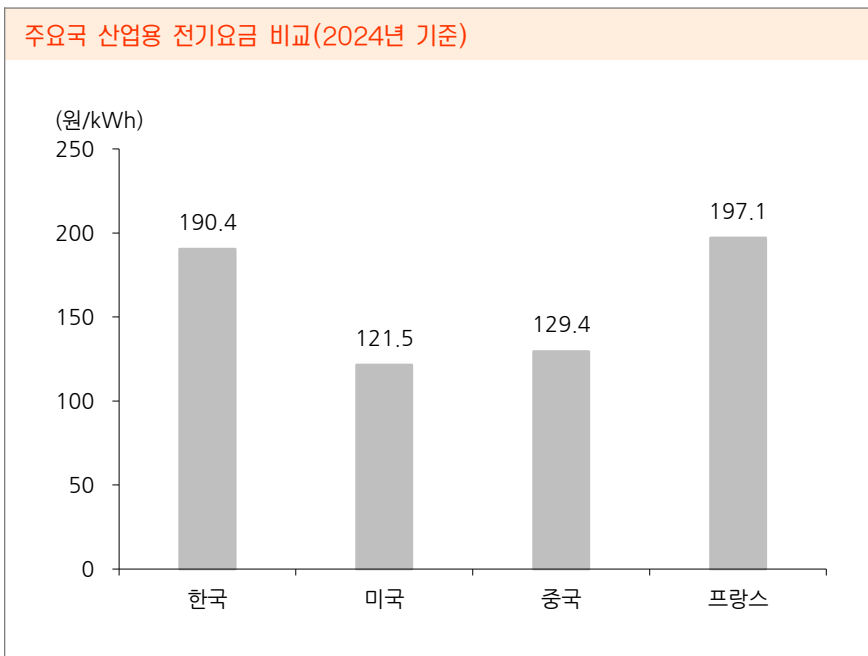
뉴노멀에서 살아남기 평가: 대형사 위주 수혜 전망

[한화리서치센터]

- ❖ 양적 성장에서 고부가·저탄소로의 방향 전환을 공식화했다는 점은 긍정적. 고로 중심 대형 수출사 위주 수혜 전망
- ❖ IMF 관점에서 볼 때, 이미 글로벌 경쟁력을 가진 업스트림 제품(열연·후판·특수강·전기강판 등)에 수출 인프라를 얹어주는 부분은 '비교적 잘 설계된 축'에 속함
- ❖ 철근은 품질 차별화 여지가 거의 없는 가격 경쟁 시장이라, 정책이 그리는 "고부가 전환" 논리는 현실과 괴리가 있고, 정부 주도의 명확한 설비 감축 로드맵과 공급 안정 대책 필요
- ❖ 4,000억 보증·1,500억 이차보전 등 금융지원은 설계상 수출기업·대형사 중심이어서, 내수 비중이 큰 중소 제강사·전기로 업체에는 체감도가 낮음
- ❖ 전기요금·원료비 부담이 큰 상황에서, 에너지 가격·전력요금·물류비에 대한 직접적인 생산비 절감 대책이 빠져 있다는 점은 아쉬운 부분

철강 산업 고도화 방안 정책별 수혜 여부				
정책/지원 및 예산	대형 수출사 (고로 중심)	내수 중심 중소 제강사	전기로사	철근사
설비 구조조정 인센티브 (세제·정책금융)	△	△	△	×
수출금고량 강화보증 (4,000억원)	●	△	△	×
피해기업 이차보전 (1,500억원)	●	△	△	×
수소환원제철 특수강 R&D(8,100억+2,000억)	●	×	×	×

주: ●: 수혜, △: 부분 수혜, ×: 해당 없음
자료: 한화투자증권 리서치센터



자료: 대한상공회의소, 한화투자증권 리서치센터

철강 산업 고도화 방안 추진 일정			
주요 정책 과제	세부 내용	소관부처	추진 시기
1. 설비규모 조정 및 지원	철근 사업재편 추진 가능성 검토 및 대안 모색	부처합동	즉시
	산업위기선제대응지역 사업재편 기업 과세이연 기간 확대	기재부	'25.12
	특수강 투자 촉진	산업부	'26~
2. 해외 수출장벽 및 국내 불공정 수입 대응	주요국 양자협약	산업부	계속
	수출공급망 강화보증상품 신설	산업부	' 25.11
	철강·알루미늄·파생상품 피해기업 이차보전사업 신설	산업부	' 26~
	무역구제 조치 엄정한 진행	산업부	계속
	원산지 위반행위 단속 및 기관간 정보 적시교환	산업부·관세청	'25.11~
	품질검사증명서를 활용한 수입 모니터링 착수	산업부·관세청	' 26~
	제3국·보세구역 활용한 반덤핑 규율 강화	기재부·관세청	계속
	철강 부원료 할당관세 검토	기재부	' 26~
	FTA 이행채널 통한 원산지 조강모니터링 검토	산업부	' 26~
3. 기술개발, AI 전환 및 수요창출	특수탄소강 R&D 로드맵 수립	산업부	연내
	국내 공급망 활용도 제고	부처합동	계속
	산업현장 AI 전환 지원	산업부	' 26~
4. 단계적 그린경쟁력 확충 지원	저탄소 철강 기준 설정 및 검증체계 마련	산업부	연내
	저탄소 철강 수요창출방안 마련	부처합동	연내
	청정수소 확보, 안정적 전력공급 방안 마련	기후부·산업부	연내
	철강특별법 저탄소전환 지원근거 마련	산업부	연내
	신성장원천기술 지정 검토	기재부	연내
	철스크랩 산업 육성방안 마련	산업부 · 기후부	' 26.상
	철스크랩 전문기업 지정	산업부	' 26~
5. 안전과 협력 강화	산업위기선제대응지역 지정 검토 및 연계 지원, 투자 촉진	산업부 등	계속
	KS 인증기준 및 심사·사후관리 강화	산업부	' 25.11~
	건설산업 非KS 제품 관리·감독 강화	국토부	' 25.11~
	안전설비 구축 지원 및 모범사례 홍보	산업부	' 26~
	안전시설 세액공제 범위 확대	기재부	'26~
	철강-원료-수요산업 상생협력 확대	산업부	계속

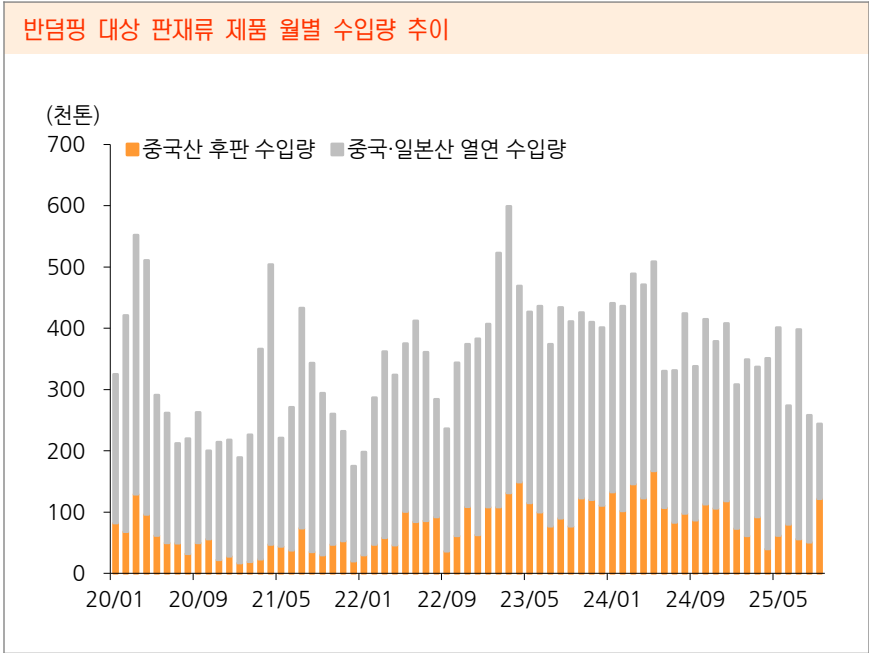
자료: 대한민국 정부, 한화투자증권 리서치센터



뉴노멀에서 살아남기 ① 판재류: AD 관세가 재편하는 시장

[한화리서치센터]

- ❖ 2026년 국내 판재류 시장의 핵심 변수는 반덤핑 관세. 철강제품 가격 상승 효과는 이르면 2025년 말, 늦으면 2026년 1분기 부터 나타날 전망
- ❖ 저가 수입재의 '구조적' 유입을 차단하고, '정품 시장' 질서 재편이 기대
- ❖ 철강산업 고도화 방안을 통한 반덤핑 관세 효과 증대 전망
 - MTC(품질검사증명서) 제출 의무화: 수입 모니터링을 강화하여, '26년부터 시행함 (HS 코드, 생산자 정보 확보)
 - 우회 덤핑 방지법 강화: 제3국 조립/가공품도 규제 대상에 포함, '보세구역' 가공(예: 열연→컬러강판) 시 '원료 과세' 신고를 의무화하여 탈세를 차단



자료: 한국철강협회, 한화투자증권 리서치센터

일본·중국산 열연/후판 반덤핑 관세율 정리			
시기	구분	정책명/회의명	주요 내용(요약)
2024.07.31	후판	제소	현대제철, 중국산 저가 후판 반덤핑 제소
2024.10.04	후판	조사개시	무역위 조사 착수 (수입가격·피해 검토)
2024.12.19	열연	제소	현대제철, 중·일산 열연 반덤핑 제소
2025.02.20	후판	예비판정	무역위, 최대 38.02% 잠정관세 권고
2025.03.04	열연	조사개시	정부, 중·일산 열연 AD 조사 개시
2025.04.24	후판	잠정관세 부과	기재부, 27.9~38% 잠정관세 부과 시작
2025.07.24	열연	예비판정	무역위, 28.16~33.57% 잠정관세 권고
2025.08.28	후판	최종판정	최대 34.10% 확정, 5년간 관세 부과
2025.09월	열연	잠정관세 시행	9월 말부터 4개월간 최대 33.57% 부과
2026.1~2월	열연	최종판정	본판정에서 최종 덤핑률·관세 확정
2026년 1분기	열연	최종 부과 개시	확정 관세 5년간 적용 (일몰재심 가능)

자료: 한화투자증권 리서치센터

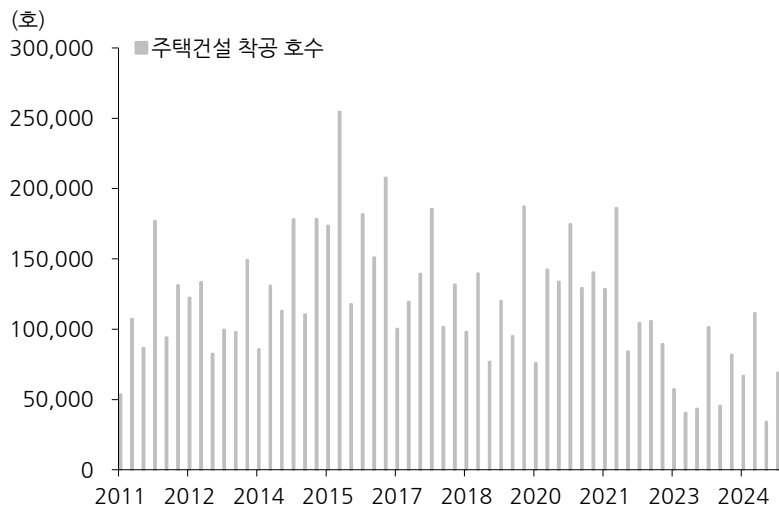


뉴노멀에서 살아남기 ② 봉형강: 건설 경기 부진 지속

[한화리서치센터]

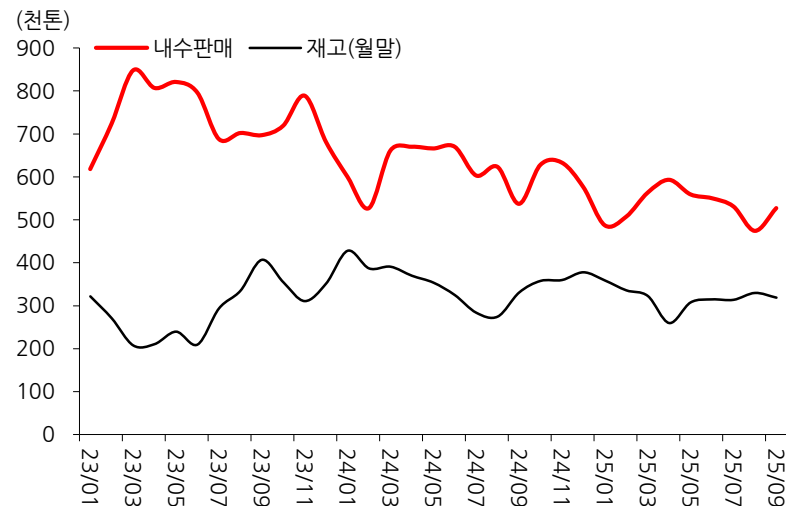
- ❖ 건설 경기 침체 장기화로 H형강, 철근 등 주요 제품 수요 부진 지속
- ❖ 정부의 주택 공급 확대 정책 및 SOC 투자 집행으로 4분기 이후 점진적 개선 기대감 존재
- ❖ 다만, 10.15 부동산 대책(규제지역 확대, LTV 축소 등) 발표로 단기적인 건설 투자 심리 위축 및 착공 지연 가능성
- ❖ 기준금리 인하 등 부동산 PF 시장의 실질적 회복 여부가 관건, 실제 착공으로 이어지는지 확인 필요
- ❖ 정부 '고도화 방안'은 경쟁력 약화 및 자율 조정이 미진한 '철근'을 '설비규모 조정 중점 대상'으로 공식 선정함

월별 주택건설 착공 호수 추이



자료: 국토교통부, 한화투자증권 리서치센터

국내 철근 내수판매 및 재고 추이



자료: 스틸데일리, 한화투자증권 리서치센터

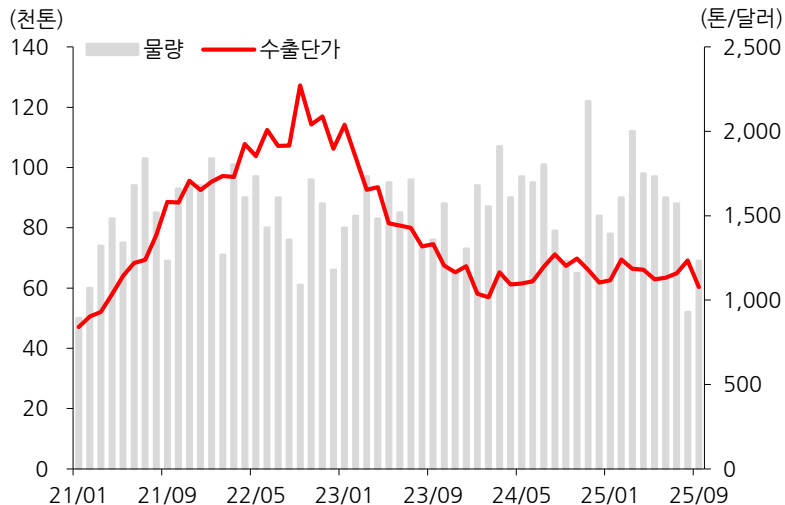


뉴노멀에서 살아남기 ③ 강관: 계속되는 내수외환

[한화리서치센터]

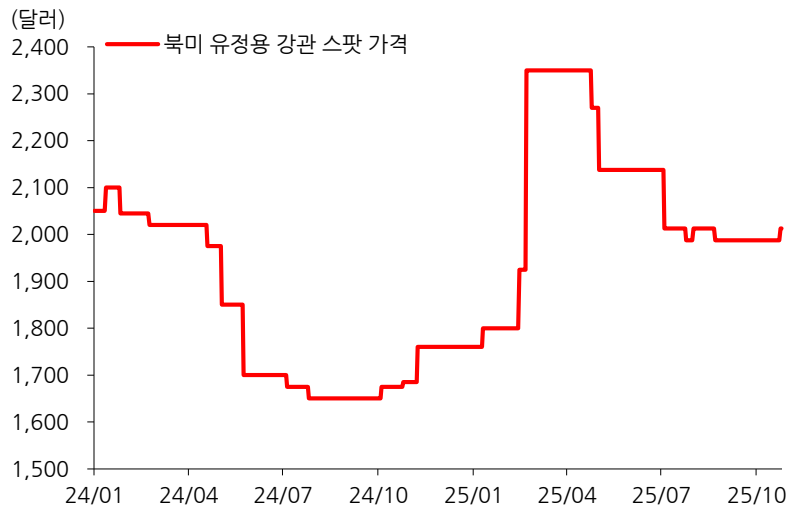
- ❖ 미국의 50% 고율 관세 부과로 최대 수출 시장인 미국향 수출길 사실상 봉쇄, 수익성 악화 불가피
- ❖ 8월 대미 강관 수출 40% 급락 등 관세 영향 본격화
- ❖ 철강산업 고도화 방안: '美 관세 피해기업' 대상 긴급 유동성 지원책을 발표
 - 정책금융 13.6조원, 무역보험 270조원, 긴급 융자 200억원을 지원. '수출공급망 강화보증'(4천억)을 신설, 이차보전사업('26년 1,500억 효과) 추진
 - 수출 부진에 대한 근본적 해법은 시장 다변화 및 현지 생산. 중동, 동남아 등 비미주 시장으로의 성공적 판로 다변화가 생존의 관건
- ❖ 내수 시장은 건설 경기 침체로 수요 절벽 심화. 이에 주요 강관사들은 11월 가격 인상 추진 중

한국의 대미 강관 수출량 및 수출단가 추이



자료: 한국철강협회, 한화투자증권 리서치센터

북미 유정용 강관 스팟 가격



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

Memo.

본 페이지는 편집상 공백 페이지입니다

Horizontal lines for memo writing.





II

반내권의 진실

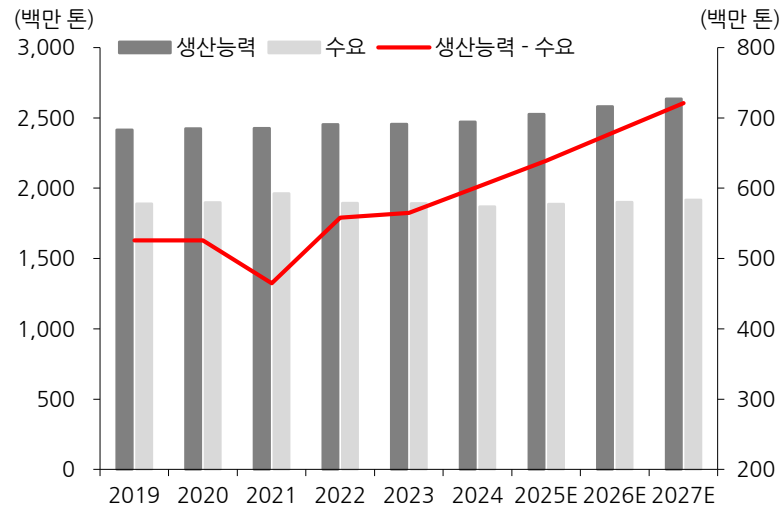


반내권의 진실 글로벌 수요 대비 생산능력 과잉 기조 지속

[한화리서치센터]

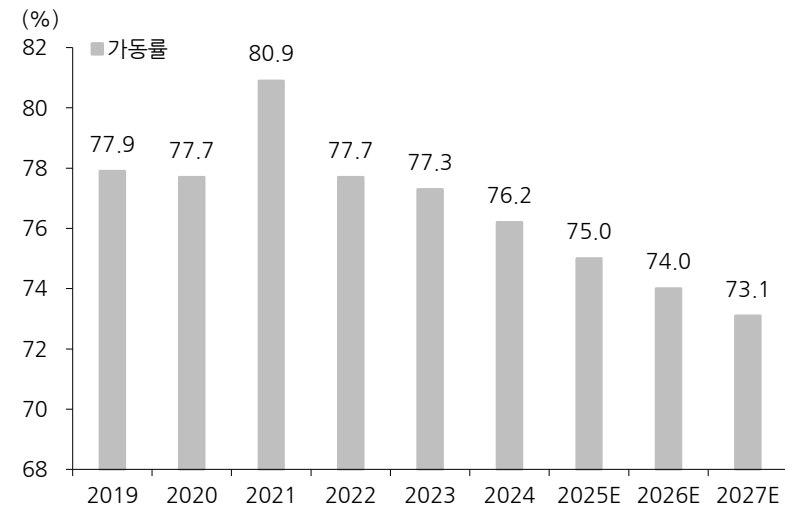
- ❖ OECD 전망: 글로벌 과잉 설비(생산능력-생산량) '24년 6.02억 톤 '27년 7.21억 톤 전망 (단, 설비 폐쇄는 고려 X)
- ❖ 가동률 하락: 수요 감소와 생산 능력 증가로 인해 철강 산업의 가동률은 2027년에 73%까지 하락할 것으로 예상. 수익성 악화와 비용 감당 문제를 야기
- ❖ 지역별 증설 주도: 아시아 지역 (특히 중국, 인도)에서 신규 투자가 가장 활발하며, 중국의 해외 투자(Cross-border Investment)가 동남아시아 등으로 흘러 공급 과잉 심화 요인

OECD 글로벌 철강 생산능력 및 수요 전망



자료: OECD, 한화투자증권 리서치센터

OECD 글로벌 철강 가동률 전망



자료: OECD, 한화투자증권 리서치센터

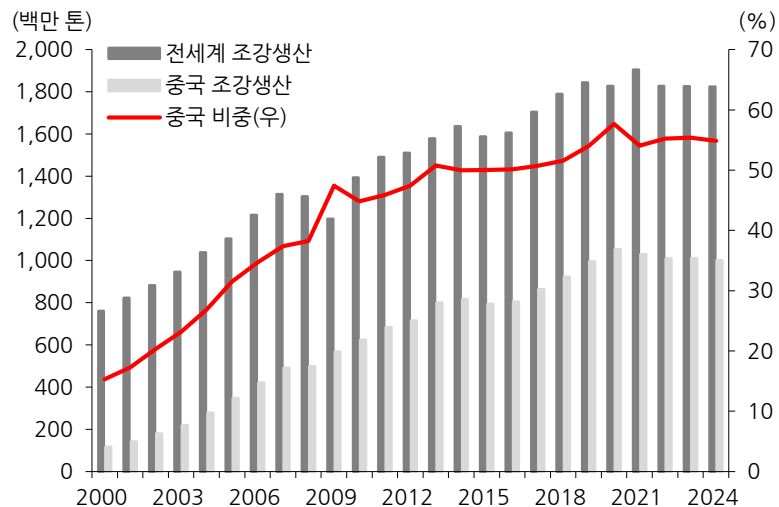


반내권의 진실 중국 수요 대비 생산능력 과잉 기초 지속

[한화리서치센터]

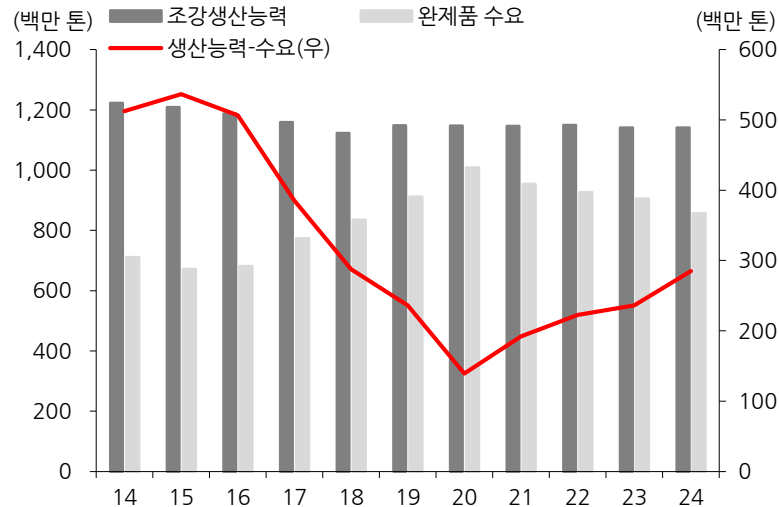
- ❖ 세계 조강 생산량은 18억 톤 이상 수준
- ❖ 이 중 중국의 조강 생산량은 10억 톤이며, 글로벌의 50% 이상 차지
- ❖ 중국의 50% 이상 비중은 향후 최소 수년 간 지속될 전망
- ❖ 2020년, 중국 철강 수요가 정점에 도달한 뒤 감소 지속. '생산 능력 > 수요' 구도는 유지될 것
- ❖ 수요 대비 생산능력의 과잉 기초는 단기간에 바뀌지 않을 전망 → 단기적으로 기대해볼 수 있는 부분은 수요 반등과 생산'량' 감소

연도별 전세계 및 중국 조강 생산량 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

중국 조강 생산능력 및 철강 완제품 수요 추이



자료: OECD, WSA, 한화투자증권 리서치센터

지역별 조강 생산능력							(단위: 백만 톤, %)	
지역	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2019-24 증감률 (%)	2019-24 증감량 (백만톤)
아시아	1,630.0	1,636.1	1,632.7	1,646.2	1,643.0	1,660.6	1.9	30.6
- 중국	1,148.3	1,147.9	1,146.5	1,149.9	1,141.5	1,141.5	-0.6	-6.8
- 인도	142.2	142.3	143.9	154.0	161.2	179.5	26.2	37.3
- 일본/한국	210.1	210.1	204.0	204.0	199.4	198.6	-5.5	-11.5
- ASEAN	74.6	78.7	80.4	80.4	82.9	82.9	11.1	8.3
- 기타 아시아	54.8	57.2	57.9	57.9	58.0	58.1	5.9	3.2
유럽	279.6	279.7	280.3	281.5	283.7	280.5	0.4	1.0
- EU27 및 영국	220.3	217.7	217.7	217.7	217.8	213.0	-3.3	-7.3
- 터키	50.7	53.4	54.0	55.2	57.4	59.0	16.4	8.3
- 기타 유럽	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	0.0	0.0
미국, 멕시코, 캐나다	154.2	157.5	157.7	162.8	163.3	163.3	5.9	9.1
CIS 및 우크라이나	143.4	142.6	143.9	145.0	145.0	145.0	1.1	1.6
중동	80.7	84.1	89.0	92.3	93.9	94.9	17.7	14.2
중남미	73.9	73.4	73.9	73.9	74.2	74.2	0.4	0.3
오세아니아	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	0.0	0.0
아프리카	44.6	44.7	43.5	45.8	46.9	47.3	5.9	2.7
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세계	2,412.7	2,424.4	2,427.4	2,453.8	2,456.3	2,472.1	2.5	59.4
- 중국 제외 세계	1,264.4	1,276.5	1,280.9	1,303.9	1,314.8	1,330.6	5.2	66.1
- OECD	641.9	645.3	640.0	646.3	644.4	640.4	-0.2	-1.5
- 비OECD	1,770.8	1,779.1	1,787.4	1,807.5	1,811.8	1,831.6	3.4	60.8

자료: OECD, 한화투자증권 리서치센터

지역별 조강 생산능력 전망										
지역	2023년 명목캐파	2024년 명목캐파	(B)/(A) (%)	2025-27 진행 (백만톤)	2025-27 계획 (백만톤)	2025-27 합계	2027년 캐파 (최소)	2027년 캐파 (최대)	2027/2024 증가율(최소)	2027/2024 증가율(최대)
아시아	1,643.00	1,660.60	1.1	29.8	66.8	96.6	1,690.40	1,757.20	1.8	5.8
- 중국	1,141.50	1,141.50	0	15.4	31.9	47.3	1,156.90	1,188.80	1.3	4.1
- 인도	161.2	179.5	11.4	9.2	21.2	30.4	188.7	209.9	5.1	16.9
- 일본+한국	199.4	198.6	-0.4	2.5	1	3.5	201.1	202.1	1.3	1.8
- ASEAN	82.9	82.9	0	2.7	12.1	14.8	85.6	97.7	3.3	17.8
- 기타 아시아	58	58.1	0.2	0	0.6	0.6	58.1	58.7	0	1
유럽	283.7	280.5	-1.1	8	13.8	21.8	288.5	302.3	2.9	7.8
- EU(27)+영국	217.8	213	-2.2	4.1	4.1	8.2	217.1	221.2	1.9	3.9
- 터키	57.4	59	2.8	0	9.7	9.7	59	68.7	0	16.4
- 기타 유럽	8.6	8.6	0	3.9	0	3.9	12.5	12.5	45.4	45.4
미국/멕시코/캐나다	163.3	163.3	0	8.7	3.8	12.5	172	175.8	5.3	7.7
CIS/우크라이나	145	145	0	3.8	2.8	6.6	148.8	151.6	2.6	4.6
중동	93.9	94.9	1.1	9.4	12.3	21.7	104.3	116.6	9.9	22.9
중남미	74.2	74.2	0	0	0	0	74.2	74.2	0	0
오세아니아	6.4	6.4	0	1.5	0	1.5	7.9	7.9	23.5	23.5
아프리카	46.9	47.3	0.9	2.3	2.2	4.5	49.6	51.8	4.9	9.5
기타	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
세계	2,456.30	2,472.10	0.6	63.5	101.7	165.2	2,535.60	2,637.30	2.6	6.7
- 중국 제외 세계	1,314.80	1,330.60	1.2	48.1	83.1	131.2	1,378.70	1,448.50	3.6	8.9
- OECD	644.4	640.4	-0.6	17.4	18.6	36	657.8	676.4	2.7	5.6
- 비OECD	1,811.80	1,831.60	1.1	46.1	83.1	129.2	1,877.70	1,960.80	2.5	7.1

자료: OECD, 한화투자증권 리서치센터



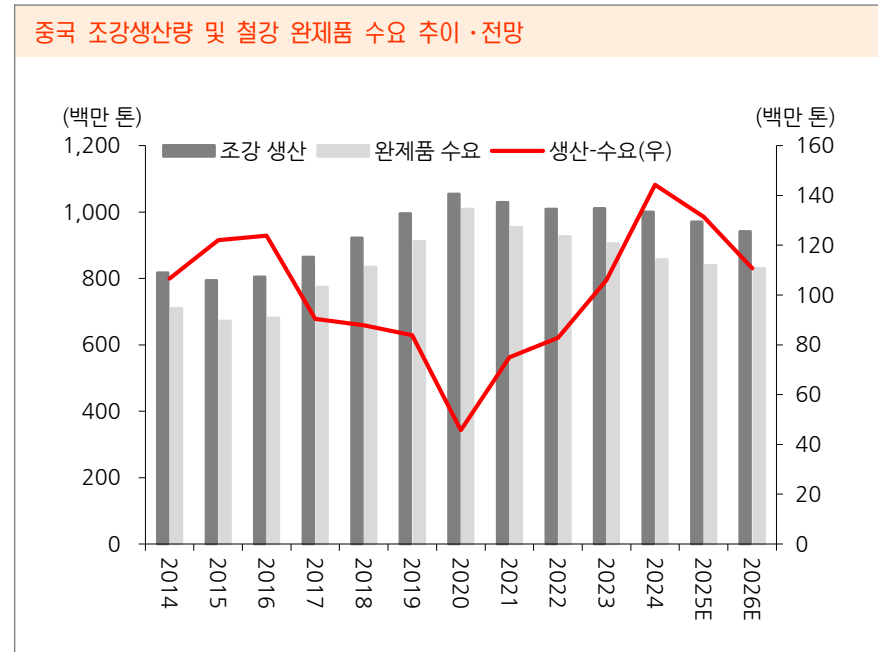
반내권의 진실 글로벌 및 중국 수요 전망

[한화리서치센터]

- ❖ 세계철강협회에 따르면, 세계 철강 수요는 2025년에 바닥을 찍고 2026년에 완만한 성장(1.3%) 예상
 - 2026년 성장의 주요 배경에는 주요국 공공 인프라 투자, 금융 여건 완화, 개발도상국의 성장 등
 - 2025년 세계 철강 수요는 1,749백만 톤으로 2024년 대비 변동이 없을 것으로 예상
 - 2026년에는 1.3%의 완만한 반등이 예상되며, 총 수요는 1,773백만 톤에 달할 것으로 전망
- ❖ 2026년 중국에서 반내권 정책 지속으로 조강 생산량이 약 3% 감소한다고 가정한다면, 수요 감소세 둔화를 감안할 때 수급 개선 가능할 전망
 - 중국의 철강 수요는 주택 시장 침체 지속으로 2025년에 2.0% 감소 예상. 2026년에는 주택 시장이 바닥을 찍으면서 감소세가 1.0%로 둔화될 것으로 예상

국가	2024 (백만톤)	2025(F) (백만톤)	2026(F) (백만톤)	2024 (%)	2025(F) (%)	2026(F) (%)
세계	1,749.4	1,749.2	1,772.5	-1.6	0.0	1.3
중국	856.6	839.5	831.1	-5.4	-2.0	-1.0
인도	147.9	161.1	175.7	11.4	8.9	9.1
미국	89.1	90.7	92.3	-1.6	1.8	1.8
일본	49.7	48.1	47.7	-3.9	-3.1	-0.8
한국	47.8	48.1	48.9	-8.8	0.7	1.6
러시아	43.7	40.2	39	-2.1	-8.0	-3.2
터키	32.8	33.9	34.7	8.7	3.5	2.6
멕시코	27.8	24.9	25.9	-4.3	-10.5	4.0
독일	26.6	27	28.2	-6.2	1.5	4.6
브라질	26.1	27.4	27.7	8.9	5.0	1.0

자료: WSA, 한화투자증권 리서치센터



자료: Wind, WSA, 한화투자증권 리서치센터

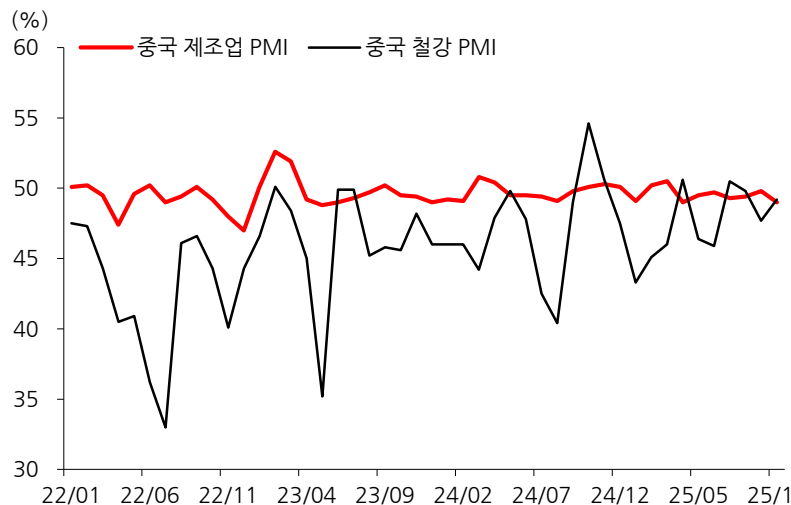


반내권의 진실 중국 지표 동향: 수요 절벽과 수익성 하락

[한화리서치센터]

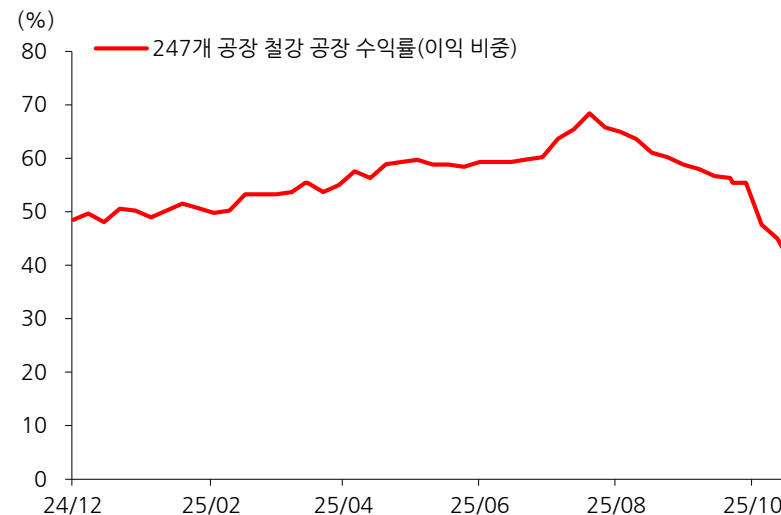
- ❖ 10월 말 거시 기대감(미중 관계) 기대감 소멸, 11월 펀더멘탈 악화가 시장 주도
- ❖ 수요 절벽(건설): 예년보다 1~2주 빠른 한파가 북방 지역 강타, 철근 수요 둔화
- ❖ 수요 절벽(제조): 10월 제조업 PMI 49.0으로 6개월 만에 최저치 및 수축 국면 진입. 철강 PMI도 3개월 연속 기준치 50 하회 지속
- ❖ 수익성: '강한 원료(코크스), 약한 완제품' 구도가 10월 말 부터 심화
- ❖ 11월 21일 247개 철강사 중 이익 비중 37.68% 기록하며 손실 구만 진입 및 감소세 지속
- ❖ 1~10월 부동산 개발 투자는 전년 동기 대비 14.7% 감소하여 기록적인 하락세 지속

중국 PMI 추이



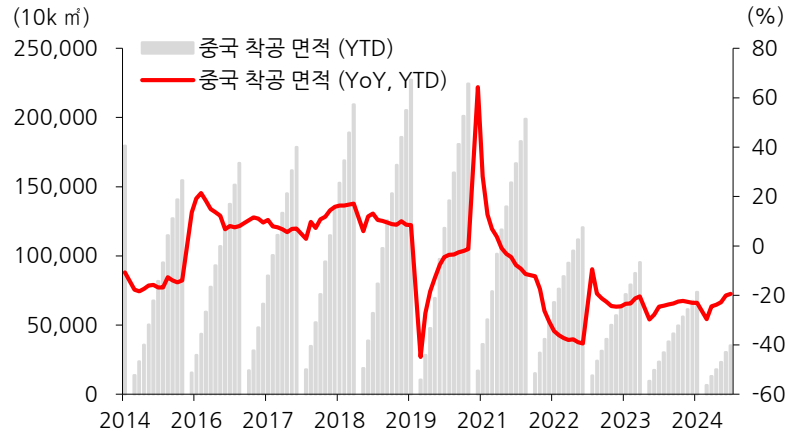
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

중국 247개 공장 수익률(이익 비중) 추이

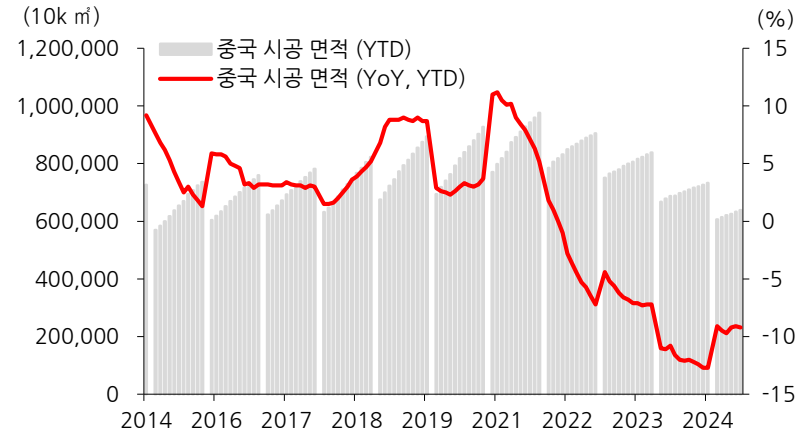


자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

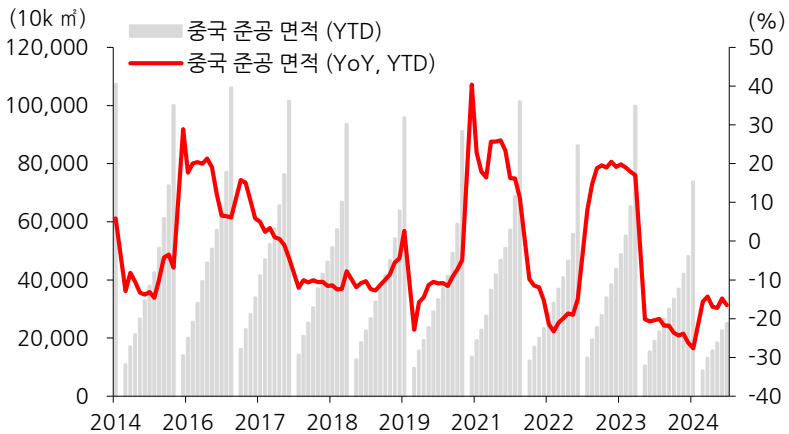
중국 착공 면적 추이



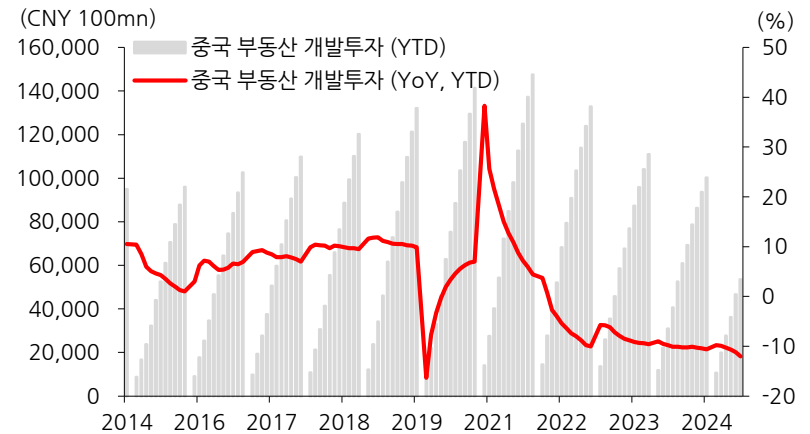
중국 시공 면적 추이



중국 준공 면적 추이



중국 부동산 개발 투자 추이



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

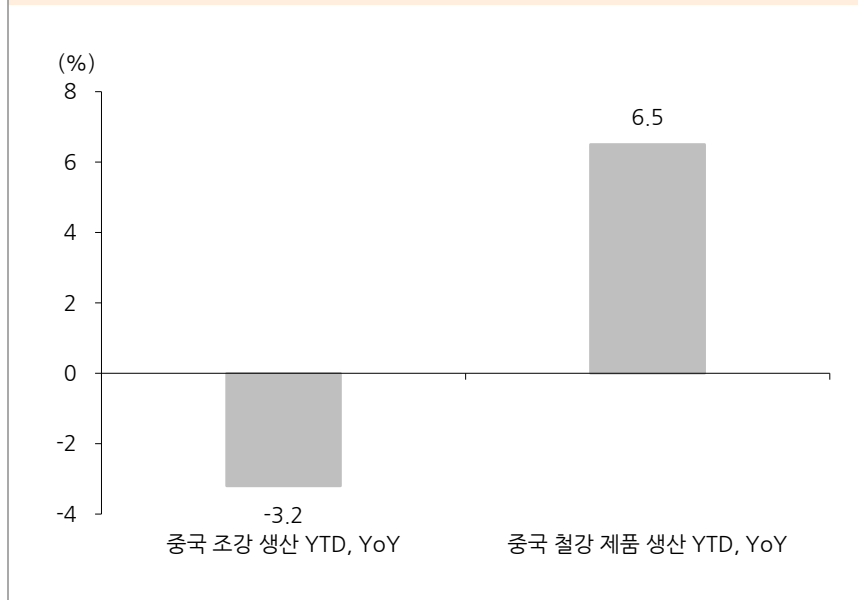


반내권의 진실 중국: 공급 딜레마와 재고 부담

[한화리서치센터]

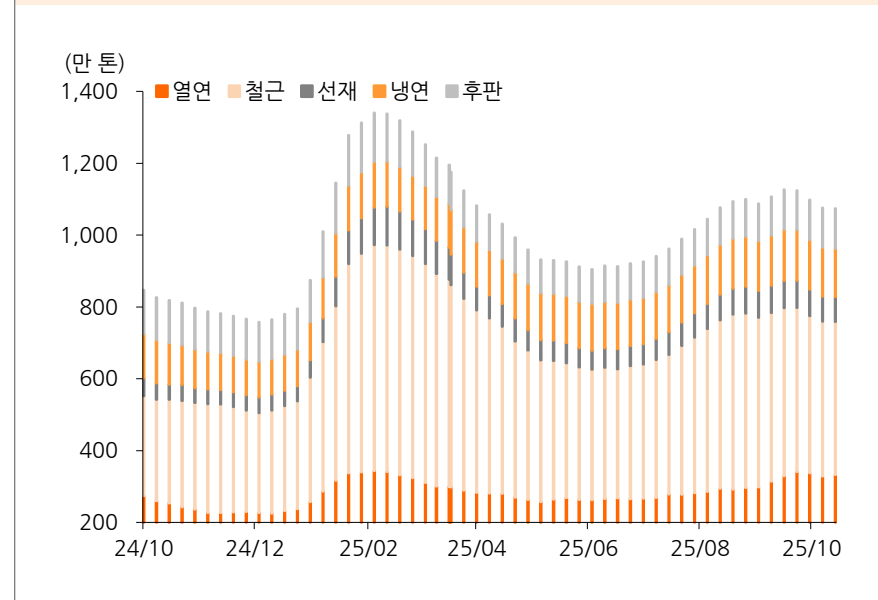
- ❖ 2025년 1~9월 조강 생산량은 전년 대비 3.2% 감소했으나, 완제품 생산량은 6.5% 증가. 이는 공급 압력 여전함 시사
- ❖ 기존에 기대했던 조강생산량 감소율 5%는 달성하기 어려울 것. 다만 2026년에도 조강 생산량 감소 기조는 유지될 것으로 전망됨
- ❖ 5대 품종 사회 재고는 전년 동기 대비 약 30% 높은 수준

중국 조강 생산량 · 철강 제품 생산량 증가율(2025년 9월 YTD) 기준



자료: Wind, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

중국 5대 품종 재고 추이



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

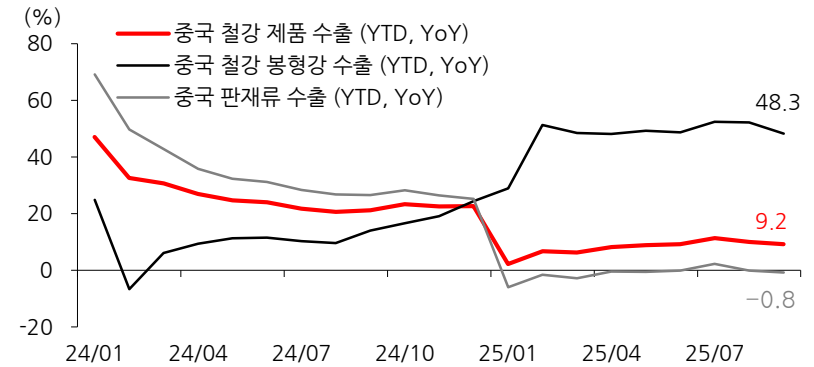


반내권의 진실 중국 철강 수출 최고치 경신과 전략적 전환

[한화리서치센터]

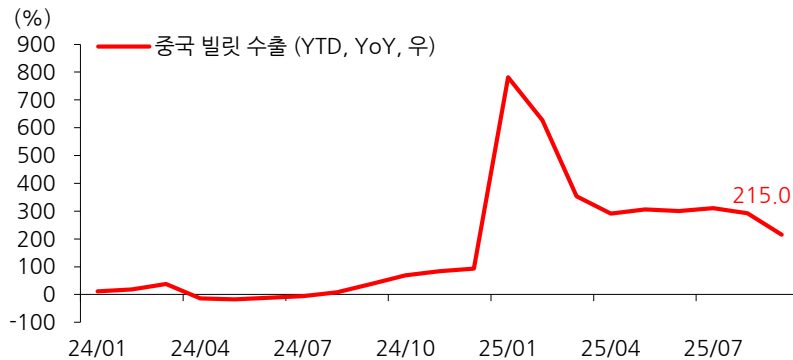
- ❖ 수요 절벽과 재고 증가는 필연적으로 수출 밀어내기로 귀결됨
- ❖ 누적 최고치: 1~10월 누적 수출 9,774만 톤(+6.6% YoY) 기록. 연간 1.2억 톤 페이스로 사상 최고치 경신 유력
- ❖ 수출 품목 변화: 수출 증가는 반제품(빌릿)과 봉형강이 주도. 완제품 관세 회피 및 동남아/남아시아 지역의 제강 설비 부족에 따름
- ❖ 판재 수출 부진: 반덤핑 조치 등으로 직격탄을 맞은 열연 등 판재류 수출 증가세는 현저히 둔화되거나 감소
- ❖ 무역 장벽 심화: 중국산 철강을 대상으로 한 무역구제 조사 건수가 역대 최고치 기록중. 태국·베트남 등에서 우회덤핑 조사 확산
- ❖ 수출 시장 다변화: 베트남, 한국 등 전통 시장의 수입 규제 압력으로 수출길이 좁아지면서 중동, 남미, 아프리카 등 새로운 수출 증가

중국 철강제품 수출 추이



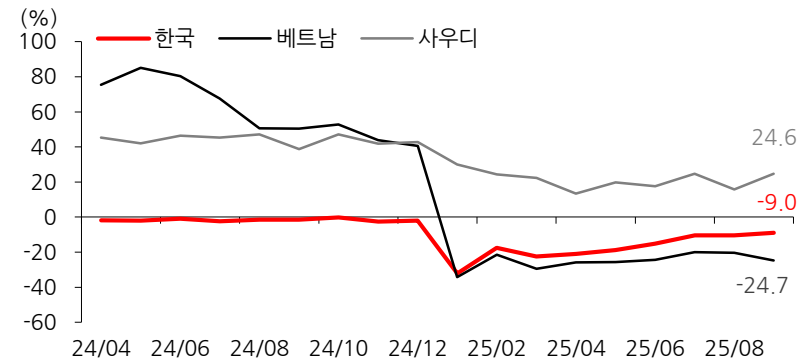
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

중국 빌릿 수출 추이



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

중국의 국가별 철강제품 수출량 추이(YTD, YoY)



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터



반내권의 진실 '안정 성장'과 '반내권(反內卷)'

[한화리서치센터]

- ❖ 중국 철강 산업, '양적 팽창' 시대의 종식과 '질적 성장'으로의 전환 공식화
- ❖ '철강산업 안정 성장 방안(2025-2026)' 통해 신규 생산능력 금지 및 연평균 4% 부가가치 성장 목표 제시
- ❖ 시진핑 주석이 직접 강조한 '반내권(反內卷, 소모적 내부 경쟁 반대)' 정책, 저가 무질서 경쟁을 바로잡겠다는 강력한 신호. 향후 중국산 수출 가격 정책의 중대한 변화 예고
- ❖ 이중동인: 내부적 필요성(펀더멘탈) + 외부적 압력(글로벌 관세 등 무역 규제) 압력에 대한 방어적 대응

중국 정부 '반내권(反內卷)' 관련 주요 정책 타임라인		
시점	정책	내용
2024년 7월	중앙정치국, "말단 부담 경감을 위한 형식주의의 정돈에 관한 규정" 심의	업체 자율 규제 강화 및 '내수 경쟁' 같은 악성 경쟁 방지 필요성 강조 우수 기업 생존 및 비효율적 낙후 설비 퇴출을 위한 시장 메커니즘 강화 제안
2024년 12월	중앙경제공작회의	'내수 경쟁' 문제 종합 대응. 지방 정부와 기업 행위 규제를 통한 현대적 산업 시스템 구축 기초 강화
2025년 3월	정부 업무 보고서	연례 '정부 업무 보고서'에서 '내수 경쟁' 문제의 종합적 관리를 핵심 과제로 최초 포함
2025년 6월	개정된 "중화인민공화국 부정경쟁 방지법"	'내수 경쟁' 관련 규제 조항 신설. 원가 이하 덤핑 판매 및 허위 홍보 등 부당 경쟁 행위 명시적 금지
2025년 7월	중앙재경위원회 제6차 회의	전국 단일 시장 건설 심화. 법규 기반의 '저가 무질서 경쟁' 관리 품질 향상 및 낙후 설비의 질서 있는 퇴출 유도 강조
2025년 7월	국무원 신문판공실 기자회견	공업정보화부, 철강 포함 10대 중점 산업 안정 성장 방안 발표 산업 구조조정, 공급 최적화, 낙후 설비 퇴출 추진 예고
2025년 8월	5개 부처 '철강산업 안정 성장 방안' 발표	공업정보화부 등 5개 부처, '2025~2026년 철강산업 안정 성장 방안' 공동 발표. 공급 과잉 및 수요 부족 문제 해결. 신규 생산능력 증설 엄격 금지 및 낙후 설비 퇴출 목표.
2025년 9월	6개 부처 '건자재 산업 안정 성장 방안' 발표	철강에 이어 시멘트, 유리 등 건자재 산업으로 '반내권' 정책 기초 확대 신규 생산능력 금지 및 초과 생산능력 의무 교체 포함
2025년 10월	발전개혁위·시장감독총국 '가격 무질서 경쟁 규제'	2개 부처, '가격 무질서 경쟁' 직접 규제 공고 공동 발표. 불공정 경쟁 행위 조사 및 처벌 강화 원가 이하 입찰 경쟁 금지 등 구체적 규제 방안 명시

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터



반내권의 진실 반내권의 진실: 자원 재배치 구조조정

[한화리서치센터]

- ❖ 목표 차이: 1차 공급측 개혁(2016)은 이익 회복과 생존이 목표였던 반면, 반내권(2025~)은 비효율 전통 산업에서 신질 생산력으로서의 자원 재배치로 판단
- ❖ 과거에는 불법 설비 폐쇄·행정 감산 등 직접적인 생산 통제 중심. 현재는 통일 대시장 M&A 유도, 생산능력 거래 금지, 높은 치환 비율, 환경·에너지 규제 강화 등을 통해 버티지 못하는 기업부터 자연 도태시키는 구조조정에 가깝게 설계된 것으로 분석됨
- ❖ 과거는 행정 감산 + 부동산 부양 → 가격 V자 급등 → 업계 전반 동반 이익 개선 구조였지만, 지금은 부동산 침체 속에서 코크스 등 원료 강세 vs 철강 가격 약세가 마진을 압박하며, 한계 업체의 자발적 감산·퇴출 → 대형·국유사 중심 승자독식으로 이어지는 구조
- ❖ 반내권은 철강 가격 슈퍼사이클 2.0이 아니며 산업 재편과 점유율 재분배 시그널에 가깝고, 행정 감산을 기대하기보다는 구조조정 수혜가 집중될 고부가 플레이어 중심으로 보는 전략이 필요

1차 공급측 개혁과 반내권의 비교: 반내권의 진실		
구분	1차 공급측 개혁 (2016~2021)	반내권·통일 대시장 (2025~)
정책 목표	전통 산업(철강·석탄)의 과잉 설비 정리와 이익 회복. 좀비기업 퇴출을 통해 살려줄 기업의 수익성 보전	과당경쟁(內卷) 완화와 자원 재배치. 비효율 전통 산업에서 신질 생산력·첨단 제조로 자본·인력·에너지 이동
철강 산업에 대한 포지셔닝	국가 성장·고용을 떠받치는 핵심 기반 산업으로 보고 보호적 성격 강화	우선순위가 신삼양·첨단 제조보다 낮은 전통 산업. 필요하면 정리·축소 가능한 산업으로 인식
조정 방식	지방정부·부처가 나서서 불법 설비(지조강) 폐쇄, 행정 명령식 감산, 환경규제 일괄 적용 등 Top-down 공급 컷	시장·법지 기반 구조조정: 생산능력 거래 금지, M&A만 허용, 높은 치환 비율, 환경·에너지 기준 상향을 통해 '버티지 못하는 회사부터' 자연 퇴출
주요 수단	1) 행정적 감산 쿼터, 2) 불법 설비 단속·폐쇄, 3) 안전·환경 점검을 이용한 가동 중단, 4) 부동산·인프라 투자로 수요 부양	1) 통일 대시장 구축(지역 장벽·보호무역 완화), 2) 공정경쟁·반덤핑·원가 이하 출혈경쟁 규제, 3) 생산능력 지표 매매 금지, 실질적 M&A 촉진, 4) 초저배출·에너지 효율 기준 미달 설비 퇴출 압박
이익 메커니즘	공급 감소 + 부동산 호황(수요 증가) → 철강 가격 급등 → 업계 전반 이익 레벨업	수요 부진 속 공급은 끈적, 원료(코크스·석탄) 강세 vs 철강 약세로 마진 Squeeze → 중소·전기로·한계 설비부터 적자 누적으로 퇴출, 대형·국유사 중심 점유율 집중
가격·주가 패턴	철강 가격 V자 반등, 강한 상승 탄력 → 글로벌 철강주 동반 랠리(한국 대형사 포함)	가격은 바닥 다지기 + 완만한 회복 가능성이 높고, 주가는 구조조정 수혜가 집중되는 소수 강자 위주로 차별화
투자 관점	“중국발 공급측 개혁 = 글로벌 철강 슈퍼사이클”이라는 섹터 베타 플레이 유효	“반내권 = 슈퍼사이클 2.0이 아니라 L자형 산업 재편” → 고부가·저탄소·대형사(강한 쪽) 중심의 알파 플레이가 핵심

자료: 한화투자증권 리서치센터

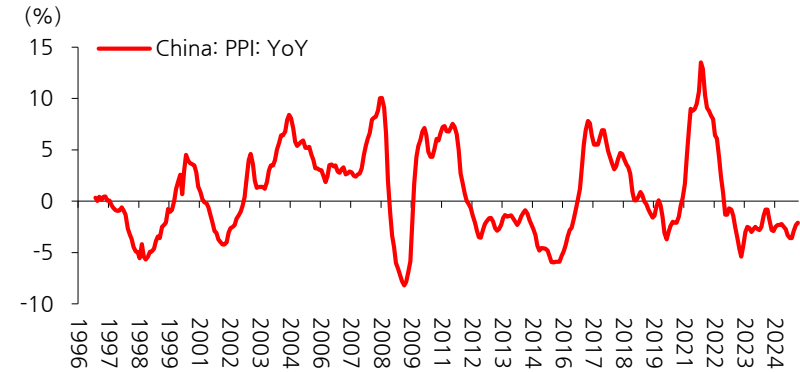


반내권의 진실 '반내권'의 당위성

[한화리서치센터]

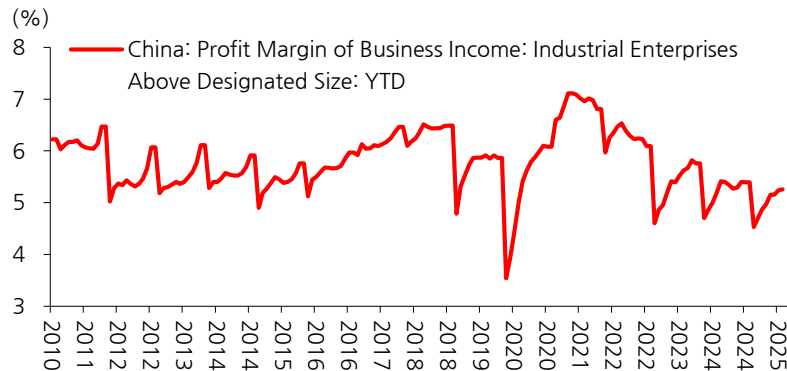
- ❖ 반내권은 철강 산업만의 문제가 아니라, 중국 경제 전반의 디플레이션 압력과 기업 수익성 붕괴를 막기 위한 국가적 과제
- ❖ 디플레이션 압력: PPI는 36개월('22.10~'25.9) 연속 마이너스 성장을 기록
- ❖ 기업 수익성 악화: '25년 1~9월 공업기업 이익률은 5.26%로, 공급측 개혁 시기(2016~2018년)보다 현저히 낮음
- ❖ 가동률 하락: '25년 3분기 공업 생산능력 이용률은 '25년 74.6%으로 하락 지속중

중국 PPI 추이



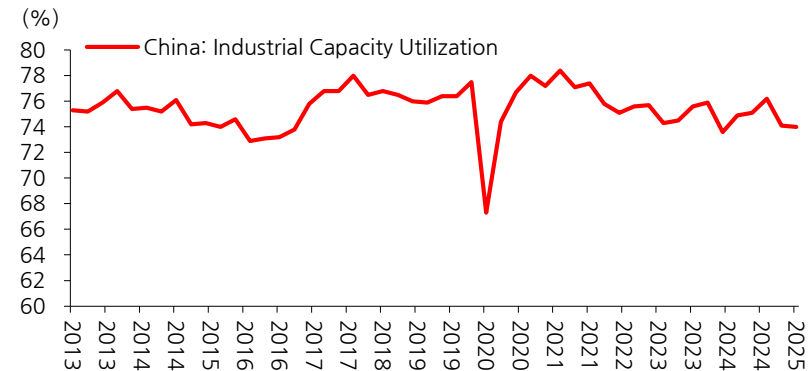
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

중국 공업 기업 이익률 추이



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

중국 공업 생산능력 이용률 추이



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

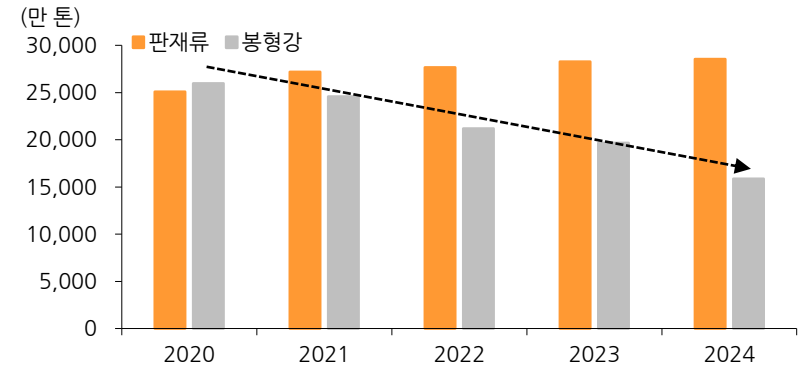


반내권의 진실 ‘내권’ 하의 철강: 고급 제품군마저 공급 과잉 압력

[한화리서치센터]

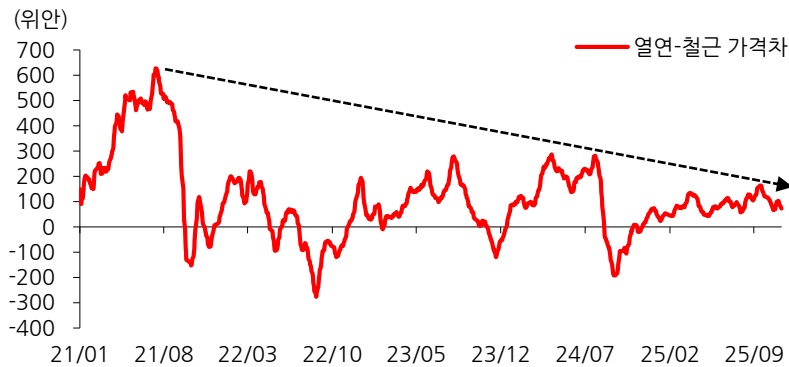
- ❖ 내권 결과: 건축용 강재 공급 감소 불충분, 제조업용 강 수요 악화
 - 철근 등 건축용 강재의 생산량은 2020년 고점을 찍고 지속 감소
 - 다만 공급 감소폭보다 수요 감소폭보다 적어 여전히 수급 악화 상태
 - 감소한 건축용 강재 공급은 시장에서 퇴출된 것이 아니라, 생산능력 교체, 라인 개조 등으로 제조업용 강재(판재류)로 이전
- ❖ 내권 경쟁으로 고급 제품군마저 공급 과잉 압력, 우량 기업마저 소모적 경쟁
 - 열연 vs 철근: 2022년 이후 가격차 축소, 때때로 마이너스 가격차 발생. 제조업용강 공급/수요 악화 반영
 - 냉연 vs 열연: 냉연 수요(신에너지차, 가전) 증가에 가격차 확장되지 않고 변동. 냉연 분야 공급도 확장 추세임을 시사

중국 샘플 기업 판재류 및 봉형강 생산량 추이



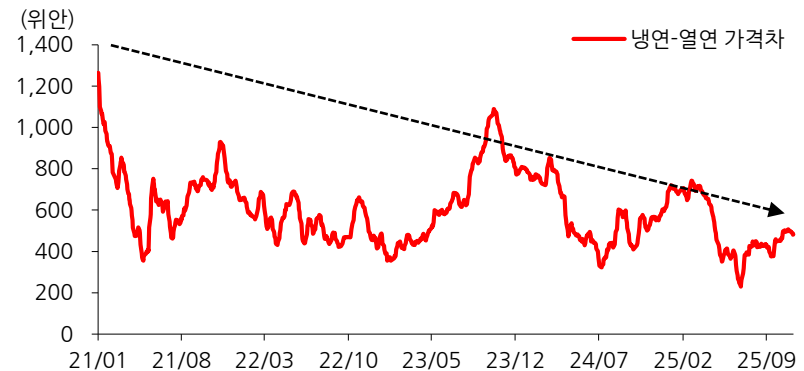
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

중국 열연-철근 가격차 추이



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

중국 냉연-열연 가격차 추이



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터



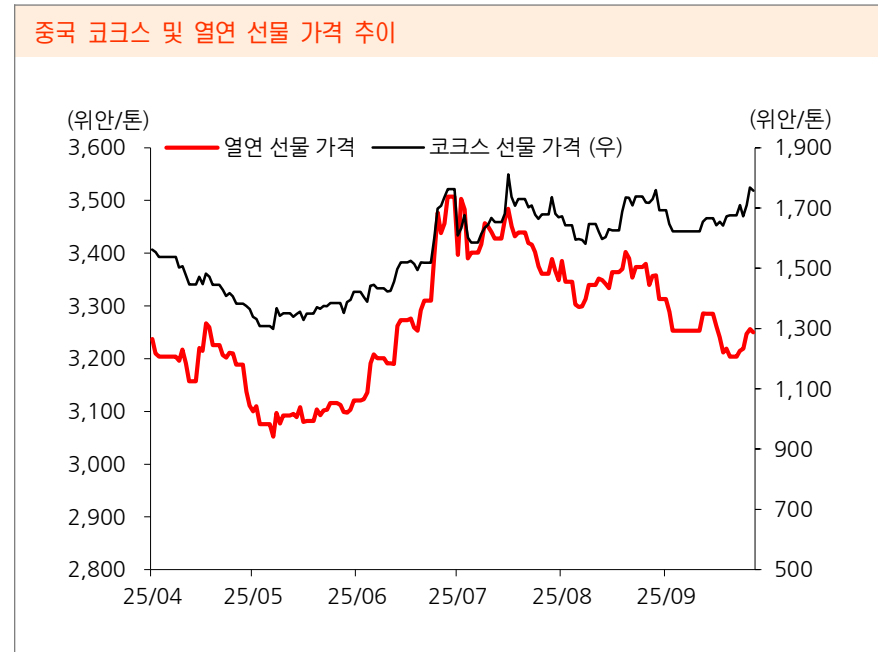
반내권의 진실 4중전화: 고급강 집중

[한화리서치센터]

- ❖ 4중전화 공보 발표 (10/23): 제15차 5개년 계획('26~'30)의 정책 '방향성' 제시 단계. 세부 계획은 향후 발표 예정
- ❖ 핵심 기조: '신질 생산력', '고품질 발전' 강조. 과거 양적 성장에서 질적 구조개편으로 국가 전략 전환 의지 명확화
- ❖ 핵심 시사점: 질적 성장 압력, 환경 규제 강화, 구조조정 심화, 수요구조 변화
- ❖ 단기 시장 반응: 공보 발표 당일 코크스 선물 급등 등 원가 상승 요인이 가격 하방 지지. 철강 선물 상승폭은 제한적. 근본적 수급 개선 필요
- ❖ 향후 전망: 단가 원가 압박 심화 및 자율 감산 확산 가능성. 중장기 구조조정 및 M&A 본격화, 환경 규제 미달 기업 퇴출 압력 증대

중국 철강 산업 탄소배출권 거래제(ETS) 단계별 로드맵		
구분	주요 내용 요약	철강 산업 시사점
질적 성장 압력	양적 성장보다 효율·품질 중심의 '고품질 발전' 기조 강화	저가 대량생산 지양, 자동차·신에너지·항공 등 고부가 판재류 중심 구조 전환 필요. 제품 믹스 고도화가 기업 가치의 핵심 변수로 부상
환경 규제 강화	'아름다운 중국 건설' 기조 하에 초저배출·저탄소 발전 확대	'25년 말까지 초저배출 개조 80% 달성 목표. 미완료 설비의 폐쇄·통합 압력 지속, 환경비용 상승 → 단기 마진 부담 vs 구조조정 가속 요인
구조조정 심화	'현대화 산업체계 건설' 및 '반내권(反內卷)' 정책 병행	국유기업 중심의 M&A 및 산업 재편 가속화, 중복 설비 통합을 통한 집중도 상승. 비효율 제강소 퇴출로 공급조정 가능성
수요 구조 변화	내수 확대·신질 생산력 육성 병행	인프라·건설 중심의 양적 수요 둔화, 전기차·에너지 설비 등 고급 제조업 중심 판재류 수요 확대. 건설용 강재 비중 축소

자료: 제20기 4중전화 공보, 한화투자증권 리서치센터



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터



반내권의 진실 ① '공급 측 개혁 2.0'으로서의 생산 통제

[한화리서치센터]

- ❖ 현재의 '반내권' 정책, 1차 개혁의 경험을 바탕으로 설계된 '2.0 버전'. 1차 개혁이 불법 설비('지조강') 퇴출 등 '생산능력'의 거품 제거에 집중했다면, 2차 개혁은 합법 설비의 '실제 생산량'을 직접 통제하는 방식. 합법 설비의 가동률을 직접 규제, 더 즉각적인 공급 억제 효과 목표
- ❖ 1차 공급 측 개혁 당시 불법 설비(지조강) 퇴출 등 생산능력 잠재력 자체를 줄이는 데 집중. 합법 설비의 기술 개선을 통한 실제 생산량 증가는 가능했음
- ❖ 특히 과거보다 강력해진 수요 둔화 환경과 높아진 국유기업 집중도는 정부 정책의지를 더욱 확고히 하는 배경. 이는 강력한 공급 통제 없이는 산업 전체의 수익성 확보가 어렵다는 위기감 반영
- ❖ 전체 생산의 63%를 차지하는 국유기업의 높은 집중도가 정책 실행력 높임
- ❖ 다만 이번 반내권은 철강업 전반의 이익 보전보다는, 한계 기업 퇴출과 자원 재배치를 목표로 해 과거처럼 가격 급등으로 모두가 수혜를 주는 정책이라 보기 어려움

1차 공급 측 개혁(2016-2018) vs 2차 공급 측 개혁('반내권' 정책) 비교		
구분	1차 공급 측 개혁 (2016-2018)	2차 공급 측 개혁 ('반내권' 정책)
핵심 목표 및 방식	생산능력 제고: 불법 설비('지조강') 퇴출 등 생산 잠재력 자체를 줄이는 데 집중. 합법 설비의 기술 개선을 통한 실제 '생산량' 증가는 불가능했음	생산량 직접 통제: 이미 효율이 극대화된 합법 설비의 실제 생산량을 직접 규제. 생산량 증가 가능성을 원천적으로 차단하여 더 강력하고 직접적인 공급 억제 효과
정책의 지속성	단기적 캠페인: 약 2.5년간 지속 후 경기 하강 및 기술 개선에 따른 증산으로 동력 약화. 단기적인 시장 안정화 정책에 가까움	장기적 국가 전략: '탄소중립'이라는 장기 국가 목표와 연계되어 에너지 소비 자체를 구조적으로 제한 ▪ 단기 경기 변동과 무관하게 지속될 수밖에 없는 구조적인 제약
시행 당시 수요 환경	보통 수준의 내수: GDP 성장 둔화 시기에 인프라, 부동산 투자 수요를 부양하던 환경	강한 글로벌 수요 (2020-21년 기준): 코로나19 이후 글로벌 제조업 경기 호황 속에서 시행. 강한 수요에도 공급을 통제했다는 점에서 정책 의지가 더 확고함을 시사
원자재 압박 강도	보통: 실제 생산량 억제가 제한적이어서 원자재 수요 감소 효과도 보통 수준이었음	강력: 생산량 자체를 직접 통제하므로 원자재 수요를 즉각적으로 감소시켜 하방 압력이 매우 컸음

자료: Mysteel, 한화투자증권 리서치센터

중국 CR10 철강 기업 생산량 및 비중			
회사명	24년 생산량(만 톤)	형태	비중
바오우 그룹	12,376	중앙 국유 기업	15%
안강 그룹	5,659	중앙 국유 기업	7%
허베이 철강 그룹	3,880	국유 기업	5%
사강 그룹	3,703	민간 기업	4%
젠룽 철강	3,406	민간 기업	4%
서우강 그룹	3,211	국유 기업	4%
산둥 철강	2,746	국유 기업	3%
마강 그룹	2,745	국유 기업	3%
화이 철강	2,689	민간 기업	3%
진시 그룹	2,568	민간 기업	3%

자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

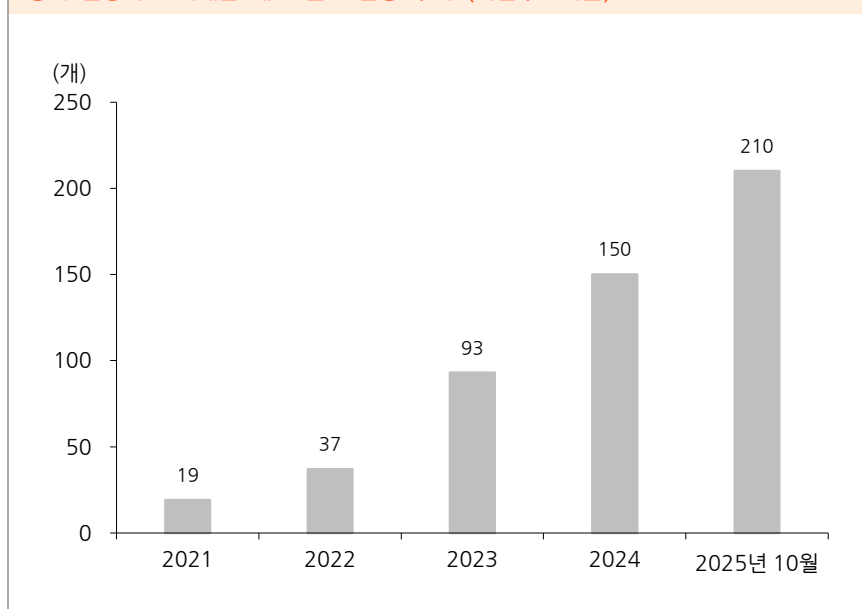


반내권의 진실 ② 환경규제를 통한 구조조정: 초저배출 개조

[한화리서치센터]

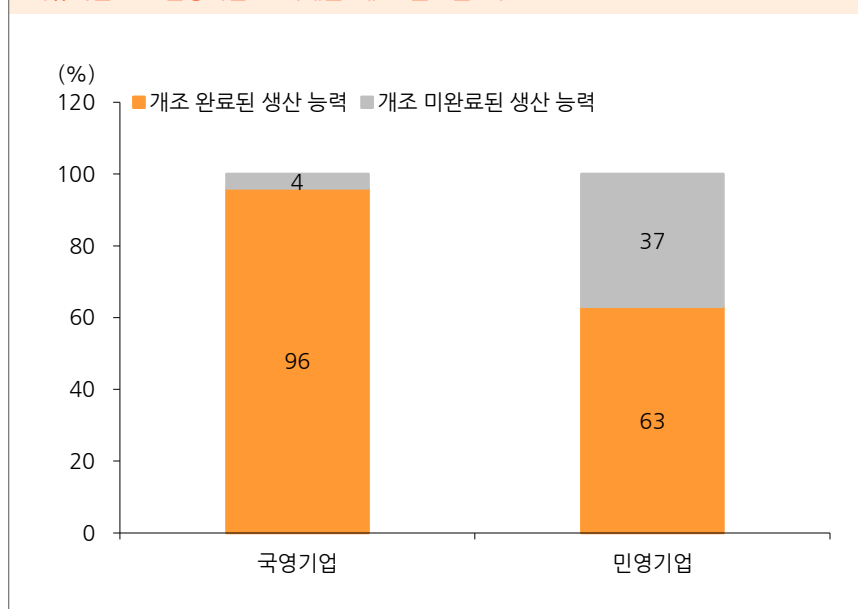
- ❖ 중국의 ‘초저배출 전환’ 정책, 단순 환경규제를 넘어 한계 기업을 퇴출시키는 실질적인 구조조정 수단으로 기능
- ❖ 2025년 말까지 전국 생산능력의 80% 전환 목표. 2025년 10월 기준 210개 기업 개조 완료. 약 2억 톤 내외 기업 개조 미완료 추정
- ❖ 2억 톤은 중국의 과잉 생산능력 규모 넘어서는 수준. 2024년 중국의 조강생산능력, 10.05억 톤, 조강 소비량 8.9억 톤, 과잉 생산능력 1.15억 톤
- ❖ 2025년 7월 기준 국유기업 약 96%, 과 민영기업 약 63% 완료 추정. 국영기업/민영기업 간의 전환율 격차 뚜렷
- ❖ 2025년 이후 자금·기술력이 부족한 민영기업 중심의 통합 및 퇴출 가속화 전망. 이를 통해 과잉 공급 구조 해소 및 산업 체질 개선 기대
 - 허베이성, 허난성, 산둥성 등 일부지역은 이미 초저배출 개조 미완료 기업에 차별화된 전기 및 수도 요금 부과중

중국 철강사 초저배출 개조 완료 현황 추이 (기업수 기준)



자료: 중국철강공업협회, 한화투자증권 리서치센터

국유기업 vs 민영기업 초저배출 개조 완료율 비교



주: 2025년 7월 18일 기준
자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터



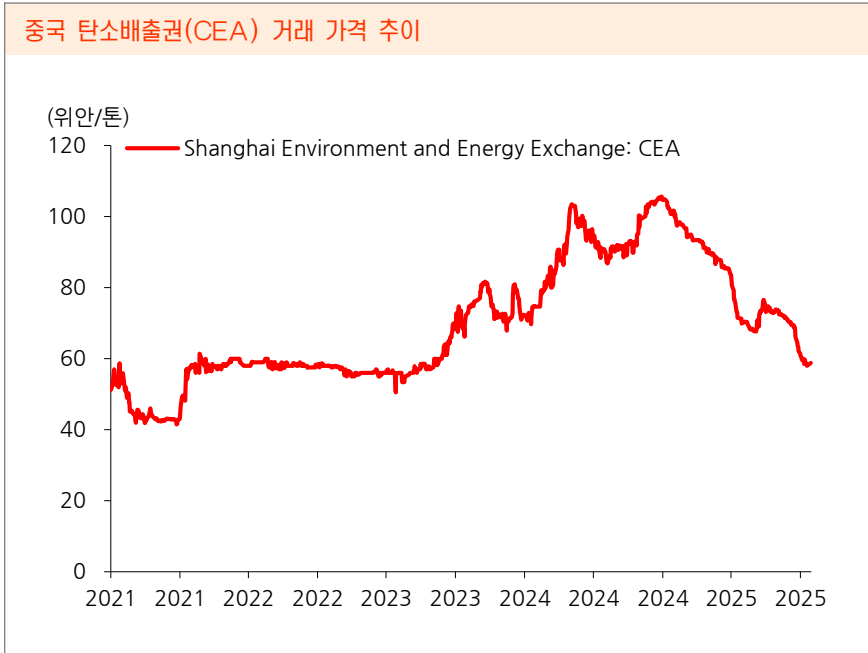
반내권의 진실 ③ 탄소배출권 거래제(ETS), 새로운 공급 규제

[한화리서치센터]

- ❖ 2025년, 중국 철강 산업의 전국 탄소배출권 거래제(ETS) 공식 편입. 이는 ‘초저배출 개조’에 이은 새로운 형태의 강력한 공급 규제로 작용할 전망
- ❖ 1단계(2024~2026년): 기반구축
 - 기업별 배출량 검증 및 보고(2024년), 첫 의무 이행(2025년 말) 등 제도 적응 기간
 - 초기 할당량은 실제 생산량과 연동하여 배분, 기업 부담 제한적
- ❖ 2단계(2027년~): 본격적 규제
 - 벤치마크(업계 최고 효율 기준) 방식 도입 및 점진적 할당량 축소 예상

중국 철강 산업 탄소배출권 거래제(ETS) 단계별 로드맵		
구분	1단계 (준비 및 적응기간) 2024~2026년	2단계 (본격 시행 및 강화) 2027'년~
주요 목표/현황	데이터 관리 기반 구축, 기업의 시장 운영 적응 지원.	실제 배출 감축 유도. 배출 허용 총량·유상할당 기준 강화. 배출량 벤치마크 기준 강화
배출권 할당	100% 무상할당 (2024년 배출량 기준)	점진적 유상할당 도입 벤치마크 기준 상향 적용
규제 및 벌칙	빅데이터 실시간 모니터링. 미신고·초과배출 벌금 10배 상향 생산중단 등 제재 강화	1단계 규제 지속 적용 배출 기준 위반 시 제재 지속 및 확대
핵심 정책 변화	탄소 집약도 기준 2030년 이후 '절대 총량제' 단계적 전환 전망	배출 허용 총량 기준 강화. 2030년 이후 절대 총량제 본격 도입 전망
예상 비용 영향	기업 부담 미미 배출권 가격 변화에 영향 제한	고로·전기로 등 업종별 원가 상승 압력. ETS 가격 EU 등과 연동 시 추가 비용 상승 가능

자료: 언론 보도, 한화투자증권 리서치센터



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터



반내권의 진실 ④ 산업 재편 가속화: M&A와 집중도(CR10) 상승

[한화리서치센터]

- ❖ 정책 목표: 중국 정부, ‘14차 5개년 계획’을 통해 2025년까지 상위 10대 기업 시장 점유율(CR10) 60~70% 달성 목표
 - 이는 과잉생산 및 ‘반내권(과당경쟁 방지)’ 문제 해결을 위한 핵심 과제
- ❖ 추진 방식: 세계 1위 바오우그룹 등 대형 국유기업이 M&A를 주도
 - 향후에는 자금 및 기술력이 부족하여 ‘초저배출 개조’ 의무 이행에 어려움을 겪는 민영 철강사들이 주요 통합 대상 전망
- ❖ 성과 및 전망: 2016년 공급 측 개혁 이후 보하이철강 등 다수 기업 정리, 2024년 기준 CR10은 51%까지 상승
 - 산업 재편 가속화는 향후 정부의 생산 통제력 강화 기반으로 작용할 전망

중국 철강 산업 M&A 및 구조조정 지원 정책			
시기	발표 기관	정책 명칭	주요 내용
2016년 2월	국무원	《철강 산업의 생산과잉 해소 및 회생 발전에 관한 의견》	과잉 생산 능력 감축을 위해 업종, 지역, 소유권 형태를 넘나드는 인수합병 및 재편을 장려
2016년 9월	공업정보화부	《철강 산업의 인수합병 및 재편, 준비 기업 처리 추진에 관한 지도 의견》	단계별 재편을 추진하여 2025년까지 생산량의 60~70%를 10대 대기업에 집중시키는 것을 목표로 설정
2020년 12월	공업정보화부	《철강 공업 고품질 발전을 위한 지도 의견(의견 수렴용)》	2025년까지 상위 10대 기업의 생산 집중도(CR10) 60% 달성 목표를 제시하고, 지역 및 소유제 간 구조조정 지원
2021년 4월	공업정보화부	《철강 업계 생산 능력 치환(교체) 실시 방법》	생산 능력 교체 표준을 명확히 하여 친환경 저탄소 및 구조조정을 지원
2024년 8월	공업정보화부	《공업정보화부 판공청의 철강 생산 능력 치환(교체) 작업 일시 중단에 대한 통지》	철강 생산 능력 교체 작업을 잠정 중단
2024년 12월	상하이시 인민 정부	《상하이시 상장 회사 M&A 및 구조조정 행동 방안 (2025-2027년)》	3년간 10개 선두 기업을 육성하고, M&A 규모 3,000억 위안 활성화를 목표
2024년 12월, 2025년 5월	국무원 국유자산감독관리위원회, 저장성 인민대회, 증권감독관리위원회	《중앙 기업 지주 상장 회사 시가 총액 관리 작업 개선 및 강화에 대한 일부 의견》, 《상장 회사 중대 자산 구조조정 관리 방법》 개정	중앙기업이 M&A 및 구조조정으로 투자 가치를 높이도록 장려. 상급 국유 기업의 전문화 통합 추진 및 심사 절차 간소화, 주식 분할 지급 허용 등 지원책 도입

자료: 한화투자증권 리서치센터



반내권의 진실

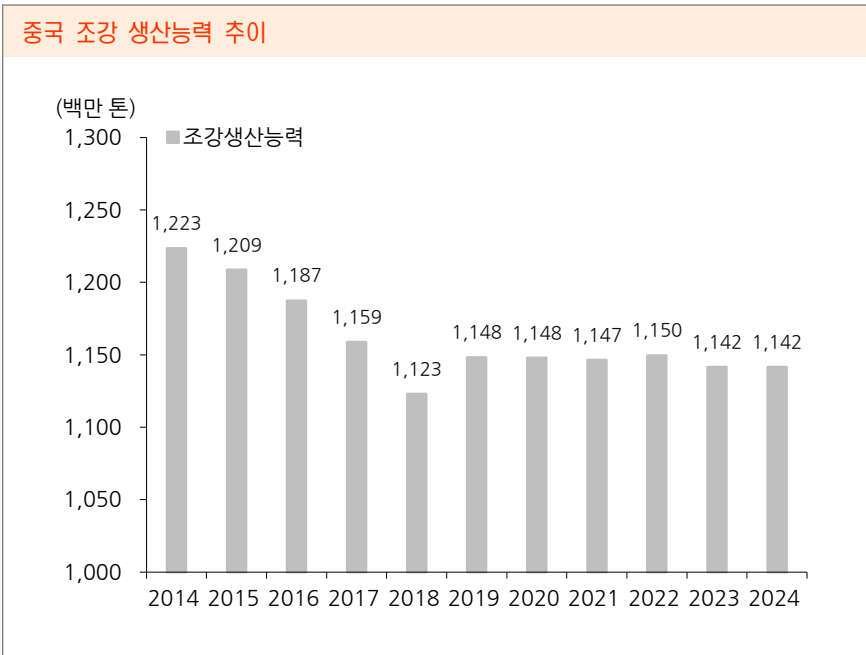
④ 산업 재편 가속화: M&A와 집중도(CR10) 상승(치환정책)

[한화리서치센터]

- ❖ 2025년 10월, 중국 공신부는 전국 단위 치환비율 상향(1.5:1), 2027년 생산능력 지표 거래 전면 중단, 지역별 규제, 녹색기술 인센티브 등 질적 통제를 대폭 강화한 초안을 발표
- ❖ 특정 지역에 대해 신규 증설 및 지역 간 이전이 전면 금지되는 등 생산능력 통제가 매우 엄격해짐
- ❖ 2027년 이후 생산능력 이전은 원칙적으로 허용되지 않으며, '전체적이고 실질적인 인수합병(M&A)'에 한해서만 허용
- ❖ 단, 전기로 전환/수소아금 등 저탄소 녹색기술 적용, 고급특수강 생산, 일부 지역 프로젝트 등은 1:1 동일 규모 치환이 예외적으로 허용
- ❖ 편법 증설, 준비설비, 가짜 M&A 등 기존 문제를 원천적으로 차단하며, 치환불가 설비 명확화(유유·미준공·불법) 등 공급축소 체계를 구축
- ❖ 장기적으로 공급 축소, 한계설비 퇴출, 시장 편더멘털 개선, 단기적으로는 가격 심리 개선 효과를 가져올 전망

중국 생산능력 치환 정책		
항목	2021년판	2025년 초안 변화·강화
치환비율	중점 1.5:1, 기타 1.25:1	전국 1.5:1(일률적용)
지표거래	일부 허용	2027년 전면 금지
인센티브(녹색기술)	1.25~1.5:1	1:1 등량 치환 (전기로/수소/특정지역 등)
M&A 특례	1.25:1	2027년 이후 실질적·전체적 M&A만 허용
지역규제	일부 제한	중점구역 신규·이전 전면금지, 타지역 이전 제한
준비·유유설비	기준 미흡	치환불가 설비 명확히 명시
적용범위	신축 중심	개축·확장·대수리 모두 치환대상
승인 유효기간	미기재	24개월 명확 규정
환경요건	미흡	A급 성과, 오염물질·에너지 통제 강화

자료: 중국 공업정보화부, 한화투자증권 리서치센터



자료: OECD, 한화투자증권 리서치센터



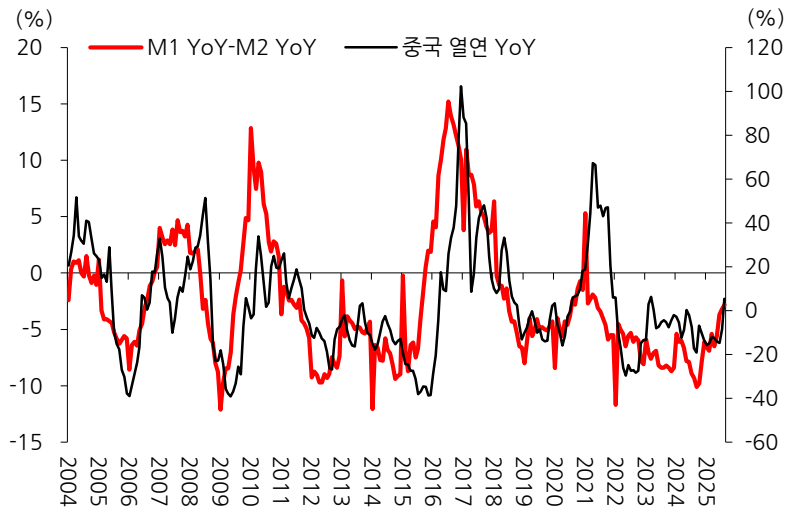
반내권의 진실 무엇이 전환점을 만들 수 있을까

[한화리서치센터]

❖ 수요 부진 압력에도 불구하고, 2026년 중국 철강 시장의 3가지 전환 동력 존재

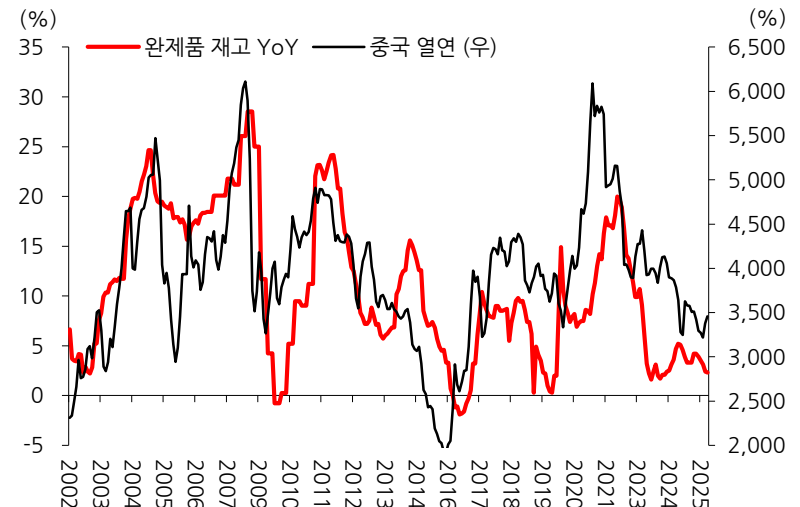
- ① 유동성 개선: M1증과율과 M2 증가율 격차 축소. 이는 자금이 정기예금 등에 묶이지 않고 기업의 단기 예금 등으로 이동하고 있음 의미. 경제 활력 회복 신호
- ② 생산 통제: 정부의 일관된 생산 통제 의지와 국유기업 중심의 구조가 감산 정책 실효성 담보
- ③ 재고 주기 변화: Mysteel에 따르면, 40개월 간 지속된 이례적 장기 재고 소진 주기의 종료 임박. 과거 데이터상 재고 확충 국면 진입 시 높은 확률로 가격 반등 동반

중국 M1 YoY, M2 YoY 격차 & 철강 가격 추이



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

중국 산업생산 재고 증감률과 철강 가격 추이



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터



반내권의 진실 제조업 사이클: 재고 주기 전환 시 철강가격 상승 가능

[한화리서치센터]

중국 제조업 재고 사이클											
주기 시작	능동적 보충 종료	수동적 보충 종료	능동적 감축 종료	수동적 감축 종료	능동적 보충 (개월)	수동적 보충 (개월)	능동적 감축 (개월)	수동적 감축 (개월)	총 보충 (개월)	총 감축 (개월)	전체 주기 (개월)
2000.5	2001.2	2001.7	2002.4	2002.10	10	5	9	6	15	15	30
2002.11	2004.8	2004.12	2006.2	2006.5	22	4	14	3	26	17	43
2006.6	2008.2	2008.8	2009.8	2009.11	21	6	12	3	27	15	42
2009.12	2011.7	2011.10	2012.10	2013.8	20	3	12	10	23	22	45
2013.9	2013.12	2014.8	2016.4	2016.10	4	8	20	6	12	26	38
2016.11	2017.4	2018.2	2019.3	2020.9	6	10	13	18	16	31	47
2020.10	2021.10	2022.4	2023.7	진행중	13	6	15	25	19	40	59
평균					14	6	14	10	20	24	43

자료: Mysteel, Wind, 한화투자증권 리서치센터



III

투자전략



투자전략 중국 반내권 + K-Steel 고도화: 고부가 대형사 중심

[한화리서치센터]

- ❖ 중국 반내권은 행정 감산 슈퍼 사이클이 아니라, 구조조정을 통한 덤핑 완화 · 가격 바닥 상향의 의미
- ❖ 국내 철강은 ‘중국발 대호황’ 보다는 가격 하방 방어 + 소수 고부가 철강사 선택적 수혜 구도로 인식
- ❖ ‘철강 산업 고도화’ 는 범용 철근 · 전기로 축소, 고부가 · 저탄소 판재 · 특수강 육성으로 고로 대형사에 정책 · 금융지원 상대적 집중
- ❖ Top Pick: 현대제철. 순수 철강사, 자동차강판 · 후판 등 고부가 + 열연 · 후판 AD 직수혜 → 중국 감산 · 수출 축소 시 마진 · 점유율 레버리지 확대
- ❖ 차선회주 POSCO홀딩스: 고부가 · 저탄소 + 리튬 업사이드 유효
- ❖ 포스코 · 현대제철도 열연 · 후판 등 준범용 비중이 커, 중국 고부가와 자체가 단기 약재라기보다 반덤핑 · 감산 효과로 중기 수혜가 더 큼

중국 열연 가격 · POSCO홀딩스 · 현대제철 주가 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

커버리지 4개사 목표주가 및 밸류에이션

		현대제철	POSCO홀딩스	풍산	세아제강
투자 의견		Buy(유지)	Buy(유지)	Buy(유지)	Buy(유지)
목표주가(원)		50,000	490,000	178,000	146,000
현재주가(원)		30,950	321,500	99,600	119,900
시가총액(십억원)		4,124	26,020	2,791	340
상승여력(%)		61.8	52.4	78.7	21.8
2026E	P/E	8.7	13.9	9.6	7.0
	P/B	0.2	0.5	1.1	0.3
	ROE	2.4	3.2	11.8	4.2
2027E	P/E	6.5	10.8	7.1	6.7
	P/B	0.2	0.4	1.0	0.3
	ROE	3.2	4.0	14.3	4.2

자료: 한화투자증권 리서치센터
주: 2025년 11월 20일 기준



투자전략 철강 업체 Valuation Table

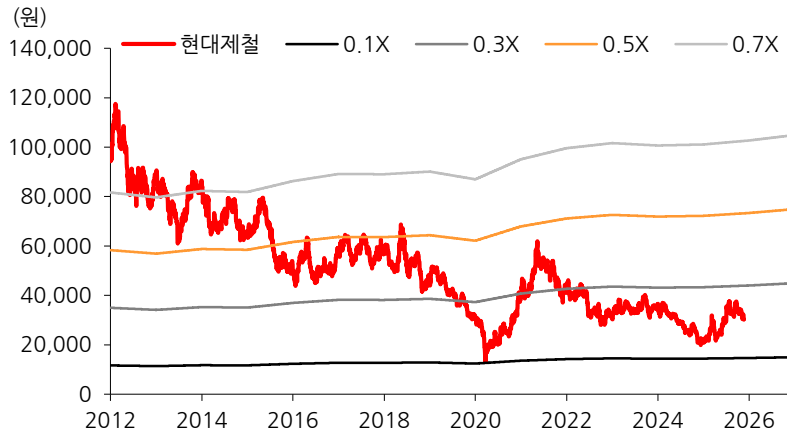
[한화리서치센터]

철강 업체 Valuation Table																
	Company	시가총액 (십억달러)	주가 (각국통화)	주가상승률(%)					P/E(x)		P/B(x)		ROE(%)		EV/EBITDA	
				1W	1M	3M	6M	YTD	26E	27E	26E	27E	26E	27E	26E	27E
한국	POSCO홀딩스	17.0	308,500	-1.6	4.2	2.0	28.3	21.7	13.3	10.5	0.4	0.4	3.2	4.0	5.1	4.7
	현대제철	2.7	29,950	-6.6	-10.7	-9.2	21.3	42.3	9.3	7.2	0.2	0.2	2.3	3.0	4.7	4.4
	동국제강	0.3	8,280	-2.2	-3.6	-11.8	-6.1	3.5	7.8	5.4	0.2	0.2	3.1	4.5	3.8	3.2
	세아제강	0.2	116,600	-8.0	-7.3	-14.5	-28.9	-3.4	7.1	6.7	0.3	0.3	4.2	4.3	4.4	4.2
중국	바오산 철강	22.5	7.4	-4.0	2.8	2.4	5.9	5.1	12.9	11.3	0.8	0.7	5.8	6.3	5.8	5.5
	허스틸	3.4	2.4	-9.3	-8.6	-2.5	5.9	6.3	16.8	n/a	0.4	n/a	2.4	n/a	9.8	n/a
	마안산강철	3.8	3.9	-10.9	-3.8	3.2	26.2	24.6	15.6	13.4	1.2	1.1	6.4	7.3	7.7	7.1
	베이징 서우강	4.7	4.3	-5.5	3.6	1.7	19.1	41.0	19.5	17.9	n/a	n/a	3.3	3.6	n/a	n/a
	팡다 특수 철강	2.0	6.0	-4.1	11.3	-1.5	38.3	48.9	13.3	11.8	1.3	1.2	9.7	10.1	8.3	7.9
일본	일본제철	21.2	621	-0.4	1.0	0.7	8.0	-2.4	92.0	8.5	0.6	0.6	0.9	7.7	8.6	6.5
	JFE홀딩스	7.4	1,830	-0.2	4.6	-0.7	9.4	2.8	14.7	8.5	0.5	0.4	3.1	5.2	7.3	5.9
	고베제강	4.8	1,898	-0.2	8.2	4.9	16.3	20.2	7.6	7.7	0.6	0.6	8.2	8.2	5.4	5.2
인도	타타 스틸	24.0	170	-2.4	-1.6	5.3	5.2	23.2	17.9	12.8	2.2	1.9	12.1	15.8	8.6	7.2
	JSW 스틸	31.9	1,155	-1.1	0.2	7.8	15.4	28.1	25.7	18.0	3.1	2.7	13.0	15.9	11.7	9.7
	인도 철강공사	6.3	136	-4.2	4.7	10.4	8.9	20.3	16.1	13.1	0.9	0.9	5.8	6.9	7.5	6.7
	Electrosteel Steels	0.5	75.3	-6.6	-21.3	-28.6	-30.7	-45.9	30.1	11.2	0.8	0.7	2.8	7.1	12.8	7.1
미국	뉴코	0.2	7,800	0.0	4.0	-8.2	11.4	0.0	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
	스틸 다이내믹스	0.0	2,900	11.5	45.0	16.0	93.3	31.8	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
	제르다우	0.4	0.0	2.6	14.1	32.0	207.9	284.2	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유럽	티센크루프	0.2	0.4	-1.2	3.7	5.1	2.5	-19.4	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
	아르셀로미탈	0.2	0.7	1.5	-10.4	-9.2	3.0	11.3	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
	보스트알피네	33.7	147	1.0	4.8	2.8	31.8	26.1	13.3	11.6	1.5	1.3	11.2	12.1	7.4	6.7
	SSAB	22.4	153	-1.0	-0.5	21.7	15.8	34.2	11.7	10.4	2.1	1.9	18.3	19.1	8.0	7.5
	잘츠기터	6.6	18	-2.9	1.6	15.7	19.6	1.9	8.4	7.5	0.6	0.6	8.0	8.4	3.9	3.7
	블루스코프 스틸	6.6	9	-3.0	2.3	37.4	40.4	206.0	11.1	8.2	0.6	0.5	5.4	6.4	1.8	1.6

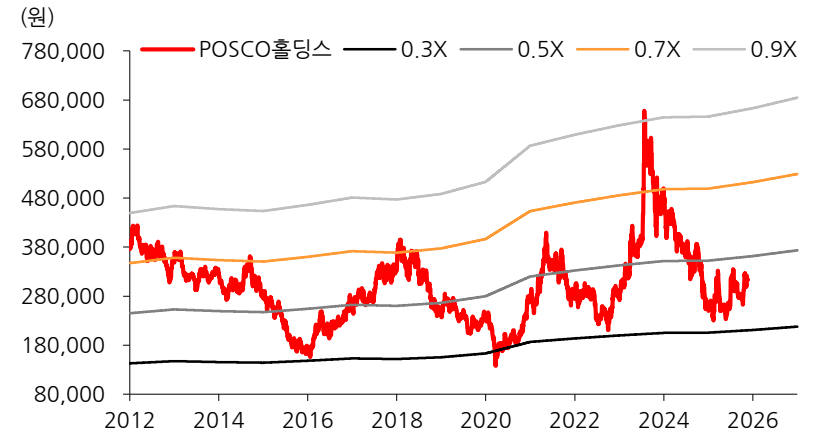
주: 2025년 11월 21일 장중 기준

자료: Bloomberg, Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

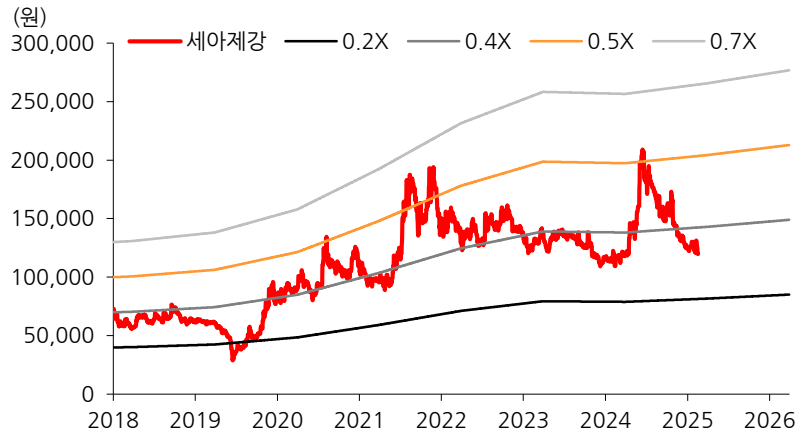
현대제철 PBR 밴드 차트



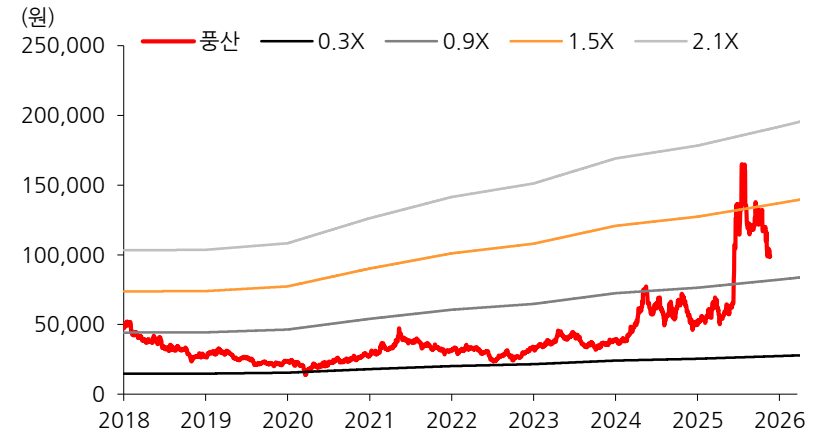
POSCO홀딩스 PBR 밴드 차트



세아제강 PBR 밴드 차트



풍산 PBR 밴드 차트



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터



IV

기업분석

현대제철 | POSCO홀딩스 | 세아제강



현대제철 (004020) 구조적 변화와 회복

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(유지): 50,000원

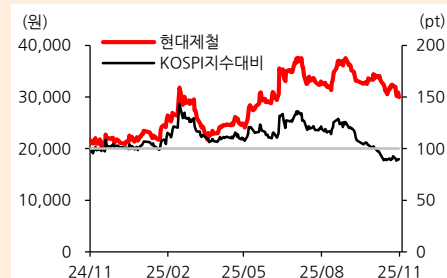
Stock Data

현재 주가(11/21)	29,950원
상승여력	▲ 66.9%
시가총액	39,967억원
발행주식수	133,446천주
52주 최고가/최저가	37,600/19,900원
90일 일평균 거래대금	157.08억원
외국인 지분율	23.6%

주주 구성

기아 (외 7인)	36.0%
국민연금공단 (외 1인)	8.8%
자사주 (외 1인)	1.4%

Stock Price



2026년, 구조적 변화와 회복의 교차점

- **판재류:** 반덤핑 관세 효과가 온기로 반영되며, 안정적인 가격 흐름 속 수익성 확보가 용이해질 것
- **봉형강:** 정책 지원 효과에 기반한 점진적 수요 회복이 예상되나, 실제 건설 경기 개선 속도는 지속적인 모니터링이 필요
- **외부 환경:** 중국 철강 구조조정 본격화 및 국내 K-Steel Act 등 우호적인 정책 효과 기대
- **미래 성장:** 미국 전기로 투자가 하반기부터 시작되며, 중장기 성장 동력 확보를 위한 첫걸음

목표주가 및 투자 의견 유지. 초기 진입 후 회복 강도 확인하며 비중 조절 전략 유효

- 2026년 실적 개선 기대감 유효하며, 현재의 낮은 밸류에이션은 매수 근거 가능
- 주가 상승 폭과 속도는 핵심 변수인 봉형강 회복 강도와 중국 구조조정 실효성(실질적 감산, 재고 감소 등)에 달려 있음
- 봉형강 반등 및 판재류 반덤핑 효과가 주된 투자포인트, 더불어 관련 지표(건설 착공, 중국 재고 등) 개선 확인하며 비중 확대하는 분할매수 전략 유효

재무정보	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	25,915	23,226	22,893	24,328	25,266
영업이익	798	159	322	843	1,051
EBITDA	2,441	1,870	2,073	2,573	2,764
지배주주순이익	461	-12	60	469	630
EPS	3,456	-87	453	3,567	4,787
순차입금	8,404	8,258	8,234	7,900	7,393
PER	10.6	-241.7	66.1	8.4	6.3
PBR	0.3	0.1	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	5.4	5.9	5.9	4.6	4.1
배당수익률(%)	2.7	3.6	2.5	2.5	2.5
ROE	2.4	-0.1	0.3	2.4	3.2

자료: 한화투자증권 리서치센터



현대제철 (004020) 구조적 변화와 회복의 교차점

[한화리서치센터]

실적 추정(연결)											
(십억 원, %, % YoY)	1Q25E	2Q25	3Q25P	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	5,563	5,946	5,734	5,650	6,041	6,323	5,982.6	5,981	23,226	22,893	24,328
현대제철(별도)	4,290	4,680	4,533	4,513	4,658	4,977	4,711.3	4,778	18,618	18,016	19,124
판재류	2,952	3,260	3,239	3,207	3,322	3,441	3,371.8	3,333	12,921	12,657	13,467
봉형강류	1,338	1,420	1,294	1,306	1,336	1,536	1,339	1,445	5,697	5,359	5,657
자회사	1,274	1,266	1,202	1,137	1,383	1,346	1,271	1,203	4,609	4,878	5,204
영업이익	-19	102	93	146	212	216	162.7	252	159	322	843
영업이익률	-0.3%	1.7%	1.6%	2.6%	3.5%	3.4%	2.7%	4.2%	0.7%	1.4%	3.5%
현대제철(별도)	-56	-7	47	101	170	166	128	191	15	84	656
영업이익률	-1.3%	-0.2%	1.0%	2.2%	3.7%	3.3%	2.7%	4.0%	0.1%	0.5%	3.4%
자회사	37	109	46	45	42	50	35	60	145	238	186
영업이익률	2.9%	8.6%	3.8%	4.0%	3.0%	3.7%	2.7%	5.0%	3.1%	4.9%	3.6%

자료: 한화투자증권 리서치센터



현대제철 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	25,915	23,226	22,893	24,328	25,266
매출총이익	2,132	1,394	1,581	2,151	2,400
영업이익	798	159	322	843	1,051
EBITDA	2,441	1,870	2,073	2,573	2,764
순이자손익	-297	-276	-261	-271	-252
외화관련손익	-37	-59	-59	-59	-59
지분법손익	5	12	0	0	0
세전계속사업손익	532	-59	53	647	869
당기순이익	443	9	66	476	639
지배주주순이익	461	-12	60	469	630
증가율(%)					
매출액	-5.2	-10.4	-1.4	6.3	3.9
영업이익	-50.6	-80.0	101.8	161.8	24.8
EBITDA	-23.9	-23.4	10.8	24.1	7.4
순이익	-57.3	-98.0	644.4	626.0	34.2
이익률(%)					
매출총이익률	8.2	6.0	6.9	8.8	9.5
영업이익률	3.1	0.7	1.4	3.5	4.2
EBITDA이익률	9.4	8.1	9.1	10.6	10.9
세전이익률	2.1	-0.3	0.2	2.7	3.4
순이익률	1.7	0.0	0.3	2.0	2.5

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	11,954	11,460	11,244	11,998	12,850
현금성자산	2,198	2,311	2,247	2,581	3,088
매출채권	3,032	2,655	2,673	2,830	2,950
재고자산	6,279	6,291	6,119	6,371	6,586
비유동자산	23,265	23,284	22,789	22,628	22,487
투자자산	3,578	3,452	3,446	3,506	3,568
유형자산	18,250	18,431	18,020	17,866	17,724
무형자산	1,438	1,402	1,323	1,256	1,195
자산총계	35,219	34,744	34,033	34,626	35,337
유동부채	7,984	7,699	6,884	7,072	7,217
매입채무	3,898	3,957	3,173	3,360	3,503
유동성이자부채	3,951	3,676	3,653	3,653	3,653
비유동부채	7,739	7,711	7,663	7,697	7,732
비유동이자부채	6,651	6,893	6,828	6,828	6,828
부채총계	15,723	15,410	14,547	14,769	14,950
자본금	667	667	667	667	667
자본잉여금	3,906	3,905	3,905	3,905	3,905
이익잉여금	13,639	13,400	13,363	13,733	14,264
자본조정	888	946	1,132	1,132	1,132
자기주식	-112	-112	-112	-112	-112
자본총계	19,496	19,334	19,486	19,857	20,388





현대제철 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	1,948	1,777	1,850	2,012	2,189
당기순이익	443	9	66	476	639
자산상각비	1,642	1,710	1,751	1,730	1,713
운전자본증감	304	276	-26	-231	-200
매출채권 감소(증가)	-212	564	-2	-157	-120
채고자산 감소(증가)	618	157	209	-251	-215
매입채무 증가(감소)	30	-89	-252	186	143
투자현금흐름	-132	-1,503	-2,062	-1,580	-1,583
유형자산처분(취득)	-800	-1,650	-1,769	-1,500	-1,500
무형자산 감소(증가)	-5	-17	-11	-20	-21
투자자산 감소(증가)	483	128	-257	0	0
재무현금흐름	-2,121	-354	-55	-99	-99
차입금의 증가(감소)	-2,024	-309	20	0	0
자본의 증가(감소)	-132	-132	-99	-99	-99
배당금의 지급	-132	-132	-99	-99	-99
총현금흐름	2,398	1,930	1,941	2,244	2,388
(-)운전자본증가(감소)	-1,351	-596	640	231	200
(-)설비투자	824	1,672	1,780	1,500	1,500
(+)자산매각	19	5	0	-20	-21
Free Cash Flow	2,944	858	-478	492	668
(-)기타투자	857	282	-589	60	62
잉여현금	2,087	575	110	432	606
NOPLAT	665	116	233	620	774
(+) Dep	1,642	1,710	1,751	1,730	1,713
(-)운전자본투자	-1,351	-596	640	231	200
(-)Capex	824	1,672	1,780	1,500	1,500
OpFCF	2,834	750	-436	619	787

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	3,456	-87	453	3,567	4,787
BPS	143,130	141,768	142,881	145,658	149,638
DPS	1,000	750	750	750	750
CFPS	17,967	14,460	14,545	16,813	17,899
ROA(%)	1.3	0.0	0.2	1.4	1.8
ROE(%)	2.4	-0.1	0.3	2.4	3.2
ROIC(%)	2.5	0.4	0.9	2.4	3.0
Multiples(x,%)					
PER	10.6	-241.7	66.6	8.5	6.3
PBR	0.3	0.1	0.2	0.2	0.2
PSR	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
PCR	2.0	1.5	2.1	1.8	1.7
EV/EBITDA	5.4	5.9	5.9	4.6	4.1
배당수익률	2.7	3.6	2.5	2.5	2.5
안정성(%)					
부채비율	80.6	79.7	74.7	74.4	73.3
Net debt/Equity	43.1	42.7	42.3	39.8	36.3
Net debt/EBITDA	344.3	441.6	397.2	307.1	267.4
유동비율	149.7	148.8	163.3	169.7	178.0
이자보상배율(배)	1.9	0.4	0.9	2.4	3.0
자산구조(%)					
투자자본	81.9	81.8	81.9	80.9	79.5
현금+투자자산	18.1	18.2	18.1	19.1	20.5
자본구조(%)					
차입금	35.2	35.3	35.0	34.5	34.0
자기자본	64.8	64.7	65.0	65.5	66.0



POSCO홀딩스 (005490) 체질개선의 원년

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(유지): 490,000원

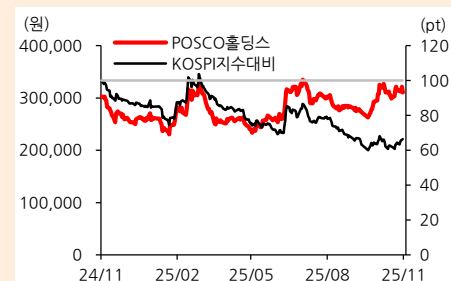
Stock Data

현재 주가(11/21)	310,500원
상승여력	57.8%
시가총액	251,297억원
발행주식수	80,933천주
52주 최고가/최저가	335,000/230,500원
90일 일평균 거래대금	887.13억원
외국인 지분율	29.2%

주주 구성

국민연금공단 (외 1인)	11.5%
자사주 (외 1인)	6.6%
BlackRockFundAdvisors (외 14인)	5.1%

Stock Price



체질개선의 원년: 철강 체질 개선과 저탄소 전환

- **중국발 구조조정:** 단순 감산을 넘어선 중국 철강산업 구조조정의 실질적 영향이 2026년부터 가시화될 가능성
- **AD 확산 효과 본격화:** 2025년에 시작된 국내외 반덤핑(AD) 조치 확산으로 수입재 유입이 구조적으로 제한되면서, 국내 철강 가격의 안정성 증대 및 동사의 시장 지배력 강화 예상
- **저탄소 생산체제 전환:** 광양 전기로 가동 시작은 단순 설비 투자를 넘어, EU CBAM 등 글로벌 규제 강화에 대응하고 고부가 저탄소 제품 시장을 선점하기 위한 중장기 전략의 출발점
- **인프라 부문 안정:** 포스코 이앤씨 총당금 이슈 해소. 2026년에는 흑자 전환 및 점진적인 이익률 회복 가능할 전망

목표주가 및 투자의견 유지. 투자 성과 증명과 핵심 변수 점검의 해

- 리튬: 아르헨티나 1단계 및 필바라 2공장 등의 본격적인 상업 생산 시작으로, 그간의 대규모 투자가 실질적 이익 기여 가능성 점검
- 이익 성장 및 밸류에이션: 철강 이익 개선, 포스코이앤씨 기저효과, 리튬 사업 기여 시작이 맞물리며 본격적인 실적 개선 기대
- 중국 감산 정책 구체화, 유럽 쿼터 축소 영향, CBAM 및 탄소배출권 비용, HMM M&A 불확실성 지속 확인 필요
- 철강 부문 회복 가능성 높다고 판단, 목표 주가 및 투자의견 유지

재무정보	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	77,127	72,688	70,212	73,315	76,392
영업이익	3,531	2,174	2,383	3,594	4,425
EBITDA	7,376	6,158	6,581	8,501	9,782
지배주주순이익	1,698	1,095	1,121	1,793	2,302
EPS	20,079	13,252	14,799	23,109	29,677
순차입금	8,908	11,444	12,663	16,817	20,329
PER	24.9	19.1	21.8	13.9	10.9
PBR	0.8	0.4	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	6.9	5.3	5.9	5.0	4.7
배당수익률(%)	2.0	3.9	3.4	3.4	3.4
ROE	3.2	2.0	2.0	3.2	4.0

자료: 한화투자증권 리서치센터



POSCO홀딩스 (005490) 체질개선의 원년

[한화리서치센터]

실적 추정											
(십억 원, %, % YoY)	1Q25E	2Q25	3Q25P	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	17,437	17,556	17,261	17,959	18,018	18,420	17,989	18,888	72,688	70,213	73,315
철강	14,963	14,879	14,730	15,029	14,938	15,462	15,289	15,715	62,201	59,601	61,404
인프라	13,326	13,490	13,215	13,960	14,146	14,212	13,606	14,624	56,872	53,991	56,589
이차전지	930	764	1,000	886	925	986	1,056	1,104	3,830	3,580	4,071
내부거래 등	-11,782	-11,577	-11,684	-11,915	-11,991	-12,240	-11,962	-12,556	-50,215	-46,958	-48,749
YoY 증가율	-3.4%	-5.2%	-5.8%	0.9%	3.3%	4.9%	4.2%	5.2%	-5.8%	-3.4%	4.4%
철강	-3.1%	-3.7%	-6.0%	-3.9%	-0.2%	3.9%	3.8%	4.6%	-2.1%	-4.2%	3.0%
인프라	-5.8%	-8.7%	-6.9%	1.5%	6.2%	5.4%	3.0%	4.8%	-0.5%	-5.1%	4.8%
이차전지	-19.6%	-19.3%	3.5%	16.4%	-0.6%	29.0%	5.6%	24.7%	-20.6%	-6.5%	13.7%
영업이익	568	607	639	568	747	842	1,116	889	2,173	2,382	3,594
철강	450	610	656	640	459	720	749	695	1,636	2,356	2,623
인프라	307	230	145	73	343	428	431	282	1,326	755	1,484
이차전지	-98	-144	-42	-79	-4	13	23	32	-278	-363	65
OPM	3.3%	3.5%	3.7%	3.2%	4.1%	4.6%	6.2%	4.7%	3.0%	3.4%	4.9%
철강	3.0%	4.1%	4.5%	4.3%	3.1%	4.7%	4.9%	4.4%	2.6%	4.0%	4.3%
인프라	2.3%	1.7%	1.1%	0.5%	2.4%	3.0%	3.2%	1.9%	2.3%	1.4%	2.6%
2차전지	-10.5%	-18.8%	-4.2%	-9.0%	-0.4%	1.3%	2.2%	2.9%	-7.3%	-10.1%	1.6%

자료: 한화투자증권 리서치센터



POSCO홀딩스 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	77,127	72,688	70,212	73,315	76,392
매출총이익	6,417	5,413	5,496	6,766	7,699
영업이익	3,531	2,174	2,383	3,594	4,425
EBITDA	7,376	6,158	6,581	8,501	9,782
순이자손익	-449	-398	-429	-413	-471
외화관련손익	-348	-741	109	109	109
지분법손익	448	-316	177	0	0
세전계속사업손익	2,635	1,251	1,615	2,707	3,476
당기순이익	1,846	948	1,079	1,992	2,558
지배주주순이익	1,698	1,095	1,121	1,793	2,302
증가율(%)					
매출액	-9.0	-5.8	-3.4	4.4	4.2
영업이익	-27.2	-38.5	9.6	50.9	23.1
EBITDA	-13.7	-16.5	6.9	29.2	15.1
순이익	-48.2	-48.7	13.9	84.5	28.4
이익률(%)					
매출총이익률	8.3	7.4	7.8	9.2	10.1
영업이익률	4.6	3.0	3.4	4.9	5.8
EBITDA이익률	9.6	8.5	9.4	11.6	12.8
세전이익률	3.4	1.7	2.3	3.7	4.5
순이익률	2.4	1.3	1.5	2.7	3.3

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	46,212	44,030	43,611	41,929	41,937
현금성자산	18,324	15,663	15,226	12,310	11,237
매출채권	12,716	12,689	12,799	13,461	13,999
재고자산	13,826	14,143	14,040	14,530	15,010
비유동자산	54,733	59,374	58,060	62,890	67,279
투자자산	12,261	12,703	10,463	10,701	10,949
유형자산	35,206	39,847	42,748	47,143	51,078
무형자산	4,715	4,775	4,849	5,046	5,252
자산총계	100,945	103,404	101,671	104,819	109,216
유동부채	21,862	22,780	22,717	23,256	23,704
매입채무	9,278	10,261	9,452	9,942	10,338
유동성이자부채	11,307	11,409	12,036	12,036	12,036
비유동부채	19,420	19,174	17,353	18,650	21,149
비유동이자부채	15,925	15,699	15,853	17,091	19,530
부채총계	41,281	41,954	40,070	41,905	44,853
자본금	482	482	482	482	482
자본잉여금	1,663	1,649	1,606	1,606	1,606
이익잉여금	53,858	53,658	54,025	54,984	56,433
자본조정	-1,822	-395	-434	-82	-82
자기주식	-1,890	-1,551	-1,176	-1,176	-1,176
자본총계	59,664	61,450	61,602	62,914	64,363





POSCO홀딩스 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	6,168	6,664	6,801	6,165	7,189
당기순이익	1,846	948	1,079	1,992	2,558
자산상각비	3,845	3,984	4,198	4,907	5,357
운전자본증감	-1,087	337	-805	-694	-633
매출채권 감소(증가)	-1,128	1,566	-983	-662	-537
재고자산 감소(증가)	1,384	219	-161	-491	-479
매입채무 증가(감소)	-119	-376	-129	489	397
투자현금흐름	-7,388	-4,487	-9,481	-9,838	-9,848
유형자산처분(취득)	-6,745	-7,626	-7,196	-8,951	-8,924
무형자산 감소(증가)	-452	-481	-612	-649	-676
투자자산 감소(증가)	344	3,667	-1,214	0	0
재무현금흐름	-179	-2,302	1,833	758	1,585
차입금의 증가(감소)	609	-2,046	1,663	1,239	2,439
자본의 증가(감소)	-815	-937	-405	-481	-853
배당금의 지급	-815	-844	-757	-833	-853
총현금흐름	7,876	6,594	8,194	6,859	7,822
(-)운전자본증가(감소)	-10	-338	709	694	633
(-)설비투자	6,745	7,670	7,350	8,951	8,924
(+)자산매각	-452	-437	-458	-649	-676
Free Cash Flow	689	-1,175	-323	-3,435	-2,411
(-)기타투자	1,632	48	554	238	248
잉여현금	-943	-1,223	-878	-3,673	-2,659
NOPLAT	2,474	1,646	1,593	2,645	3,257
(+) Dep	3,845	3,984	4,198	4,907	5,357
(-)운전자본투자	-10	-338	709	694	633
(-)Capex	6,745	7,670	7,350	8,951	8,924
OpFCF	-417	-1,701	-2,268	-2,093	-943

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	20,079	13,252	14,799	23,109	29,677
BPS	640,653	670,434	687,955	704,168	722,072
DPS	10,000	10,000	11,000	11,000	11,000
CFPS	93,127	79,801	101,244	84,752	96,644
ROA(%)	1.7	1.1	1.1	1.7	2.2
ROE(%)	3.2	2.0	2.0	3.2	4.0
ROIC(%)	4.2	2.6	2.3	3.7	4.2
Multiples(x,%)					
PER	24.9	19.1	21.1	13.5	10.5
PBR	0.8	0.4	0.5	0.4	0.4
PSR	0.5	0.3	0.4	0.3	0.3
PCR	5.4	3.2	3.1	3.7	3.2
EV/EBITDA	6.9	5.3	5.8	5.0	4.7
배당수익률	2.0	3.9	3.5	3.5	3.5
안정성(%)					
부채비율	69.2	68.3	65.0	66.6	69.7
Net debt/Equity	14.9	18.6	20.6	26.7	31.6
Net debt/EBITDA	120.8	185.8	192.4	197.8	207.8
유동비율	211.4	193.3	192.0	180.3	176.9
이자보상배율(배)	3.5	2.1	2.5	4.3	5.3
자산구조(%)					
투자자본	66.6	70.0	73.1	76.6	78.3
현금+투자자산	33.4	30.0	26.9	23.4	21.7
자본구조(%)					
차입금	31.3	30.6	31.2	31.6	32.9
자기자본	68.7	69.4	68.8	68.4	67.1





세아제강 (306200) 관세 영향 본격화에 따른 어닝 쇼크 기록

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(유지): 146,000원

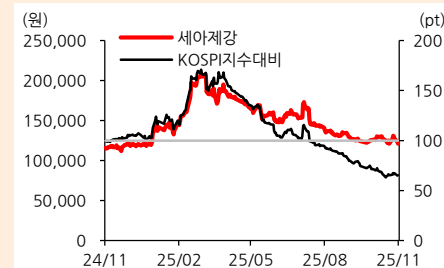
Stock Data

현재 주가(11/21)	116,300원
상승여력	▲ 25.5%
시가총액	3,299억원
발행주식수	2,836천주
52주 최고가/최저가	209,000/112,100원
90일 일평균 거래대금	9.23억원
외국인 지분율	4.6%

주주 구성

세아제강지주 (외 9인)	63.6%
한국투자신탁운용 (외 1인)	6.1%
자사주 (외 1인)	1.3%

Stock Price



3분기 실적: 관세 충격 본격화, 일회성 비용으로 어닝 쇼크

- 매출 3,018억(YoY -17.9%), 영업손실 54억으로 컨센서스 크게 하회. 미국향 50% 관세 반영으로 수출 수익성 급락
- 건설 경기 침체로 내수 수요 약세 지속. 통상임금 소급분 ·재고 평가손실 등 일회성 비용이 동시 반영

4분기 전망: 해상풍력 ·LNG향 매출 가세로 흑자 전환 기대

- 일회성 비용 제거와 함께 별도 영업이익 95억으로 흑자 전환 전망. 해상풍력(OF) ·LNG 신규 프로젝트 매출 본격 반영
- 내수는 비수기 종료와 판가 인상 시도로 판매 ·수익성 모두 개선 예상

투자의견 BUY 유지, 목표주가 146,000원

- 4분기 반등은 유효하나, 관세 영향으로 기존 이익 수준 회복은 제한적
- 내수는 2026년 건설 경기 저점 이후 점진적 개선 가능. 수출은 저유가 ·고관세 부담 지속되나 OF ·LNG 성장으로 일부 상쇄
- 해상풍력 ·LNG 수주 가시성, OCTG 수익성 방어 여부가 핵심 변수

재무정보	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,861	1,809	1,517	1,743	1,874
영업이익	232	203	51	62	64
EBITDA	263	234	87	99	102
지배주주순이익	189	137	31	48	50
EPS	66,578	48,324	10,924	17,157	17,806
순차입금	18	-3	165	189	198
PER	2.1	2.5	11.1	7.1	6.8
PBR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	1.6	1.5	5.9	5.4	5.3
배당수익률(%)	5.8	5.8	0.5	0.4	0.5
ROE	20.7	n/a	2.7	4.2	4.2

자료: 한화투자증권 리서치센터



세아제강 (306200) 관세 영향 본격화에 따른 어닝 쇼크 기록

[한화리서치센터]

실적 추정											
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액 (연결)	378.9	414.9	331.7	391.7	431.2	442.9	424.1	444.7	1,809.4	1,517.1	1,742.9
매출액 (별도)	352.9	383.9	301.8	363.7	398.4	412.7	396.7	414.5	1,786.2	1,402.2	1,622.4
내수	117.6	109.8	108.2	117.2	120.4	127.7	114.3	125.7	618.0	452.9	488.1
수출	197.3	240.5	168.7	204.2	223.0	233.0	214.5	242.8	1,044.3	555.7	600.0
YoY 증가율	-16.9%	-5.6%	-9.8%	-28.3%	13.8%	6.8%	27.8%	13.5%	-2.8%	-16.2%	14.9%
별도	-22.6%	-12.7%	-17.9%	-30.5%	12.9%	7.5%	31.5%	14.0%	-4.0%	-21.5%	15.7%
내수	-31.8%	-31.1%	-24.9%	-17.5%	2.4%	16.3%	5.6%	7.2%	-8.0%	-26.7%	7.8%
수출	-24.2%	-2.4%	-11.4%	-13.8%	22.3%	-0.9%	19.3%	16.9%	3.1%	-22.4%	12.6%
영업이익 (연결)	25.6	20.9	-5.2	9.7	29.0	8.9	15.9	8.3	202.9	51.0	62.1
OPM	6.8%	5.0%	-1.6%	2.5%	6.7%	2.0%	3.8%	1.9%	11.2%	3.4%	3.6%
영업이익 (별도)	26.1	21.1	-5.4	9.5	28.7	8.6	15.7	8.0	201.9	51.3	61.1
OPM	7.4%	5.5%	-1.8%	2.6%	7.2%	2.1%	4.0%	1.9%	11.3%	3.7%	3.8%
판매량 (별도)	188.4	223.9	188.0	207.6	219.7	229.5	209.0	232.2	960.1	808.0	890.3
내수	82.5	88.0	83.9	88.3	90.0	94.8	84.8	92.6	425.1	342.6	362.3
수출	106.0	135.9	104.1	119.4	129.6	134.7	124.2	139.6	534.9	465.3	528.1

자료: 한화투자증권 리서치센터



세아제강 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,861	1,809	1,517	1,743	1,874
매출총이익	317	298	149	185	194
영업이익	232	203	51	62	64
EBITDA	263	234	87	99	102
순이자손익	-1	-3	-5	-4	-3
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	1	0	0	0	0
세전계속사업손익	243	247	38	62	64
당기순이익	189	137	31	48	50
지배주주순이익	189	137	31	48	50
증가율(%)					
매출액	3.3	-4.0	-16.2	14.9	7.5
영업이익	7.8	-12.9	-74.9	21.7	2.6
EBITDA	8.1	-11.5	-62.9	14.3	2.9
순이익	18.5	-31.1	-77.7	57.1	3.8
이익률(%)					
매출총이익률	17.1	16.5	9.8	10.6	10.4
영업이익률	12.5	11.2	3.4	3.6	3.4
EBITDA이익률	14.1	12.9	5.7	5.7	5.4
세전이익률	13.0	13.6	2.5	3.5	3.4
순이익률	10.1	7.6	2.0	2.8	2.7

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	840	896	786	852	848
현금성자산	219	363	186	172	122
매출채권	319	248	286	325	347
재고자산	287	269	272	312	334
비유동자산	696	927	997	1,021	1,054
투자자산	135	228	266	266	267
유형자산	535	672	706	729	762
무형자산	26	27	25	25	25
자산총계	1,536	1,824	1,783	1,873	1,902
유동부채	400	498	294	350	348
매입채무	187	215	223	253	271
유동성이자부채	155	220	60	85	65
비유동부채	139	213	365	353	336
비유동이자부채	82	141	290	275	255
부채총계	539	711	659	703	684
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	530	532	532	532	532
이익잉여금	455	569	580	626	675
자본조정	-2	-2	-2	-2	-2
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
자본총계	997	1,113	1,124	1,170	1,218





세아제강 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	111	300	-33	38	63
당기순이익	189	137	31	48	50
자산상각비	31	31	36	37	38
운전자본증감	-80	115	-56	-50	-28
매출채권 감소(증가)	-71	85	-42	-39	-23
재고자산 감소(증가)	-4	47	-3	-40	-22
매입채무 증가(감소)	-6	-20	1	30	18
투자현금흐름	-97	-217	-142	-60	-72
유형자산처분(취득)	-50	-89	-54	-57	-69
무형자산 감소(증가)	0	-1	-1	-3	-3
투자자산 감소(증가)	-46	-59	-85	0	0
재무현금흐름	-66	58	-28	8	-41
차입금의 증가(감소)	-50	81	-8	10	-40
자본의 증가(감소)	-17	-22	-20	-2	-1
배당금의 지급	-17	-22	-20	-2	-1
총현금흐름	260	249	82	88	91
(-)운전자본증가(감소)	103	255	111	50	28
(-)설비투자	50	90	55	57	69
(+)자산매각	0	1	1	-3	-3
Free Cash Flow	107	-95	-83	-22	-8
(-)기타투자	-22	-301	-52	1	1
잉여현금	129	205	-31	-22	-8
NOPLAT	180	113	41	48	50
(+) Dep	31	31	36	37	38
(-)운전자본투자	103	255	111	50	28
(-)Capex	50	90	55	57	69
OpFCF	58	-201	-90	-21	-8

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	66,578	48,324	10,924	17,157	17,806
BPS	351,603	392,256	396,166	412,503	429,607
DPS	8,000	7,000	610	480	580
CFPS	91,573	87,800	29,081	31,036	32,158
ROA(%)	12.6	7.9	1.7	2.6	2.6
ROE(%)	20.7	12.4	2.7	4.2	4.2
ROIC(%)	21.4	12.7	4.2	4.5	4.4
Multiples(x,%)					
PER	2.1	2.5	11.1	7.1	6.8
PBR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PCR	1.5	1.4	4.2	3.9	3.8
EV/EBITDA	1.6	1.5	5.9	5.4	5.3
배당수익률	5.8	5.8	0.5	0.4	0.5
안정성(%)					
부채비율	54.0	63.9	58.7	60.1	56.1
Net debt/Equity	1.8	-0.2	14.7	16.1	16.3
Net debt/EBITDA	6.9	-1.2	190.0	190.2	194.5
유동비율	210.0	179.9	266.8	243.4	243.6
이자보상배율(배)	23.5	25.7	4.3	6.0	6.6
자산구조(%)					
투자자본	71.7	60.2	69.7	71.6	75.0
현금+투자자산	28.3	39.8	30.3	28.4	25.0
자본구조(%)					
차입금	19.2	24.5	23.8	23.6	20.8
자기자본	80.8	75.5	76.2	76.4	79.2

Compliance Notices

Compliance Notice

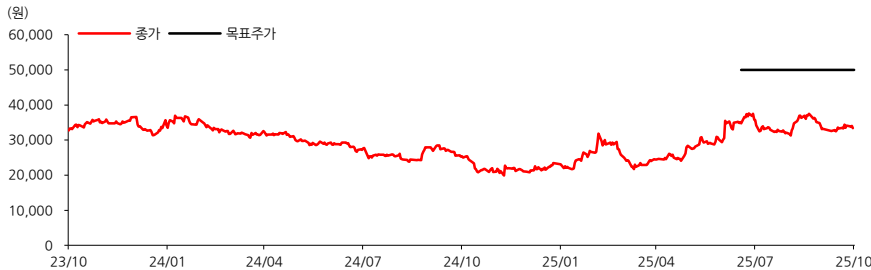
(공표일: 2025년 11월 24일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (권지우)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

현대제철 (004020)



투자의견 변동내역

일 시	2016.08.12	2025.07.18	2025.07.18	2025.07.25	2025.08.29	2025.09.18
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		권지우	50,000	50,000	50,000	50,000
일 시	2025.09.26	2025.10.17	2025.10.31	2025.11.24		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	50,000	50,000	50,000	50,000		
일 시						
투자의견						
목표가격						

목표주가 변동 내역별 괴리율 (현대제철)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(₩)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2025.07.18	Buy	50,000		

Compliance Notices

POSCO홀딩스 (005490)



투자의견 변동내역

일 시	2016.08.12	2025.07.18	2025.07.18	2025.08.01	2025.08.29	2025.09.18
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		권지우	500,000	500,000	500,000	500,000
일 시	2025.09.26	2025.10.16	2025.10.28	2025.10.31	2025.11.24	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	500,000	490,000	490,000	490,000	490,000	
일 시						
투자의견						
목표가격						

목표주가 변동 내역별 괴리율 (POSCO홀딩스)

•괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2025.07.18	Buy	500,000	-41.31	-33.00
2025.10.16	Buy	490,000		

세아제강 (306200)



투자의견 변동내역

일 시	2025.07.18	2025.07.18	2025.08.18	2025.11.19	2025.11.24	
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	권지우	193,000	169,000	146,000	146,000	
일 시						
투자의견						
목표가격						
일 시						
투자의견						
목표가격						

Compliance Notices

목표주가 변동 내역별 괴리율 (세아제강)

•괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2025.07.18	Buy	193,000	-20.58	-10.36
2025.08.18	Buy	169,000	-23.45	-16.51
2025.11.19	Buy	146,000		

풍산 (103140)



투자의견 변동내역

일 시	2016.08.12	2025.07.18	2025.07.18	2025.08.04	2025.10.22	2025.11.03
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		권지우	200,000	200,000	200,000	178,000
일 시	2025.11.24					
투자의견	Buy					
목표가격	178,000					
일 시						
투자의견						
목표가격						

목표주가 변동 내역별 괴리율 (풍산)

•괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2025.07.18	Buy	200,000	-35.82	-17.60
2025.11.03	Buy	178,000		

Compliance Notices

종목 투자등급

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~-+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

산업 투자 의견

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석 대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중

(기준일: 2025년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자 상품의 비중	82.9%	17.1%	0.0%	100.0%

Memo.

본 페이지는 편집상 공백 페이지입니다

Horizontal lines for memo content.



한화투자증권 리.서.치.센.터



리서치센터장

박영훈

Energy

02.3772.7614

houn0715@hanwha.com

[투자전략팀]

박승영	팀장	투자전략	3772-7679	park.seungyoung@hanwha.com
안현국	수석연구위원	퀀트	3772-7646	hg.ahn@hanwha.com
김수연	연구위원	시황	3772-7628	sooyeon.k@hanwha.com
임혜윤	연구위원	경제	3772-7728	hylim@hanwha.com
김성수	책임연구위원	채권	3772-7616	sungsoo.kim@hanwha.com
최규호	책임연구위원	경제	3772-7720	choi.gh@hanwha.com
한시화	연구위원	차익거래	3772-7737	shhan1229@hanwha.com

[기업분석팀]

김소혜	팀장	인터넷/게임/미디어	3772-7404	sohye.kim@hanwha.com
김성래	수석연구위원	자동차/부품	3772-7751	sr.kim@hanwha.com
송유림	수석연구위원	건설/건자재/유틸리티	3772-7152	yurim.song@hanwha.com
박세연	수석연구위원	ESG	3772-7406	shannon@hanwha.com
김도하	연구위원	은행/보험	3772-7479	doha.kim@hanwha.com
한유정	연구위원	음식료/화장품	3772-7693	yujung.han@hanwha.com
이진협	연구위원	유통/의류	3772-7638	jinhyeob.lee@hanwha.com
엄수진	연구위원	ESG	3772-7407	sujineom@hanwha.com
박수영	책임연구위원	엔터/레저/운송	3772-7634	suyoung.park.0202@hanwha.com
이용욱	책임연구위원	에너지/화학/2차전지	3772-7635	yw.lee@hanwha.com
배성조	책임연구위원	조선/방산/우주/기계	3772-7611	seongjo.bae@hanwha.com
권지우	연구위원	철강	3772-7689	jiwoo.kwon@hanwha.com
고예진	연구위원	반도체/에너지/화학/2차전지/음식료/화장품/엔터/레저/운송 RA	3772-7701	yejinko@hanwha.com
김나우	연구위원	인터넷/게임/미디어/유통/의류/방산/우주/기계/은행/보험 RA	3772-7710	now.kim@hanwha.com
김예인	연구위원	ESG/건설/건자재/유틸리티/자동차/부품 RA	3772-8420	yein.kim@hanwha.com

[글로벌리서치팀]

한상희, CFA	팀장	해외주식	3772-7695	sanghi.han@hanwha.com
임해인	책임연구위원	미국주식//자산배분	3772-7799	haein.lim@hanwha.com
박유진	연구위원	중국주식	3772-8217	yujin.park@hanwha.com
박제인	연구위원	해외/중국/신흥국/미국주식 RA	3772-7380	jane8314@hanwha.com

[디지털자산리서치팀]

박영훈	팀장	Energy	3772-7614	houn0715@hanwha.com
김유민	책임연구위원	대체자산	3772-7392	yumin.kim@hanwha.com

본 · 지점망

서울

본 사	02) 3772-7000	노 원 지 점	02) 931-2711
강 남 W M 센 터	02) 6975-2000	목 동 W M 센 터	02) 2654-2300
갤러리아WM센터	02) 3445-8700	송 파 지 점	02) 449-3677
금융플라자63지점	02) 308-6363	영 업 부	02) 3775-0775
금융플라자시청지점	02) 2021-6900	중 앙 지 점	02) 743-7311

인천/경기

분 당 W M 센 터	031) 707-7114	일 산 지 점	031) 929-1313
송 도 I F E Z 지 점	032) 851-7233	평 촌 지 점	031) 381-6004
신 갈 지 점	031) 285-7233	평 택 지 점	031) 652-8668
안 성 지 점	031) 677-0233		

대전/충청

공 주 지 점	041) 856-7233	타 임 월 드 지 점	042) 488-7233
천 안 지 점	041) 563-2001	홍 성 지 점	041) 631-2200
청 주 지 점	043) 224-3300		

광주/전라

광 주 지 점	062) 713-5700	전 주 지 점	063) 710-1000
순 천 지 점	061) 724-6400		

제주

제 주 지 점	064) 800-7500
---------	---------------

대구/경북

대 구 W M 센 터	053) 741-3211	영 천 지 점	054) 331-5000
문 경 지 점	054) 550-3500	포 향 지 점	054) 231-4111
영 주 지 점	054) 633-8811		

부산/울산/경남

거 창 지 점	055) 943-3000	언 양 지 점	052) 262-9300
마 린 시 티 지 점	051) 751-8321	창 원 지 점	055) 285-2211
부 산 지 점	051) 465-7533	거 제 브 랜 치	055) 730-0400
울 산 W M 센 터	052) 265-0505		



한화투자증권

본사 02)3772-7000 (대) 서울시 영등포구 여의대로 56(여의도동)
고객지원센터 080-851-8282 주문전용 080-851-8200 ARS 080-852-1234