



한화투자증권

INDUSTRY

| 2025년 7월 21일 |

철강 (Positive)

STEEL ALIVE

철강 권지우 | jiwoo.kwon@hanwha.com | 3772-7689

| Contents |

I. 핵심 요약.....	03
II. 투자전략.....	04
III. 공급단 변화 중심의 업황 회복 국면 진입	08
1. 공급 측면: 중국의 공급 축소.....	08
2. 공급 조절의 실현 가능성 및 전망	13
3. 국내 반덤핑 이슈 영향 분석.....	19
4. 수요 측면: 중국 부동산 회복, 방향성이 중요.....	23
IV. ‘프리미엄’을 통한 질적성장	28
1. 국내 철강업계의 수요·공급 구조와 고부가 철강재.....	29
2. 자동차용 고부가 철강재에 주목	32
3. 초고장력강판(AHSS) 수요가 지속될 이유.....	34
4. 현대제철 美 루이지애나 전기로 투자 투자 타당성 분석.....	39
V. 기업분석	47
1. 현대제철 (004020)	48
2. POSCO홀딩스 (005490).....	56
3. 풍산 (103140)	65
4. 세아제강 (306200)	71
5. 세아베스틸지주 (001430)	77

I. 핵심 요약

철강 업종 의견: Positive
저점 통과 시그널 포착,
분할 매수 유효

철강 업종에 투자 의견 'Positive'를 제시한다. 과거 업황 반등을 제약했던 중국발 공급 과잉이 완화될 구조적 변화를 맞이했다. 밸류에이션 또한 저점이므로, 지금은 업황 회복 초입 국면을 활용해 비중을 확대할 시점이다. 단기적으로는 현대제철, 중장기적 관점에서는 POSCO홀딩스의 비중 확대가 유효하다.

중국의 공급 축소:
업황 회복의 핵심 동력

중국의 공급 축소는 업황 회복의 핵심 동력으로 작용할 전망이다. 단기적으로는 정부 주도의 약 5,000만 톤 감산 정책과 수익성 악화에 따른 시장의 자발적 생산 조정이 동시에 진행되고 있다. 장기적으로는 강화된 '설비 치환 정책'을 통해 기존 설비를 영구적으로 감축하는 구조적 개혁이 예고돼 있다. 이러한 공급단의 실질적인 변화가 글로벌 수급 안정에 기여할 것이다.

중국 공급 감축:
높은 실현 가능성

중국의 공급 감축은 높은 실현 가능성을 가진다. 내부적으로는 수익성이 악화된 전기로 업체들이 이미 자발적 감산에 나섰으나 고로는 높은 가동률을 보이고 있으며, 이는 정부 주도 감산의 명분을 강화한다. 무엇보다 전 세계적으로 심화되는 對중국 무역규제가 수출길을 막아 중국이 내부적으로 과잉 설비를 해소하도록 압박하는 핵심 요인이다. 이런 내외부적 상황은 중국의 구조조정을 가속화시킬 전망이다.

글로벌 보호무역 강화, 국내
철강에 우호적 환경 조성

글로벌 무역규제 강화는 국내 철강 시장에 긍정적 요인으로 작용할 전망이다. 전 세계적인 중국산 저가 철강재 견제 심화는 국내 내수 시장 안정화라는 수혜로 이어질 것이다. 특히 현재 진행 중인 후판 및 열연강판에 대한 반덤핑 조치는 국내 철강사의 수익성을 개선하는 핵심 요인이다. 과거 H형강 사례에서 증명됐듯, 이는 실질적인 이익 증가로 연결될 가능성이 높다.

중국 부동산 회복 기대, 수요
측 개선도 가시화

중국 부동산 시장의 점진적인 회복 방향성은 철강 업황 개선의 중요한 근거이다. 중국 정부의 일관된 부양 정책에 힘입어 주택 거래량 등 선행 지표가 바닥을 다지고 있다. 비록 신규 착공과 같은 실물 지표의 본격적인 회복은 2026년 이후로 예상되나, 이러한 방향성은 향후 중국 내수 수요를 회복시키고 저가 수출 압력을 완화시켜 글로벌 철강 수급에 긍정적인 영향을 미칠 전망이다.

고부가 제품 중심의 질적
성장과 전략적 투자에 주목

중장기적으로, 양적 성장이 한계에 부딪힌 철강 산업에서 고부가가치 제품 경쟁력의 중요성은 확대될 전망이다. 이러한 흐름 속에서 현대제철의 미국 전기로 투자는 수익성을 넘어, 강화되는 무역장벽에 선제적으로 대응하고 저탄소 생산체제를 구축하며 북미 고부가 자동차강판 시장을 공략하기 위한 중장기 포석이라는 전략적 가치가 주목된다.

현대제철·POSCO홀딩스:
단기 반등과 중장기
리레이팅

최선호주로 현대제철을 제시한다. 동사는 포스코 대비 봉형강 비중이 높아 업황 회복 국면에서의 직접적인 수혜가 가능하며, 후판·열연에 대한 반덤핑 규제 효과 또한 실적 개선으로 연결될 전망이다. 차선호주로 POSCO홀딩스를 제시한다. 고부가 판재 중심의 제품 포트폴리오를 바탕으로 중장기 리레이팅 전략에 적합하다. 기술 집약적인 WTP(World Top Premium) 제품 확대로 철강 부문에서 안정적인 수익성을 확보한 점이 중장기적인 투자 포인트다.

II. 투자전략

2025 철강 업황은
개선의 기로:
매수에 적절한 시기

철강업종에 투자의견 'Positive'를 제시한다. 과거 시장의 반복되는 '상저하고' 전망에도 불구하고 2023~2024년 철강 업황이 반등하지 못한 가장 큰 제약 요인은 중국 부동산 침체 장기화에 따른 공급 과잉이었다. 그러나 이제 이 고질적인 제약 요인이 공급단의 구조적 변화와 맞물려 해소될 전환점을 맞이하고 있다. 따라서 업황의 견고한 하방을 다지는 공급단 변화를 근거로 매수를 시작하고, 향후 중국 부동산 시장 회복에 따른 수요 반등이 가시화될 때 추가로 비중을 확대하는 전략이 유효하다.

중국 공급 감축의 본격화와
국내 수혜

현재 시점은 업황의 저점을 형성하는 공급단의 변화에 주목하여 매수를 시작할 시기이다. 중국 정부 주도의 감산 정책과 수익성 악화에 따른 시장의 자발적 생산 조정이 동시에 진행되고 있으며, 강화된 '설비 치환 정책'은 영구적인 감축으로 이어질 전망이다. 특히 전 세계적으로 심화되는 대중국 무역규제는 중국의 수출을 억제해 내부적인 구조조정을 압박하는 핵심 요인으로 작용하고 있다. 또한 국내 시장에서 진행 중인 후판 및 열연강판에 대한 반덤핑 조치는 국내 철강사의 수익성 개선으로 직결될 전망이다.

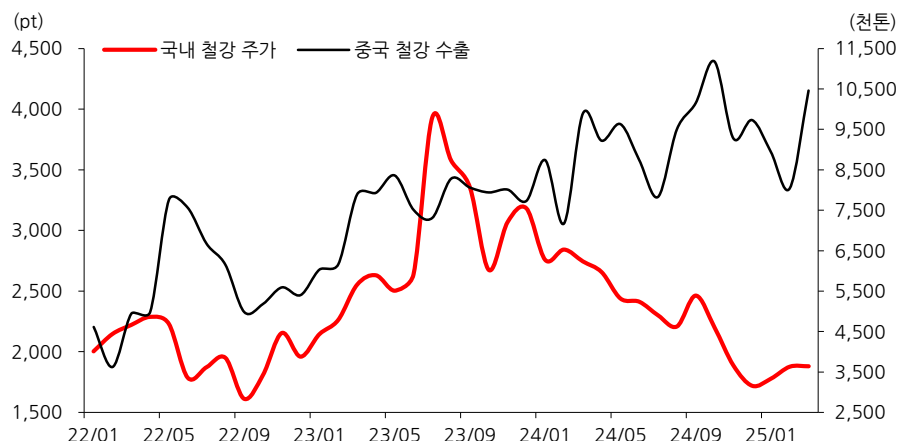
수요 회복 가시화 시점은
비중 확대의 타이밍

본격적인 상승 전환을 위한 추가적인 비중 확대 시점은 중국 부동산 시장의 회복이 실물 지표로 확인될 때이다. 현재 주택 거래량 등 선행 지표는 정부의 일관된 부양 의지에 힘입어 바닥을 다지고 있다. 과거 패탄을 볼 때, 거래량 회복은 약 1년의 시차를 두고 실제 철강 수요를 견인하는 신규 착공의 반등으로 이어졌다. 따라서 2026년 이후 착공 면적의 플러스(+) 전환이 확인되는 시점은 비중 확대의 기회이다.

단기 탄력은 현대제철,
중장기는 POSCO

이러한 업황 회복의 단계에 따라, 단기 반등 모멘텀과 중장기 성장성을 고려한 차별적 종목 선정이 필요하다. 업황 회복 국면의 최선호주로는 현대제철을 제시한다. 동사는 업황 회복의 직접적인 수혜를 받을 수 있으며, 반덤핑 규제 효과가 실적 개선으로 이어질 것으로 기대된다. 중장기적 관점에서 POSCO홀딩스가 차선호로 제시한다. 자동차용 초고장력강판(AHSS)과 같은 고부가가치 제품의 구조적 경쟁력과 이차전지 소재라는 비철강 성장 동력을 바탕으로 안정적인 장기 성장이 예상되기 때문이다.

[그림1] 2023 년, 2024 년 '상저하고' 예측 실패의 원인은 중국발 공급 과잉



자료: Quantivise, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 커버리지 4개사 목표주가 및 밸류에이션

	현대제철	POSCO홀딩스	풍산	세아제강
투자 의견	Buy(신규)	Buy(신규)	Buy(신규)	Buy(신규)
목표주가(원)	50,000	500,000	200,000	193,000
현재주가(원)	35,150	307,500	165,000	152,600
시가총액(십억원)	4,691	24,887	4,624	433
상승여력(%)	42.2	62.6	21.2	26.5
P/E	32.1	15.3	17.4	5.0
2025E P/B	0.2	0.4	1.9	0.4
ROE	0.8	2.7	11.3	7.4
P/E	9.4	11.5	15.3	3.8
2026E P/B	0.2	0.4	1.8	0.3
ROE	2.6	3.6	11.8	9.0

주: 2025년 7월 17일 기준 / 자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 철강 업체 Valuation Table

기업명	국가	시가총액 (십억달러)	주가수익률(%)					P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE	
			1W	1M	3M	6M	YTD	25	26	25	26	25	26	25	26
POSCO 홀딩스	SK	18.7	2.9	21.2	24.3	24.5	26.2	18.6	13.7	0.4	0.4	2.5	3.4	5.6	5.1
현대제철	SK	3.4	3.4	20.4	50.7	63.3	67.9	38.7	10.6	0.2	0.2	0.7	2.3	5.9	4.8
동국제강	SK	0.4	6.1	22.5	32.7	40.5	46.3	18.2	7.9	0.3	0.3	1.8	4.1	5.4	4.0
세아제강	SK	0.3	-4.2	-0.8	-19.8	30.6	29.5	5.6	4.6	0.0	0.0	7.0	8.1	1.4	1.0
바오산 철강	CH	21.4	-2.0	4.3	4.2	5.1	0.3	14.3	12.5	0.8	0.7	5.2	5.8	6.3	5.9
허스틸	CH	3.4	0.9	9.7	15.0	12.9	7.2	16.9	14.8	0.4	0.4	2.4	2.7	10.2	9.5
마안산강철	CH	3.3	-1.2	-0.3	11.2	-2.0	9.1	210.6	37.9	1.0	1.0	-0.4	3.4	10.9	9.0
베이징 서우강	CH	4.3	-0.7	15.3	32.0	36.5	31.1	32.0	26.7	0.6	0.6	1.9	2.3	8.3	7.6
팡다 특수 철강	CH	1.6	4.1	15.9	24.0	18.1	24.0	15.7	12.2	1.2	1.1	8.3	9.1	n/a	n/a
일본제철	JN	20.6	2.4	-0.1	-4.4	-6.8	-11.2	8.7	11.6	0.6	0.5	6.6	5.1	5.3	5.0
JFE 홀딩스	JN	7.8	0.8	6.5	8.5	3.4	0.6	11.3	10.7	0.5	0.4	4.0	4.4	7.2	6.6
고베제강	JN	4.4	1.1	2.3	1.1	4.3	3.1	5.0	6.6	0.6	0.5	11.7	8.3	5.2	5.5
타타 스틸	IN	23.2	-1.5	4.9	17.0	26.1	15.6	52.6	15.8	2.2	2.0	4.0	13.0	11.5	7.8
JSW 스틸	IN	29.4	-1.3	4.5	2.3	14.1	14.4	54.1	20.1	3.1	2.7	5.9	14.5	15.0	10.1
인도 철강공사	IN	6.4	-1.0	3.3	18.0	27.0	18.1	29.9	12.1	1.0	0.9	3.2	6.6	10.2	7.4
진달 철강 & 전력	IN	11.1	-1.7	1.5	10.6	2.7	0.4	22.2	15.1	1.9	1.8	9.1	11.8	11.0	8.5
Electrosteel Steels	IN	0.9	-2.3	-6.9	21.4	-4.3	-14.2	10.6	16.1	1.3	1.2	12.9	8.0	8.3	10.3
뉴코	US	32.7	3.4	16.1	28.1	15.0	21.3	17.3	13.3	1.5	1.4	9.2	10.7	8.7	7.3
유나이티드 스테이츠 스틸	US	12.4	-	5.1	32.5	50.2	61.3	34.6	19.1	1.1	1.0	3.6	5.4	10.0	8.1
스틸 다이내믹스	US	19.8	-0.2	-0.2	12.7	6.5	16.8	14.0	10.4	2.1	1.8	15.5	18.1	9.1	7.3
제르다우	BZ	5.8	-1.2	-0.7	11.1	-5.7	-8.2	7.7	7.2	0.6	0.6	7.1	7.8	4.0	3.7
티센크루프	GE	8.0	12.7	31.6	17.4	170.6	181.8	21.8	12.3	0.7	0.7	3.1	5.8	2.7	2.3
아르셀로미탈	LX	29.0	5.0	11.6	22.0	30.0	29.7	8.3	6.7	0.5	0.5	6.1	7.2	5.4	4.6
보스트알피네	AS	5.2	5.7	10.8	16.0	41.6	36.2	15.5	11.0	0.6	0.6	4.3	5.2	4.8	4.2
SSAB	SW	6.3	5.3	6.4	4.7	38.4	36.9	10.2	8.7	0.8	0.8	8.4	9.4	4.1	3.5
잘츠기터	GE	1.8	17.9	36.5	17.7	63.2	65.5	54.1	7.3	0.3	0.3	0.4	3.8	4.7	3.2
블루스코프 스틸	AU	6.9	-2.0	6.7	12.5	21.3	28.6	22.7	12.5	0.9	0.9	4.2	7.3	7.5	5.5

주: 2025년 7월 17일 기준 / 자료: Bloomberg, Quantivise, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 12M Fwd 업종별 밸류에이션 테이블 (저 P/B 순)

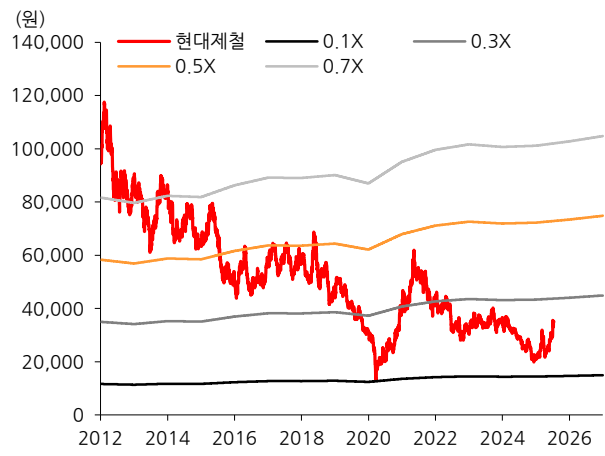
(단위: 십억원, 배, %)

	시가총액	P/E	EPS 성장률	P/B	ROE
KOSPI	2,435,516	10.2	26.7	1.0	9.4
KOSDAQ	402,165	20.3	91.5	2.3	11.9
철강	40,680	14.1	252.6	0.4	2.8
소매(유통)	21,634	10.6	흑전	0.4	3.9
자동차	152,270	4.8	1.8	0.5	9.9
유틸리티	40,566	3.6	25.3	0.5	14.3
은행	188,369	7.1	7.2	0.6	8.4
건설,건축관련	46,550	7.7	133.7	0.6	8.8
화학	81,151	22.1	흑전	0.6	2.9
에너지	74,127	15.9	흑전	0.7	4.4
디스플레이	13,866	14.6	흑전	0.8	5.4
운송	75,436	9.5	-4.8	0.8	8.9
보험	76,539	7.8	14.2	0.8	10.4
전기통신서비스	33,569	9.8	38.1	0.9	8.7
증권	75,171	8.0	7.3	1.0	12.4
필수소비재	69,349	11.6	25.7	1.1	9.5
반도체	656,502	9.4	8.8	1.1	11.9
상사,자본재	196,739	11.5	9.7	1.2	10.3
호텔,레저서비스	14,002	15.7	18.8	1.2	7.6
IT 하드웨어	59,583	14.7	87.8	1.3	9.3
화장품,의류,완구	80,054	12.4	42.1	1.4	11.3
IT 가전	133,196	37.4	흑전	1.5	4.1
소프트웨어	173,593	20.4	31.1	1.7	8.2
미디어,교육	37,362	21.0	355.7	1.8	8.6
비철,목재등	35,174	20.8	101.9	1.8	8.8
조선	125,238	17.3	39.3	3.1	17.8
기계	157,290	25.6	62.4	3.2	12.5
건강관리	312,056	38.8	47.2	3.7	9.8

주: 2025년 7월 17일 기준

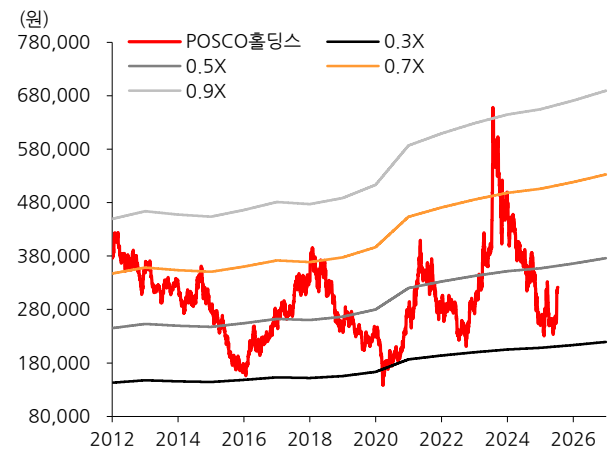
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 현대제철 12M Forward PBR Band



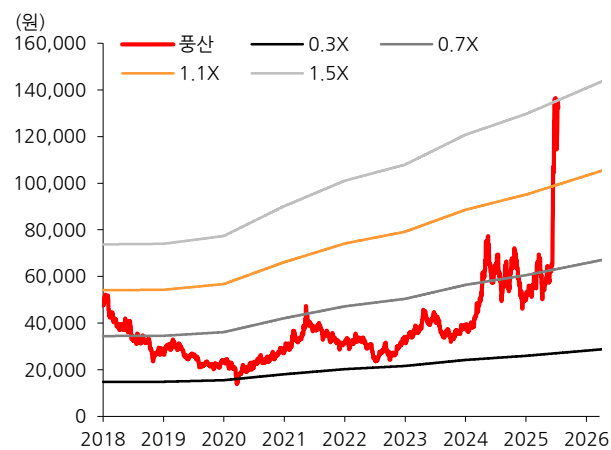
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] POSCO 홀딩스 12M Forward PBR Band



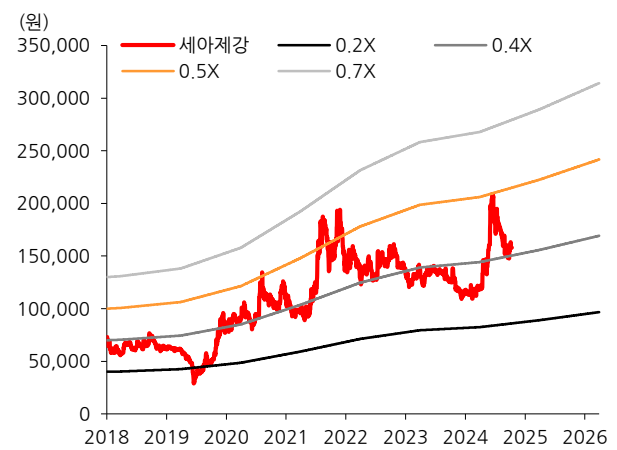
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 풍산 12M Forward PBR Band



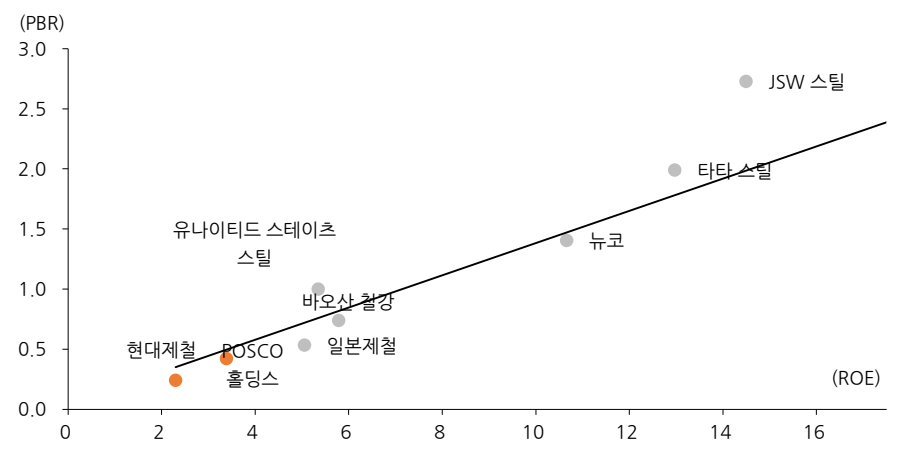
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 세아제강 12M Forward PBR Band



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 글로벌 철강사 2025E ROE·P/B



자료: Bloomberg, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

III. 공급단 변화 중심의 업황 회복 국면 진입

공급 축소 주도의 업황 반등
시그널

2025년 철강 업황은 공급단의 변화를 중심으로 회복 국면에 진입하고 있다. 중국의 감산과 글로벌 무역 규제 강화 등 공급 조절이 업황의 저점을 형성하는 핵심 동력으로 작용하고 있다. 여기에 중국 부동산 시장의 점진적인 회복 방향성이 더해지며, 향후 상승 전환에 대한 기대를 높이고 있다.

1. 공급 측면: 중국의 공급 축소

중국 공급과잉 완화와
생산능력 감축 가시화

중국의 철강 공급 과잉 압력은 단기적인 생산량 조정과 장기적인 영구 생산능력 감축이 동시에 진행되며 실질적으로 완화될 전망이다. 구체적으로, 올해 중국의 조강 생산량은 최소 4% 감소하고, 2027년까지 영구 생산능력은 0.7% 순 감축될 것으로 예상된다. 세계철강협회가 올해 중국 철강수요를 1% 줄어든 것으로 전망한 것을 감안하면, 중국의 올해 과잉생산은 2020년 이후 처음으로 감소세로 전환할 가능성이 높다. 중국의 공급 축소 전망은 7월 중앙재경위원회에서 '무질서한 저가 경쟁' 시정과 '낙후 설비 퇴출'을 국가 전략 수준에서 강조하고 나섰다는 점에서 현실화 가능성이 커지고 있다.

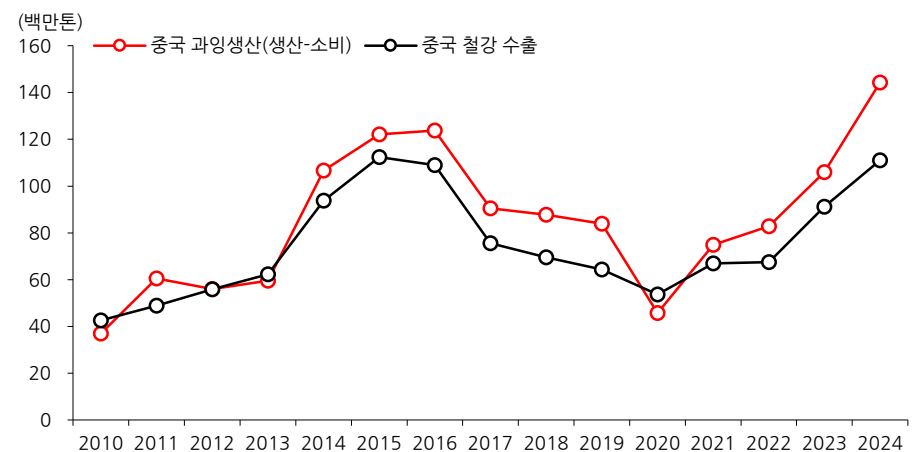
정책 감산과 시장 기반
구조조정의 병행

이러한 전망은 최근 시장 곳곳에서 나타나는 변화들로 뒷받침된다. 중국 철강 생산의 중심지인 탕산시가 7월 초 대기질 개선을 명분으로 단기 감산에 돌입한 것은 정책적 생산 통제가 즉각적으로 실행될 수 있음을 보여준다. 또한, 수요 부진과 원가 부담으로 다수의 전기로 업체가 적자 생산을 감당하지 못하고 자발적 감산에 나섰으며, 타이산강철과 같은 중견 철강사마저 파산하는 등 시장 기반의 구조조정 압력도 높아지고 있다.

정책 강도 강화 통한 실질
감축 유도 전망

15차 5개년 계획의 새로운 설비 치환 정책 강도는 강화될 전망이며, 이를 통해 장기적이고 영구적인 생산능력 감축이 가능할 것으로 판단된다. 특히 과거 정책을 보완하여 단순 유희 설비가 아닌, 검증 가능한 '좀비 기업' 및 '낙후 설비'를 퇴출 대상으로 명시함으로써 실질적인 감축을 유도할 것이라는 점도 이러한 긍정적 전망에 힘을 싣는다.

[그림7] 중국 과잉 생산 및 중국 철강 수출 추이



자료: Bloomberg, WSA, 한화투자증권 리서치센터

>> 단기 처방: 중국의 5 천만 톤 감산 정책

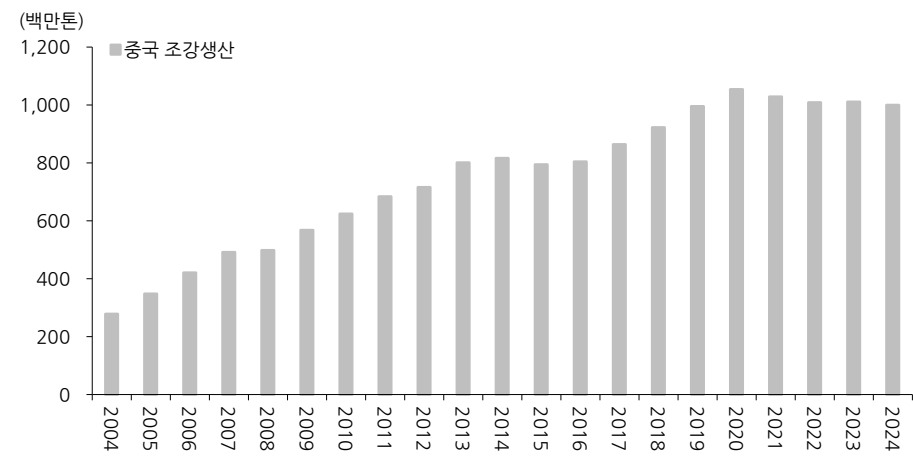
중국 5천만 톤 감산은
2025년 철강 업황의
핵심 변수

2025년 철강 업황의 최대 화두 중 하나는 중국의 연간 5,000만 톤 수준으로 추정되는 감산이다. 이는 2024년 중국 조강 생산량 약 10.5억 톤의 5%에 해당하는 규모로, 국내를 포함한 글로벌 철강 수급에 긍정적 영향을 줄 수 있는 구조적 변수다. 2025년 6월 기준 중국의 YTD 조강 생산량은 전년 대비 3.3% 감소한 상태이며, 정부의 정책적 감산 의지와 시장 자발적 조정 압력이 맞물리면서 최소 4% 수준의 실질 감산 가능성이 점쳐진다. 이러한 감산 가능성은 1) 부동산 침체에 따른 철강 수요 약세, 2) 정부의 추가 감산 정책 추진 여지라는 두 가지 요인에서 비롯된다.

감산 신호와
지역별 정책 이행

이번 감산 기조는 3월 전국인민대표대회에서 국가발전개혁위원회(NDRC)가 처음으로 언급하며 공식화됐다. 시장은 이를 연간 5,000만 톤의 감산 시도로 해석했다. 실제로 3월 말 이후 신장 자치구의 4개 철강사들은 10% 감산 지시를 이행했고, 안후이성과 장쑤성의 국유 제철소들도 약 5% 수준의 구두 지시를 받는 등 일부 지역에서 정책 실행이 가시화되기 시작했다. 이러한 움직임과 수요 둔화가 겹치며, 5월 중국 조강 생산량은 전년 동기 대비 6.9% 감소해 7년 만의 최저치를 기록했다. 감산 신호가 단순한 언급을 넘어 실질 생산 감소로 이어지고 있는 상황이다.

[그림8] 연도별 중국 조강 생산량 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

>> 장기 처방: 중국 영구적 생산능력 감축

OECD 과잉생산 우려는
과도

지난 5월 발간된 OECD Steel Outlook에서 OECD는 2027년까지 글로벌 초과 생산능력이 7.2억 톤에 이를 수 있다고 전망하며 공급 과잉에 대한 우려를 확산시켰다. 다만 해당 보고서의 전망치는 설비의 폐쇄 가능성을 고려하지 않은 Gross 기준의 추정치임을 유념해야 한다. 초과 공급 자체를 단기간에 해결하긴 어려우나 업황 회복 국면에서 과도한 우려는 경계할 필요가 있다.

중국, 치환정책 등을 통해
실질적 생산능력 축소 전망

글로벌 생산능력의 절반을 차지하는 중국은 14차 5개년 계획(2021~2025)의 마무리와 15차 5개년 계획(2026~2030)의 시작을 앞두고 새로운 철강 생산능력 지침과 치환 정책을 발표할 것으로 예상된다. 따라서 새로운 치환 계획이 발표된 이후 적어도 2~3년간은 중국의 실질적인 생산능력이 점진적으로 소폭 감소할 가능성이 높다고 전망한다.

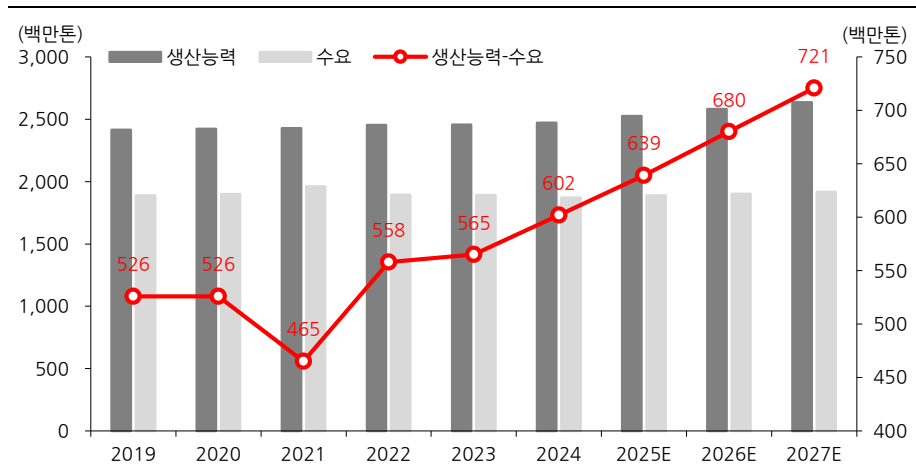
단기 감산 뿐만 아니라
구조적 개혁 필요

중국의 올해 5천만 톤 감산, 한국의 철근 공장 출하 제한 등의 일시적 감산은 철강 시장 부진의 근본적인 해결책은 되지 못한다. 구조적 업황 회복을 위해서는 최대 생산국인 중국의 영구적 생산능력 감축에 대해 살펴봐야 한다. 사실 중국의 의무적인 생산 감축은 새로운 것이 아니다. 과거 2021년 중국은 처음으로 공식적인 조강 생산량 감축 계획을 시행했다. 연간 생산량을 10.5억 톤에서 10.3억 톤으로 제한하는 효과가 있었지만, 이후 10억 톤 이상 생산량을 계속 유지하며 단기 감산의 한계를 드러냈다.

영구 감산,
정부의 의지 有

반면, 영구적 생산능력 감산은 구조적 해법이다. 비효율 설비를 폐쇄하고 친환경·초고효율 설비 중심으로 철강 산업의 체질을 근본적으로 개편하는 전략이다. 실제로 중국은 이러한 영구적 생산능력 감축과 산업 효율화에 의지를 가지고 있다고 판단된다. 올해 양회에서 중국 정부는 철강 부문에서 조강 생산 규제 및 산업 구조조정의 지속 추진을 공식 선언했다. 이는 단순한 생산량 조정이 아닌 구조 개혁 의지를 드러낸 것이다.

[그림9] OECD 글로벌 철강 생산능력·수요 전망



주: 생산능력 추정치는 'gross additions' 기준. 해당 기간 중 폐쇄가 발생하는 경우 실제 생산능력은 더 낮을 수 있음
자료: OECD, WTA, 한화투자증권 리서치센터

장기처방의 구체적 정책: 중국의 직접적이고 영구적인 생산능력 감축 정책은 ‘설비 치환 정책’이다. 설비치환 정책의 개념은 ‘증설 이전 감축(先감축·후증설)’을 강제함으로써 구조적 초과공급을 억제하도록 유도하는 것이다. 2013년 국무원 ‘심각한 과잉설비 해소 지침’에서 “신규 증설 전면 금자·등량 또는 감축 치환” 원칙이 처음 명문화됐으며, 대기·환경 민감 지역은 최소 1.25대1의 감축 치환비율을 적용하는 차등 규제가 도입됐다.

이후 2015년·2017년·2021년 세 차례 실행방안에서 치환비율(1.25→1.5), 적용 대상(전기·수소제철 등 설비의 등량 치환 허용) 및 설비 산정 방식(보통강·특수강 구분 폐지 등)이 단계적으로 강화돼 왔다. 이는 과잉설비 감축이라는 ‘양(量)’적 목표뿐 아니라 에너지 절감·탄소 저감이라는 ‘질(質)’적 목표를 동시에 달성하려는 장기 정책이다.

과거 정책 성과 중국의 설비치환 정책은 5개년 계획 말기마다 ‘지침→1~2년 내 실행방안→2~3년 시행→효과 점검’의 사이클로 반복돼 왔다. 2015년 1차 실행방안은 2년간 조강 설비를 실질적으로 축소했으나, 2017년 2차 버전은 허점(수치 조정, 지역 편법)을 노린 증설이 가시화되면서 2020년 1월 전면 중단됐다. 자구책으로 2021년 3차 실행방안이 나왔지만, 팬데믹 이후 경기부양 수요와 감독 부실이 맞물려 2024년까지 설비규모 감소는 OECD 통계 기준으로 -0.4%에 그쳤다.

차기 정책은 감축 강도 기준 강화될 전망 결국 2024년 8월 MIIT는 두 번째로 치환 정책을 ‘일시 정지’하며 전수 조사와 제도 재설계를 예고했다. 이러한 반복적 ‘일시 중단-재설계’ 패턴은 중국 정부가 설비규제 효과를 지속적으로 재검증하고 정책 강도를 조정해 왔음을 방증한다. 향후 전망 측면에서 이번 ‘정지’는 14차 5개년 계획(2021~2025) 종료를 앞둔 과도기적 조치로 해석된다. 과거 사례를 감안하면 신규 실행방안은 2025년 말 2026년 초, 즉 15차 5개년 계획 개시 시점에 맞춰 발표될 가능성이 높다.

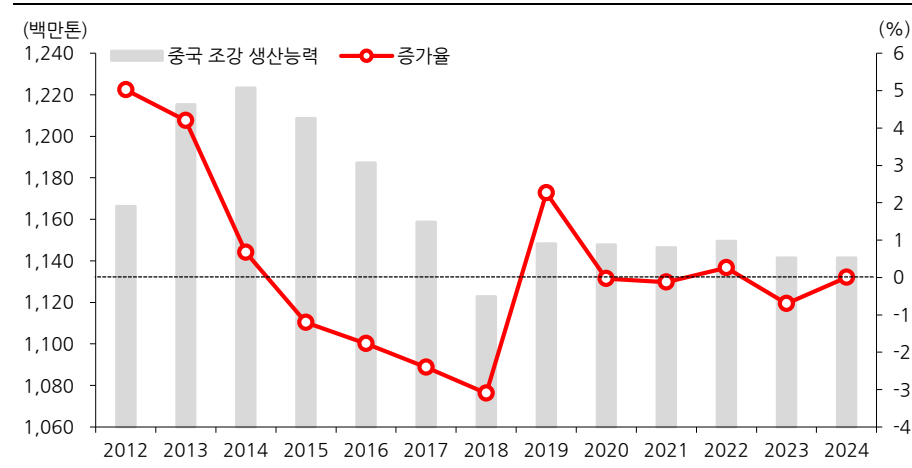
신규 실행방안의 예상되는 방향성은 전국 공통 최소 1.5대1 이상 감축비율 상향, 전기·수소제철 등 프로젝트에 대한 차등 인센티브 확대 등이다. 중국은 2024년 5월 2024-2025년 에너지 절약 및 탄소 배출량 감축을 위한 구체적인 실행 계획을 발표하며, 철강 생산 능력 및 생산량에 대한 통제를 강화하는 동시에 생산 능력 전환 정책을 엄격하게 시행하겠다고 약속한 바 있다. 중국은 과거의 정책 실패를 반복하지 않으려고 할 가능성이 높다.

[표4] 과거 중국 설비 치환 정책

시행 시점	정책 유형	주요 내용
2013.10.15	가이드라인	- 신규 철강 생산 설비의 건설을 전면 금지 - 환경 민감 지역(京津冀, 长三角, 珠三角) 감축 치환 원칙 명시 - 2015년까지 제강 및 제선 각각 15Mt의 폐쇄 목표를 설정함.
2015.04.28	실행방안	- 환경 민감 지역: 치환 비율 최소 1.25:1 적용. 기타 지역은 등량 치환 허용 - 철강 설비 산정 표준 제시
2016.02.04	가이드라인	- 2016~2020년 기간 동안 조강 생산능력 100~150Mt 감축 목표 설정. - 산업 통합 및 구조조정 장려 - 위법 설비에 대한 법 집행 강화
2017.12.31	실행방안	- 환경 민감 지역은 치환 비율을 여전히 최소 1.25:1로 유지, 기타 지역은 감축 치환으로 강화 - BOF에서 EAF로의 치환은 등량으로 허용. - 특수강과 보통강 간의 설비 구분을 폐지하고 통합 기준 도입
2020.01.23	중단조치	- 생산능력 치환 및 프로젝트 등록 전면 중단 지시 - 전국 전수 점검 명령. 과거 정책의 허점(감축 없이 치환 등) 보완 목적
2020.12.31	가이드라인	- 2025년까지의 중기 목표: 철강 구조의 고도화, 수소환원 및 스마트 제조 기술 확산, 고철 사용량 3억 톤 도달 목표, 전기로 비중을 15~20% 수준으로 확대
2021.05.06	실행방안	- 환경 민감 지역: 치환 비율 최소 1.5:1로 상향. 기타 지역은 기존 1.25:1 유지. - 저탄소 설비(EAF, 수소제철 등)는 등량 치환 허용
2024.08.23	중단 조치	- 현행 치환 정책 전면 일시 중단. 전국 전수 점검 이후 제도 재설계 추진 예정 - 정책 효과성 제고 및 15차 5개년 계획 준비 목적

자료: Transition Asia, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 중국 조강 생산능력 추이



자료: OECD, 한화투자증권 리서치센터

2. 공급 조절의 실현 가능성 및 전망

>> 단기 감산의 실현 가능성 및 전망

부동산 침체에 따른 전기로 수익성 악화

하반기에는 두 가지 요인이 맞물리며 연간 최소 4% 수준의 조강 생산 감소가 현실화될 가능성이 높아 보인다. 첫 번째 요인은 부동산 시장 침체 지속으로 인한 전기로 업체들의 수익성 악화다. 실수요 회복은 2026년 이후에나 가능할 것으로 보이며, 현재 철강 가격 반등의 모멘텀은 부재한 상황이다. 특히 봉형강 제품 가격의 약세가 두드러지는데, 중국 철근 현물가는 6월 기준 8.5년 만의 최저치를 기록했다. 성수기에도 수요 회복이 부진한 가운데 비수기 진입과 함께 가격 추가 하락 압력이 존재한다.

전기로 감산은 현실화 중

전기로 업체의 손익 구조는 이미 적자로 전환됐다. 6월 기준 철근 판매는 톤당 평균 122위안의 손실을 기록하며 4주 연속 적자가 지속됐다. 이로 인해 90개 표본 업체의 전기로 가동률은 50% 수준까지 하락하며 실질적인 감산이 진행 중이다. 건설용 철강제품에서의 지속적인 손실 구조가 하반기 전기로 감산을 더욱 가속화할 것으로 보인다.

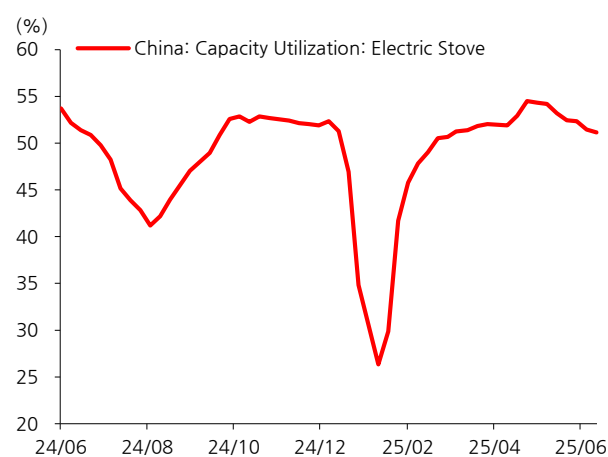
고로 고가동률은 '정책 감산' 명분 제공

두 번째 요인은 고로의 높은 가동률이 오히려 정부의 '인위적 감산' 정책을 정당화하는 근거가 될 수 있다는 점이다. 원료 가격 하락에 힘입어 고로 업체들은 여전히 안정적인 마진을 확보하며 감산 필요성을 느끼지 못하고 있다. 여름철 비수기임에도 고로 가동률은 90% 수준이며, 6월 말 기준 약 59%의 고로 업체들이 수익을 내고 있다. 그러나 이러한 고가동 구조 자체가 향후 정책 주도 감산을 촉진시키는 명분이 될 수 있으며, 이는 공급 축소 기대감으로 시장에 긍정적인 영향을 줄 가능성이 있다.

하반기 감산 정책 강화 가능성

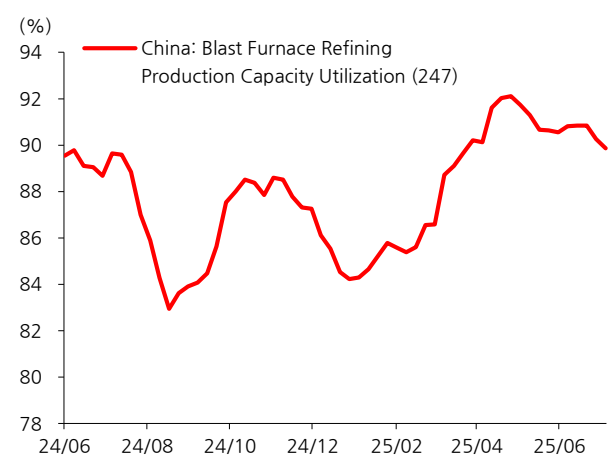
실제로 현재까지의 감산은 환경 규제 명분하에 일부 지역(예: 허베이성 탕산시)에서 소결기 가동률 30% 제한, 고로 가동률 70% 이하 유지 등 선별적 수준에 머무르고 있다. 하반기에는 이보다 강제력 있는 정책적 조치가 도입될 가능성이 크며, 이르면 7월 중 각 성별 감산 할당량이 발표될 수도 있다. 보다 구체적이고 직접적인 생산 억제책이 시장에 가시화될 경우, 철강 업황 회복에 대한 기대감은 더욱 강화될 전망이다.

[그림11] 중국 전기로 가동률 추이



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 중국 고로 가동률 추이



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

5% 감산 달성 가능성 앞서 당사가 중국의 조강 생산량이 최소 4% 감소할 것이라고 전망한 근거는 다음과 같다. 먼저 5% 달성 가능성부터 점검해보면, 연간 5%(5천만 톤) 감산 목표를 달성을 위해 7~12월 월평균 조강생산을 전년 동기 대비 약 6.9% 줄여야 한다는 계산이 나온다. 지난 5월(-6.8% YoY)에 이어 6월에는 감산 폭이 -9.2%로 더욱 확대된 점을 감안하면 달성 가능한 목표라고 판단된다.

4% 감산 달성 가능성 연간 4%(약 4,000만 톤) 감산을 가정해도, 1~6월에 이미 1,735만 톤이 줄어든 만큼 7~12월에는 전년 동기 대비 추가 2,266만 톤, 즉 -4.8%를 더 줄이면 된다(월 평균 7,526만 톤). 이는 지난해 7~12월 월평균 7,903만 톤 대비 월 -377만 톤 줄이는 수준이다. 상기했듯이 전기로 부문은 생산을 이미 줄이고 있고, 전체 중 59%가 이익을 내고 있는 고로 업체의 감산 여력이 큰 상황은 정책당국의 감산 의지를 자극할 것이다. 중국철강공업협회(CISA) 역시 올해 전체 생산이 전년 대비 -4% 안팎으로 감소할 것이라는 전망을 제시한 바 있다. 이에 최소 4% 감산 전망은 타당하다고 판단된다.

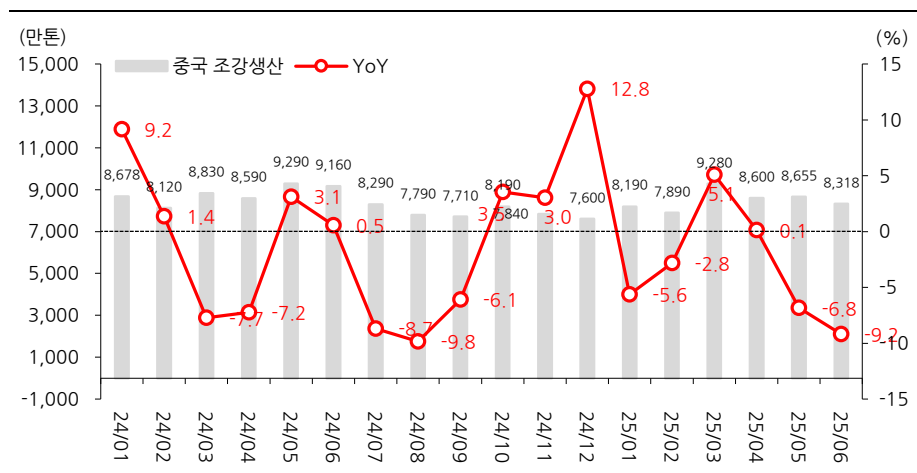
[표5] 중국 4% vs 5% 감산 시나리오별 2025년 필요 조강 생산량 테이블

(단위: 만톤)

	설명	2024년	2025년 (4% 감산)	2025년 (5% 감산)
(A) 1~6월 실적	발표치 누계	52,668	50,933	50,933
(B) 연간 조강 생산량 목표	2024년 실적 - 감산목표	-	96,088	95,088
(C) 필요 7~12월 생산량	(B) - (A)	-	45,155	44,155
(D) 7~12월 전년 실적	2024년 7~12월 실적	47,420	-	-
(E) 7~12 감축 요구 YoY	YoY (D)-(C)	-	-2,266 -4.8%	-3,266 -6.9%
(F) 필요 월평균 생산	(C) / 6	7,903	7,526	7,359

자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림13] 월별 중국 조강 생산량 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

>> 영구 생산능력 감축의 실현 가능성 및 전망

2027년까지 점진적 감축
전망, 정책 전환기 주목

당사는 2027년까지 중국 철강업계의 설비 규모가 완만하게 감축될 수 있다고 전망한다. 이는 단기적 감산과 더불어 글로벌 철강 시장의 공급과잉 우려를 일정 부분 완화할 수 있는 요인이다. 이는 중국이 과거의 구조조정 성공·실패 경험과 정책 전환기를 바탕으로 감축 의지를 갖고 있기 때문이다. 특히 2025년 말 또는 2026년 초에 발표될 것으로 예상되는 신규 치환 정책은 더 높은 치환 비율을 적용할 가능성이 커, 명목상으로는 기존 정책보다 강도가 강화될 전망이다.

실질적 감축 효과 여부

다만 실제 설비 감축 효과는 정책 집행을 뒷받침할 감독 인프라의 강화 수준에 따라 달라질 수 있다. 특히 가동을 멈춘 유헴 설비만을 폐쇄 대상으로 삼아 공급 감소 효과가 미미할 것이라는 의구심은, 2021년 시행된 설비치환정책의 선례를 통해 해소될 수 있다. 당시 정책은 '유헴 설비'라는 모호하고 일시적일 수 있는 기준 대신, 법적·재무적으로 검증 가능한 구체적인 범주들을 교체 대상에서 명시적으로 제외함으로써 정책의 실효성을 담보했다.

과거 정책의 세부 기준과
실효성 확보 장치

구체적으로, 당시 정책은 교체 대상에서 (1) 구조조정 절차를 밟지 않은 한계 상황의 '좀비 기업'이 보유한 설비, (2) 기술적으로 뒤떨어지고 오염 유발이 심한 '낙후 설비', (3) 정부 보조금을 받고 공식적으로 폐쇄된 '퇴출 설비'를 명확히 제외했다. 이 범주들은 사실상 가동이 어렵거나 시장 경쟁력을 완전히 상실하여 유헴 상태일 가능성이 매우 높은 설비들이다. 중요한 점은, 이 기준들이 일시적인 가동 중단 상태가 아닌, 기업의 재무 건전성, 기술 수준, 법적 퇴출 여부 등 객관적으로 증명 가능한 상태를 기반으로 한다는 점이다. 이는 정상 설비를 잠시 멈춰 유헴 설비로 둔갑시켜 교체 대상으로 악용하는 행위를 차단하는 장치라고 판단된다.

차기 정책의 방향성

이러한 2021년의 선례는 2025년 하반기나 2026년 상반기에 발표될 신규 정책의 방향성을 예측하는 중요한 바로미터이다. 차기 정책은 과거와 같이 검증 가능한 기준을 통해 실질적인 감축을 유도하는 규제 틀을 바탕으로 더욱 강화할 가능성이 높다. 따라서 시장은 새로운 설비치환 정책을 단순한 노후 설비 정리가 아닌, 중국 정부의 실질적인 공급 구조 개혁 의지의 연장선으로 해석해야 한다. 향후 정책의 실제 파급력은 감축 목표 수치보다, 어떤 종류의 설비가 교체 대상에서 제외되는지에 대한 세부 조항에 따라 판가름 날 것이다.

[표6] 2021년 철강 설비치환 정책: 교체 대상 제외 생산설비

제외 대상	세부내용	함의
좀비 기업 생산능력	청산 절차를 완료하지 않은 '좀비 기업'이 보유한 생산능력	비가동 자산의 교체 대상화 및 인위적 가치 부여 차단
낙후 생산능력	기술 및 환경 기준에 미달하는 노후화된 생산능력	경쟁력 없는 설비의 교체 참여 방지
보조금 지원 퇴출 생산능력	과거 정부 보조금을 받고 공식적으로 시장에서 퇴출된 생산능력	퇴출 설비 재활용에 따른 이중 수혜 및 통계 왜곡 방지
과잉 생산능력 해소 대상	국가의 철강 생산능력 감축(去产能) 과제로 이미 지정된 생산능력	국가 감축 계획과 개별 기업 교체의 중복 계산 방지
디타오강 생산능력	폐철강을 불법적인 방식으로 녹여 만드는 저품질 철강 생산 설비	불법 설비의 합법 자산화 및 시장 교란 원천 차단
비(非)철강업종 제련 설비	주조나 합금철 생산 등 철강 산업에 속하지 않는 제련 설비	타 산업 설비가 철강 설비 교체에 편법 동원 방지

자료: 중국 공업정보화부(MIT), 한화투자증권 리서치센터

2027년까지 중국 조강
생산능력 0.7% 감소 전망

2027년까지 중국의 조강 생산능력은 2024년 대비 최소 0.7% 감소할 것으로 예상된다. 특히 올해 말 또는 내년 초에 발표될 것으로 보이는 신규 설비 치환 정책은 이전 정책 (2021~2024년)의 평균 이행률인 약 77%를 최소한 달성할 가능성이 높다. 과거 정책은 미흡한 실행력을 이유로 2024년 8월 일시 중단된 바 있으며, 중국 당국이 이를 ‘실패한 정책’으로 평가한 만큼, 향후 정책에서는 보다 강력한 집행력과 엄격한 감독 기준이 적용될 것으로 보인다.

강화된 설비 치환 정책과
최소 1.5:1 이상의 치환비
적용 예상

향후 발표될 중국의 신규 설비 치환 정책은 이전보다 강화된 형태로 나타날 가능성이 크며, 최소한 1.5:1 이상의 치환비(철거 : 신설)가 적용될 것으로 전망된다. OECD가 지난 5월 발간한 『Steel Outlook 2025』에 따르면, 2025년부터 2027년까지 중국에서 계획 중인 신규 증설 생산능력은 총 4,730만 톤이다. 이를 토대로 최소 치환비 1.5:1 및 이행률 77%를 적용해 계산하면 실제 철거되는 설비는 약 5,470만 톤이며, 순감량은 약 733만 톤($4,730 - 4,730 \times 1.5 \times 77\%$)으로 추산된다. 이는 중국 전체 조강 생산능력 대비 약 0.7%에 해당하는 수치로, 제한적이지만 구조적 감산 효과가 현실화될 가능성 자체가 의미가 있다.

실제 치환비 및 이행률에
따라 감축 효과는 더 커질
가능성

실제 적용될 치환비와 정책 이행률은 위의 보수적 전망보다 높아질 가능성이 크다. 치환비와 정책 이행률을 달리 설정해 민감도 분석을 수행한 결과, 현실적으로 치환비는 1.5~2.0, 정책 이행률은 70~90%의 범위에서 형성될 가능성이 높다. 이러한 변수 조합에 따라 중국의 생산능력 순감폭은 최소 240만 톤에서 최대 3,780만 톤까지 크게 벌어질 수 있다.

[표7] 2025~2027 중국 설비 치환 정책에 따른 생산능력 순감축률 시나리오 (2024년 대비)

치환비 x 이행률	70%	80%	90%
1.50 : 1	-0.21%	-0.83%	-1.45%
1.75 : 1	-0.93%	-1.66%	-2.38%
2.00 : 1	-1.66%	-2.49%	-3.31%

자료: 한화투자증권 리서치센터

>> 공급 축소 실현 가능성을 높이는 외부 압력: 對중국 무역규제 심화

무역규제 강화, 중국 철강
공급 축소 압박으로 작용

글로벌 무역규제 강화는 중국 철강 수출의 하방 압력을 높여, 중국 내 단기 감산과 영구적 생산능력 감축의 실현 가능성을 높이는 핵심적인 외부 압력으로 작용하고 있다. 과거 중국 철강사들은 내수 부진을 타개하기 위해 수출 확대를 단기 해법으로 삼아왔으나, 이로 인해 급증한 무역 마찰이 이제는 오히려 중국 내부의 구조조정을 촉진하는 역설적인 상황을 만들고 있다.

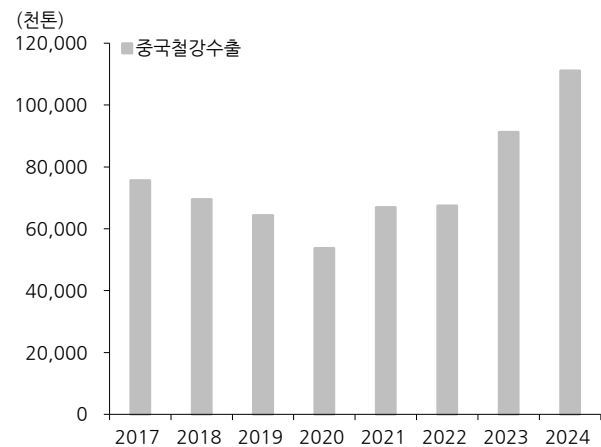
반덤핑 조사 급증

전 세계적인 보호무역주의 강화 추세는 수치로 명확히 드러난다. 2024년부터 2025년 2월까지 중국산 철강에 대한 반덤핑 조사는 총 29건에 달해 직전 3개년의 두 배 수준이다. 이러한 흐름은 2025년에도 이어져, 한국과 베트남 등 주요 수입국들은 1,000만 톤이 넘는 중국산 판재류에 대해 반덤핑(AD) 관세를 부과했다.

수출 한계 도달과 내수 전이,
감산 명분 강화

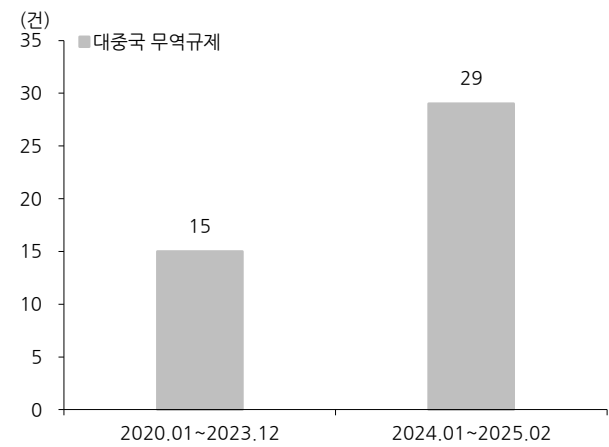
이처럼 갈수록 악화되는 무역 환경은 중국의 철강 수출에 직접적인 하방 압력으로 작용한다. 2024년 9년 만에 최고치를 기록했던 중국의 철강 수출은 점차 한계에 부딪힐 수밖에 없으며, 실제 현지에서는 2026년에는 더 큰 압력에 직면할 것이라는 전망이 나온다. 결국 수출길이 막힌 철강 물량은 내수 시장의 공급 부담을 가중시키므로, 중국 정부는 과잉 설비를 해소하고 생산량을 조절해야 할 더 큰 명분을 갖게 된다.

[그림14] 연도별 중국 철강 수출 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 대중국 철강 무역규제 건수



자료: S&P Global, 한화투자증권 리서치센터

[표8] 중국산 철강을 대상으로 진행 중인 무역 조사('24.5~'25.2 월)

조사 개시일	국가	관세 조사 대상 제품	'24년 對中 수입량 (톤)	YoY
'25.2 월	말레이시아	용융아연도금강판	448,009	5.33%
'25.1 월	페루	선재	239,276	42.82%
'25.1 월	페루	용접강관	176,846	49.37%
'24.12 월	튀르키예	냉연코일, 용융아연도금강판, 컬러강판	1,192,478	2.34%
'24.12 월	태국	강관	142,406	△1.77%
'24.12 월	인도	판재류	1,854,376	18.14%
'24.11 월	호주	열연코일	117,042	15.53%
'24.11 월	태국	H 형강	122,049	94.35%
'24.10 월	이집트	냉연코일, 용융아연도금강판, 컬러강판	417,079	20.15%
'24.10 월	말레이시아	선재	153,155	50.27%
'24.10 월	과테말라	용융아연도금강판	239,286	21.64%
'24.9 월	인도	무방향성 전기강판	467,967	12.38%
'24.9 월	브라질	컬러강판	327,215	90.14%
'24.9 월	브라질	용융아연도금강판, 알루미늄-아연 합금도금강판	1,313,944	33.71%
'24.8 월	호주	코너비드, 앵글형강	505,259	0.74%
'24.8 월	브라질	냉연코일	484,109	15.71%
'24.6 월	튀르키예	석도강판	87,898	107.38%
'24.6 월	베트남	도금강판, 강판	976,201	26.16%
'24.5 월	EU	무계목강관	176,062	△18%
합계			9,440,657	15.07%

자료: POSRI, 중국 상무부, 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[표9] 중국산 철강에 대한 무역 조치 판정(예비 판정 포함)이 완료된 사례

관세 부과 (예비) 판정 발표일	국가	관세 부과 대상 제품	관세 부과 내용	'24년 對中 수입량 (톤)
'25.2 월	베트남	열연코일	19.38~27.83%의 반덤핑 관세 부과. 3.7일부터 발효해 120일간 유효	3,000,000
'25.2 월	대한민국	후판	27.91~38.02%의 잠정 반덤핑 관세 부과안을 의결. 3월 말까지 확정	1,662,673
'25.1 월	콜롬비아	용융아연도금강판, 알루미늄-아연 합금도금강판	1.74~94.64%의 확정 반덤핑 관세 부과, '25.1~'30.1 월 동안 유효	133,006
'25.1 월	EU	석도강판	예비 판정 결과, 25.3~65.6% 반덤핑 관세 부과, '25.1~7 월 동안 유효	161,201
'25.1 월	말레이시아	석도강판	예비 판정 결과, 2.52~18.18% 반덤핑 관세 부과, '25.1~5 월 동안 유효	48,970
'24.10 월	튀르키예	열연코일	15.42~43.31%의 확정 반덤핑 관세부과, '24.10~'29.10 월 동안 유효	2,190,218
'24.9 월	캐나다	선재	34~46.2%의 확정 반덤핑 관세 부과, '24.9~'29.9 월 동안 유효	16,312
'24.8 월	태국	열연코일	30.91%의 반우회덤핑 관세 부과, '28.9월까지 유효	172,014
'24.6 월	튀르키예	선재	세이프가드 조치 시행 발표. '25.1.6일까지 U\$175/톤, '26.1.6일까지 U\$170/톤, '27.1.6일까지 U\$165/톤 추가 지불	130,863

자료: POSRI, 중국 상무부, 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

3. 국내 반덤핑 이슈 영향 분석

>> 그렇다면 한국은?: 중국·일본 대상 반덤핑 규제 진행中

과거 중국산 H형강 유입에
대응한 대표적 반덤핑 조치
사례

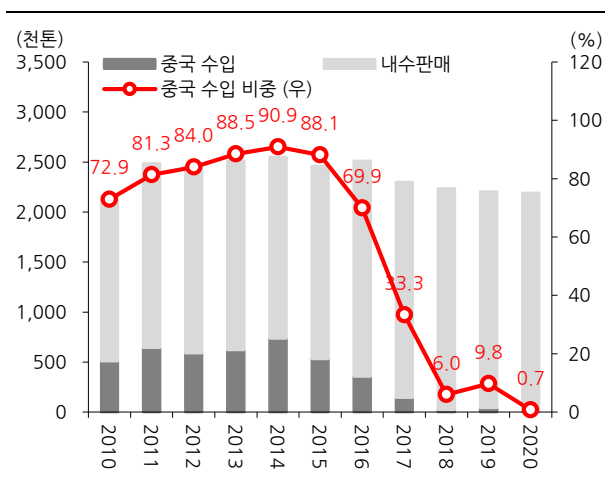
과거 중국산 H형강에 대한 성공적인 반덤핑 조치 사례는, 현재 진행 중인 후판 및 열연 강판 규제의 긍정적 효과를 기대하게 하는 중요한 선례다. 한국은 그동안 중국산 철강 재의 저가 공세에 무역규제로 대응해왔으며, 2010년대 초반 연간 최대 100만 톤에 달하는 중국산 H형강이 유입되어 국내 시장을 잠식했을 때 취한 조치가 대표적이다. 당시 현대제철·동국제강 등 국내 업체가 2014년 제소에 나섰고, 2015년부터 5년간 최대 33%의 반덤핑 관세가 부과되면서 실질적인 효과가 나타났다.

2015년 반덤핑 관세 부과
이후 수입 감소·가격 정상화
효과 확인

실제로 관세 부과 이후 중국산 H형강 수입은 급감했다. 2014년 국내 H형강 수입의 91%를 차지하던 중국산 비중은 2018년 6%까지 감소했으며, 위축됐던 내수 가격 역시 2017년과 2018년에 각각 9.9%, 9.8% 상승하며 정상화되는 모습을 보였다

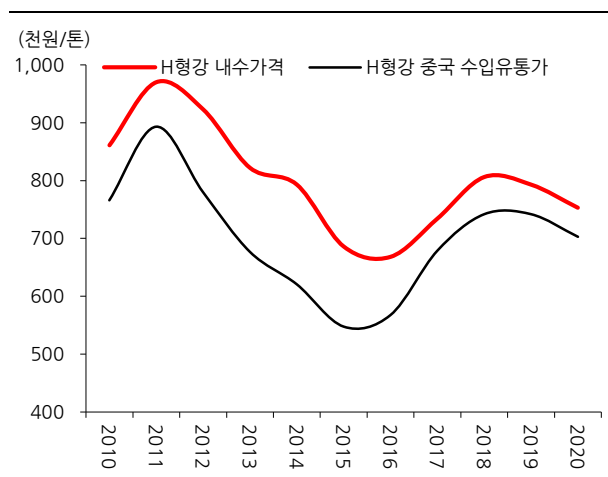
이후 2020년 해당 조치의 기간 만료를 앞두고 업계 요청에 따라 재심사가 이루어졌으며, 덤핑 재발 우려가 인정되어 5년 추가 연장이 확정됐다. 다만 2016년~2023년 사이에는 한국의 중국산 철강재에 대한 반덤핑 조치가 거의 없었다. 그러나 철강 업황의 부진이 지속되면서 업계의 분위기가 변화하고 있으며, 2024년부터 실제 행동으로 이어지고 있다. 현재 산업의 기초 소재로 광범위하게 이용되는 후판과 열연에 반덤핑 이슈가 동시에 진행되고 있다.

[그림16] H형강 중국 수입·한국 내수판매 추이



자료: 한국철강협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] H형강 내수가격, 중국 수입 유통가 추이



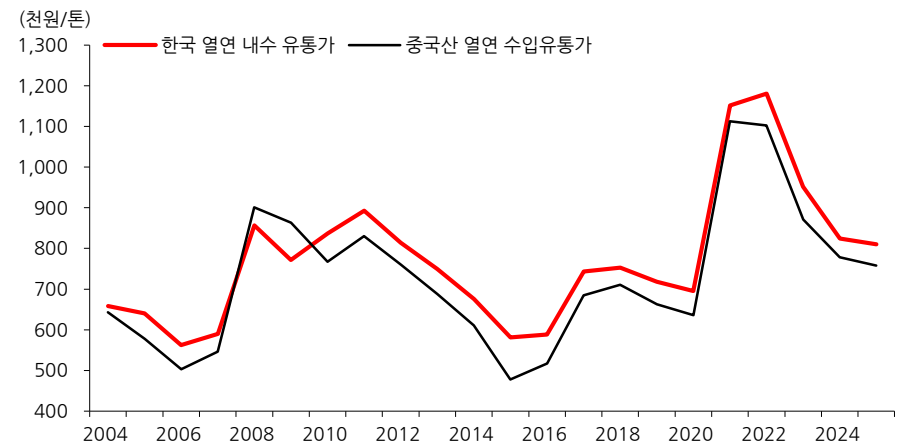
자료: 한국철강협회, 스틸데일리, 한화투자증권 리서치센터

>>후판과 열연 반덤핑 제소

후판 반덤핑 조사, 2024년 하반기 본격 착수	2024년 하반기부터 한국 정부는 중국산 후판과 열연을 대상으로 본격적인 반덤핑 조사에 착수했다. 후판의 경우, 2024년 7월 현대제철이 중국산 제품의 저가 덤핑 판매로 인한 피해를 주장하며 산업통상자원부 무역위원회에 조사를 요청한 것이 발단이였다.
무역위, 중국산 후판에 최대 38% 관세 건의	이에 무역위원회는 2월 20일, 중국산 후판이 덤핑 판매되고 있으며 이로 인해 국내 산업이 실질적인 피해를 입을 가능성이 있다는 판단을 내렸다. 이와 함께 중국 업체에 대해 최대 38.02%의 높은 관세율을 건의하며 정부의 강한 산업 보호 의지를 반영했다.
기재부, 잠정 관세 부과 결정	이어 기재부는 무역위 판단을 수용해, 4월 24일부터 중국산 후판에 대해 4개월간 최대 38.02%의 잠정 덤핑방지관세를 부과하기로 결정했다. 예비판정 이후 3~5개월 내에 최종 판정이 내려지는 관행을 고려하면, 중국산 후판에 대한 최종 관세 부과 여부와 구체적인 세율은 빠르면 2025년 7월 말, 늦어도 10월 이전에는 확정될 전망이다.
열연강판도 반덤핑 조사 개시	후판에 이어 열연강판에서도 중국과 일본산 제품의 저가 공세에 대한 국내 철강업체의 경계감이 높아지는 가운데, 현대제철은 2024년 12월 19일 중국 및 일본의 주요 열연강판 생산업체들을 대상으로 산업통상자원부 무역위원회에 반덤핑 조사를 정식으로 요청했다. 무역위원회는 이 신청을 받아들여, 2025년 3월부터 중국산 및 일본산 열연강판에 대한 반덤핑 조사를 공식 착수했다.

조사 시작 이후 무역위는 3~5개월 이내에 예비판정을 내리는 절차를 밟는다. 예비결과는 2025년 7월 또는 8월 도출될 전망이다. 예비판정 결과에서 덤핑 행위와 이에 따른 국내 산업의 실질적 피해가 확인될 경우, 무역위원회는 정부에 잠정 반덤핑관세 부과를 건의하게 되며, 이후 추가 심리를 거쳐 예비판정일로부터 통상 3~5개월 이내에 최종 판정이 내려질 전망이다. 특히 열연강판은 조사 대상국이 중국과 일본 두 국가에 걸쳐 있고, 자동차 및 가전 등 주요 수요산업 전반에 미치는 영향이 큰 제품인 만큼, 정부는 보다 신중하고 정밀한 검토 과정을 거칠 것으로 보인다.

[그림18] 한국 열연 내수 유통가/중국산 열연 수입 유통가 추이



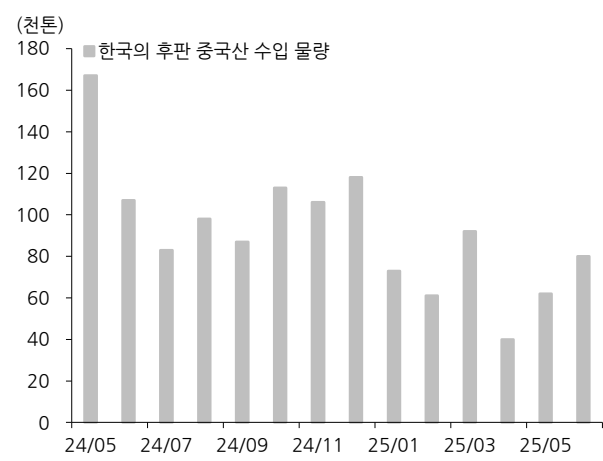
주: 도착도 기준 가격을 확인할 수 있는 중국산 기준 데이터를 기준으로 비교

자료: 스틸데일리, 한화투자증권 리서치센터

후판 수입 동향 2025년 4월 24일부터 중국산 후판에 대한 잠정 덤핑방지관세가 부과되면서 국내 시장은 큰 변화를 맞고 있다. 관세 부과 이후 중국산 후판, 특히 일반 유통용 물량 수입은 사실상 중단됐었다. 그러나 최근에는 중국산을 대체하기 위해 일본산 수입이 늘고 인도네시아산 후판 오퍼까지 등장하며 우회 수입에 대한 우려가 커지고 있다. 최종 판정을 위한 조사는 8월 4일까지로 연장되어, 최종 관세를 확정하는 이르면 7월 말 이후 이루어질 전망이다.

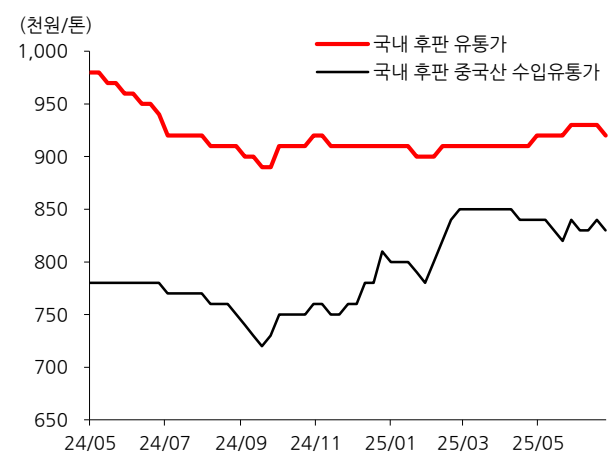
열연 수입 동향 후판에 이어 중국 및 일본산 열연강판에 대한 반덤핑 조사 역시 2025년 3월 공식 착수됐으며, 시장의 관심은 이르면 7월 말로 예정된 예비판정에 집중되고 있다. 관세 부과를 앞두고 5월 중국산 수입량이 8년 2개월 만에 최대치를 기록하는 등 '밀어내기 수출'이 나타났으며, 이로 인해 쌓인 저가 재고가 7월 초 현재까지 시장을 압박하는 주요인으로 작용하고 있다. 이 때문에 제조사들의 가격 인상 시도에도 불구하고 유통가격은 80만원 초반대에서 정체돼 있으며, 중국산 수입재와 가격 차를 보이고 있다. 예비판정 결과는 강관 등 하위 산업의 하반기 가격 정책을 결정지을 분수령이 될 전망이다.

[그림19] 중국산 후판 수입 물량 추이



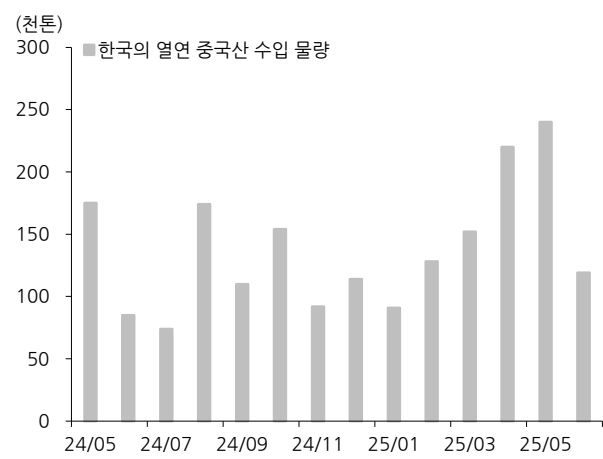
자료: 한국철강협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림20] 국내 후판 내수 유통가수입 유통가 추이



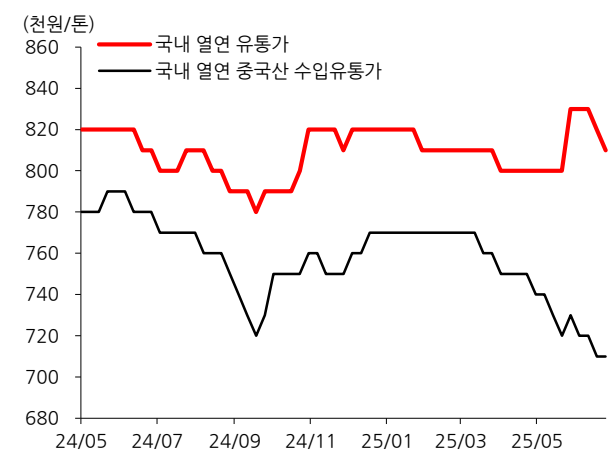
자료: 스틸데일리, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] 중국산 열연 수입 물량 추이



자료: 한국철강협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] 국내 열연 내수 유통가수입 유통가 추이



자료: 스틸데일리, 한화투자증권 리서치센터

>> 후판 · 열연 반덤핑 영업이익 영향 분석

반덤핑 관세가 후판·열연
이익에 미치는 영향

향후 후판 및 열연에 대한 반덤핑 관세는 두 품목의 구조적인 가격 상승과 국내 철강사의 유의미한 이익 증가로 이어질 것으로 전망된다. 과거 H형강 사례에 기반해 해외 점유율이 15%p 감소하는 시나리오를 적용하면, 이론상 포스코(국내 철강)와 현대제철(별도)의 영업이익은 각각 58.1%, 67.1%까지 상승할 수 있는 것으로 분석된다.

이익 개선의 핵심 요인: 가격
상승 효과

이러한 이익 개선의 핵심 동력은 가격 상승이다. 최근 10년(2015~2024년) 데이터 분석 결과, 후판과 열연 모두 해외 점유율이 1%p 축소될 때마다 국내 가격이 각각 9,000원, 6,700원씩 상승하는 통계적으로 유의한 관계가 확인됐다. 이에 따라 15%p의 점유율 감소는 10년 평균 가격 대비 후판을 약 16%(+13.5만 원), 열연을 약 13%(+10.1만 원) 인상시키는 효과를 가져온다.

H형강 사례에서 도출한
시나리오의 근거

이러한 시나리오의 근거는 과거 H형강 사례다. 반덤핑 관세의 가장 직접적인 효과는 해외 시장 점유율 감소로 판단된다. 실제 H형강에 대한 관세 부과 이후 5년간 해외 점유율은 연평균 약 15%p씩 하락하는 패턴을 보였으며, 이 경험적 수치를 후판과 열연에 동일하게 적용하여 미래 영향을 예측했다.

[표10] 반덤핑 시나리오(해외 점유율 15%p 하락 가정) 실적 영향 비교

구분	분석 항목	포스코(국내 철강)	현대제철(별도)
후판	1%p 점유율↓ 당 가격	+ 8,970 원/톤	+ 8,970 원/톤
	가격 상승폭	+ 13.5만 원/톤 (약 16% 상승)	+ 13.5만 원/톤 (약 16% 상승)
	영업이익 증가액	약 7,320억 원	약 3,960억 원
	영업이익 증가율	+26.3%	+40.9%
열연	1%p 점유율↓ 당 가격	+ 6,700 원/톤	+ 6,700 원/톤
	가격 상승폭	+ 10.1만 원/톤 (약 13% 상승)	+ 10.1만 원/톤 (약 13% 상승)
	영업이익 증가액	약 8,820억 원	약 2,530억 원
	영업이익 증가율	+31.7%	+26.2%
합산	총 영업이익 증가액	약 1조 6,140억 원	약 6,490억 원
	총 영업이익 증가율	+58.1%	+67.1%

주: 모든 수치는 2015~2024년 10개년 데이터를 기반으로, 해외 점유율 15%p 감소 시나리오를 적용하여 산출한 추정치. '영업이익 증가율'은 각 제품의 이익 증가 효과가 10년 평균 영업이익에서 차지하는 비중을 의미

자료: 한화투자증권 리서치센터 추정

4. 수요 측면: 중국 부동산 회복, 방향성이 중요

>> 중국의 일관된 부양 의지

중국 정책 일관성, 철강 회복
기대의 근거

2024년부터 이어온 중국의 부동산 부양에 대한 일관된 정책 의지는 글로벌 철강 업황의 점진적 회복 전망의 근거가 된다. 중국 부동산 회복세는 5월 둔화된 상황으로 하반기 중국의 추가적인 부동산 부양이 예상된다. 단, 추가 부동산 정책이 기대에 미치지 못한다면 중국의 부동산 부진은 더 길어질 수 있는 점은 감안해야 한다.

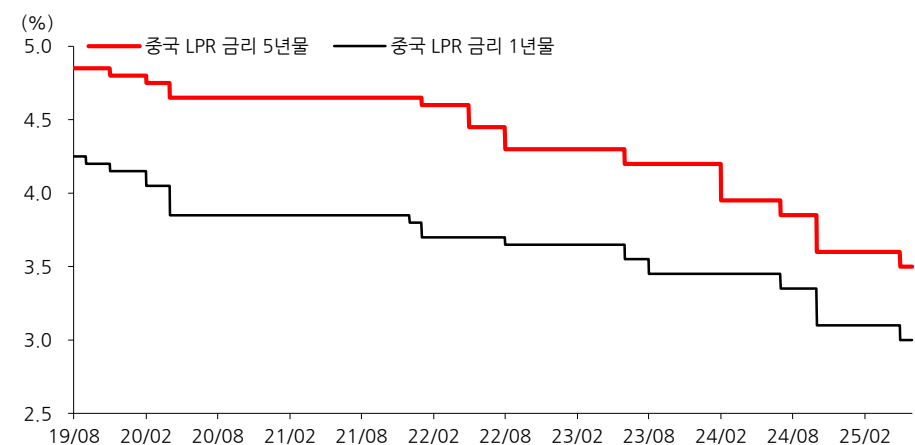
3~6월 연속된 정책 이행,
방향성과 강도 모두 확인

중국은 연초부터 공급 확대, 규제 완화, 대규모 금융 지원 정책을 단계적으로 시행했다. 올해 시작은 3월 양회 정부 업무보고에서 ‘부동산 시장 안정’을 명시하며 정책 방향을 공식화한 것이다. 이후 4월에는 베이징 등 주요 1선 도시의 구매 제한을 완화하고 계약금 비율을 낮추었으며, 5월에는 지급준비율(50bp)과 정책금리(10bp) 및 주택공적금 대출금리(25bp)를 모두 내리는 ‘패키지 금융 정책’으로 유동성을 확대했다. 가장 최근인 6월 국무원 상무회의에서는 ‘부동산 발전 신모델’과 ‘좋은 주택’ 건설을 강조하며 정책의 강력하고 착실한 이행을 재차 주문했다.

LPR 인하, 구조적
전환점이자 부양 지속의
신호

특히 LPR 금리 인하는 주택 구매자의 금융 부담을 직접적으로 낮추는 조치로, 올해에도 부동산 부양의지가 계속될 것을 시사한다. 2025년 5월 20일, 주택담보대출의 기준이 되는 5년물 LPR이 10bp 하락한 3.50%로 조정되며 2019년 LPR 제도 도입 이후 역대 최저치를 기록했다. 이는 2024년에 이미 모기지 대출 금리의 하한선이 폐지됐기에 더욱 의미가 있다. 은행이 시장 상황에 따라 자유롭게 금리를 정할 수 있는 구조가 마련된 상태에서 기준금리인 LPR이 내려가자, 주택담보대출 이자율 하락으로 즉시 연결될 수 있게 됐다.

[그림23] 중국 LPR 금리 추이



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

>> 중국 내수 부양을 위해 추가 부동산 부양은 필수적

성장률 달성 위해 부동산 안정이 핵심 과제로 부상

중국 정부는 2025년 ‘약 5%’ 성장률 목표를 고수하고 있으며, 목표 달성의 선결 조건으로 부동산 시장 안정을 과제로 삼고 있다. 주요 기관들의 전망은 다소 엇갈리지만 대체로 정부 목표치를 밑돌고 있다. 실제로 세계은행, OECD 등 다수 기관이 4% 중반의 성장률을 예상하는 가운데, Moody’s는 대미 관세 강화와 주택경기 둔화를 이유로 2025년 성장률을 3.8%까지 낮춰 잡으며 하방 리스크를 부각했다. 성장률 목표와 시장 전망의 괴리를 좁히기 위해 정부가 부동산 부양 기조를 유지할 가능성이 높다. 부동산 및 연관 산업은 중국 GDP의 25% 정도를 차지한다. IMF는 미완공 주택 프로젝트 완공과 실수요자 보호를 위해 GDP 대비 5% 규모의 재정을 3~5년에 걸쳐 투입하라고 권고하며, 중국의 재정 여력도 충분하다고 평가했다.

정책 수단을 통한 부동산 부양 지속 전망

이러한 내외부적 상황을 고려할 때, 중국 정부는 관세 불확실성과 부동산 침체를 극복하기 위해 하반기 부동산 추가 정책 발표할 것으로 기대된다. 먼저, 1선 도시 전면 구매제한 해제 가능성이 있다. 현재 4대 도시 중 광저우만 해제한 상태로, 상하이·선전 등으로의 확대 여부가 주목된다. 또한, 2024년 11월 중국은 유희 토지 및 미분양 주택 매입에 특수목적채(SPB) 사용을 허용했으며, 2025년 3월 양회에서 발행 한도를 5,000억 위안 증액한 만큼, 지방정부와 금융 플랫폼을 통한 매입 확대가 예상된다. 일부 도시에서 시행 중인 구매 보조금 지급도 내수 진작 수단으로 전국 확대될 가능성이 있다.

[표11] 2024년, 2025년 중국 주요 부동산 시장 완화 정책

시기	정책명/회의명	주요 내용
2024.01	화이트리스트 제도 도입	미완공 주택 재정지원, 10월까지 2.23조 위안 승인, 연말 4조 위안 예상
2024.05	5·17 대책	지방정부 미분양 매입 허용, 금리·계약금 인하, 모기지 이자율 인하, LTV 규제 완화
2024.09	1선 도시 규제 완화	광저우 주택구매 제한 전면 해제, 북경·상해·선전 일부 완화
2024.09	통화완화 조치	주택담보대출 계약금 비율 15%로 인하, 기준금리 인하(RRR -0.5%)
2024.10	LPR 인하	1년물 3.10%, 5년물 3.60%로 사상 최저
2024.11	세제 인센티브 및 특수채	주택토지 거래 세금 감면, 공실 상가유희 토지 매입 허용
2025.03	양회 정부 업무 보고	‘부동산 시장 안정’ 최초 명시, 주택담보대출 금리 인하 및 개발사 금융 지원 약속
2025.04	1선 도시 규제 완화	베이징 등 1선 도시 구매 제한 완화, 계약금 비율 및 대출 금리 인하
2025.05	금융 정책 패키지	기준율 50bp 인하, 정책금리 10bp 인하, 공격금 대출금리 25bp 인하
2025.06	국무원 상무회의	시장 안정을 강하게 추진한다는 주제로 추가 부양책 시행 필요성 제기

자료: 언론보도 종합, 한화투자증권 리서치센터

>> 중국 부동산 지표

거래·가격 지표는 바닥 통과
조짐

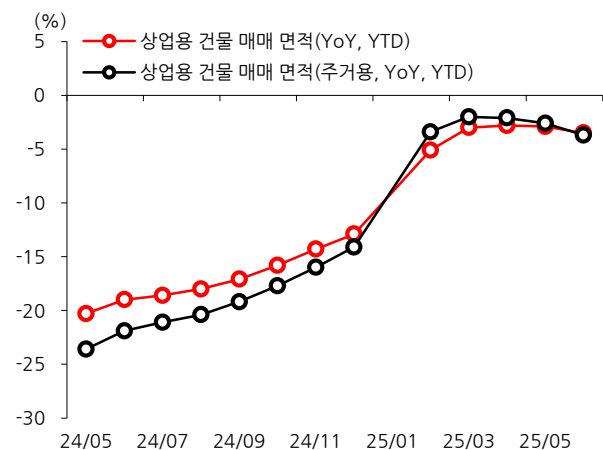
중국 부동산 지표는 5월부터 재둔화세로 전환되어, 정부의 추가 부양책 발표 가능성을 높이고 있다. 작년부터 이어진 정책 지원으로 4월까지 일부 지표가 개선되는 흐름을 보였으나, 비수기 영향과 기존 정책 효과의 약화로 회복 동력이 다시 약해진 것이다.

주요 지표의 둔화세는 뚜렷하다. 2025년 4월까지 전월 대비 0.1% 감소하며 보합세를 보이던 신축 주택가격지수는 5월부터 다시 하락세로 전환됐다. 다만 장기적 관점에서는 시장이 바닥을 다지는 과정에 있다고 판단된다. 2025년 상반기 누적 거래면적은 전년 동기 대비 3.5% 감소하며, 2024년 6월의 19.0% 감소에 비해 그 폭이 크게 축소됐다.

착공·투자 지표는 여전히
부진, 철강 수요 회복은 정책
효과의 후행 변수

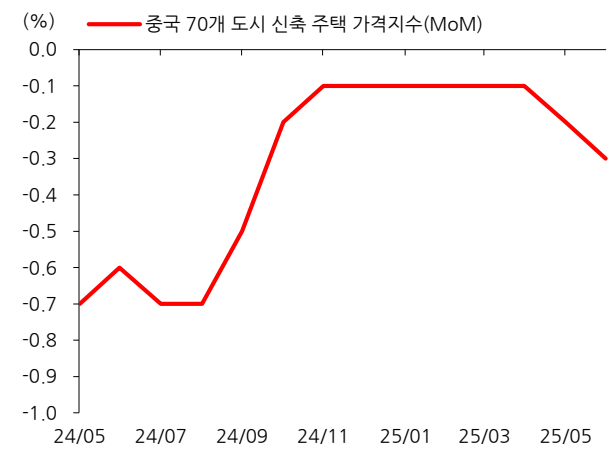
부동산 신규 착공 면적이나 고정자산 투자와 같은 핵심 선행 지표들은 여전히 두 자릿수 감소율을 기록하며 부진을 면치 못하고 있다. 이러한 지표의 부진은 부동산 경기의 본격적인 회복을 위해서는 추가적인 정책 지원이 필수적임을 시사한다. 추가 정책으로 지표들이 상승세로 전환된다면, 철강 업황 탄력을 더하는 계기가 될 것이다.

[그림24] 중국 주거용 부동산 거래 면적 및 증가율 추이



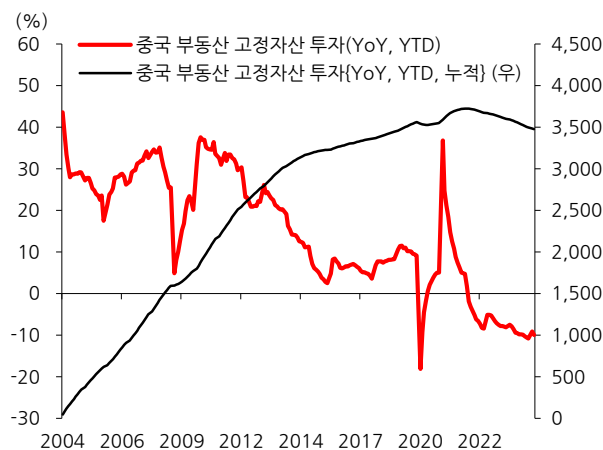
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 중국 주택가격 지수 추이



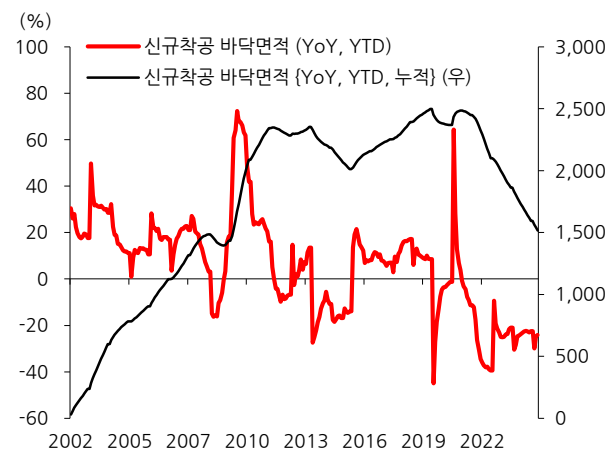
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 중국 부동산 고정자산투자 증감률 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] 중국 신규착공 바닥면적 증감률추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

>> 바닥은 확인중: 슬슬 분할 매수에 나서야 할 시기

국내 철강 저점 매수 유효
구간 도래

지금은 국내 철강업종에 대한 저점 매수가 유효한 구간으로 판단된다. 중국 정부의 일관적인 부동산 부양의지를 감안할 때, ① 2026년 상반기 주택거래 YoY 플러스 전환 → ② 2026년 하반기 착공 YoY 반등 → ③ 중국 열연 가격 회복이라는 순환이 재현될 수 있다. 이 과정에서 중국발 덤핑 수출이 줄어들어 글로벌 가격 하방 압력도 완화될 전망이다. 2026년 하반기 착공 회복 시점에는 봉형강 업체 중심 비중 확대를 권고한다.

거래면적 회복
→ 착공가격 상승

중국 부동산 시장의 선행지표인 거래면적(주거용)은 바닥을 확인하고 회복 국면에 진입했으며, 이는 시차를 두고 착공면적의 회복과 중국 내 철강 가격 상승으로 이어질 것이다. 월별 발표되는 중국 부동산 YTD YoY 데이터는 정책·계절 노이즈가 크므로 12개월 이동평균으로 장기 추세를 확인했다.

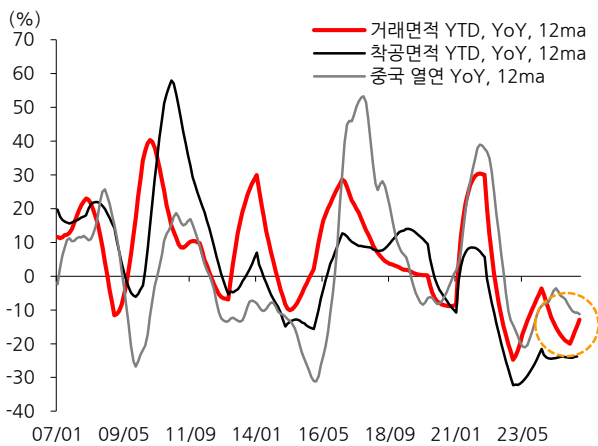
거래 반등 후
2026년 상반기
착공 반등 가능성

12개월 이동평균 기준 주택 거래면적 증감률(YoY)은 저점을 통과하며 회복 신호를 보내고 있다. 과거 패턴을 보면 거래면적 회복 후 착공이 플러스로 전환되기까지 약 1년 이내의 시차가 존재했으며, 현재 중국 정부의 일관된 부양 의지를 고려할 때 2026년 하반기 중 착공면적의 플러스(+) 전환될 가능성이 있다

착공 회복 시
철강 제품 가격 회복 및
수출 감소 전망

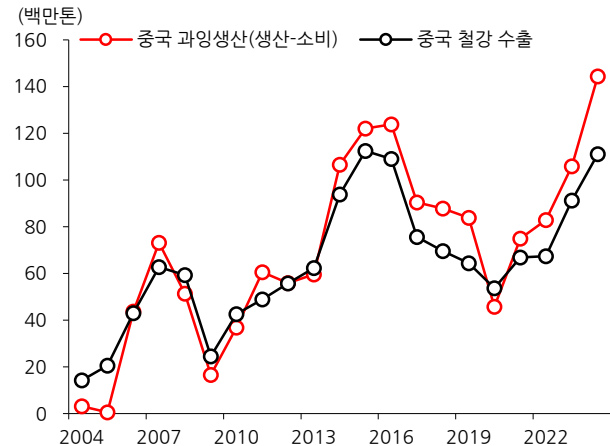
착공이 살아나면 건설용 봉형강 내수 수요가 증가하고, 열연도 동행·약선행(1~2개월)하는 전례가 있다. 이는 글로벌 시장에서 저가 중국산 수출의 부담을 덜어주어 전반적인 철강 가격 상승을 유도하게 된다.

[그림28] 중국 거래면적·착공면적·열연 가격 변화율 추이



자료: Wind, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림29] 중국 철강 과잉 생산·수출 추이



자료: WSA, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

중국 수출 감소 시 국내
철강사의 구조적 수혜

중국 철강 수출은 중국의 부동산 내수 회복에 따라 2026년부터 점진적으로 감소될 전망이다이며, 이는 국내 철강업체에 중장기적으로 우호적인 환경을 제공할 것이다. 중국 내 착공 회복이 가시화될 경우, 과거와 마찬가지로 철강 내수 소비가 증가하면서 중국산 저가재의 수출 여력이 제한될 수밖에 없다.

2012년 이전까지는 중국의 착공면적과 철강 수출이 동시에 증가하는 추세였으나, 2013년 전후로 공급과잉이 고착화되며 구조적인 전환이 발생했다. 이후 내수 부진 시 해외 수출로 물량이 전환되는 반비례 구조가 자리잡았고, 이는 현재까지 이어져 오고 있다.

중국 철강 수출 압력 완화

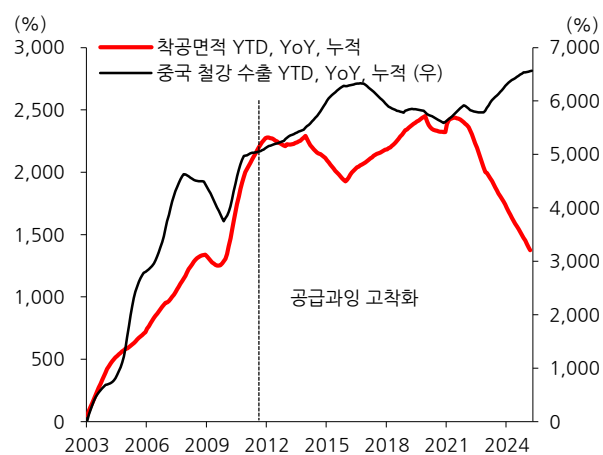
중국 철강 수출과 착공 사이의 반비례 관계를 검증하기 위해, 월별 발표되는 착공면적(YTD 기준) 데이터와 철강 수출 데이터를 동일한 누적 기준으로 통일해 확인했다. 이 결과 착공이 둔화될 때 수출이 증가하고, 반대로 착공이 회복될 경우 수출은 자연스럽게 감소하는 패턴을 보인다.

따라서 향후 중국의 착공이 회복 흐름으로 전환될 경우, 철강 수출 압력은 완화될 것으로 기대되며 이는 국내를 포함한 글로벌 철강업체의 ASP와 마진 안정성에도 긍정적인 영향을 미칠 것으로 전망된다.

정책-실수요 시차 존재:
점진적 업황 회복 전망

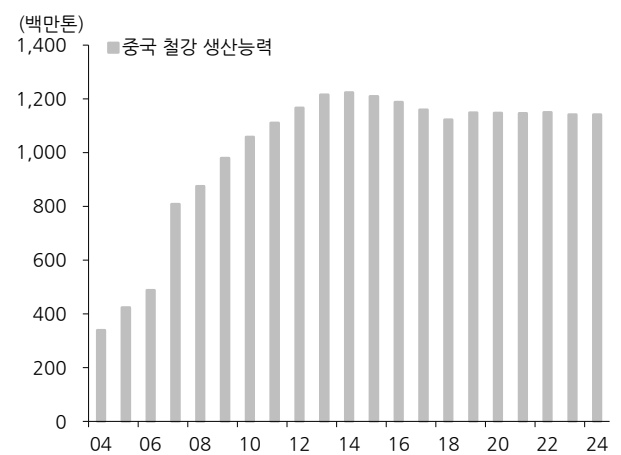
2024년 초 중국 정부는 화이트리스트 제도, LPR 인하, 지방정부의 미분양 매입 프로그램 등을 동시에 시행했으나, 실수요 회복에는 과거와 같이 일정한 시차가 존재하고 있다. 이러한 정책-실수요 간 시차 구조는 과거 회복 국면에서도 확인된 바 있으며, 이번 사이클에서도 유사한 궤적을 따라갈 가능성이 높다.

[그림30] 중국 착공면적·철강수출 추이



자료: Wind, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림31] 중국 철강 생산능력 추이



자료: OECD, 한화투자증권 리서치센터

IV. ‘프리미엄’을 통한 질적성장

성숙기 진입, '질적 성장'이 핵심	2026년 이후 철강 시장은 '질적 성장'이 핵심 화두가 되며, 고부가 제품 경쟁력이 기업의 장기 생존과 밸류에이션 리레이팅을 결정할 전망이다. 국내외 철강 시장이 구조적 성숙기에 진입하며 전방산업의 양적 팽창(Q)을 기대하기 어려워졌기 때문이다. 범용재 시장이 만성적인 공급과잉과 가격 경쟁에 시달리는 반면, 높은 기술 진입장벽을 가진 고부가 철강재는 안정적인 수익 창출이 가능하다. 따라서 경제 불확실성이 상존하는 현 시점에서는 고부가 철강재 경쟁력 확보 여부가 투자 판단의 핵심 기준이 된다.
고부가강재 대표: 자동차 강판	고부가 철강재는 우수한 강도·내식성·효율성을 바탕으로 자동차, 에너지 등 고성장 전방산업의 핵심 소재로 자리매김하고 있다. 대표적으로 자동차강판은 국내 일관제철소의 핵심적인 고부가 제품군으로, 현재 이익 기여도가 가장 높으며 향후에도 그 중요성은 유지될 것이다.
AHSS, 자동차 패러다임 변화의 수혜	특히 자동차 산업의 패러다임 변화는 초고장력강판(AHSS)의 구조적인 수요 확대를 이끌고 있다. 강화되는 연비 및 온실가스 규제와 엄격해지는 충돌 안전 기준을 동시에 충족시키기 위해, 차량 경량화는 필수 과제가 됐다. AHSS는 기존 강판보다 가벼우면서도 강해, 전기차의 주행거리를 늘리고 탑승자의 안전을 확보하는 가장 현실적이고 비용 효율적인 해법으로 평가받는다. 포스코의 '기가스틸'과 현대제철의 '1.8GPa 핫스탬핑강' 등은 이미 글로벌 시장을 선도하는 기술력을 입증하고 있다.
현대제철: 미국투자로 미래 성장기반 확보	현대제철의 미국 루이지애나 전기로 투자는 강화되는 무역장벽에 선제적으로 대응하고 저탄소 생산체제로 전환하기 위한 중장기 성장 전략의 핵심이다. 이 투자는 전기로 기반의 생산을 통해 글로벌 탄소중립 흐름에 부합하고 현대차그룹의 북미 공급망을 안정화시키는 목적을 지닌다. 총 270만 톤 규모로 건설될 이 공장은 고부가 자동차강판을 주력으로 생산할 예정으로, 과거 전기로에서 자동차강판을 양산했던 경험과 1.0GPa급 고급 판재 시험생산 성공 사례는 향후 성공 가능성을 높이는 긍정적인 요인이다.
POSCO홀딩스: 고부가와 신소재, 두 날개로 성장	중장기적 투자 관점에서는 안정적인 고부가 제품 포트폴리오를 구축한 POSCO홀딩스가 매력적이다. 동사는 WTP(World Top Premium) 전략을 통해 자동차강판, 에너지강재 등 기술 집약적 고수의 제품 비중을 확대하여 시황 변동기에도 안정적인 이익을 창출하는 기반을 마련했다. 특히 자동차용 '기가스틸' 뿐만 아니라, LNG 시장을 겨냥해 9% 니켈강과 세계 최초로 상용화한 고망간강까지 다변화된 제품 경쟁력을 갖춘 점은 돋보인다. 여기에 이차전지 소재 사업의 수직계열화라는 확실한 비철강 성장 동력까지 더해져, 장기적인 기업가치 재평가 잠재력이 크다.

1. 국내 철강업계의 수요·공급 구조와 고부가 철강재

>> 공급 구조

국내 철강산업, 일관제철과 전기로 체제로 이원화

한국 철강산업의 구조를 살펴보면, 소수의 통합 제철사와 다수의 전기로 미니밀 업체들로 이원화돼있다. 포스코와 현대제철 두 곳이 고로를 기반으로 한 일관제철 생산체제를 구축하여 열연·냉연·후판 등 판재류를 주로 공급한다. 일관제철 업체들은 자동차강판 등 고부가가치 판재류를 생산하여 비교적 안정된 마진을 확보해왔다. 현대제철 역시 고로에서 생산한 슬래브로 자동차강판과 후판을 만들어 판매하며, 전기로 부문(철근, H형강)은 별도로 운영하여 일관제철소와 전기로를 병행한다.

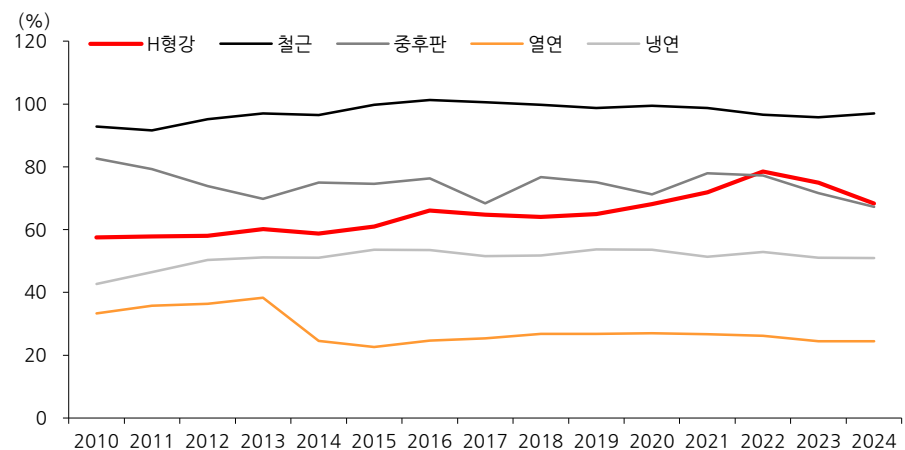
전기로는 철근·형강 중심,
원가수요 민감도 높아
수익성 변동 큼

반면 전기로 철강사들의 경우 건설용 철근, 형강 등 표준강재 위주로 생산하기 때문에 마진 변동이 크고 낮은 편이다. 철근 가격은 건설경기에 크게 좌우되며, 원료인 철스크랩 가격 변동에도 민감하다. 예를 들어 2022년까지 철근 수요가 호조일 때는 전기로 업체들이 수익을 냈지만, 2023년 철근 수요 급감으로 국내 주요 전기로 제강사들이 일시적인 적자를 기록하거나 생산량을 줄이는 상황이 나타났다.

전기로: 내수 중심 구조와 낮은 협상력, 구조조정 압력으로 이어질 가능성

전기로 업체는 시장 내 경쟁도 치열하여 가격 협상력이 낮고, 봉형강 제품은 수출 비중도 크지 않아 내수 부진 시 타격이 크다. 실제 2023년 철근 내수 판매가 20% 가까이 급감하자 일부 업체들은 조업을 중단하기도 했다. 이러한 현실은 성숙기에 접어든 국내 건설시장에서 전기로 업체들의 구조조정 압력으로도 이어질 수 있다.

[그림32] 철강 제품별 내수 판매 비중



자료: 한국철강협회, 한화투자증권 리서치센터

>> 수요구조 변화: 고부가가치 제품 전환

글로벌 수요, 양적 성장 둔화
→ 질적 성장
중심으로 전환 중

글로벌 철강 수요가 성숙기에 들면서 “양적 성장”보다는 “질적 성장”에 무게추가 이동할 것으로 전망한다. 자동차강판, 전기강판, 고장력강 등 고부가강재의 비중이 과거보다 높아지는 반면, 막대한 인프라 투자로 일반재 수요를 견인하던 중국 등의 성장둔화로 일반재 수요는 정체 또는 감소세를 보인다. 다만 이러한 제품 믹스 변화는 서서히 진행되는 추세로, 여전히 일반재가 글로벌 생산의 상당 부분을 차지하고 있어 완전한 구조 전환까지는 시간이 더 필요하다. 즉, 성장의 여지가 남아있다.

고부가강재는 진입장벽 높은
기술 기반 시장, 안정적인
수익구조 보유

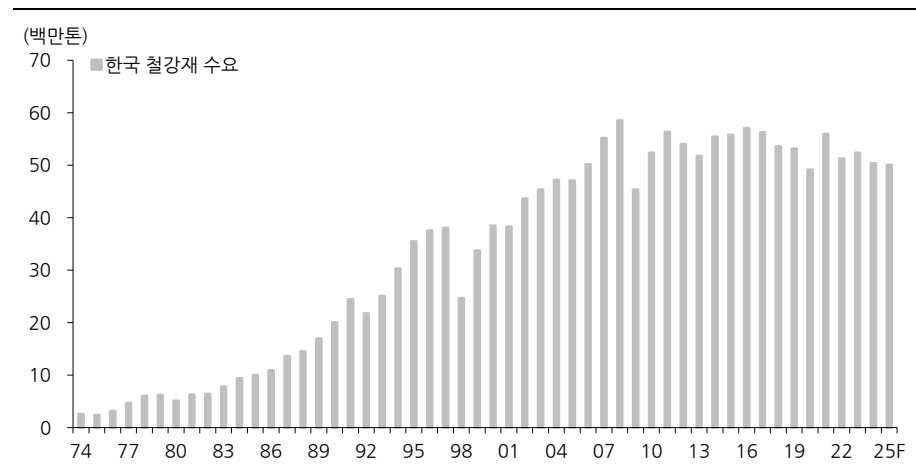
고부가 철강재는 자동차 강판, 전기강판, 초고장력강, 특수강판 등 기술과 품질 차별화가 핵심인 제품들로 한정된 업체만 생산할 수 있다. 이러한 고급 강재는 고객과의 장기 계약이나 주문생산 비중이 높아 비교적 안정적인 마진을 확보할 수 있고, 브랜드 신뢰와 기술력이 중요한 경쟁 요소로 작용한다.

[표12] 포스코·현대제철 고부가 철강재 라인업

제품군	용도 및 특징	POSCO 주요 제품 및 현황	현대제철 주요 제품 및 현황
전기강판	EV 모터 및 가전용 무방향, 방향성 강판	- Hyper NO. 연간 40만 톤 생산능력 확보	-
극저온 특수강	LNG 및 암모니아 저장용 강판	22~25% Mn 고망간강, 9% 니켈강	9% 니켈강, LPG 암모니아 운반선용 후판 등
AHSS	자동차 차체용 고강도 강판	- 세계 유일 트윈강(TWP) 등 고강도·고연성 AHSS 라인업 보유 - 1.5GPa 급 기가스틸(Giga Steel) 상업화, 글로벌 완성차에 공급 중	- 1.8GPa 핫스탬핑 강 세계 최초 양산. 현대차에 공급 중 - 3세대 AHSS 2025년 상업 생산 시작 계획
고부가 후판	조선, 풍력, 수소 저장용 후판 등	- WTP TMCP 후판. 고내식성 및 고강도 특성 보유	- H-CORE 열처리 후판 - 극저온 환경에서도 사용 가능

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림33] 한국 철강 수요 추이



자료: WSA, 한화투자증권 리서치센터

>> 무역 규제에 효과적 대응

미국 쿼터 해제에 따른
고부가 제품 확대 효과

트럼프 2기에서 시행된 철강 관세는 우리나라 철강 수출에 부담 요인이지만, 동시에 기존의 무관세 쿼터제가 폐지되며 고부가 제품 중심으로 수출 확대 가능성이 열릴 수 있다. 2018년부터 한국 철강은 일정 물량에 대해 무관세 쿼터를 적용받아 왔으나, 2025년 3월 12일부로 전면 관세 체제로 전환됐다. 관세는 가격경쟁력을 약화시키는 요인이지만, 쿼터로 인해 막혔던 고급 제품군이 새롭게 미국 시장에 진입할 수 있다는 점에서 선택적 기회 요인도 존재한다.

고부가 철강 제품은
무역규제 예외 가능

고부가차별화 철강재는 관세가 부과되더라도 수출이 유지될 수 있으며, 경우에 따라 무역규제에서 제외되기도 한다. 실제로 현지에서 생산이 불가능하거나 대체재가 부족한 제품은 품질 우위를 근거로 수출이 이어지는 경우가 많고, 이는 한국 철강사들이 국제 시장에서 비교적 안정적인 매출 기반을 확보할 수 있는 배경이 된다. 과거에도 일부 제품군은 미국 정부로부터 관세 예외를 인정받은 사례가 있으며, 향후에도 고급재 중심 수출 전략이 유효할 것으로 판단된다.

[표13] 철강재 무역규제 예외 사례

국가	제품 유형	예외 내용	시행 시기
베트남	고급 PCM(Pre-coated Metal)	전자제품에 사용하는 고급 PCM 제품은 반덤핑 관세 부과 대상에서 제외	2019년 10월~
베트남	고급 VCM(Vinyl Coated Metal)	전자제품에 사용되는 VCM 제품은 반덤핑 관세 부과 대상에서 제외	2019년 10월~
베트남	불소(PVDF) 컬러강판	내화특성과 내후성 기능이 있는 불소(PVDF) 컬러강판 제품은 반덤핑 관세 부과 대상에서 제외	2019년 10월~
미국	고부가가치 철강 제품	미국에서 만족스러운 품질로 생산되지 않는 철강 제품에 대해 관세 면제 신청 가능	2018-2022년
인도	전기강판, 전기아연도강판	인도의 철강 세이프가드 조치에서 전기강판, 전기아연도강판스테인리스 스틸 등은 예외 품목으로 분류	2025년 3월
호주	정밀강관 일부 품목	호주 반덤핑위원회(anti-dumping)가 한국산 정밀강관 일부 품목에 반덤핑 관세 면제 결정	2024년
캐나다	자동차 및 부품용 냉간압연강판	승용차, 버스, 트럭, 앰블런스, 영구차 등과 그 부품에 사용되는 냉간압연강판은 반덤핑 조사 대상에서 제외	2018년 5월
한국	고장력강	국내 수입업체는 중국산 후판에 대한 반덤핑 관세 부과 시 고장력강 등 국내에서 공급이 어려운 강종은 반덤핑 관세 예외 품목으로 적용 요청	2025년 3월

자료: 언론보도, KOTRA, KITA, 한화투자증권 리서치센터

2. 자동차용 고부가 철강재에 주목

핵심 성장축:
자동차 고부가 강판

본 보고서에서는 자동차용 고부가 철강재에 주목한다. 특히 이들 제품군은 현재 실적에서도 중요한 비중을 차지하고 있어, 수익성과 성장성을 동시에 확보한 전략적 사업영역으로 평가된다. 그중에서도 고장력 강판은 전방 수요 확장성과 제품 믹스 고도화를 통해 지속적인 성장이 기대되는 대표 품목이다.

자동차용 고부가 강판은 차량 경량화, 충돌 안정성 확보, 부식 방지, 고성형성 등 다양한 성능 요건을 만족시키기 위해 개발된 고강도·고성능 철강재다. 특히 전기차 플랫폼 확대와 고속 주행 안정성 요구에 대응하기 위해 초고장력강판(AHSS), 핫스탬핑강(Hot Press Forming), 전기강판 등의 사용이 증가하고 있다.

친환경차 확대에 따른
고부가 철강재 수요 증가

기가파스칼(GPa) 단위를 초과하는 초고장력강판의 수요는 차량 경량화 트렌드 심화와 함께 빠르게 증가하고 있다. 내연기관 차량에서도 강화된 연비 규제를 충족하기 위해 고장력 강판 채택이 확대돼 왔으며, 전기차는 배터리 무게 증가에 따른 효율 저하 문제를 상쇄하기 위해 더욱 적극적으로 고장력강을 채택하고 있다. 이에 따라 초고장력강은 내연기관차와 EV 모두에서 필수 소재로 자리잡아가고 있다.

[표14] 자동차 강판 제품 및 기업

제품명	제조사	특징	적용 분야	현황
기가스틸 (Giga Steel)	포스코	초고장력 경량 강판 (1,500MPa 이상), 알루미늄 대비 3 배 강도 및 30% 경량화 구현	전기차 차체 프레임, 배터리 보호 케이스, 충돌 안전 부품	연간 100 만 톤 생산 체계 구축, 글로벌 완성차 업체 공급
핫스탬핑 강판	현대제철	950°C에서 가열 후 급냉 성형하여 인장강도 1.8GPa 이상 구현	센터필러, 사이드실 등 충돌 안전 부품	국내외 주요 완성차에 적용, 사고 시 안전성 극대화
AMP 강 (3 세대 초고장력강)	현대제철	다상복합조직으로 성형성과 강도를 동시에 확보	차체 외판 및 내구성 부품	당진제철소에서 생산 준비 완료, 북마유럽 시장 공략
울트렉스 (ULTREX)	현대제철	충격 흡수 능력이 뛰어난 초고장력강	프론트 범퍼빔, 사이드 아우터 등 구조재	1.5GPa~1.8GPa 급 강판 양산 추진
PBC-EV (POSCO Body Concept for Electric Vehicle)	포스코	기가스틸을 45% 이상 적용해 기존 내연기관 차량 대비 30% 경량화	전기차 차체 설계 및 배터리팩 보호	Euro NCAP 5 Star 충돌성능 확보

자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[표15] 국내 자동차 강판 제품군 예시

제품 유형	대표 제품	대표 철강사	특징
AHSS	490MPa 급 AHSS	포스코	자동차 외판재 적용, 기존 대비 1.5 배 강도 및 7% 경량화 달성
	1.5GPa DP 강/CP 강/TRIP 강	포스코	차체 내부 구조부품용, 연신율 및 충격흡수성 우수
핫스탬핑강	1.8GPa 프리미엄 핫스탬핑강	현대제철	세계 최초 양산 성공, 차체 경량화 및 안전성 향상
	Hotrex/HyForm	현대제철	상표 출원 완료, 고강성·경량화 특화
전기강판	Hyper NO	포스코	국내 유일 생산, 전기차 구동모터 효율 향상
도금강판	럭스틸(Luxteel)	동국씨엠	컬러강판 분야 선도, 내식성 및 미관 강화
	아연도금강판	포스코스틸리온	자동차 부품용, 내구성 및 표면 품질 우수
	주석도금강판	TCC 스틸	식품 포장용 캔·전자부품 적용, 국내 최초 기술 보유

자료: 각 사, 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

>> 자동차 철강재의 진화: 가볍고 튼튼하게!

대표 자동차 강판: AHSS
자동차 철강재 시장은 고장력·초고장력 소재 수요가 꾸준히 확대되고 있고, 전기차(EV)·수소차 등 친환경차 시대를 맞아 경량화와 친환경 공정 요구가 날로 커지고 있다. 고장력·초고장력강판(AHSS)은 차체를 가볍게 만들면서 충돌 안정성도 높이기 위해, 인장강도 590~1500MPa 급 이상의 고강도 재질을 사용한다. 아울러, 전기차·수소차 시장이 열리면서 배터리팩 보호 구조물, 전기모터용 전기강판, 수소차용 스택(연료전지) 소재 등 새로운 수요가 발생하고 있다.

양산 제품군 한국 철강사들은 자동차용 강판 다양한 제품군을 양산하고 있다. 냉연 강판과 용융아연도금강판(GI), 합금화아연도금강판(GA) 등은 물론, 인장강도 590MPa 이상의 고장력 강판과 1,000MPa 이상급 초고장력강(UHSS)까지 다양하게 공급한다. POSCO와 현대제철 모두 차체 충격 흡수를 위한 1,500MPa급 핫스탬핑 강판을 양산 중이며, 전기차용 배터리 보호 등을 위한 초고장력 강재에도 적용하고 있다.

[그림34] 포스코 기가스틸로 만든 자동차 프레임



자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] G80에 적용된 1.8기가 핫스탬핑 부품



자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] 현대제철 자동차용 초고장력 1.0GPa급 저탄소 전기로 판재 시제품



자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

3. 초고장력강판(AHSS) 수요가 지속될 이유

>> 규제강화에 따른 필요성 증가

완성차 업체들은 연비와 안전이라는 상반된 요구를 동시에 충족시켜야 하는 복합 과제에 직면하고 있다. 이러한 기술적 딜레마에 대한 현실적 해법으로 초고장력강판(AHSS: Advanced High Strength Steel)은 자동차 소재의 주류로 자리잡아가고 있으며, 그 채택은 향후에도 구조적 확대가 지속될 것으로 전망된다.

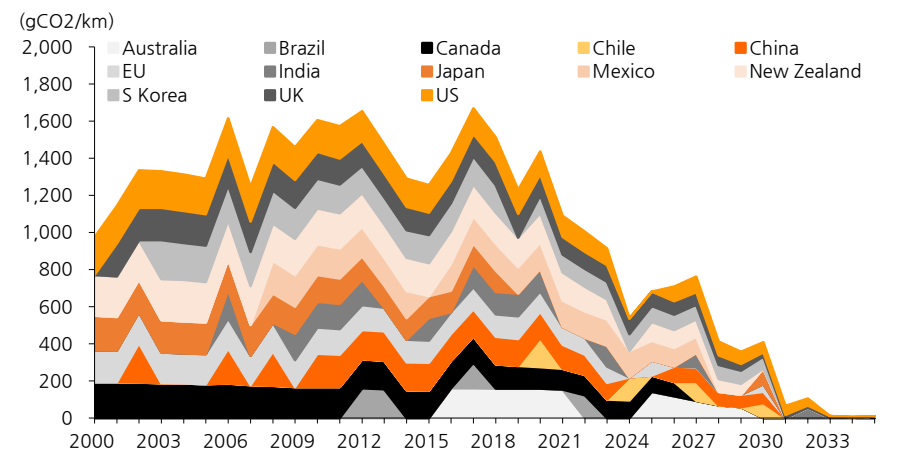
경량화

AHSS는 기존 강판 대비 인장강도는 높고 두께는 얇게 설계할 수 있어, 차량 경량화를 통한 연비 개선과 온실가스 감축이라는 ESG 관점의 핵심 목표를 동시에 달성할 수 있다. 특히 배터리 무게가 차량 중량의 30~40%를 차지하는 전기차에서는 경량화의 전략적 중요성이 더욱 부각되며, 이에 따라 AHSS는 수요 기반이 매우 탄탄한 소재로 평가된다.

비용효율성

뿐만 아니라 AHSS는 기능적 성능뿐 아니라 비용 효율성 측면에서도 타 소재 대비 경쟁력이 높다. 고강도로 인해 동일한 성능을 구현하기 위한 소재 사용량이 줄고, 얇은 두께 적용이 가능해지면서 구매량과 총 중량 모두가 줄어든다. WorldAutoSteel의 실증 프로그램 E-Motive에 따르면 AHSS 기반 차체는 기존 설계 대비 시스템 비용 증가 없이 중량을 수십 퍼센트 절감할 수 있으며, 이는 OEM들의 총 원가 관리에도 긍정적으로 작용하고 있다.

[그림37] 주요국 자동차 탄소배출량 목표 추이



자료: ICCT, 한화투자증권 리서치센터

안전기준 강화 글로벌 안전 기준 강화도 AHSS 확산의 중요한 촉진 요인이다. IIHS의 small overlap test 등 충돌 시험 조건은 갈수록 엄격해지고 있으며, 이는 단순한 두께 증가로 해결할 수 없는 구조적 문제를 유발한다. AHSS는 높은 항복강도와 인장강도를 갖추면서도 높은 성형성과 인성, 우수한 에너지 흡수 성능까지 갖춰 이러한 규제 환경에 최적화된 소재로 부상하고 있다.

미국의 안전규제는 지속적으로 강화되고 있다. 특히 미국 고속도로교통안전국 (NHTSA) 과 고속도로안전보험협회(IIHS)는 향후 수년간의 연속적인 규제 강화 계획을 발표하며, 완성차 업체들의 설계 기준에 직접적인 영향을 주고 있다.

예를 들어, 2021년부터 적용된 IIHS의 'Side 2.0' 측면충돌 시험은 배리어 질량을 기존 대비 24% 증가한 1,900kg으로 늘리고 충돌 속도를 60km/h로 상향함으로써 차량 설계 상 강성 요구를 높였다. 또한 2023년에 개정된 'Moderate 2.0' 중간정면충돌 시험은 후석 승객을 고려한 더미를 추가해 평가하며, 2025년 이후 Top Safety Pick 등급 선정 조건으로 적용될 예정이다.

[표16] 주요 안전 규제 강화 현황

안전 규제	규제 내용	차량 중량 영향
충돌 테스트 강화	- IIHS: 충돌체 무게 증가 (1,497kg→1,905kg) - 충돌 속도 증가 (50km/h→60km/h) - 충돌 에너지 82% 증가	차체 보강 필요로 중량 증가
ADAS 의무화	- EU: 2022 년 신차중, 2024 년 모든 신차 - 지능형 속도 보조장치, 긴급제동 시스템 등 - 센서, 카메라, 제어장치 추가	전자장비 증가로 중량 증가
에어백 확대	- 미국: 모든 차량 에어백 의무화 - 측면 에어백, 커튼 에어백 등 확대 - 무릎 에어백 추가	안전장치 증가로 중량 증가

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표17] 미국 최근 주요 안전 규제

규제명	시행 시기	주요 내용
FMVSS 127 (AEB 의무화)	2029 년형 차량부터	주야간 보행자 대응 자동 긴급제동(AEB) 시스템 의무화
FMVSS 226 (측면 이젝션 방지)	2013 년 이후 전면 적용	측면 전복 시 탑승객 이젝션 저감을 위한 커튼에어백 기준 강화
FMVSS 신설안 (보행자 두부 보호)	2026 년 예상 (2024 년 초안 발표)	보행자 머리 충돌 시 에너지 흡수 요건 제시
IIHS Side 2.0 (측면 충돌 시험)	2021 년 도입	배리어 질량 1,900kg·속도 60km/h 로 상향된 충돌 시험
IIHS Moderate 2.0 (중간 정면 충돌 시험 개편)	2023 년 발표 2025 년 TSP 반영	후석 승객(dummy) 포함 충돌 평가 확대
NHTSA NCAP 개편 로드맵 (2024~2033)	2025 년 이후 순차 적용	용 보행자 보호 점수 신설, THOR-50M 더미, PAEB(야간 포함) 등 단계적 반영

자료: 한화투자증권 리서치센터

글로벌 완성차 업체,
AHSS·핫스탬핑 채택 확대
추세

다양한 글로벌 자동차 업체들은 차량의 안전성과 경량화를 위해 핫스탬핑 등의 AHSS를 적극적으로 채택하고 있다. 기아 EV9은 핫스탬핑 부품을 승객 보호용 케이지에 적용하여 충돌 안전성을 크게 높였고, 테슬라는 Cybertruck과 Model Y의 측면 및 도어 부위에 핫스탬핑 강재를 레이저 용접하여 구조적 강성과 경량화를 동시에 확보했다. 중국 Li Auto 역시 고급 전기차 Li L8의 차체 구조 중 약 29%를 핫스탬핑 부품으로 구성해 프리미엄 전기차 시장에서 소재 경쟁력을 강화하고 있다.

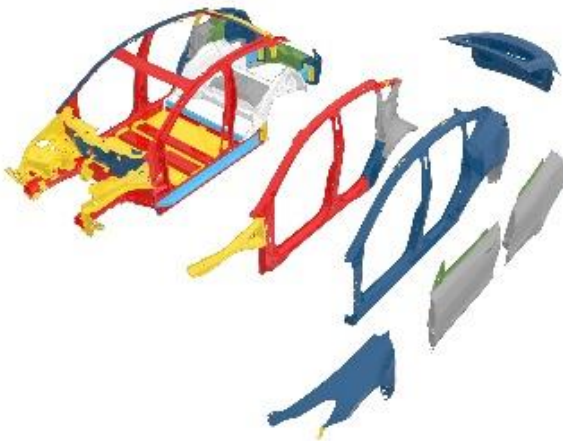
혼다와 닛산은 보다 다양한 AHSS 적용 기술을 활용하고 있다. 혼다는 11세대 Civic의 ACE 플랫폼을 기반으로 전 차체에 걸쳐 고강도 AHSS를 채택했으며, 닛산은 Rogue 모델의 B필러에 3세대 AHSS(SHF980/1180) 테일러드 블랭크를 사용해 충돌 성능과 생산성을 동시에 확보했다. GM 또한 Blazer EV 모델에서 차체의 15%를 980MPa 이상의 AHSS로 구성하고, 배터리 모듈 구조의 43%를 초고장력강으로 설계하여 전기차 플랫폼에서도 AHSS 활용의 확장 가능성을 보여주고 있다.

AHSS, 성능·경제성·설계
유연성 동시 확보 가능

이러한 OEM들의 전략은 단순한 안전성 확보에 그치지 않고, 제품 경쟁력과 생산 경제성 모두를 아우르는 선택이다. 특히 AHSS는 높은 bake-hardening 특성을 활용해 성형 후 도장 공정을 거친 뒤 최종 강도를 더욱 향상시킬 수 있으며, 이는 설계 유연성과 내구성을 동시에 확보할 수 있는 수단이 된다.

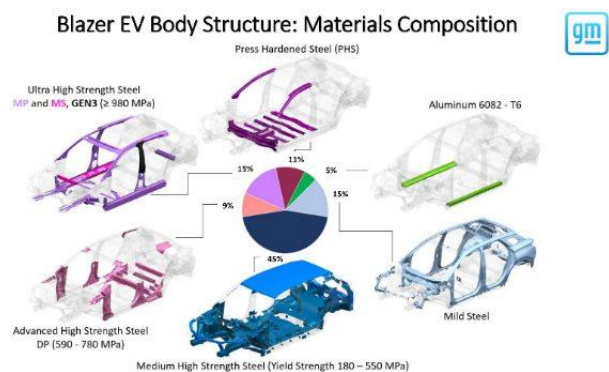
다른 경량 소재와 달리 AHSS는 탄성계수가 높아 강성을 확보하는 데 유리하며, 복잡한 형상 구현에 필요한 성형성과 워크하드닝 특성도 우수해, 실제 부품 설계 시 설계 자유도(flexibility of geometry) 측면에서도 강점을 가진다.

[그림38] 테슬라 모델 Y 차체 구성



주: 진한 파란색 = 연강, 노란색 = 고강도 강판, 빨간색 = 초고장력 강판
자료: WorldAutoSteel, 한화투자증권 리서치센터

[그림39] 쉼보레 Blazer EV 차체 구성



주: 차체 구조의 35%는 최소 590MPa의 인장 강도를 가진 고강도 강철로 제작
자료: WorldAutoSteel, 한화투자증권 리서치센터

AHSS, 차체 경량화
원가 절감 동시에 실현

또한 AHSS는 차량 수명주기 전반에서 탄소 배출을 줄이는 데 유의미한 기여를 한다. WorldAutoSteel의 Steel E-Motive 프로젝트는 이를 구체적으로 실증했다. 해당 프로젝트는 AHSS 기반 구조 설계를 통해 차체 질량을 27% 줄이고, 배터리팩 구조는 37% 경량화하면서도 27%의 원가 절감을 달성했다. IIHS 충돌 안전 등급 ‘Good’을 획득했다.

AHSS, 전 주기 탄소중립
기여 및 순환성 확보

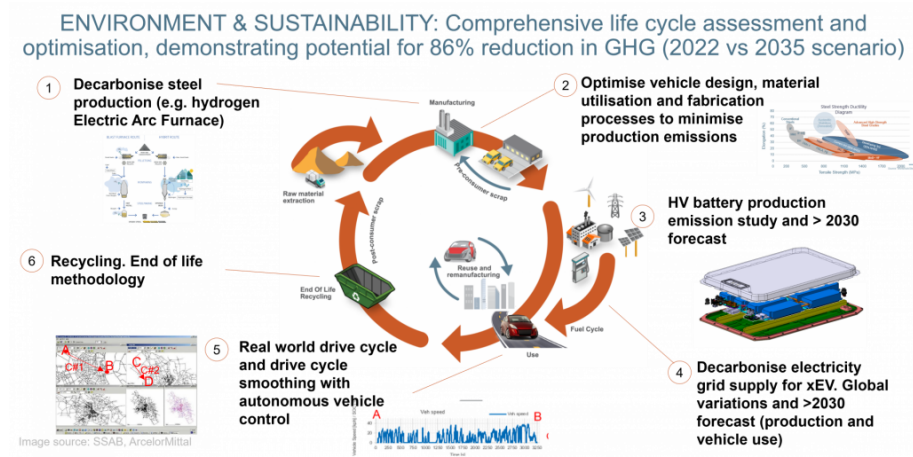
특히 Steel E-Motive는 제조, 사용 폐기 단계 모두에서 AHSS가 여타 소재 대비 환경 효율성을 확보하고 있다는 점도 강조한다. 철강은 이미 구축된 글로벌 인프라를 통해 품질 저하 없이 재활용 가능하고, 동일 구조 성능을 유지하며 순환되는 소재로써, 탄소 중립 흐름과도 정합성이 높다. AHSS는 탄소배출이 대체 소재인 알루미늄이나 CFRP 대비 6~17배 낮아, 차량 수명주기 전체를 고려했을 때 총 온실가스(GHG) 배출량을 최대 86%까지 줄일 수 있는 가능성을 제공한다. 이러한 구조적 경쟁력은 AHSS가 단순한 강도가 아닌 탄소중립 시대의 전략 소재임을 보여준다.

[그림40] E-Motive SEM1 콘셉트 카 AHSS 분포



자료: WorldAutoSteel, 한화투자증권 리서치센터

[그림41] E-Motive SEM1 콘셉트 카: AHSS 기반 EV 설계는 탄소 감축에 기여



자료: WorldAutoSteel, 한화투자증권 리서치센터

>> 고부가 자동차 강판의 이익기여도

핵심 수익원으로서 고부가 자동차강판은 고부가가치 자동차강판은 포스코와 현대제철의 현재 이익 구조를 지탱하는 중요한 핵심 사업부라고 추정된다. 2021년부터 2023년까지 3개년 실적을 분석한 결과, 해당 사업부의 이익 기여도는 매출 비중을 압도하는 것으로 나타나며, 이는 향후에도 두 기업의 가치가 해당 부문의 경쟁력이 큰 영향을 미칠 것을 시사한다.

평시 상황 기반의 비교를 위한 분석 구간 설정 보다 일반적인 상황에서의 기여도를 파악하기 위해 분석 기간을 2021년부터 2023년까지의 3개년으로 한정했다. 이는 코로나19 팬데믹의 직접적 영향권에 있던 2020년과, 현대제철의 영업이익이 이례적으로 급감했던 2024년을 제외함으로써, 특수 이벤트를 배제한 평시 구간의 평균적인 중요도를 확인하기 위함이다. 국내에서는 고부가 자동차 강판은 일반 냉연 대비 최소 5~10% 높고, 포스코와 현대제철 모두 자동차 강판 판매량의 50%는 ‘고부가’에 해당하는 것으로 추정된다.

이익 기여도 측면에서의 구조적 중요성 고부가가치 자동차강판은 양사의 매출 비중을 크게 상회하는 이익 기여도를 보인다. 포스코의 경우, 매출 비중은 약 13%에 불과하나 영업이익 기여도는 평균 31%에 달한다. 현대제철은 그 중요성이 더욱 부각되는데, 매출 비중 15%로 영업이익의 54%를 창출하는 핵심적인 수익원임이 확인된다. 물론 현대제철은 사이클에 크게 영향을 받는 봉형강 부문이 있어서 비중의 변동성이 크다. 고부가 자동차 강판의 영업이익 비중은 30~60% 수준에서 변동하는 것으로 추정된다.

가격 민감도와 이익 영향 분석 가격 변동에 대한 이익 민감도를 보면, 자동차강판 가격 정책이 양사 전체 손익에 유의미한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 분석 기간 동안 가격 1% 변동 시 포스코의 전체 이익은 평균 1.9%, 현대제철은 평균 3.1%의 변화율을 보였다. 이는 고부가가치 제품의 가격 결정력이 기업 전체의 수익성을 좌우하는 변수 중 하나임을 의미한다.

고부가 자동차강판의 전략적 가치 결론적으로, 고부가가치 자동차강판은 평시의 안정적인 이익을 창출하는 핵심 성장 동력 중 하나이자, 불황기에는 실적을 방어하는 중요한 안전판이다. 따라서 향후 두 기업의 가치 평가는 이 부문의 수익성 유지 및 확대 능력에 영향 받을 전망이다.

[표18] 고부가 자동차 강판 실적 기여도 추정

구분	항목	포스코 (국내 철강)	현대제철 (별도)
사업 규모 (3년 평균 추정치)	고부가 자동차 강판 매출액	5,3조원	3,4조원
	고부가 자동차 강판 영업이익	9,310억원	5,890억원
실적 기여도 (3년 평균 추정치)	전체 대비 매출 비중	13%	15%
	전체 대비 영업이익 비중	31%	54%
민감도 분석 (3년 평균 추정치)	가격 1% 변동 시 영업이익 변화율	1.9%	3.1%

주: 전체 매출·영업이익은 포스코 국내 철강부문, 현대제철은 별도 기준

자료: 한화투자증권 리서치센터 추정

4. 현대제철 美 루이지애나 전기로 투자 투자 타당성 분석

현대제철은 미국 루이지애나주에 전기로 및 직접환원철(DRI) 기반의 통합 철강 공장을 건설할 계획이다. 총 270만톤의 생산능력을 갖추고, 고급 자동차 강판 등을 생산하는 이 공장은 약 58억달러 규모의 투자금이 투입된다. 2026년 3분기 착공하여 2029년경 상업 생산을 시작, 고급 자동차용 강판 등을 본격 생산할 예정이다. 이 분석에서는 여러 가정을 통해 고부가 자동차 강판 믹스 변화를 중심으로 투자 타당성을 살펴본다.

[표19] 현대제철 미국 전기로 제철소 투자 개요

구분	내용
사업 내용	미국 전기로 기반 생산 거점 확보
제품 생산	총 270만톤/년 (자동차강판 180만톤, 일반강 90만톤)
사업 부지	미국 루이지애나 주 (미시시피 강 인접)
설비 구성	DRP (직접환원철 원료설비) - 전기로 - 연주 - 압연
투자비	58억 달러
직접 고용	약 1,300명
자본 구조	미국 신설법인 : 자기자본 50%, 외부차입 50%
	- 자기자본 구성 : 당사 포함 현대차그룹 및 전략적 투자자

자료: 현대제철, 한화투자증권 리서치센터

[그림42] 현대제철 미국 전기로 투자 - 시장 환경 및 기대 효과

- 미국은 高價/수입 의존 및 전기로 생산 중심의 전략 시장
- 현지 생산거점 건설로 미래 성장기반 확보 및 국내 사업장과 시너지 창출 기대

미국 철강시장 환경

○ 세계 최고價 시장 → 아시아/유럽 대비 高價

구분	아시아	유럽 (독일)	미국	타지역비
열 연 (24년 평균)	541	698	850	+22~57%

※ 출처: CRU (Commodities Research Unit)

※ 미국 '25년 3월 평균 \$1,046

○ 순수입 시장

[조강 수요]	99백만톤	[판매용 수요]	65백만톤
[조강 공급]	생산 81백만톤	[판매용 공급]	생산 57백만톤
	순수입 1,755만톤		순수입 785만톤

※ 출처: 세계철강협회, 미국 상무부 등 (23년 기준)

○ 전기로 생산 비중 高 (전기로 : 약 70%, 고로 : 약 30%)

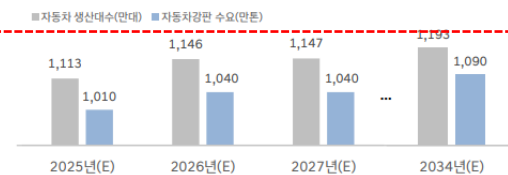
- 저탄소 원료 (철스크랩, DRI 등) 조달 용이, 낮은 천연가스/전력비 등

* DRI (Direct Reduced Iron) : 직접환원철

기대 효과

○ 자동차강판 등 고부가가치 제품 판매 확대 기회 확보

- 미국 자동차강판 수요 : 연간 약 1,000만톤 이상 유지 전망



※ 출처: GlobalData (트럼프 2기 정부 관세 정책 효과 미반영)

○ 보호무역주의 대응 및 안정적 생산/공급 체계 구축

- 수입 관세 등 철강 규제 극복
- 미국 중심 공급망 재편에 따른 철강 수요 증가 대응

○ 국내 사업장과의 생산 시너지 창출

- 탄소저감 생산체제 역량 구축으로 국내 사업장 탄소중립 전환 기여
- 당사 인지도 상승에 따른 글로벌 고객사 확대로 국내 사업장 수출 확대 기대

자료: 현대제철, 한화투자증권 리서치센터

>> 주요 가정

본 프로젝트의 주력 생산품은 자동차용 강판이며, 초기에는 일반 자동차용 강판이 중심을 이루다가 전기차 확산과 경량화 트렌드에 따라 고부가 자동차 강판(AHSS 등)의 생산 비중이 점진적으로 증가한다고 가정한다. 고부가 자동차 강판의 비중 전망이 실적 추정의 핵심 요인이며, 이에 따라 수익성이 크게 변동할 것으로 보인다.

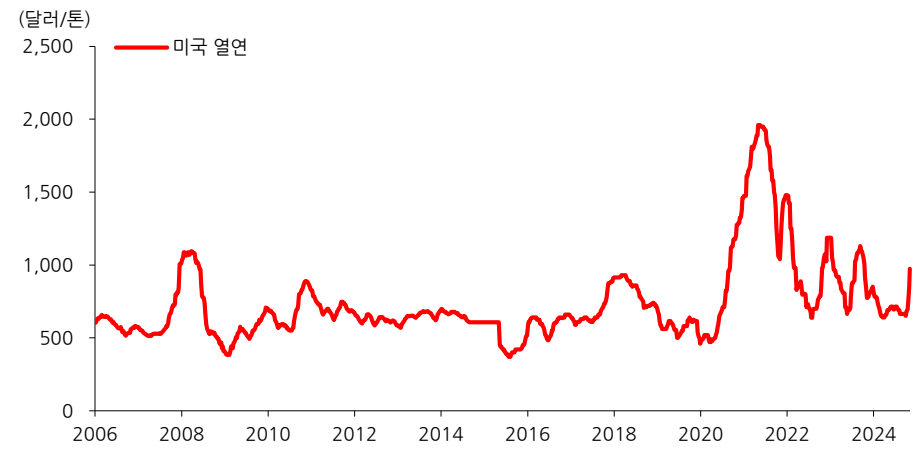
AHSS 비중 가정 현대/기아차 일부 차종의 차체 강판 중 50% 이상이 AHSS라는 언론보도를 참고하여, 50~60% 수준이 고부가 자동차 강판 비중의 안정화 단계라고 설정했다. 현대제철 미국 전기로 공장도 AHSS 역량을 50% 수준으로 서서히 올려갈 것이며, 초기에 전기로 +DRI 기반으로 자동차 외판재 및 고부가 자동차 강판을 안정적으로 생산할 수 있을지에 대한 품질 인증 과정이 필요할 것이다. 생산 안정화, 완성차 승인 프로세스(소재 인증 등), 라인 최적화에 시간이 걸릴 것이다.

2029년 하반기부터 자동차강판을 생산하되, 초기 AHSS 적용 비중은 인증 및 안정화 단계로서 비교적 낮게(25%) 출발한다. 그리고 2030년대 중반인 2036년에 55% 구간에 도달한다. 그리고 2049년까지 고부가 자동차강판에 대한 수요가 지속 증가하여 2049년에 60% 수준에 도달하는 것으로 가정했다.

판매단가 고부가 자동차 강판 비중 이외의 가정은 3가지 시나리오 공통적으로 적용했다. 고부가 자동차 강판 외 생산 제품은 일반 자동차용 강판 및 일반 강재로 구성된다. 각 제품군의 판매 단가는 과거 역사적 데이터를 고려하여 일반 강재(미국 열연 10년 평균 단가 \$860)를 기준으로, 일반 자동차용 강판은 약 \$100/톤의 프리미엄을 가정했다. 한편, 세계철강협회에 따르면 고부가 자동차 강판은 AHSS 기준으로 알루미늄 제품 대비 2배 저렴한 수준이며, 실적 추정에도 이를 반영하여 고부가 자동차 강판은 \$1,500을 적용했다.

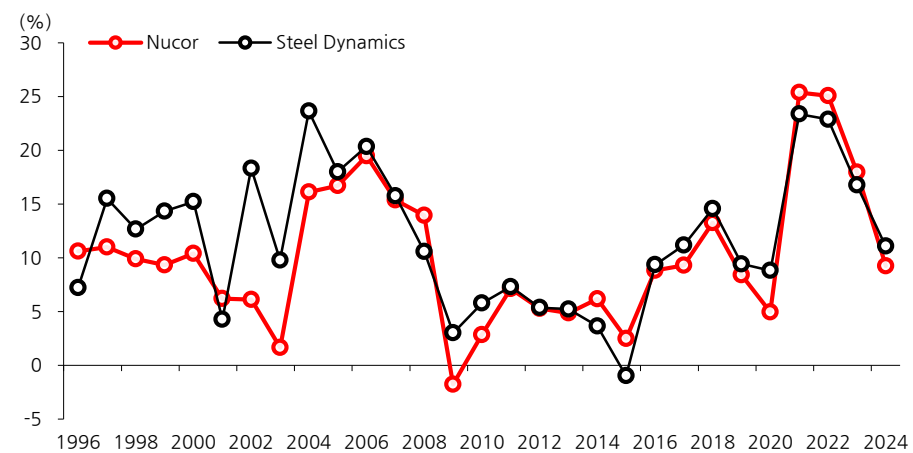
원가 제품의 수익성은 미국 내 전기로 철강회사인 Nucor와 Steel Dynamics를 참고하여 가정했다. 두 회사는 모두 미국 내 주력으로 전기로를 운영하고, 자동차 강판 영역에서 고부가가치화를 추진해왔다는 점에서 벤치마크로 적절하다. 두 회사의 역사적 영업이익률을 고려해 봤을 때 평시 일반재의 영업이익률은 10~15% 수준으로 판단되며, 이 영업이익률 수준을 벤치마크로 가정한다. 현대제철은 DRI 직접환원철 공정을 통해 자체 원료를 확보함으로써 철스크랩 가격 급등 시에도 비용 경쟁력을 일부 확보할 것으로 기대된다. DRI를 통한 일관 공급은 원가 안정화에 기여할 것으로 전망된다. 고부가 자동차 강판의 수익성은 일반재 대비 약 10%p 높게 적용했다.

[그림43] 미국 열연 가격 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림44] Nucor, Steel Dynamics 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

투자비용 및 감가상각

총 투자비 58억달러는 26~29년에 걸쳐 집행되며, 2029년부터 설비 가동을 전제로 한다. 설비의 회계상 내용연수는 20년으로 두어, 29년부터 연간 약 2.9억달러 씩 감가상각비가 발생한다. 설비를 지속 가동하고 수명을 연장하기 위해 매년 유지보수 CAPEX를 반영했다. 매년 감가상각비의 50%에 해당하는 금액을 유지보수 투자에 투입하여 설비를 보강한다고 가정했다. 추가적으로, 이자비용 5%, 미국 법인세율 21%를 가정했다. 그리고 운전자본 증감은 단순화하여 무시했다.

[표20] 현대제철 미국 전기로 제철소 Cost of Equity

입력 항목	값	비고
미국 Risk-free rate (A)	4.3%	미 10Y
미국 ERP (B)	4.3%	
β (C)	1.6	Nucor, Steel Dynamics 평균
Cost of Equity	11.2%	$(A) + (C) \times (B)$

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표21] 현대제철 미국 전기로 제철소 수익성 분석 주요 가정

구분	세부 내용
제품 구성	- 고부가 자동차 강판 - 일반 자동차용 강판 - 일반 강재
판매 단가 가정	- 일반 강재: \$860/톤 (최근 10년 평균. 인플레이션을 만큼 상승 가정) - 일반 자동차용 강판: 일반 강재 + \$100/톤 프리미엄 (인플레이션을 만큼 상승 가정) - 고부가 자동차 강판(AHSS): \$1,500 (인플레이션을 만큼 상승 가정)
수익성 가정	- 벤치마크: Nucor, Steel Dynamics (미국 내 전기로 기반, 고부가화 추진) - 일반재 OPM: 10~15% - 고부가 자동차 강판 OPM: 일반재 대비 약 +10%p
총 투자비	- 총 58억 달러, 2026~2029년 집행
설비 가동 및 내용연수	- 2029년부터 본격 가동 - 회계상 내용연수: 20년 - 연간 감가상각비: 약 2.9억 달러
CAPEX 가정	- 설비 지속 운용 및 수명 연장을 위한 유지보수 투자 반영 - 감가상각비의 50%를 연간 유지보수 CAPEX로 산정
기타 재무 가정	- 이자비용: 5% - 미국 법인세율: 21% - 운전자본 증감은 무시

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표22] 현대제철 미국 루이지애나 전기로 실적 전망

(단위: 백만 달러)

	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E	2040E
재무상태표															
총 자산	1,200	3,000	4,500	5,862	5,746	5,628	5,509	5,387	5,264	5,138	5,010	4,880	4,748	4,615	4,479
총 부채	600	1,500	2,250	2,900	2,707	2,513	2,320	2,127	1,933	1,740	1,547	1,353	1,160	967	773
총 자본	600	1,500	2,250	2,962	3,039	3,115	3,189	3,261	3,330	3,398	3,463	3,527	3,588	3,648	3,705
손익계산서															
매출액	-	-	-	1,434	2,380	2,783	2,899	3,026	3,167	3,323	3,497	3,585	3,675	3,768	3,864
가동률	-	-	-	50.00%	80.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%
일반재	-	-	-	383	625	717	732	746	761	777	792	808	824	841	857
생산 비중	-	-	-	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%
일반 자동차강판	-	-	-	544	825	866	791	701	595	469	322	318	314	310	305
생산 비중	-	-	-	42.0%	39.0%	35.7%	31.9%	27.8%	23.1%	17.9%	12.0%	11.6%	11.3%	10.9%	10.5%
고부가 자동차 강판	-	-	-	506	929	1,199	1,376	1,578	1,811	2,077	2,383	2,459	2,537	2,618	2,702
생산 비중	-	-	-	25.0%	28.0%	31.3%	35.1%	39.2%	43.9%	49.1%	55.0%	55.4%	55.7%	56.1%	56.5%
영업비용	-	-	-	1,356	2,059	2,358	2,442	2,535	2,636	2,748	2,870	2,927	2,984	3,043	3,103
영업이익	-	-	-	78	321	425	456	491	531	576	626	658	691	725	761
OPM	-	-	-	5.44%	13.49%	15.28%	15.74%	16.23%	16.76%	17.32%	17.92%	18.36%	18.81%	19.25%	19.69%
순이익	0	0	0	62	143	233	265	300	339	382	430	463	496	531	567
FCFE	-600	-900	-750	-588	95	184	217	252	291	334	382	414	448	483	518
현금흐름표															
영업활동 현금흐름	0	0	0	352	433	523	555	590	629	672	720	753	786	821	857
투자활동 현금흐름	-1,200	-1,800	-1,500	-1,300	-145	-145	-145	-145	-145	-145	-145	-145	-145	-145	-145
재무활동 현금흐름	1,200	1,800	1,500	1,300	-258	-350	-385	-422	-463	-508	-558	-593	-628	-665	-702

자료: 한화투자증권 리서치센터

>> 분석결과: 전기로에서의 고부가 철강재 성공적 개발 여부가 중요

시나리오 분석	위 손익/현금흐름 전망을 토대로 현대제철의 미국 루이지애나 전기로 지분 투자에 대한 IRR을 계산해봤다. 2026년부터 2029년의 공장 건설 기간, 그리고 그 이후 공장의 내용 연수 20년 동안의 FCFE를 도출하고, 2050년부터의 현금흐름은 영속 운영을 가정하여 Terminal Value로 계산했다.
투자 타당성 평가	분석 결과, 현대제철 지분 IRR은 13.8% 로 추정되며 이는 동사의 미국 프로젝트용 Cost of Equity(약 11.2%)를 웃돈다. 즉, 기본 시나리오상으로는 주주 요구수익을 충족한다. 다만 민감도에 따라 격차가 크지 않아 완충 여력은 제한적이다. 궁극적으로 수익성을 좌우할 변수는 전기로 공정에서 AHSS 등 고부가 자동차강판을 안정적으로 양산할 수 있는지 여부다. 이러한 불확실성을 감안하면 본 투자는 북미 공급망 구축 ESG·저탄소 전략 강화 트럼프발 관세 리스크 회피 등 전략적 가치에 방점이 찍힌 프로젝트로 해석하는 편이 타당하다.
위협 요인	전기차 시장의 성장 속도, 고부가 철강재의 수요 확보 여부, 미국 내 자동차 강판 경쟁 환경 등이 위협 요인이다. 현대제철은 현대차 그룹의 수직계열화 수요를 기반으로 일정 물량을 확보하겠지만 추가적인 외부 판로를 개척해야 하는 입장이다. 이보다 더 중요한 것은 고부가 철강재의 절대적인 비중 및 고부가 철강재 램프업 속도라고 생각한다. 기존에는 철강 업체들은 전기로에서는 철스크랩을 쓰기 때문에 불순물로 인해 고부가 자동차 강판을 만들지 못했다. 현대제철 또한 전기로에서의 고부가 강판 생산 가능 여부는 아직 증명해야할 입장이다.
기회 요인	다만, 현대제철은 2007~2010년 전기로에서 자동차강판을 활용해 100만톤의 자동차강판을 생산·공급한 바 있어 타 철강업체 대비 전기로에서 고부가 강판을 생산할 수 있을 가능성이 높다. 동사는 현재 보유하고 있는 전기로 유희설비에서 자동차 강판 테스트를 진행하고 있다. 실제로 현대제철은 2022년 9월 전기로에서 1.0GPa급 고급 판재 시험생산·부품 제작을 성공했다고 발표한 바 있다. 그동안 전기로로 일부 자동차용 강재를 생산하는 사례는 있었으나 1.0GPa급 이상의 고강도 제품의 생산·부품 제작은 현대제철이 세계 최초라고 알려졌다. 전기로에서 고급 자동차 강판 양산에 성공하고 비중을 기대 대비 빠르게 올릴 수 있다면 실적과 밸류에이션 모두 향상될 것으로 전망한다.

>> 수익성 그 너머 전략적 가치: 밸류에이션 리레이팅 기대

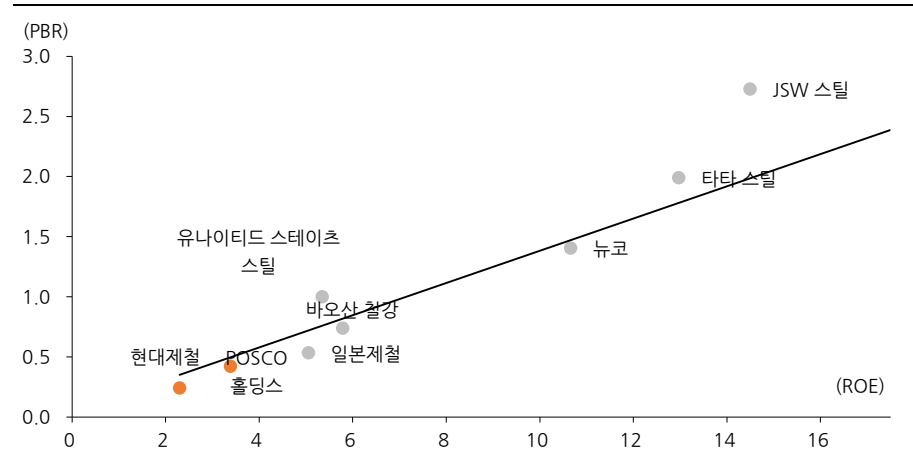
수익성을 넘어선 전략적 가치	아울러, 이번 투자는 수익성을 넘어선 전략적 가치 또한 분명하다. 전기로+DRI 공정을 활용함으로써 탄소배출 저감 및 원가경쟁력 측면에서 장기적인 이점을 얻을 수 있고, 이는 향후 미국 정부의 인센티브로 연결될 가능성도 있다.
USMCA 대응 위한 북미 생산기지 전략 강화	USMCA 규제 대응을 위해서도 미국 전기로 투자는 의미가 있다. USMCA의 자동차 관련 철강 원산지 규정은 이미 발효되어, 자동차에 들어가는 철강·알루미늄의 70% 이상을 북미산으로 써야 한다는 규정이 적용되고 있다. 다만, 2027년 7월 1일부터는 한 단계 더 강화된 규정이 추가된다. 이때부터는 ‘70% 북미산’ 요건을 충족하려면, 해당 철강이 ‘melted and poured(용해 및 주조)’ 과정까지 모두 북미(미국, 캐나다, 멕시코) 내에서 이뤄진 것이어야만 인정된다.
	2025년 4월에는 현대차그룹과 포스코그룹 간의 저탄소 철강 및 배터리소재 협력을 위한 MOU가 체결됐고, 포스코가 전략적 지분투자자로 참여하게 됐다. 포스코는 별도의 제철소 건설 없이 현대제철과의 협력을 통해 북미 생산 거점을 간접적으로 확보하게 됐다. 국내 기업들의 전략적 해외진출은 국내 POSCO홀딩스, 현대제철의 멀티플을 점진적으로 개선하여 미국, 인도와의 격차를 줄일 수 있는 요인이라고 파악된다.

[표23] USMCA 철강 관련 규정

규정 항목	주요 내용 및 영향	비고
철강 원산지 규정	자동차용 철강의 70% 이상이 북미 지역에서 용해·주조되어야 함	27년 7월부터 시행 예정. 공급망 선제적 조정 필요
지역 가치 비율(RVC)	자동차 RVC 기준을 62.5% → 75%로 상향	23년 7월부터 전면 적용. 북미산 소재 비중 확대 필요
관세 우회 방지 조항	USMCA 요건 미충족 시 25% 관세 부과	25년 3월부터 시행
관세 환급 금지 조항	특정 관세에 대해 환급 불가	25년 2월 도입된 232 관세 포함. 원산지 관리 강화 필요
철강·알루미늄 구매 요건	자동차사는 북미산 철강 사용 의무	현재 적용 중. 27년부터 용해·주조 조건 추가

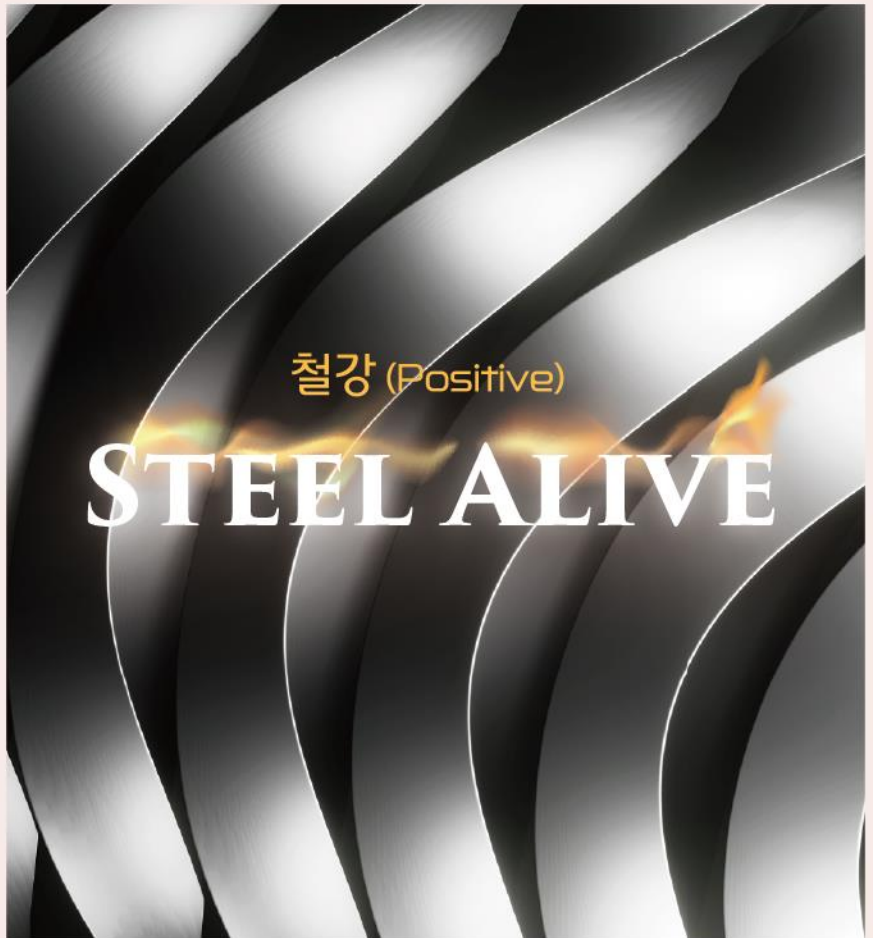
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림45] 글로벌 철강사 2025E ROE·PB



자료: Bloomberg, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

본 페이지는 편집상 공백 페이지입니다



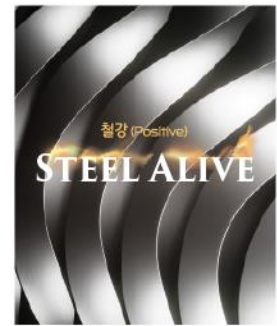
IV.

기업분석

1. 현대제철 (004020)
2. POSCO홀딩스 (005490)
3. 풍산 (103140)
4. 세아제강 (306200)
5. 세아베스틸지주 (001430)

현대제철 (004020)

업황 회복 국면에서 꼭 담아야 할 주식



▶ Analyst 권지우 jiwoo.kwon@hanwha.com 3772-7689

Buy (신규)

목표주가(신규): 50,000원

현재 주가(7/17)	35,150원
상승여력	▲ 42.2%
시가총액	46,906억원
발행주식수	133,446천주
52 주 최고가 / 최저가	35,550 / 19,900원
90 일 일평균 거래대금	214.46억원
외국인 지분율	18.1%

주주 구성

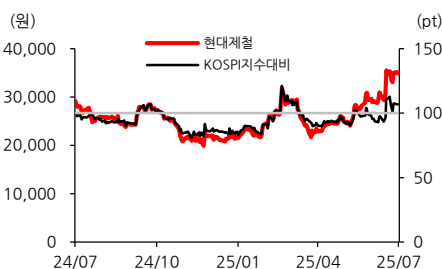
기아 (외 7 인)	36.0%
국민연금공단 (외 1 인)	10.5%
자사주 (외 1 인)	1.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	21.4	53.5	63.1	20.6
상대수익률(KOSPI)	13.2	24.3	36.6	8.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	25,915	23,226	22,860	24,683
영업이익	798	159	429	904
EBITDA	2,441	1,870	2,173	2,638
지배주주순이익	461	-12	144	492
EPS	3,456	-87	1,094	3,740
순차입금	8,404	8,258	7,852	7,599
PER	10.6	-241.7	32.1	9.4
PBR	0.3	0.1	0.2	0.2
EV/EBITDA	5.4	5.9	5.8	4.7
배당수익률	2.7	3.6	2.1	2.1
ROE	2.4	-0.1	0.8	2.6

주가 추이



현대제철은 미국 전기로 투자 가시화와 철강 업황 회복 기대가 맞물리며 저평가 국면에서 실적 반등과 멀티플 재평가의 전환점을 맞이하고 있습니다. 철강 업종 Top Pick 으로 제시합니다.

저점 통과, 회복 시그널의 2025년

현대제철은 2025년 연간 매출액 22조 8,597억원(YoY -1.6%), 영업이익 4,290억원(YoY +169.0%)을 기록하며 ‘저점 통과, 완만한 회복’ 국면에 진입할 것으로 보인다. 2분기에는 매출액 5조 7,263억 원(YoY -5.2%), 영업이익 924억 원(YoY -5.7%)을 기록하며 전분기 대비 흑자전환이 예상된다. 다만 고철가격 상승과 철근 판가 하락에 따른 전기로 부문 수익성 훼손, 인천 및 당진공장의 섯다운에 따른 고정비 부담 등으로 컨센서스(935억)에는 못 미칠 것으로 전망된다. 하반기에는 반덤핑 조치 중국산 수입재 감소가 판매량 및 제품 가격 회복에 긍정적인 영향을 미칠 전망이며, 중국 감산 정책 또한 철강 가격 방어에 기여할 것으로 판단된다.

전략적 전기로 투자와 시장 회복 모멘텀

루이지애나 전기로 프로젝트는 현대차그룹의 북미 공급망 안정화, 관세 장벽 회피, 고수익 자동차 강판 시장 진입, 저탄소 생산체제 전환이라는 네 가지 전략적 가치를 동시에 지닌다. 미국 현지 생산을 통해 고부가 자동차 강판 양산 능력을 입증할 경우, 글로벌 OEM에 대한 공급 확대와 수익성 개선이 기대된다. 국내에서는 중국·일본산 철강 제품에 대한 반덤핑 관세가 시행되면서 내수 수익성 회복이 기대된다.

투자의견 BUY, 목표주가 50,000원 제시

현대제철에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 50,000원을 제시한다. 목표주가는 12개월 Fwd EBITDA에 목표 배수 6.1배를 적용해 산출했다. 현 주가는 업황 불확실성·미국 투자에 대한 재무 부담 우려를 반영하고 있다. 향후 미국 전기로 착공 및 고객사 인증 진행, 국내 반덤핑 효과에 따른 스프레드 확대, 중국 감산 이행 등이 현실화되며 시장은 동사의 업황 회복에 따른 수혜·고부가 가치 창출 스토리에 주목하며 멀티플 재평가가 가능할 것으로 판단한다.

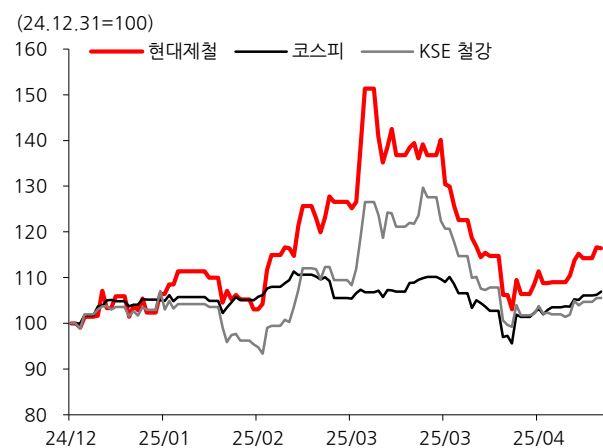
밸류에이션

>> 목표주가 50,000 원, 투자의견 BUY 제시

현대제철 목표주가 50,000원, 투자의견 BUY를 제시한다. 철강 업황은 불확실성에 노출돼 있으나, 점진적인 실적 개선 흐름을 전망한다. 현대제철의 밸류에이션은 밴드 하단에 위치해 있으며, 철강 업황의 성숙 및 경제 불확실성을 내포하고 있다. 2025년 하반기부터 수입산 철강규제 강화 지속(AD 효과 확대), 국내 봉형강 수급 개선, 건설 시장 회복 등 요인에 따라 업황은 바닥을 지날 전망이다.

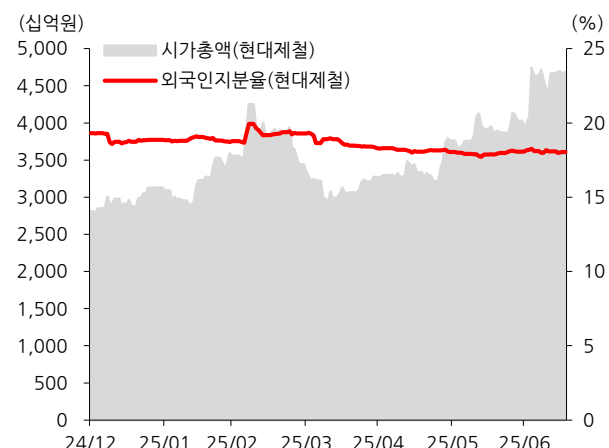
아울러, 미국 전기로에서 고부가 자동차 강판 양산 가능성을 증명한다면 밸류에이션은 재평가될 수 있다. 다만 국내 건설 경기 회복 속도, 중국 감산의 실행 강도 및 효과, 국내 봉형강 수요의 지속적 회복 여부에 따라 밸류에이션 회복의 속도는 둔화될 수 있다.

[그림46] 현대제철 주가 추이



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림47] 현대제철 시가총액 및 외국인지분율 추이



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표24] 현대제철 목표주가 산정

항목	단위	현대제철	설명
목표 EV/EBITDA	X	6.10	글로벌 Peer EV/EBITDA 평균
EBITDA	십억원	2,389	12개월 Fwd 기준
EV	십억원	14,576	
순차입금	십억원	7,442	
비지배지분	십억원	415	
시가총액	십억원	6,719	
주식수	천주	133,446	
목표주가	원	50,000	
현주가	원	35,150	7월 17일 기준
상승여력	%	42.2	

자료: 한화투자증권 리서치센터

실적 추정

2025년 실적 전망

2025년 연간 매출액 22조 8,597억원(YoY -1.6%), 영업이익 4,290억원(YoY +169.0%)을 전망한다. 현대제철의 2025년 연간 실적은 1분기를 저점으로 “저점 통과, 완만한 회복” 국면에 진입할 것으로 판단된다. 향후 업황 반등의 강도와 속도에 따라 추가적인 실적 업사이드도 가능하나, 불확실성이 상존하는 구간이므로 중국 감산·국내 건설 회복 등 업황 회복에 대한 지속적인 모니터링이 필요하다.

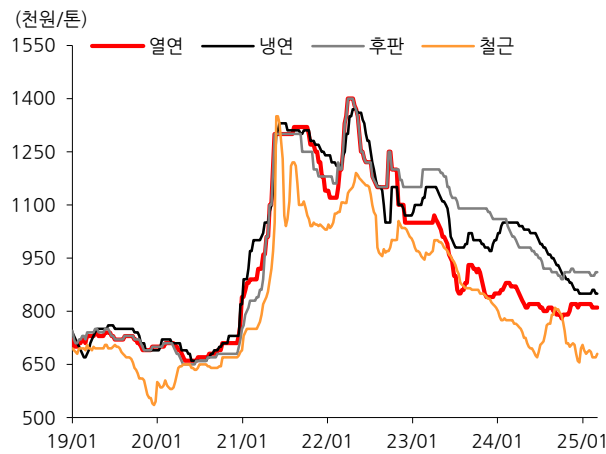
2025년 2분기 실적의 경우, 매출액 5조 7,263억 원(YoY -5.2%), 영업이익 924억 원(YoY -5.7%)을 전망한다. 이는 전분기 대비 흑자 전환이지만, 여전히 절대적인 이익 수준이 낮아 업황 부진의 여파가 완전히 가시지 않았음을 의미한다. 스프레드는 판매 중심으로 개선됐으나, 봉형강은 고철가격 상승과 판가 하락이 동시에 발생해 스프레드가 축소된 것으로 추정된다.

기본적으로 하반기 판매량은 점진적인 회복세를 보여 전년 동기 대비 소폭 증가를 예상하나, 이는 건설 경기 회복 속도와 반덤핑 조치에 따른 수입재 감소 효과에 좌우될 전망이다. 다만 인천·당진·포항 철근 라인의 감산이 시장 가격 방어에 기여하고 있어, 3분기부터 봉형강 수익성이 개선될 가능성이 높다.

무역 보호주의 강화로 인한 반덤핑 관세 부과 추세는 실적 회복에 기여할 전망이다. 중국산 후판에 대한 반덤핑 예비 판정 이후 국내 후판 가격이 반등 조짐을 보이는 등 수입재 감소로 국내 철강사들의 경쟁력이 일부 회복되고 있다. 아울러 7~8월 중 예정된 중국·일본산 열연 강판에 대한 반덤핑 판정이 실제로 확정될 경우, 내수 판가 인상을 통한 수익성 개선이 본격화될 수 있다.

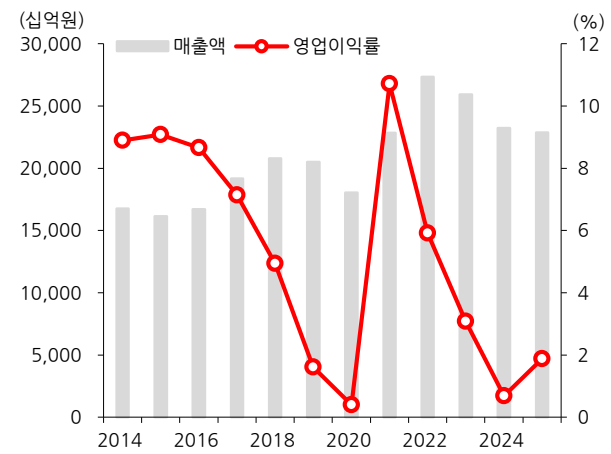
중국의 수요 및 감산 정책 역시 철강 시황에 영향을 미치는 변수로, 중국 부양책에 따른 수요 증가와 감산 기조가 유지된다면 국내외 철강 가격 회복에 우호적인 환경을 제공할 것이다. 이러한 업황 정상화 국면 속에서 중장기적으로 현대제철의 미국 제철소 투자도 구조적 레레이팅의 트리거로 작용할 수 있다.

[그림48] 국내 철강재 유통 가격 추이



자료: 스틸데일리, 한화투자증권 리서치센터

[그림49] 현대제철 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표25] 현대제철 실적 추이 및 전망 (연결)

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	5,948	6,041	5,624	5,613	5,563	5,726	5,731	5,839	23,226	22,860	24,683
현대제철(별도)	4,819	4,852	4,463	4,483	4,290	4,532	4,519	4,597	18,618	17,938	19,906
자회사	1,128	1,190	1,161	1,129	1,274	1,194	1,212	1,242	4,609	4,921	4,777
영업이익	56	98	52	-46	-19	92	114	241	159	429	904
영업이익률	0.9%	1.6%	0.9%	-0.8%	-0.3%	1.6%	2.0%	4.1%	0.7%	1.9%	3.7%
현대제철(별도)	89	46	32	-152	-56	69	91	218	15	322	813
영업이익률	1.8%	0.9%	0.7%	-3.4%	-1.3%	1.5%	2.0%	4.7%	0.1%	1.8%	4.1%
자회사	-33	52	19	106	37	23	23	24	145	170	203
영업이익률	-2.9%	4.4%	1.7%	9.4%	2.9%	1.9%	1.9%	1.9%	3.1%	2.2%	1.9%

자료: 한화투자증권 리서치센터

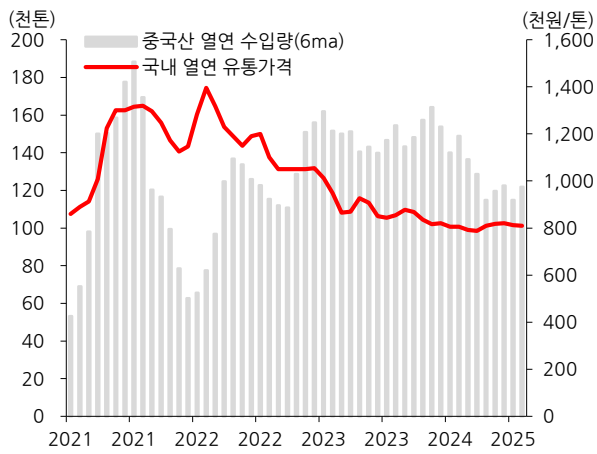
[표26] 현대제철 실적 추이 및 전망 (별도)

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	4,819	4,852	4,463	4,483	4,290	4,532	4,519	4,597	18,618	17,938	19,906
영업이익	89	46	32	-152	-56	69	91	218	15	322	813
영업이익률	1.8%	0.9%	0.7%	-3.4%	-1.3%	1.5%	2.0%	4.7%	0.1%	1.8%	4.1%
주요 가정											
환율(USD/KRW)	1,321	1,330	1,371	1,356	1,399	1,452	1,427	1,377	1,344	1,414	1,360
매출액	4,819	4,852	4,463	4,484	4,290	4,532	4,519	4,597	18,618	17,938	19,906
판재류	3,275	3,277	3,190	3,180	2,952	3,173	3,179	3,178	12,921	12,482	13,333
봉형강류	1,545	1,575	1,273	1,304	1,338	1,359	1,340	1,419	5,697	5,456	6,573

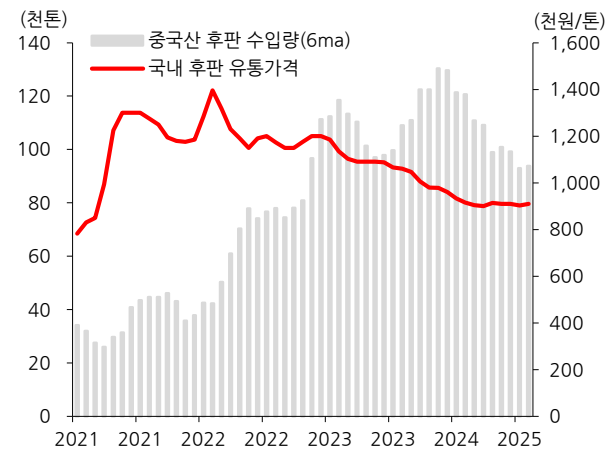
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림50] 중국산 열연 수입량 및 국내 유통가격 추이



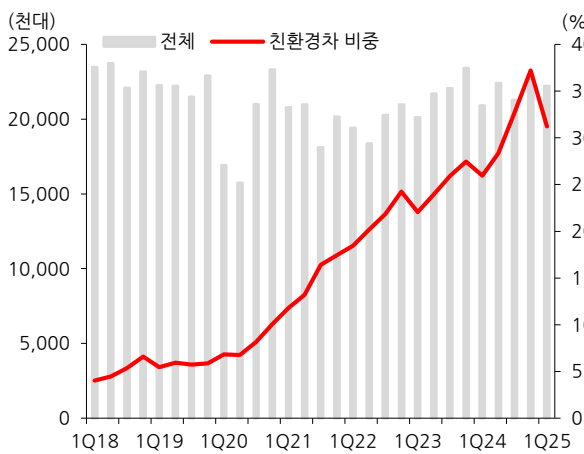
자료: 한국철강협회, 스틸데일리, 한화투자증권 리서치센터

[그림51] 중국산 후판 수입 및 국내 후판 유통가격 추이



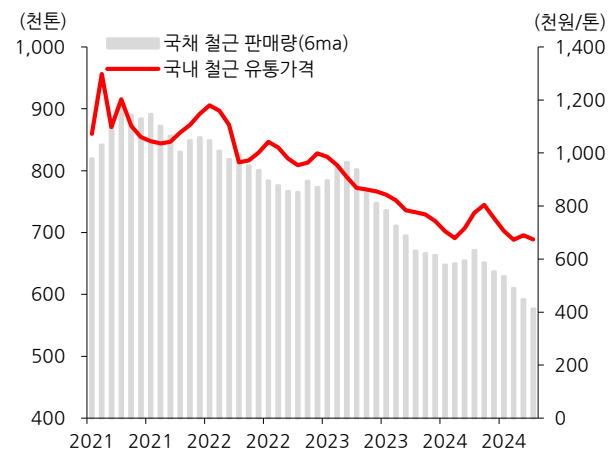
자료: 한국철강협회, 스틸데일리, 한화투자증권 리서치센터

[그림52] 글로벌 자동차 판매량 및 친환경차 비중 추이



자료: Marklines, SNER, 한화투자증권 리서치센터

[그림53] 국내 철근 판매량 및 국내 철근 유통가격 추이



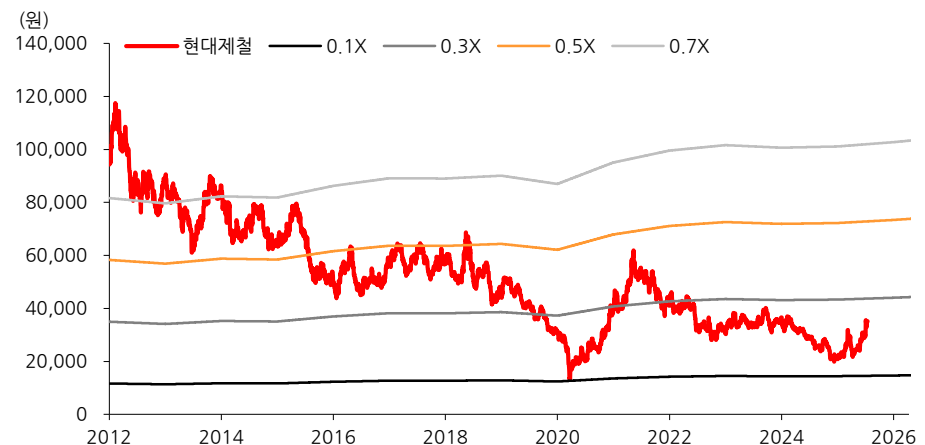
자료: 한국철강협회, 스틸데일리, 한화투자증권 리서치센터

투자 포인트

현대제철의 투자포인트를 1) 밸류에이션 저평가, 2) 미국 전기로 투자를 통한 전략적 재편, 3) 국내 시장 회복 가능성 및 반덤핑 효과 세 가지로 제시한다.

- 1) 밸류에이션 저평가
동사의 PBR은 약 0.2배 수준으로, 주가가 밸류에이션 저평가 영역에 위치하고 있다. 철강산업 성숙화, 경기 불확실성, 미국 투자에 대한 불확실성 등을 반영한 결과라고 판단된다. 반대로 보면 향후 실적 정상화 및 미국 투자 가시화 시 상당한 밸류에이션 리레이팅 잠재력을 내포한다.
- 2) 미국 전기로 투자를 통한 전략적 재편
미국 루이지애나 전기로 투자는 단순한 설비 증설을 넘어, (1) 현대차그룹 북미 생산기지향 안정적 공급망 구축, (2) 미국 보호무역주의(관세 장벽) 회피, (3) 고수익 북미 자동차강판 시장 직접 공략, (4) 저탄소 생산체제 전환 가속화 라는 전략 목표를 가진다. 성공 시 장기 성장 동력 확보 및 기업가치 제고에 결정적 역할을 할 수 있다.
- 3) 국내 시장 회복 가능성 및 반덤핑 효과
장기화된 국내 건설 경기 침체가 점진적으로 회복되고, 중국·일본산 저가 수입재에 대한 반덤핑 조치가 실효성을 거둘 경우, 봉형강 및 판재류의 수익성이 개선될 전망이다.

[그림54] 현대제철 12M Forward PBR Band



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표27] 현대제철 미국 전기로 제철소 투자 개요

구분	내용
사업 내용	미국 전기로 기반 생산 거점 확보
제품 생산	총 270 만톤/년 (자동차강판 180 만톤, 일반강 90 만톤)
사업 부지	미국 루이지애나 쉐 (미시시피 강 인접)
설비 구성	DRP (직접환원철 원료설비) - 전기로 - 연주 - 압연
투자비	58 억 달러
직접 고용	약 1,300 명
자본 구조	미국 신설법인 : 자기자본 50%, 외부차입 50% - 자기자본 구성 : 당사 포함 현대차그룹 및 전략적 투자자

자료: 현대제철, 한화투자증권 리서치센터

[그림55] 현대제철 미국 전기로 투자 - 시장 환경 및 기대 효과

- 미국은 高價/수입 의존 및 전기로 생산 중심의 전략 시장
- 현지 생산거점 건설로 미래 성장기반 확보 및 국내 사업장과 시너지 창출 기대

미국 철강시장 환경

○ 세계 최고價 시장 → 아시아/유럽 대비 高價

구 분	아시아	유럽 (독일)	미 국	(단위 : \$/톤)
				타지역비
열 연 ('24년 평균)	541	698	850	+22~57%

※ 출처 : CRU (Commodities Research Unit)

※ 미국 '25년 3월 평균 \$1,046

○ 순수입 시장

[조강 수요]	99백만톤	[판매류 수요]	65백만톤
[조강 공급]	생산 81백만톤	[판매류 공급]	생산 57백만톤
	순수입 1,755만톤		순수입 785만톤

※ 출처 : 세계철강협회, 미국 상무부 등 ('23년 기준)

○ 전기로 생산 비중 高 (전기로 : 약 70%, 고로 : 약 30%)

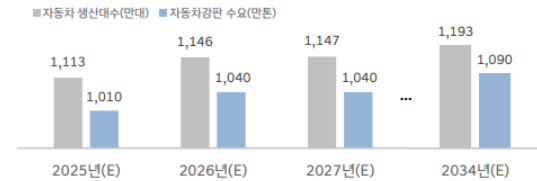
- 저탄소 원료 (철스크랩, DRI* 등) 조달 용이, 낮은 천연가스/전력비 등

* DRI (Direct Reduced Iron) : 직접환원철

기대 효과

○ 자동차강판 등 고부가가치 제품 판매 확대 기회 확보

- 미국 자동차강판 수요 : 연간 약 1,000만톤 이상 유지 전망



※ 출처 : GlobalData (트럼프 2기 정부 관세 정책 효과 미반영)

○ 보호무역주의 대응 및 안정적 생산/공급 체계 구축

- 수입 관세 등 철강 규제 극복
- 미국 중심 공급망 재편에 따른 철강 수요 증가 대응

○ 국내 사업장과의 생산 시너지 창출

- 탄소저감 생산체제 역량 구축으로 국내 사업장 탄소중립 전환 기여
- 당사 인지도 상승에 따른 글로벌 고객사 확대로 국내 사업장 수출 확대 기대

자료: 현대제철, 한화투자증권 리서치센터

[그림56] 현대제철 미국 전기로 투자 - 설비 특화 방안

• 통합 설비 구성, 전기로 품질 차별화, 고장력 차강판 특화 통한 타 전기로사 대비 경쟁력 확보

○ 『직접환원철 ~ 전기로 ~ 강판』 일관생산 체계 구축



○ 타 전기로사 대비 설비 경쟁력

구 분	현대제철 미국 전기로 제철소	타 전기로사
통합된 설비 구성	• 'DRP-전기로' 동일 Site내 설비 직결 (에너지 소비 절감 및 효율성 극대화) • Hot-DRI 혼합 비중 상향 (철스크랩 불순물 최소화, 고급 차강판 생산 가능)	• DRP-전기로 설비 분리 (에너지 효율성 저, 물류 운송 부담 증가) • DRI 비율 40% 이하 제한 (철스크랩 의존도 高)
전기로 품질 차별화	• 정밀 정련 설비 구성으로 불순물 (N, S) 유입 최소화 • 슬라브 두께 확대 및 스카핑 적용 (다양한 고객 Needs 대응 가능)	• VD (진공 탈가스 설비) 운영 (불순물 유입 제거 취약) • 슬라브 두께 제한적 및 스카핑 설비 미보유 (단순 Size 대응)
고장력 차강판 특화	• 초고장력 냉연강판 설비 구성 • 폭압연 통한 다양한 Size 대응	• 설비 미보유 (BAF 운영) • Size 대응 難

자료: 현대제철, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서					
(단위: 십억 원)					
12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	27,341	25,915	23,226	22,860	24,683
매출총이익	2,834	2,132	1,394	1,678	2,228
영업이익	1,616	798	159	429	904
EBITDA	3,205	2,441	1,870	2,173	2,638
순이자손익	-282	-297	-276	-264	-251
외화관련손익	-142	-37	-59	-69	-69
지분법손익	12	5	12	1	0
세전계속사업손익	1,349	532	-59	193	678
당기순이익	1,038	443	9	148	499
지배주주순이익	1,018	461	-12	144	492
증가율(%)					
매출액	63.1	-5.2	-10.4	-1.6	8.0
영업이익	8.4	-50.6	-80.0	169.0	110.7
EBITDA	19.6	-23.9	-23.4	16.2	21.4
순이익	32.7	-57.3	-98.0	1,575.4	238.2
이익률(%)					
매출총이익률	10.4	8.2	6.0	7.3	9.0
영업이익률	5.9	3.1	0.7	1.9	3.7
EBITDA 이익률	11.7	9.4	8.1	9.5	10.7
세전이익률	4.9	2.1	-0.3	0.8	2.7
순이익률	3.8	1.7	0.0	0.6	2.0

현금흐름표					
(단위: 십억 원)					
12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	2,180	1,948	1,777	2,397	1,943
당기순이익	1,038	443	9	148	499
자산상각비	1,589	1,642	1,710	1,744	1,734
운전자본증감	-738	304	276	538	-330
매출채권 감소(증가)	480	-212	564	-60	-190
재고자산 감소(증가)	-258	618	157	124	-405
매입채무 증가(감소)	-555	30	-89	488	278
투자현금흐름	-1,395	-132	-1,503	-1,987	-1,591
유형자산처분(취득)	-1,000	-800	-1,650	-1,957	-1,500
무형자산 감소(증가)	-6	-5	-17	-15	-22
투자자산 감소(증가)	-498	483	128	36	0
재무현금흐름	-469	-2,121	-354	-89	-99
차입금의 증가(감소)	-424	-2,024	-309	-137	0
자본의 증가(감소)	-132	-132	-132	-99	-99
배당금의 지급	-132	-132	-132	-99	-99
총현금흐름	3,569	2,398	1,930	1,936	2,273
(-)운전자본증가(감소)	341	-1,351	-596	-14	330
(-)설비투자	1,021	824	1,672	1,966	1,500
(+)자산매각	15	19	5	-6	-22
Free Cash Flow	2,222	2,944	858	-21	421
(-)기타투자	288	857	282	-473	69
잉여현금	1,935	2,087	575	451	352
NOPLAT	1,244	665	116	328	666
(+) Dep	1,589	1,642	1,710	1,744	1,734
(-)운전자본투자	341	-1,351	-596	-14	330
(-)Capex	1,021	824	1,672	1,966	1,500
OpFCF	1,471	2,834	750	120	570

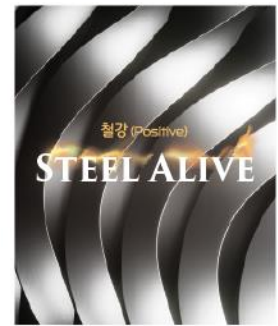
주: IFRS 연결 기준

재무상태표					
(단위: 십억 원)					
12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	13,191	11,954	11,460	11,801	12,664
현금성자산	2,247	2,198	2,311	2,603	2,856
매출채권	2,714	3,032	2,655	2,763	2,953
재고자산	6,704	6,279	6,291	6,224	6,629
비유동자산	23,610	23,265	23,284	23,105	22,950
투자자산	3,525	3,578	3,452	3,532	3,601
유형자산	18,755	18,250	18,431	18,243	18,082
무형자산	1,328	1,438	1,402	1,330	1,267
자산총계	36,801	35,219	34,744	34,906	35,614
유동부채	8,119	7,984	7,699	7,195	7,475
매입채무	3,383	3,898	3,957	4,031	4,308
유동성이자부채	4,248	3,951	3,676	3,109	3,109
비유동부채	9,553	7,739	7,711	8,207	8,242
비유동이자부채	8,295	6,651	6,893	7,346	7,346
부채총계	17,672	15,723	15,410	15,401	15,716
자본금	667	667	667	667	667
자본잉여금	3,906	3,906	3,905	3,905	3,905
이익잉여금	13,374	13,639	13,400	13,445	13,838
자본조정	767	888	946	1,073	1,073
자기주식	-112	-112	-112	-112	-112
자본총계	19,129	19,496	19,334	19,505	19,898

주요지표					
(단위: 원, 배)					
12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	7,625	3,456	-87	1,094	3,740
BPS	140,235	143,130	141,768	143,054	146,002
DPS	1,000	1,000	750	750	750
CFPS	26,747	17,967	14,460	14,511	17,035
ROA(%)	2.8	1.3	0.0	0.4	1.4
ROE(%)	5.6	2.4	-0.1	0.8	2.6
ROIC(%)	4.5	2.5	0.4	1.3	2.6
Multiples(x, %)					
PER	4.0	10.6	-241.7	32.1	9.4
PBR	0.2	0.3	0.1	0.2	0.2
PSR	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2
PCR	1.1	2.0	1.5	2.4	2.1
EV/EBITDA	4.5	5.4	5.9	5.8	4.7
배당수익률	3.3	2.7	3.6	2.1	2.1
안정성(%)					
부채비율	92.4	80.6	79.7	79.0	79.0
Net debt/Equity	53.8	43.1	42.7	40.3	38.2
Net debt/EBITDA	321.3	344.3	441.6	361.4	288.1
유동비율	162.5	149.7	148.8	164.0	169.4
이자보상배율(배)	4.5	1.9	0.4	1.2	2.7
자산구조(%)					
투하자본	82.9	81.9	81.8	80.6	79.9
현금+투자자산	17.1	18.1	18.2	19.4	20.1
자본구조(%)					
차입금	39.6	35.2	35.3	34.9	34.4
자기자본	60.4	64.8	64.7	65.1	65.6

POSCO홀딩스 (005490)

올해는 철강이 이끈다



▶ Analyst 권지우 jiwoo.kwon@hanwha.com 3772-7689

Buy (신규)

목표주가(신규): 500,000원

현재 주가(7/17)	307,500원
상승여력	▲ 62.6%
시가총액	248,869억원
발행주식수	80,933천주
52 주 최고가 / 최저가	386,500 / 230,500원
90 일 일평균 거래대금	916.52억원
외국인 지분율	30.0%

주주 구성

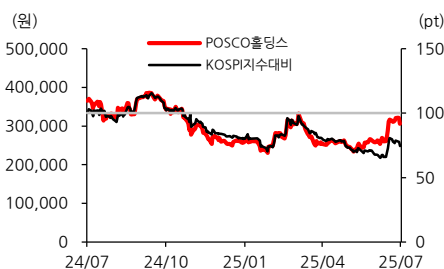
국민연금공단 (외 1 인)	8.5%
자사주 (외 1 인)	6.6%
BlackRockFundAdvisors (외 14인)	5.6%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	19.4	21.1	18.3	-15.9
상대수익률(KOSPI)	11.2	-8.2	-8.2	-28.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	77,127	72,688	72,204	74,763
영업이익	3,531	2,174	2,717	3,682
EBITDA	7,376	6,158	7,185	8,701
지배주주순이익	1,698	1,095	1,527	2,072
EPS	20,079	13,252	20,162	26,713
순차입금	8,908	11,444	11,862	15,590
PER	24.9	19.1	15.3	11.5
PBR	0.8	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	6.9	5.3	5.1	4.7
배당수익률	2.0	3.9	3.6	3.6
ROE	3.2	2.0	2.7	3.6

주가 추이



POSCO 홀딩스는 고부가 WTP 철강 제품의 안정적 수익성과 이차전지 소재 사업의 수직계열화를 통한 성장 잠재력을 동시에 확보하며 기업가치 제고의 발판을 마련하고 있습니다. 올해 철강 업황 회복에 수혜를 받는 가운데, 중장기적으로 WTP 철강제품 경쟁력 및 이차전지 소재부문의 중장기 성장 로드맵이 구체화됨에 따라 점진적인 멀티플 리레이팅이 기대됩니다.

2025년, 철강이 바닥 다진다

2025년 POSCO홀딩스의 연간 매출액은 72조 2,039억 원(YoY -0.7%), 영업이익은 2조 7,166억 원(YoY +25.0%)으로 전망된다. 철강 부문은 뚜렷한 수요 회복이 부재하지만 철광석 등 원자재 가격 안정으로 이익은 개선될 전망이다. 특히 하반기로 갈수록 중국산 후판·열연에 대한 국내 반덤핑 규제 효과가 가시화되면서 국내 가격의 점진적 반등을 이끌어 수익성 개선에 기여할 것으로 보인다. 반면, 이차전지 소재 부문은 리튬 가격 반등이 지연되고 초기 투자에 따른 감가상각비 부담이 지속되면서, 2025년 영업 적자를 기록할 것으로 추정된다.

미래를 준비하는 두 개의 심장: WTP 철강과 이차전지 소재

POSCO홀딩스의 핵심 경쟁력은 고부가가치 WTP(World Top Premium) 철강 제품과 이차전지 소재 사업의 수직계열화에 있다. WTP 전략을 통해 자동차강판 등 고수익 제품 비중을 확대하여 안정적인 현금흐름을 창출하고 있으며, 이차전지 소재 부문은 원료 확보(호주 광석, 아르헨티나 염화)부터 정제, 리사이클링까지 밸류체인 내재화와 선제적 투자를 통해 장기 성장 동력을 확보했다. 2027년 이후 이차전지 소재 부문의 본격적인 이익 기여와 북미·인도 중심의 해외 성장 전략이 가시화될 경우 그룹 전체의 성장에 기여할 전망이다.

투자의견 BUY, 목표주가 500,000원 제시

포스코홀딩스에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 500,000원을 제시한다. 현 주가는 철강 시장 둔화 및 이차전지 소재 부문의 단기 투자 부담을 반영하고 있으나, 향후 WTP 중심의 철강 수익성 방어와 이차전지 소재 부문의 성장성 구체화 시 충분한 상승여력을 보유하고 있다고 판단된다.

밸류에이션

>> 목표주가 500,000 원, 투자의견 BUY 제시

포스코홀딩스 목표주가 500,000원을 제시하며, SOTP밸류에이션 방식을 적용하여 산출했다. 철강 부문은 12개월 Fwd EBITDA에 글로벌 Peer EV/EBITDA를 적용하고, 이차전지 소재 부문은 리튬, 니켈, 리사이클 사업에 대해 각각 2027년 예상 EBITDA 및 글로벌 Peer 수준을 반영했다. 철강 시장의 점진적 개선과 이차전지 소재 부문의 중장기 성장성을 고려할 때 현재 주가 대비 충분한 상승 여력을 보유하고 있다고 판단한다.

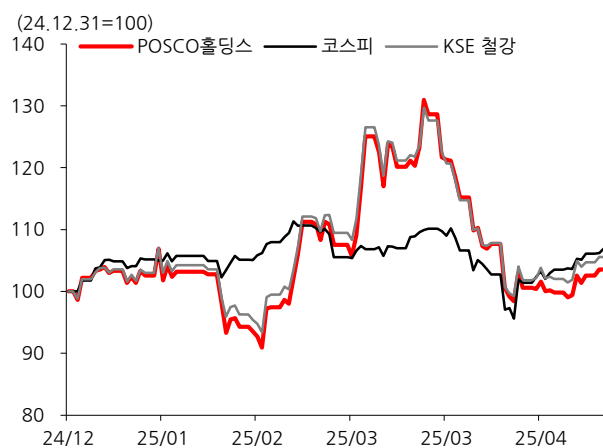
이차전지 소재 부문은 2025~2026년 투자 부담과 가격 약세로 과도기를 겪겠지만, 2027년 이후에는 이익을 내기 시작하며 기업가치 재평가에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 철강 업황은 2026년부터 점진적 회복을 앞두고 있으며, 동사는 저가 매수로 접근할 수 있는 시기다. 특히 고부가 철강 제품 중심의 WTP 전략 강화와 함께, 리튬 및 리사이클링 사업에서 안정적인 생산과 수익성이 가시화될 경우, 밸류에이션 프리미엄 확대가 기대된다.

[그림57] POSCO 홀딩스 12M Forward PBR Band



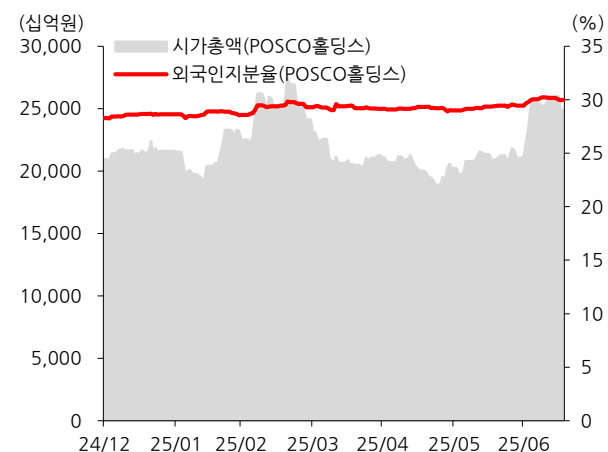
자료: Quantiverse, 한화투자증권 리서치센터

[그림58] POSCO 홀딩스 주가 추이



자료: Quantiverse, 한화투자증권 리서치센터

[그림59] POSCO 홀딩스 시가총액 및 외국인지분율 추이



자료: Quantiverse, 한화투자증권 리서치센터

[표28] POSCO 홀딩스 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억원, 원, %)

항목	기업	기업가치	EBITDA	EV/EBITDA	비고
사업가치 (A)		35,026			
철강	포스코	28,457	4,665	6.1x	12개월 Fwd EVITDA 및 글로벌 Peer EV/EBITDA 적용
	해외 자회사	4,927	808	6.1x	
이차전지 소재	리튬	631	110	5.8x	2027년 예상 EVITDA 및 글로벌 Peer EV/EBITDA 적용
	니켈	755	168	4.5x	
	리사이클	255	42	6.1x	
지분가치 (B)		17,295			
상장기업	포스코인터내셔널	6,486			시가총액 50% 할인 후 지분율 적용하여 산출
	포스코퓨처엠	6,334			
	포스코 DX	2,408			
	포스코스틸리온	142			
	소프코엠텍	241			
비상장기업	포스코이앤씨	1,685			장부가치 50% 할인 후 지분율 적용하여 산출
순차입금 (C)		11,862			
총사업가치 (D)		40,459			(D) = (A) + (B) - (C)
발행주식수 (E)		80,932,952			
적정주가 (원)		499,902			
목표주가 (원)		500,000			
현재주가 (원)		307,500			7월 17일 기준
상승여력 (%)		62.6%			

자료: 한화투자증권 리서치센터

실적 추정

2025년 실적 전망

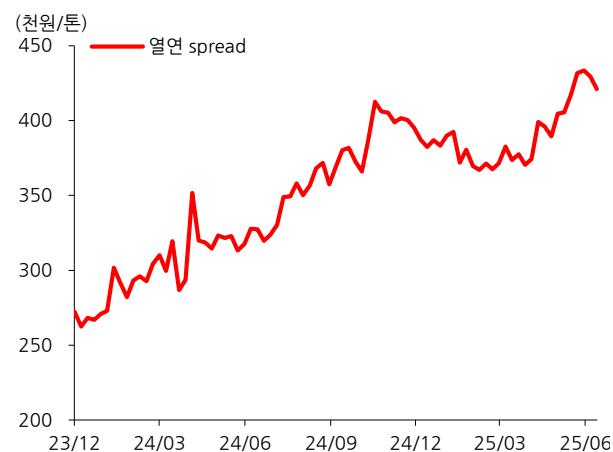
2025년 POSCO홀딩스의 연간 매출액 72조 2,039억원(YoY -0.7%), 영업이익 2조 7,166억원(YoY +25.0%)을 전망한다. 철강 부문은 아직 뚜렷한 수요 회복 부재한 상황이지만, 원자재 가격 안정으로 이익은 소폭 개선될 전망이다. 매출액의 성장은 2026년부터 가능할 것으로 판단된다. 리튬 및 리사이클링 사업부문은 리튬 가격 약세가 지속되며 연간 적자가 불가피할 것으로 예상되나, 장기적 관점에서 수급 개선과 가동률 상승이 실적 기여로 이어질 수 있다.

2025년 2분기 연결 기준 매출액은 약 18조 3,250억 원(YoY -1.0%), 영업이익은 6,804억 원(YoY -9.5%)을 예상한다. 시장 기대치에 소폭 못 미치는 수준이나, 전분기 대비로는 철강 스프레드 개선과 포스코인터내셔널 실적 기여 확대에 힘입어 약 20% 수준의 이익 회복세가 전망된다. 후판을 제외한 대부분 제품의 판매가격은 약보합세였으나, 철광석 등 투입 원가 하락폭이 커지면서 스프레드는 전분기 대비 개선된 것으로 판단된다.

리튬 부문은 미중 통상 이슈와 수요 위축 속에서 가격 하락세가 이어지고 있으며, 2분기에 약 1,000억원 이상의 적자가 발생할 것으로 보인다. 특히 전지소재 출하 둔화와 초기 고정비 부담 등으로 인해 이차전지 소재사업은 당분간 손익 분기점을 넘기 어려울 것으로 전망된다. 다만 중장기적으로 생산원가 개선과 판매 확대가 병행될 경우 실적 기여가 확대될 수 있다.

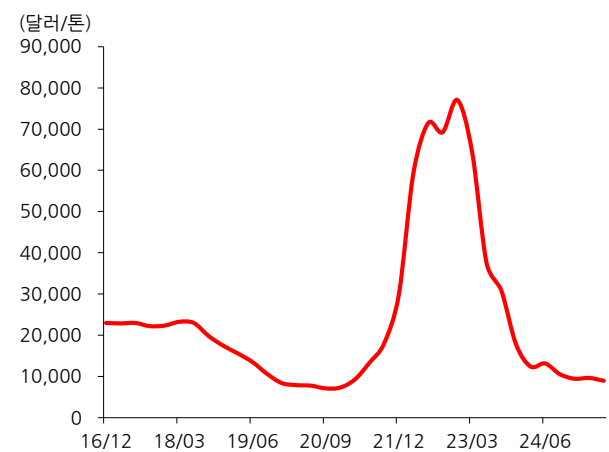
반면 철강 부문은 개선 흐름이 유지되고 있다. 하반기로 갈수록 국내 반덤핑 조치가 가격 방어에 기여할 것으로 보이며, 특히 중국과 일본산 열연에 대한 판정 결과는 열연강 판뿐 아니라 냉연 및 도금강판까지 연쇄적으로 영향을 줄 수 있다는 점에서 중요하다. 열연 가격이 일정 수준 이상 상승할 경우 전사 수익성에 유의미한 변화가 발생할 수 있다. 국내외 감산 기조 역시 시황 개선에 일정 부분 기여할 수 있다. 특히 중국 내 공급 조절 움직임이 정책적 수준에서 논의되고 있다는 점은 철강 시황의 방향성 측면에서 긍정적 신호로 해석된다. 다만 시기와 강도에 있어 불확실성이 존재하는 만큼, 수요 회복의 탄력성과 맞물려 향후 흐름을 지속적으로 모니터링할 필요가 있다.

[그림60] POSCO 추정 열연 spread 추이



자료: 스틸데일리, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림61] 수산화리튬 가격 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표29] POSCO 홀딩스 실적 추이 및 전망 (연결)

(단위: 십억원)

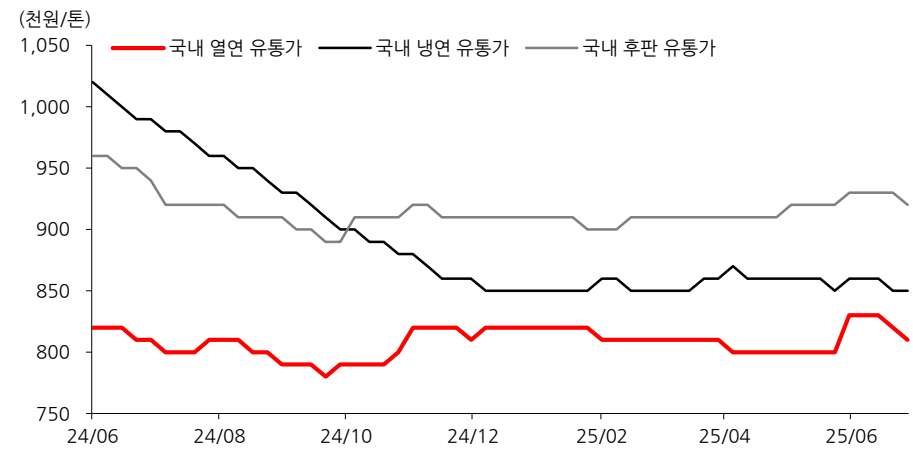
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	18,052	18,510	18,321	17,805	17,437	18,325	18,343	18,099	72,688	72,204	74,763
철강	15,444	15,449	15,669	15,639	14,963	14,834	15,239	15,274	62,201	60,309	62,185
인프라	14,153	14,768	14,202	13,749	13,326	15,137	14,557	14,093	56,872	57,113	58,255
이차전지	1,156	947	966	761	930	896	1,022	1,080	3,830	3,929	5,271
내부거래 등	-12,701	-12,654	-12,516	-12,344	-11,782	-12,542	-12,474	-12,348	-50,215	-49,147	-50,948
YoY 증가율											
철강	-2.1%	-6.6%	-0.8%	1.4%	-3.1%	-4.0%	-2.7%	-2.3%	-2.1%	-3.0%	3.1%
인프라	2.0%	-2.8%	2.7%	-3.6%	-5.8%	2.5%	2.5%	2.5%	-0.5%	0.4%	2.0%
이차전지	-0.5%	-20.7%	-26.4%	-34.1%	-19.6%	-5.4%	5.8%	42.0%	-20.6%	2.6%	34.2%
영업이익	583	752	743	95	568	680	802	666	2,173	2,716	3,682
철강	339	497	466	334	450	565	696	585	1,636	2,297	2,960
인프라	340	429	449	108	307	346	330	297	1,326	1,280	1,524
이차전지	6	-28	-53	-203	-98	-122	-96	-110	-278	-426	-212
내부거래 등	-102	-146	-119	-144	-91	-109	-128	-107	-511	-435	-590
OPM	3.2%	4.1%	4.1%	0.5%	3.3%	3.7%	4.4%	3.7%	3.0%	3.8%	4.9%
철강	2.2%	3.2%	3.0%	2.1%	3.0%	3.8%	4.6%	3.8%	2.6%	3.8%	4.8%
인프라	2.4%	2.9%	3.2%	0.8%	2.3%	2.3%	2.3%	2.1%	2.3%	2.2%	2.6%
2차전지	0.5%	-3.0%	-5.5%	-26.7%	-10.5%	-13.6%	-9.4%	-10.2%	-7.3%	-10.8%	-4.0%

자료: 한화투자증권 리서치센터

철강부문 현황 및 전망

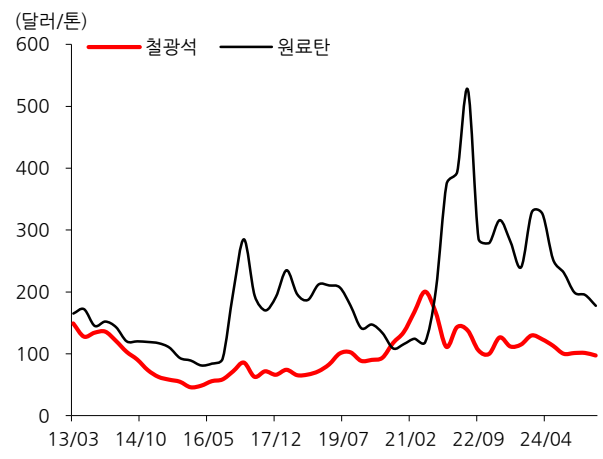
철강 부문 완만한 개선 전망	POSCO홀딩스 철강부문 실적은 하반기, 2026년으로 갈수록 개선될 전망이다. 철광석/원료탄 가격 안정으로 제조원가가 낮아진 가운데 판가 인상 효과가 반영되기 때문이다. 다만 근본적인 수요 회복은 불확실한 상황으로 철강시황의 본격적인 회복 보다는 완만한 개선을 전망한다.
불확실성은 지속	글로벌 보호무역 기조는 유지될 가능성이 높아, 글로벌 교역 환경의 불확실성은 당분간 지속될 것이다. 일반재 시장의 불확실성은 하반기에도 상존할 것인 가운데, 포스코의 경우 경쟁 우위를 가진 고부가가치 WTP(World Top Premium)가 수익성 방어에 기여할 전망이다.
판재류	판재류는 불공정 수입재가 다소 축소되어 가격정상화가 진행될 것으로 예상하며, 이는 포스코 철강부문의 이익 정상화에 기여할 전망이다. 열연의 경우 7월~8월 경 반덤핑 관세 예비판정이 예상되는 가운데 수입재 비중이 점차 낮아질 가능성이 크다. 냉연은 자동차 강판 판가 추가 인상 여력이 좁아 판매량 소폭 상승, ASP 포함세가 예상된다. 후판의 경우, 중국산 후판에 대한 잠정 관세가 늦어도 10월 경 최종 확정될 가능성이 높아 수입재 감소 효과가 반영될 것으로 보인다. 후판부문은 전년 말 혹은 올해부터 흑자 전환한 것으로 추정되며 향후 흑자폭이 늘어날 가능성이 높다.
스테인리스	스테인리스 시장은 원가 요인은 하락, 수요는 박스권, 가격 인상 동력 부족이라는 구도가 이어지고 있다. 포스코는 1월부터 3월까지 STS 가격(300계 등)을 인상했다. 하지만 수요 부진에 부딪혀 유통 가격 반영에 어려움을 겪었다. 결국 4월과 5월에는 시장 안정화를 위해 가격을 동결했다. 특히 4월에는 니켈 가격 하락, 환율 약세 등으로 가격 하락 압력이 심화됐다. 3월 말 중국산 STS 후판에 대해 4개월 간 잠정 AD가 부과됐고, 베트남산 STS 냉연과 관련해서도 4월에 덤핑방지관세 부과가 결정됐다. 관세 효과가 본격화될 3분기부터는 수입재 유입이 둔화되고 내수 가격 방어력이 높아질 가능성이 있다.

[그림62] 판재류 내수 유통가 추이



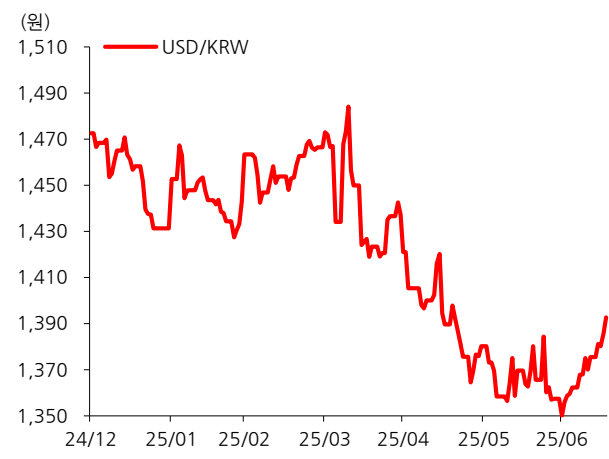
자료: 스틸데일리, 한화투자증권 리서치센터

[그림63] 분기별 철광석, 연료탄 가격 추이



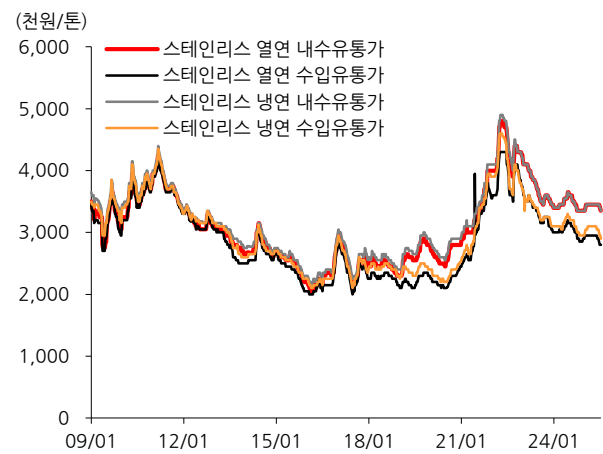
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림64] USD/KRW 환율 추이



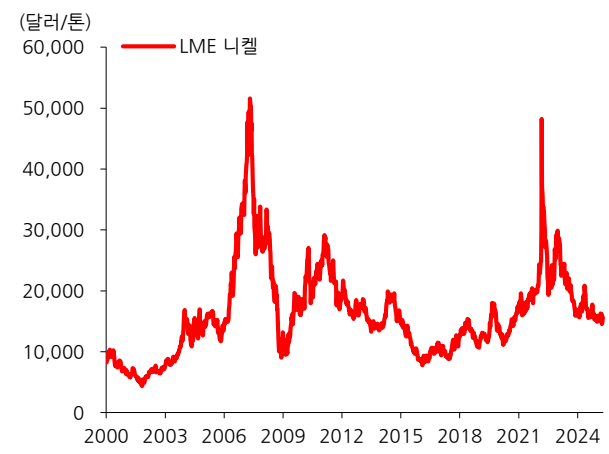
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림65] 스테인리스 가격 추이



자료: 스틸데일리, 한화투자증권 리서치센터

[그림66] 니켈 가격 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

투자 포인트

POSCO홀딩스의 투자포인트를 1) 고부가가치 철강재와 WTP 전략, 2) 배터리 소재의 공급망 수직계열화, 3) 북미·인도 중심 성장 동력 확보 및 리스크 분산 세 가지로 제시한다. 대내외 불확실성이 지속되는 상황에서 단기적인 주가 업사이드 요인이 있는 철강 일반재 회사 대비 장기적 주가 밸류에이션 재평가 요인들이 있는 POSCO홀딩스를 차 선호주로 제시한다.

- 1) 고부가가치 철강재와 WTP 전략

포스코홀딩스의 WTP(World Top Premium) 전략은 자동차강판·에너지강재 등 고부가판재 비중을 판매량 기준 30% 이상, 매출 기준 절반 이상으로 수익성을 견인한다. 1.5 GPa 기가스틸, 고망간강 등 기술 집약 제품 글로벌 경쟁력을 보유하고, 고객 맞춤형 마케팅을 통해 장기 계약 체결과 진입장벽을 강화해 일반재 가격 변동에도 영업이익 방어력이 높다. 2025년 이후에도 철강 부문 이익의 과반이 WTP에서 창출될 가능성이 높아 안정적 현금흐름이 기대된다.
- 2) 배터리 소재: 공급망 수직계열화와 투자 효율성 우위

배터리 소재 부문은 아르헨티나 염호와 호주 Pilbara JV로 원광 확보부터 정제, 양·음극재까지 수직계열화해 경쟁사 대비 공급망 우위를 갖춘다. 아르헨티나 염호와 호주 광산 투자를 통해 리튬 원료를 선제적으로 확보했으며, DLE(직접 리튬 추출) 기술 등 독자적인 제련 기술력으로 원가 경쟁력과 투자 효율성을 높였다. 이처럼 배터리 소재 사업의 수직계열화와 선제적 원료 확보, 독자적 제련 기술은 장기적으로 안정적인 현금창출 기반을 확립하며, 그룹 밸류에이션 리레이팅의 핵심 축으로 자리매김할 가능성이 있다.
- 3) 국내 시장 회복 가능성 및 반덤핑 효과

북미와 인도 시장을 중심으로 해외 투자를 확대하며 새로운 성장 동력을 확보하고 지역 다변화를 통한 리스크 헤지 전략을 추진하고 있다. 미국 루이지애나 270만 톤 전기로 일관제철소와 멕시코 구동모터코어 공장으로 북미 현지화를 가속하며 무역장벽과 물류 리스크를 완충한다. 인도에서는 JSW Steel과 500만 톤 합작 프로젝트를 추진해 성장시장에 재진입, 고급 강판 내수 수요를 흡수할 계획이다.

[그림67] POSCO 홀딩스 12M Forward PBR Band



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	84,750	77,127	72,688	72,204	74,763
매출총이익	7,649	6,417	5,413	5,878	6,916
영업이익	4,850	3,531	2,174	2,717	3,682
EBITDA	8,544	7,376	6,158	7,185	8,701
순이자손익	-321	-449	-398	-410	-394
외화관련손익	-487	-348	-741	-496	-496
지분법손익	678	448	-316	91	0
세전계속사업손익	4,014	2,635	1,251	2,347	3,150
당기순이익	3,560	1,846	948	1,705	2,303
지배주주순이익	3,144	1,698	1,095	1,527	2,072
증가율(%)					
매출액	30.2	-9.0	-5.8	-0.7	3.5
영업이익	50.9	-27.2	-38.5	25.0	35.5
EBITDA	32.4	-13.7	-16.5	16.7	21.1
순이익	539.6	-48.2	-48.7	80.0	35.0
이익률(%)					
매출총이익률	9.0	8.3	7.4	8.1	9.3
영업이익률	5.7	4.6	3.0	3.8	4.9
EBITDA 이익률	10.1	9.6	8.5	10.0	11.6
세전이익률	4.7	3.4	1.7	3.2	4.2
순이익률	4.2	2.4	1.3	2.4	3.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	6,187	6,168	6,664	7,788	6,606
당기순이익	3,560	1,846	948	1,705	2,303
자산상각비	3,694	3,845	3,984	4,469	5,019
운전자본증감	-335	-1,087	337	-157	-630
매출채권 감소(증가)	547	-1,128	1,566	-143	-539
재고자산 감소(증가)	-416	1,384	219	112	-505
매입채무 증가(감소)	142	-119	-376	238	428
투자현금흐름	-4,220	-7,388	-4,487	-9,350	-9,854
유형자산처분(취득)	-4,927	-6,745	-7,626	-8,147	-9,013
무형자산 감소(증가)	-485	-452	-481	-565	-587
투자자산 감소(증가)	2,213	344	3,667	-581	0
재무현금흐름	1,319	-179	-2,302	1,956	420
차입금의 증가(감소)	1,912	609	-2,046	1,364	901
자본의 증가(감소)	-1,218	-815	-937	-405	-481
배당금의 지급	-1,218	-815	-844	-757	-833
총현금흐름	8,849	7,876	6,594	8,366	7,236
(-)운전자본증감(감소)	1,300	-10	-338	49	630
(-)설비투자	4,928	6,745	7,670	8,153	9,013
(+)자산매각	-484	-452	-437	-559	-587
Free Cash Flow	2,138	689	-1,175	-396	-2,994
(-)기타투자	56	1,632	48	164	254
잉여현금	2,081	-943	-1,223	-560	-3,247
NOPLAT	4,302	2,474	1,646	1,974	2,692
(+) Dep	3,694	3,845	3,984	4,469	5,019
(-)운전자본투자	1,300	-10	-338	49	630
(-)Capex	4,928	6,745	7,670	8,153	9,013
OpFCF	1,768	-417	-1,701	-1,760	-1,933

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	47,649	46,212	44,030	45,207	43,489
현금성자산	19,298	18,324	15,663	16,676	13,849
매출채권	11,557	12,716	12,689	12,899	13,437
재고자산	15,472	13,826	14,143	14,074	14,578
비유동자산	50,757	54,733	59,374	59,631	64,381
투자자산	11,964	12,261	12,703	10,979	11,232
유형자산	31,781	35,206	39,847	43,729	48,103
무형자산	4,838	4,715	4,775	4,924	5,046
자산총계	98,407	100,945	103,404	104,839	107,870
유동부채	23,188	21,862	22,780	24,251	24,730
매입채무	9,368	9,278	10,261	10,254	10,682
유동성이자부채	12,179	11,307	11,409	12,765	12,765
비유동부채	16,961	19,420	19,174	17,336	18,297
비유동이자부채	13,151	15,925	15,699	15,773	16,674
부채총계	40,149	41,281	41,954	41,587	43,027
자본금	482	482	482	482	482
자본잉여금	1,401	1,663	1,649	1,651	1,651
이익잉여금	52,965	53,858	53,658	54,624	55,863
자본조정	-2,336	-1,822	-395	397	750
자기주식	-1,892	-1,890	-1,551	-1,176	-1,176
자본총계	58,257	59,664	61,450	63,252	64,843

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	37,177	20,079	13,252	20,162	26,713
BPS	620,922	640,653	670,434	706,197	725,865
DPS	12,000	10,000	10,000	11,000	11,000
CFPS	104,637	93,127	79,801	103,369	89,413
ROA(%)	3.3	1.7	1.1	1.5	1.9
ROE(%)	6.1	3.2	2.0	2.7	3.6
ROIC(%)	7.9	4.2	2.6	2.9	3.7
Multiples(x, %)					
PER	7.4	24.9	19.1	15.3	11.5
PBR	0.4	0.8	0.4	0.4	0.4
PSR	0.3	0.5	0.3	0.3	0.3
PCR	2.6	5.4	3.2	3.0	3.4
EV/EBITDA	3.4	6.9	5.3	5.1	4.7
배당수익률	4.3	2.0	3.9	3.6	3.6
안정성(%)					
부채비율	68.9	69.2	68.3	65.7	66.4
Net debt/Equity	10.4	14.9	18.6	18.8	24.0
Net debt/EBITDA	70.6	120.8	185.8	165.1	179.2
유동비율	205.5	211.4	193.3	186.4	175.9
이자보상배율(배)	8.0	3.5	2.1	2.9	4.5
자산구조(%)					
투하자본	64.6	66.6	70.0	71.8	75.1
현금+투자자산	35.4	33.4	30.0	28.2	24.9
자본구조(%)					
차입금	30.3	31.3	30.6	31.1	31.2
자기자본	69.7	68.7	69.4	68.9	68.8

풍산 (103140)

안정적 궤도



▶ Analyst 권지우 jiwoo.kwon@hanwha.com 3772-7689

Buy (신규)

목표주가(신규): 200,000원

현재 주가(7/17)	165,000원
상승여력	▲ 21.2%
시가총액	46,240억원
발행주식수	28,024천주
52 주 최고가 / 최저가	165,000 / 46,150원
90 일 일평균 거래대금	638.73억원
외국인 지분율	24.1%

주주 구성

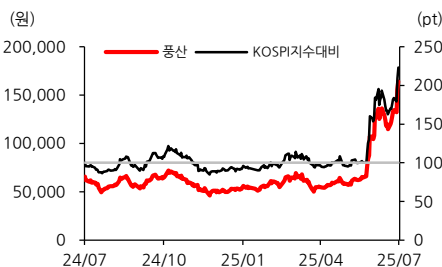
풍산홀딩스 (외 5 인)	38.0%
국민연금공단 (외 1 인)	8.2%
자사주 (외 1 인)	2.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	57.9	201.6	194.6	151.5
상대수익률(KOSPI)	49.7	172.4	168.1	139.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	4,125	4,554	5,180	5,367
영업이익	229	324	356	381
EBITDA	319	413	443	469
지배주주순이익	156	236	259	294
EPS	5,582	8,423	9,481	10,750
순차입금	288	480	676	586
PER	7.0	5.9	17.4	15.3
PBR	0.6	0.6	1.9	1.8
EV/EBITDA	4.3	4.5	12.0	11.1
배당수익률	3.1	5.2	1.7	1.9
ROE	8.2	11.3	11.3	11.8

주가 추이



풍산은 방산 부문의 구조적 성장기를 맞아 기업가치 재평가가 지속될 것으로 기대됩니다. 글로벌 탄약 수요 강세와 155mm 대구경 포탄 생산능력 (CAPA)의 2 배 증설, 사거리 연장탄 장기 계약 등이 방산 부문의 구조적 매출 확대를 견인할 전망입니다. 신동 부문은 타이트한 공급에 따른 구리 가격 하방 경직성으로 이익 안정성을 더하며 실적의 하방 리스크를 제한하는 역할을 할 것으로 판단됩니다.

2분기 실적 전망

풍산은 2025년 2분기 연결 매출액 1조 3,268억 원(YoY +7.6%)과 영업이익 1,014억 원(YoY -37.2%)을 기록할 전망이다. 특히 방산 수출액은 2,125억원을 기록해 전 분기 대비 150% 성장한 것으로 추정된다. 신동 부문 역시 긍정적인 시그널이 감지된다. 역사적 최저 수준으로 하락한 Spot 동 제련수수료는 구리 정광의 공급 부족이 단기 이슈가 아닌 구조적인 상황임을 방증한다. 2분기 판매단가는 구리 가격 상승으로 전분기 대비 2.4% 상승한 것으로 추정된다. 비록 경기 불확실성으로 판매량이 가이던스(47,000톤)를 소폭 하회한 것으로 추정(46,500톤)했다. 다만 견조한 가격 환경이 이를 상쇄하며 실적에 기여할 전망이다.

신규 방산 모멘텀의 본격 가시화

글로벌 방산 수요가 견조한 가운데, 풍산은 155mm 대구경 포탄 생산능력을 두 배로 확대하며 수출과 수익성 측면에서 경쟁력을 강화하고 있다. 2025년부터 본격 양산되는 사거리 연장탄과 함께, 중장기적으로 해외 거점 확보 및 추진 및 탄약투하 공격 드론과 같은 신사업 진출을 통해 방산 부문 매출은 중장기적으로 성장세를 지속할 것으로 판단된다.

투자의견 BUY, 목표주가 200,000원 제시

풍산의 목표주가를 200,000원, 투자의견을 BUY로 제시한다. 목표 배수는 각 사업부문의 Peer 대비 각각 15% 할인하여 적용했다. 방산 사업 부문에 목표 PER 21배, 신동 사업 부문에 목표 PER 10배를 각각 적용하여 산정했다. 2025년 하반기부터 본격화될 수주 증가와 이익 개선이 가시화되면서 구조적인 멀티플 리레이팅이 기대된다.

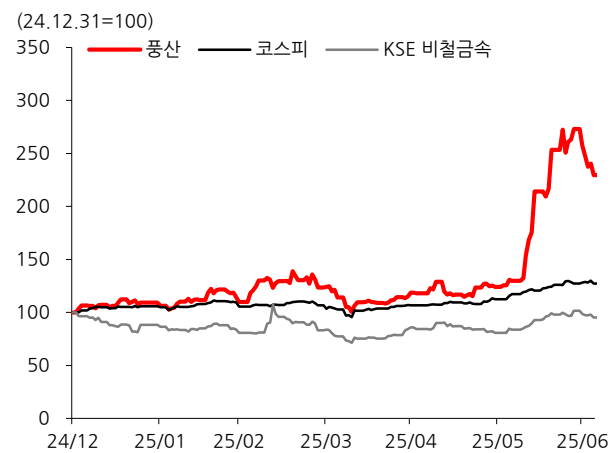
밸류에이션

>> 목표주가 200,000 원, 투자의견 BUY 제시

풍산 목표주가 200,000원, 투자의견 BUY를 제시한다. 2025년 2분기 연결 매출액 1조 3,268억 원(YoY +7.6%)과 영업이익 1,014억 원(YoY -37.2%)을 예상하며 전분기 대비 개선 흐름이 이어질 전망이다. 신동 부문은 판매량 가이던스(47 천 톤) 소폭 하회하지만 구리 가격 상승으로 완만한 회복세가 전망되며, 방산 수출 전분기 대비 확대로 분기 영업이익이 또한 증가할 것으로 전망한다. 현재 주가는 최근 단기 급등에도 불구하고 방산부문의 성장성을 감안하면 주가 상승 여력이 있는 것으로 판단된다. 방산 사업의 경우 목표 PER은 피어 대비 15% 할인된 21배를 적용했다.

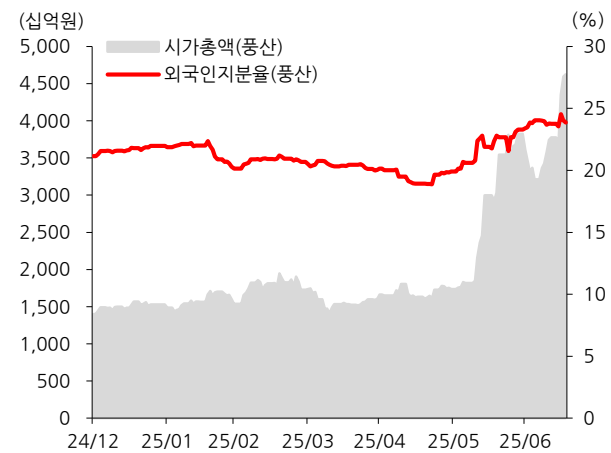
글로벌 탄약 수요가 지속 확대될 것으로 기대되는 가운데, 155mm 탄약 생산능력 증설과 사거리연장탄 양산, 드론·신관 등 신사업이 맞물리며 방산 매출 성장 가능성이 확보됐다. 또한, 현대로템의 폴란드향 2차 수출 계약이 체결된 가운데, 과거 사례와 유사하게 풍산의 추가 포탄 수주 가능성도 높아지고 있다. 수주잔고 확대와 고마진 제품 믹스 개선이 가시화되는 2025년 하반기 구조적인 멀티플 리레이팅이 지속될 것으로 기대된다.

[그림68] 풍산 주가 추이



자료: Quantivise, 한화투자증권 리서치센터

[그림69] 풍산 시가총액 및 외국인지분율 추이



자료: Quantivise, 한화투자증권 리서치센터

[표30] 풍산 목표주가 산정

항목	단위	풍산
풍산 목표주가	원	200,000
현주가	원	165,000
상승여력	%	21.2
방산사업 목표주가	원	190,057
12MF EPS	원	9,062
목표 PER	X	21
신동사업 목표주가	원	10,119
12MF EPS	원	1,007
목표 PER	X	10

자료: 한화투자증권 리서치센터

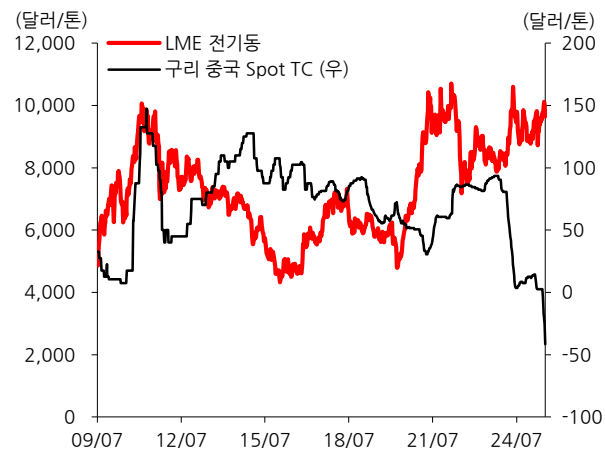
실적 추정

2025년 실적 전망 풍산은 2025년 2분기 연결 매출액 1조 3,268억 원(YoY +7.6%)과 영업이익 1,014억 원(YoY -37.2%)을 기록할 전망이다. 전방산업 수요 불확실성으로 신동부문 판매량 증대는 제한될 것으로 예상되는 가운데, 방산 부문 수출 성장으로 이익 개선이 전망된다.

신동부문 매출은 전분기 대비 완만한 개선세(QoQ +6.0%)를 보일 것으로 예상된다. 2분기 신동 판매량은 가이던스(47,000톤)를 소폭 하회한 약 46,000톤 수준으로 추정했다. 판매가는 전기동 가격 상승 영향으로 전분기 대비 약 2.4% 상승했으나, 환율 하락이 메달게인 효과를 일부 상쇄하며 수익성 개선 폭은 제한적일 전망이다. 다만, 최근 구리 정광 공급 부족에 따른 제련 수수료 하락과 프리미엄 상승이 구조적 수급 불균형을 시사하고 있어, 향후 신동부문 마진 안정성에 긍정적 영향을 줄 수 있다.

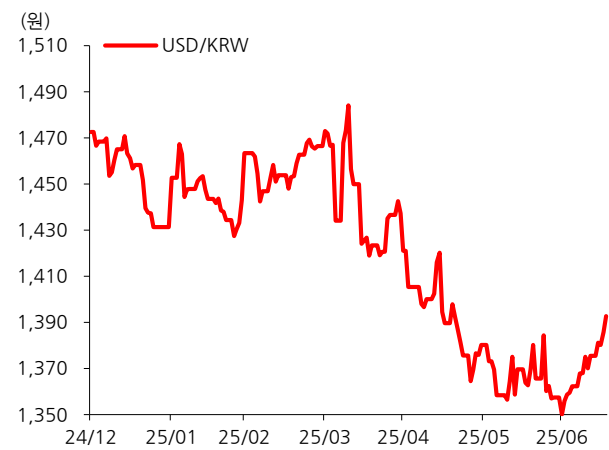
풍산의 2분기 별도 기준 2분기 방산부문 매출액은 3,405억원(YoY +0.8%, QoQ +67.3%)을 기록할 전망이다. 내수는 1분기 대비 소폭 개선된 안정적인 흐름을 보일 것으로 예상되며, 방산 수출이 정상화에 따라 2,125억원을 기록하며 전 분기 대비 크게 상승할 전망이다. 대구경 포탄 증설, 신제품(사거리연장탄 등) 및 수출국 다변화 등으로 방산부문 성장 모멘텀은 지속될 것으로 판단된다.

[그림70] LME 전기동 가격 및 구리 중국 Spot TC 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림71] USD/KRW 환율 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표31] 풍산 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
연결 매출액	964	1,234	1,129	1,228	1,156	1,326.8	1,315	1,382	4,554	5,180	5,367
별도	715	978	830	980	826	1,001	981	1,041	3,503	3,850	4,050
신동	541	640	551	585	623	660	653	626	2,316	2,562	2,720
압연(판/대)	425	510	448	471	496	530	522	502	1,854	2,049	2,190
압출(봉/선)	43	55	41	44	50	51	50	48	183	199	207
소전	42	39	34	30	38	42	42	40	145	162	170
주조/기와	29	32	33	37	36	35	36	36	131	143	143
방산	174	338	272	395	204	340.5	328	415	1,179	1,287	1,330
내수	79	111	103	174	118	128	166	290	466	702	730
수출	95	227	169	222	85	212.5	162	125	713	585	600
자회사	248	256	300	248	330	326	334	341	1,052	1,330	1,317
YoY 증가율	-7.8%	19.1%	21.3%	10.3%	20.0%	7.6%	16.4%	12.5%	10.4%	13.7%	3.6%
별도	-7.3%	26.2%	23.2%	11.3%	15.6%	2.4%	18.3%	6.2%	13.0%	9.9%	5.2%
신동	1.5%	14.0%	6.6%	16.8%	15.2%	3.2%	18.6%	7.0%	9.7%	10.6%	6.2%
압연(판/대)	-1.3%	14.9%	8.3%	18.4%	16.6%	3.9%	16.7%	6.4%	10.0%	10.5%	6.9%
압출(봉/선)	-7.8%	29.7%	8.6%	43.2%	17.6%	-7.9%	21.8%	7.7%	16.3%	8.4%	4.1%
소전	35.0%	-11.1%	5.5%	-25.1%	-8.6%	6.0%	23.3%	32.9%	-1.6%	11.4%	5.1%
주조/기와	28.3%	14.2%	7.9%	27.9%	26.9%	8.2%	9.9%	-4.0%	19.0%	9.2%	0.2%
방산	-26.9%	58.2%	72.7%	4.0%	16.8%	0.8%	20.8%	5.0%	19.2%	9.2%	3.3%
내수	-15.5%	-17.0%	13.9%	-3.6%	49.6%	15.6%	61.0%	67.1%	-6.2%	50.6%	3.9%
수출	-34.3%	183.2%	152.4%	10.7%	-10.4%	-6.5%	-3.7%	-43.6%	44.8%	-17.9%	2.6%
자회사	-9.2%	-1.9%	16.5%	6.4%	32.6%	27.3%	11.3%	37.6%	2.6%	26.4%	-1.0%
연결 영업이익	54	161	74	34	70	101.4	80	105	324	356	381
OPM	5.6%	13.1%	6.6%	2.8%	6.0%	7.6%	6.1%	7.6%	7.1%	6.9%	7.1%
신동 판매량 (별도)	45,562	48,136	41,719	43,212	44,372	46,500	47,831	47,343	178,629	186,046	195,612
압연(판/대)	33,401	35,443	30,976	32,273	32,869	34,375	35,348	34,996	132,093	137,587	144,714
압출(봉/선)	5,732	6,708	5,168	5,394	5,597	6,039	6,085	5,978	23,002	23,699	24,860
소전	2,463	2,466	2,011	1,648	2,253	2,278	2,362	2,312	8,588	9,205	9,503
주조/기와	3,966	3,519	3,564	3,897	3,653	3,808	4,036	4,058	14,946	15,555	16,535

자료: 한화투자증권 리서치센터

투자 포인트

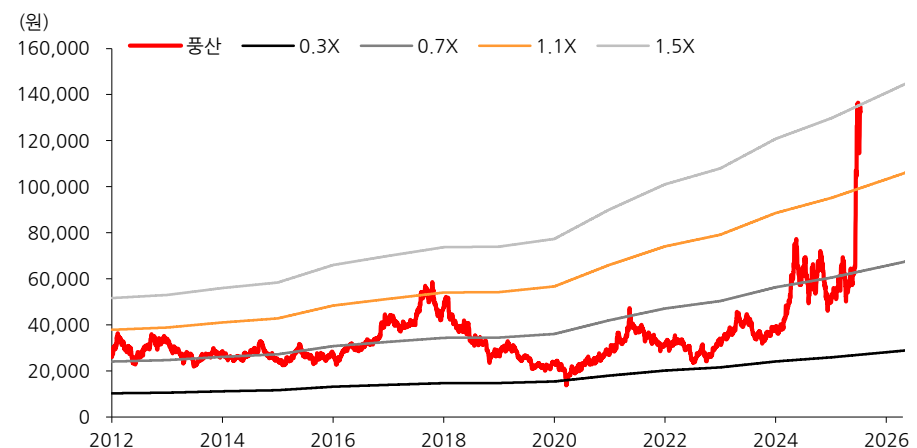
풍산의 투자포인트는 1) 구조적 성장기에 진입한 방산 부문, 2) 구체화되는 신규 수주 모멘텀, 3) 이익 안정성을 더하는 신동 부문 환경으로 제시한다. 기업가치 재평가의 핵심 동력은 방산 부문의 이익 기여도 확대이며, 과거 실적 변동성의 원인이었던 신동 부문은 안정된 시황에 힘입어 실적의 하방 리스크를 제한하는 역할을 할 것으로 판단된다.

견조한 포탄 수요 러·우 전쟁 장기화로 NATO·미국이 155mm 포탄을 급히 비축하며 글로벌 탄약 수요가 크게 증가하기 시작했다. 글로벌 방산 수요는 지속될 것으로 기대되는 가운데, 고마진 155mm CAPA를 두 배로 확대했다. 국내 국방예산 첫 60조 원 돌파로 내수도 견조하다. 방산 부문은 풍산의 핵심적인 이익 창출원으로 자리매김했으며 2024년 세전이익 기준 회사 전체의 90%를 차지했다.

방산 신규 모멘텀 방산 부문에서 신규 모멘텀도 주목할 만 하다. 향후 해외 생산거점 확보, 2025년부터 양산 시작되는 사거리 연장탄, 드론 등 신기술 분야 사업 확대로 중장기적으로 방산 매출 연 1.5조원은 달성 가능할 것으로 판단된다. 현대로템의 폴란드 2차 계약 이후 풍산의 추가 수주 가능성도 높다. 올해 초도양산에 돌입하는 사거리 연장탄은 향후 수출을 통한 이익 확대 가능성도 높다고 판단된다. 동사는 미래유망사업으로 드론사업을 추진하고 있으며, 탄약투하공격 드론, 다목적 전투 드론은 이미 개발 완료되어 정부와 사업화에 대해 협의 중이다.

이익 안정성을 더하는 신동 부문 환경 과거 실적 변동성의 주된 요인이었던 신동 부문의 환경 변화는 기업 전체의 이익 안정성을 높이는 요소다. 중국의 스팟 동 제련수수료(TC)가 역사적 최저 수준까지 하락한 것은 구리 정광의 공급 부족이 매우 심각한 상태임을 방증한다. 신규 광산 개발 부진과 주요 생산국의 공급 차질 이슈가 단기간 내 해결되기 어려운 만큼, 타이트한 수급 상황은 구리 가격의 하방 경직성을 지지하는 요인으로 작용할 것이다. 이는 원자재 가격 급락에 따른 신동 부문의 대규모 손실 가능성을 줄여주며, 결과적으로 기업 전체 이익의 예측 가능성을 높이는 데 기여한다.

[그림72] 풍산 12M Forward PBR Band



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	4,373	4,125	4,554	5,180	5,367
매출총이익	462	441	616	642	698
영업이익	232	229	324	356	381
EBITDA	326	319	413	443	469
순이자손익	-31	-34	-27	-13	-4
외화관련손익	10	4	31	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	220	201	318	337	377
당기순이익	175	156	236	259	294
지배주주순이익	175	156	236	259	294
증가율(%)					
매출액	45.8	-5.7	10.4	13.7	3.6
영업이익	81.5	-1.3	41.6	9.9	7.2
EBITDA	61.4	-2.1	29.5	7.1	5.8
순이익	137.7	-10.7	50.9	9.7	13.4
이익률(%)					
매출총이익률	10.6	10.7	13.5	12.4	13.0
영업이익률	5.3	5.5	7.1	6.9	7.1
EBITDA 이익률	7.5	7.7	9.1	8.5	8.7
세전이익률	5.0	4.9	7.0	6.5	7.0
순이익률	4.0	3.8	5.2	5.0	5.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	137	696	40	-12	284
당기순이익	175	156	236	259	294
자산상각비	95	91	90	87	87
운전자본증감	-110	454	-343	-358	-107
매출채권 감소(증가)	-94	33	-73	-108	1
재고자산 감소(증가)	-11	-29	-189	-219	-118
매입채무 증가(감소)	-24	90	-32	53	3
투자현금흐름	-141	-137	-217	-186	-119
유형자산처분(취득)	-117	-136	-195	-179	-89
무형자산 감소(증가)	0	-1	0	-22	-22
투자자산 감소(증가)	-22	8	5	-1	0
재무현금흐름	30	-306	90	138	-76
차입금의 증가(감소)	53	-306	90	138	0
자본의 증가(감소)	-22	0	0	-71	-76
배당금의 지급	0	0	0	-71	-76
총현금흐름	392	362	488	379	392
(-)운전자본증감(감소)	95	-449	495	302	107
(-)설비투자	117	136	196	179	89
(+)자산매각	0	-1	1	-22	-22
Free Cash Flow	180	674	-202	-124	173
(-)기타투자	17	2	-125	41	7
잉여현금	163	672	-77	-165	166
NOPLAT	185	178	240	273	297
(+) Dep	95	91	90	87	87
(-)운전자본투자	95	-449	495	302	107
(-)Capex	117	136	196	179	89
OpFCF	68	582	-361	-120	187

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	2,013	2,239	2,562	2,794	3,008
현금성자산	177	417	361	268	358
매출채권	600	560	671	785	784
재고자산	1,204	1,227	1,459	1,690	1,808
비유동자산	1,382	1,421	1,535	1,604	1,635
투자자산	233	225	213	188	195
유형자산	1,138	1,183	1,309	1,382	1,385
무형자산	11	12	13	34	55
자산총계	3,395	3,661	4,097	4,397	4,643
유동부채	1,118	1,352	1,359	1,484	1,502
매입채무	252	344	354	432	435
유동성이자부채	675	474	597	699	699
비유동부채	435	342	539	525	536
비유동이자부채	333	232	245	245	245
부채총계	1,553	1,695	1,897	2,009	2,037
자본금	140	140	140	140	140
자본잉여금	495	495	495	495	495
이익잉여금	1,195	1,315	1,491	1,679	1,897
자본조정	10	16	74	74	74
자기주식	-23	-23	-23	-23	-23
자본총계	1,842	1,966	2,199	2,388	2,606

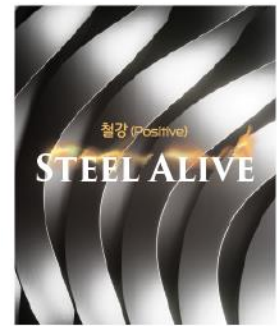
주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	6,250	5,582	8,423	9,481	10,750
BPS	65,659	70,152	78,478	85,207	92,985
DPS	1,000	1,200	2,600	2,770	3,140
CFPS	13,991	12,907	17,411	13,511	13,974
ROA(%)	5.4	4.4	6.1	6.1	6.5
ROE(%)	9.9	8.2	11.3	11.3	11.8
ROIC(%)	7.2	7.3	9.8	9.6	9.5
Multiples(x, %)					
PER	5.4	7.0	5.9	17.4	15.3
PBR	0.5	0.6	0.6	1.9	1.8
PSR	0.2	0.3	0.3	0.9	0.9
PCR	2.4	3.0	2.9	12.2	11.8
EV/EBITDA	5.4	4.3	4.5	12.0	11.1
배당수익률	3.0	3.1	5.2	1.7	1.9
안정성(%)					
부채비율	84.3	86.2	86.3	84.1	78.2
Net debt/Equity	45.1	14.7	21.8	28.3	22.5
Net debt/EBITDA	254.7	90.3	116.2	152.7	125.0
유동비율	180.1	165.6	188.6	188.2	200.3
이자보상배율(배)	7.1	5.8	8.6	10.3	12.1
자산구조(%)					
투하자본	86.6	77.7	82.3	87.0	85.2
현금+투자자산	13.4	22.3	17.7	13.0	14.8
자본구조(%)					
차입금	35.4	26.4	27.7	28.3	26.6
자기자본	64.6	73.6	72.3	71.7	73.4

세아제강 (306200)

기다림의 시간



▶ Analyst 권지우 jiwoo.kwon@hanwha.com 3772-7689

Buy (신규)

목표주가(신규): 193,000원

현재 주가(7/17)	152,600원
상승여력	▲ 26.5%
시가총액	4,328억원
발행주식수	2,836천주
52 주 최고가 / 최저가	209,000 / 109,200원
90 일 일평균 거래대금	24.95억원
외국인 지분율	8.7%

주주 구성

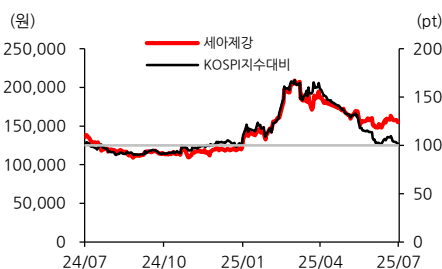
세아제강지주 (외 9 인)	63.6%
국민연금공단 (외 1 인)	5.2%
자사주 (외 1 인)	5.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.6	-18.3	14.7	12.3
상대수익률(KOSPI)	-7.6	-47.5	-11.8	0.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	1,861	1,809	1,608	1,840
영업이익	232	203	100	132
EBITDA	263	234	137	170
지배주주순이익	189	137	85	111
EPS	66,578	48,324	30,234	39,763
순차입금	18	-3	36	-17
PER	2.1	2.5	5.0	3.8
PBR	0.4	0.3	0.4	0.3
EV/EBITDA	1.6	1.5	3.4	2.5
배당수익률	5.8	5.8	0.7	1.0
ROE	20.7	n/a	7.4	9.0

주가 추이



세아제강은 내수 건설 경기 침체로 단기 실적은 쉬어가는 흐름이 예상되나, 장기적으로 LNG·해상풍력·수소·CCUS 등 고부가 강관 비중 확대가 기대됩니다. 관세 및 수요 불확실성이 완화되면 구조적 성장 모멘텀이 주목받을 전망입니다.

2분기 실적 전망

세아제강은 2025년 2분기 연결기준 매출액 4,099억 원(YoY -6.7%)과 영업이익 215억 원(YoY -40.3%)을 기록할 전망이다. 내수 회복 지연이 실적 성장 지연의 가장 큰 요인이다. 내수는 건설경기 침체로 상반기 정체가 지속되지만, 2026년부터 점진적으로 추경 집행·주택 착공 바닥 통과를 통해 완만한 회복을 기대한다. 수출의 경우, 북미 리그 카운트 둔화에도 OCTG 스팟 가격(톤당 2,000달러 이상) 유지로 수출 ASP는 방어되는 가운데, 선적 지연 물량 인식·계절적 성수기로 판매량은 11.5만 톤(+8.4% QoQ)까지 늘어날 전망이다. 다만 미국의 50% 관세는 수익성 악화 요인으로 작용한 것으로 추정된다.

구조적 성장 모멘텀 확대

대형 LNG 프로젝트 발주 확대가 가시화되며 강관 수주 파이프라인이 넓어지고 있다. 해상풍력 하부구조물(자켓·핀파일)용 강관은 유럽·대만 레퍼런스를 기반으로 국내 신안 해상풍력 프로젝트 참여 가능성이 부각된다. 아울러 고압 수소 이송관·CCUS용 내식 강관 연구개발을 선도하며 탄소중립 인프라 시장 선점에 나섰다. 이러한 제품 믹스 개선은 중장기 ROE를 2026E 10%대로 끌어올릴 가능성이 있다.

투자의견 BUY, 목표주가 193,000원 제시

세아제강에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 193,000원을 제시한다. 목표주가는 12개월 Fwd EBITDA에 목표배수 3.5배(글로벌 피어 평균 대비 40% 할인)를 적용해 산출했다. 현재 밸류에이션 수준은 북미 쿼터·관세 변수 및 국내 건설 수요 회복 지연 리스크를 반영하고 있다. 향후 대형 LNG 패키지 본계약, 신안·대만 해상풍력 하부구조물 납품 확대, 미국 관세 불확실성 완화 등이 현실화될 경우, 시장은 동사의 질적 성장 스토리에 주목하며 멀티플 재평가 가능성이 있다.

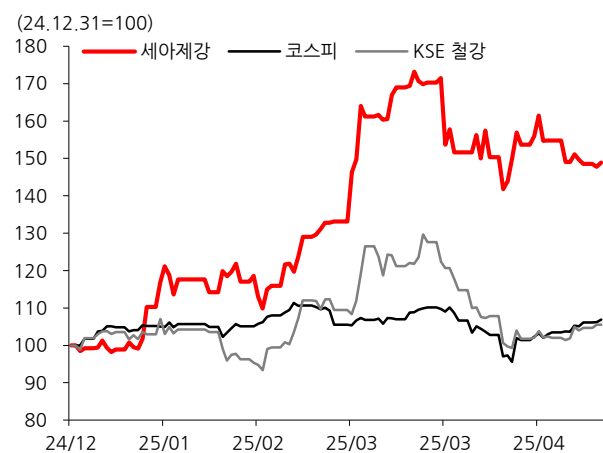
밸류에이션

>> 목표주가 193,000 원, 투자의견 BUY 제시

세아제강 목표주가 193,000원, 투자의견 BUY를 제시한다 2025년 2분기 매출액 4,099억 원(YoY -6.7%)과 영업이익 215억 원(YoY -40.3%)을 예상하며 실적 개선은 기대 대비 지연될 전망이다. 북미 리그 카운트 둔화에도 OCTG 가격(톤당 2,000달러 이상) 방어로 수출 ASP가 유지되나 관세가 수익성 악화요인으로 작용했고, 국내 주택 회복 지연으로 내수는 전분기 대비 매출액이 역성장한 것으로 추정된다. 목표주가는 12개월 Fwd EBITDA에 목표배수 3.5배(글로벌 피어 평균 대비 40% 할인)를 적용해 산출했다.

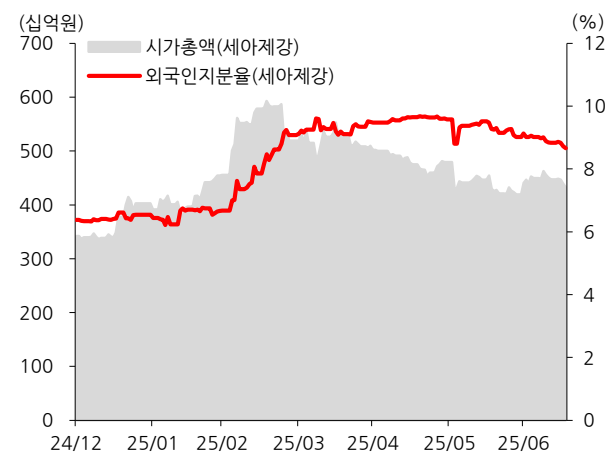
중장기적으로는 LNG 프로젝트 확대로 수주가 증가하고, 해상풍력 하부구조물·수소·CCUS용 고부가 강판 매출이 확대되면 제품 믹스 개선과 ROE 상승이 기대된다. 이러한 구조적 성장 모멘텀이 실적으로 확인되고 대형 LNG 패키지 수주, 해상풍력 수주 확대, 북미 관세 리스크 완화 등 촉매가 가시화될 경우, 멀티플 재평가로 이어질 가능성이 높다.

[그림73] 세아제강 주가 추이



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림74] 세아제강 시가총액 및 외국인지분율 추이



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표32] 세아제강 목표주가 산정

항목	단위	세아제강	설명
목표 EV/EBITDA	X	3.46	글로벌 Peer EV/EBITDA 평균 40% 할인
EBITDA	십억원	152.0	세아제강의 12개월 FWD EBITDA
EV	십억원	525	
순차입금	십억원	-23	
시가총액	십억원	548	
주식수	천주	2,836	
목표주가	원	193,000	
현주가	원	152,600	7월 17일 기준
상승여력	%	26.5	

자료: 한화투자증권 리서치센터

실적 추정

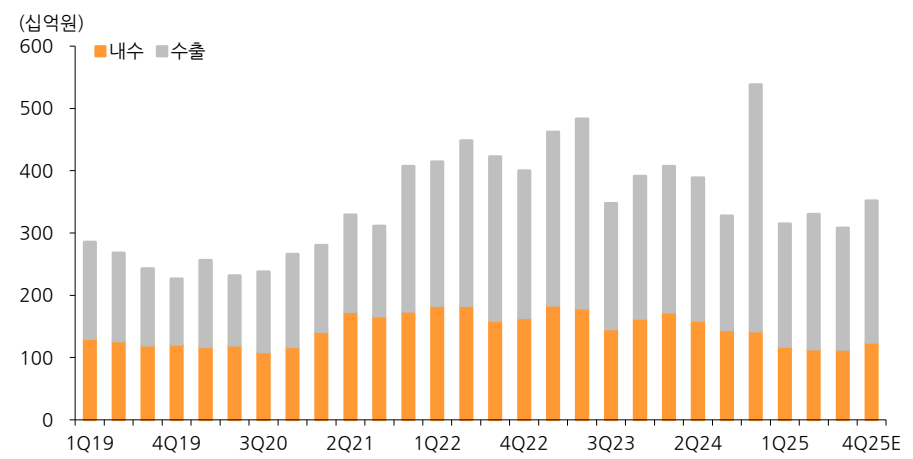
세아제강의 2025년 연간 실적은 1조 6,077억원(YoY -11.1%), 영업이익 1,001억원(YoY -50.6%)을 기록할 것으로 전망한다. 2025년 실적은 '수출 방어'와 '내수회복 지연'이 교차할 것으로 판단된다. 북미 리그 카운트는 2025년 6월 말 기준 432개로 연초 기대 대비 낮은 수준이나, OCTG 스팟 가격은 2,000달러 선을 지키고 있다. 상반기 건설 침체로 내수 부진이 지속되는 가운데, 하반기에는 국내 주택 회복 지연으로 기대만큼의 반등세는 보이지 못할 것으로 보인다.

2025년 2분기 매출액 4,099억 원(YoY -6.7%)과 영업이익 215억 원(YoY -40.3%)을 기록할 전망이다. 주택회복이 지연되는 가운데 5월에 공휴일이 많아 조업일수가 줄면서 큰 폭의 개선은 어렵다. 판매량 자체는 선적 지연 물량이 2분기에 인식되고 계절적 성수기 효과로 1분기 대비 증가한 19.5만 톤으로 증가할 것으로 전망한다.

수출 부문에서는 미국 내 OCTG 가격이 톤당 2,000달러를 상회하는 수준을 유지하고 있다. 세아제강은 관세 부담에도 불구하고 양호한 수출 단가를 확보하고 있는 것으로 판단되나, 향후 수익성 유지 여부는 지속 모니터링할 필요가 있다. 다만 최근 북미 지역의 리그 수 감소는 수요 측면에서 부담 요인으로 작용하고 있으며, 트럼프 행정부 출범 초기 기대됐던 OCTG 수요 강세에 대해서는 보다 신중한 접근이 필요하다.

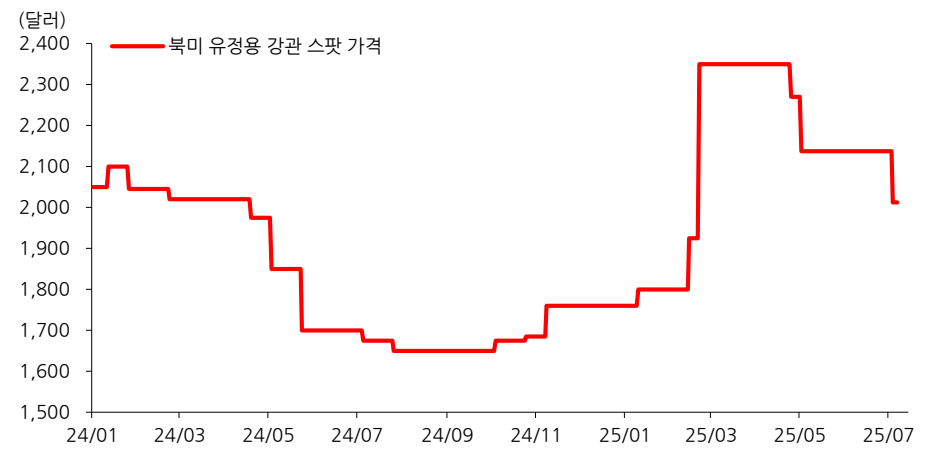
중장기적으로 글로벌 LNG 신규 발주가 시작되면 매출 규모가 확대될 가능성이 높으며, LNG 대형 프로젝트 진행 상황에 따라 수출 물량 증가 여지도 있다. 세아제강은 고강도와 내식성에 우수한 강관을 생산할 수 있는 기술력을 바탕으로, 다수의 LNG 프로젝트 수행 경험을 통해 알래스카 프로젝트 등에서 수주를 기대할 수 있는 위치에 있다.

[그림75] 세아제강(별도) 내수 및 수출 매출액 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림76] 북미 유정용 강관 스팟가격 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표33] 세아제강 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액 (연결)	456	440	368	547	379	410	396	423	1,809	1,608	1,840
매출액 (별도)	456	440	368	523	353	381	370	394	1,786	1,498	1,710
내수	172	159	144	142	118	114	113	124	618	468	525
수출	235	229	184	396	197	217	195	228	1,044	556	600
YoY 증가율	-7.0%	-13.8%	-13.2%	24.9%	-16.9%	-6.7%	7.7%	-22.6%	-2.8%	-11.1%	14.5%
별도	-7.0%	-13.8%	-13.2%	19.6%	-22.6%	-13.3%	0.5%	-24.7%	-4.0%	-16.2%	14.2%
내수	-6.2%	-11.2%	-1.1%	-12.6%	-31.8%	-28.7%	-21.7%	-12.6%	-8.0%	-24.2%	12.2%
수출	9.2%	-0.6%	-6.9%	6.8%	-24.2%	-17.4%	-10.6%	-13.6%	3.1%	-19.9%	13.5%
영업이익 (연결)	32	36	11	124	26	21	25	28	203	100	132
OPM	7.0%	8.2%	3.0%	22.7%	6.8%	5.2%	6.3%	6.7%	11.2%	6.2%	7.2%
영업이익 (별도)	32	36	11	123	26	21	25	28	202	100	130
OPM	7.0%	8.2%	3.0%	23.5%	7.4%	5.5%	6.6%	7.1%	11.3%	6.6%	7.6%
판매량 (별도)	257	248	212	243	188	195	185	210	961	778	870
내수	117	109	95	104	82	80	80	90	425	332	375
수출	140	139	118	139	106	115	105	120	535	446	495

자료: 한화투자증권 리서치센터

투자 포인트

세아제강의 2025년 하반기 실적 회복세는 연초 기대에는 못미칠 전망이다. 다만 동사는 올해 이후에도 구조적인 성장 모멘텀을 보유하고 있어, 중장기 관점에서의 투자 매력은 유효하다. 주요 투자 포인트로는 1) 글로벌 LNG 프로젝트 확대에 따른 수혜 지속, 2) 해상풍력 시장 성장에 따른 고부가 강관 수요 증가, 3) 수소·CCUS 등 차세대 에너지 인프라 시장 진출을 통한 신성장 동력 확보 등을 제시할 수 있다.

LNG 프로젝트 수혜 확대

세아제강은 LNG 플랜트 및 배관용 스테인리스 후육강관 시장에서 극저온 환경에서도 안정적으로 작동 가능한 고인성 제품과 24인치 STS 조관 설비를 바탕으로 기술·납기·품질 측면의 경쟁우위를 확보하고 있다. 카타르 North Field를 비롯한 중동 프로젝트 수주 실적에 더해, 미국·캐나다·알래스카 등 북미의 LNG 인프라 투자 확대, 조선업계의 수요 증가 등 구조적 성장 환경 속에서, LNG 관련 강관 시장의 입지를 지속 강화할 것으로 예상된다. LNG 프로젝트 계약은 연간 고정 수요를 통해 실적 안정성을 확보할 수 있는 점에서 장기 모멘텀으로 주목할 만하다.

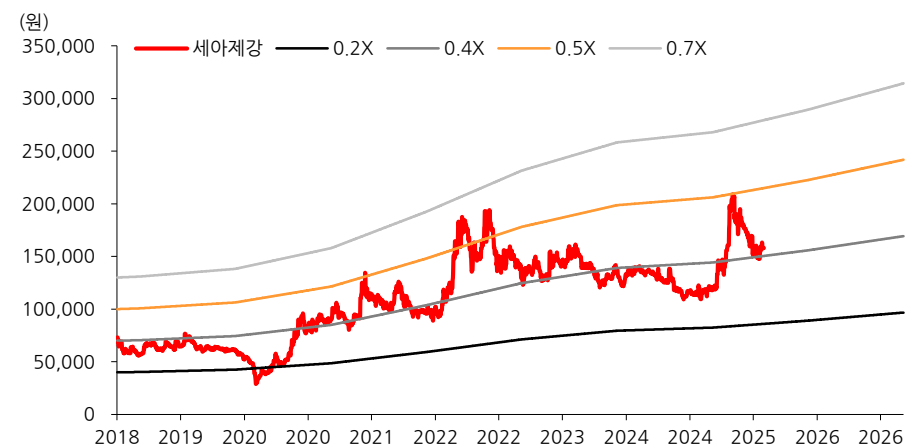
해상풍력 시장 성장에 따른 고부가 강관 수요 증가

해상풍력 관련 사업의 기여도 역시 점진적 증가세를 보일 전망이다. 동사는 해상풍력 하부구조물(핀파일, 자켓용 강관, OSS 등)에 사용되는 후육 강관을 생산하여, 해상풍력 하부구조물 토탈 솔루션을 제공한다. 동사는 유럽, 대만 등에 수출해왔으며, 국내에서도 신안 해상풍력 프로젝트를 비롯한 향후 잠재 수요가 기대된다.

수소·CCUS 등 차세대 에너지 인프라 시장 진출

동사는 탄소중립 시대를 대비해 수소에너지와 이산화탄소 포집·저장(CCUS) 관련 강관 신시장을 선점하기 위한 연구개발과 투자를 강화하고 있다. 동사는 고압 수소 이송용 강관 생산라인을 구축했고, CCUS용 강관 기술개발 과제를 수행하며 향후 상용화에 나서고 있다. 수소 및 CCUS 수소 강관은 프로젝트 수주를 확대하며 레퍼런스를 확보중에 있으며, 매출 기여는 제한적이다. 아직 가시적 실적으로 연결되기까지 시간이 필요하지만, 장기적으로 새로운 수익원으로서 기대된다.

[그림77] 세아제강 12M Forward PBR Band



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	1,802	1,861	1,786	1,608	1,840
매출총이익	332	317	296	213	260
영업이익	215	232	202	100	132
EBITDA	243	263	232	137	170
순이자손익	-1	-1	-3	-3	-4
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	1	0	0	0
세전계속사업손익	211	243	246	108	140
당기순이익	159	189	130	85	111
지배주주순이익	159	189	130	85	111
증가율(%)					
매출액	-	3.3	-4.0	-11.1	14.5
영업이익	-	7.8	-12.9	-50.6	31.9
EBITDA	-	8.1	-11.5	-41.6	24.0
순이익	-	18.5	-31.1	-38.2	31.5
이익률(%)					
매출총이익률	18.4	17.1	16.6	13.3	14.1
영업이익률	11.9	12.5	11.3	6.2	7.2
EBITDA 이익률	13.5	14.1	13.0	8.5	9.2
세전이익률	11.7	13.0	13.8	6.7	7.6
순이익률	8.8	10.1	7.3	5.3	6.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	216	111	292	31	122
당기순이익	159	189	130	85	111
자산상각비	28	31	31	37	37
운전자본증감	-22	-80	113	-72	-30
매출채권 감소(증가)	-8	-71	83	-60	-23
재고자산 감소(증가)	-39	-4	43	-12	-26
매입채무 증가(감소)	36	-6	-19	4	20
투자현금흐름	-40	-97	-232	-83	-65
유형자산처분(취득)	-45	-50	-89	-47	-62
무형자산 감소(증가)	0	0	-1	-2	-3
투자자산 감소(증가)	5	-46	-59	-34	0
재무현금흐름	-13	-66	58	-16	7
차입금의 증가(감소)	-3	-50	81	-16	10
자본의 증가(감소)	-10	-17	-22	-20	-3
배당금의 지급	-10	-17	-22	-20	-3
총현금흐름	285	260	249	133	152
(-)운전자본증감(감소)	-118	103	-152	91	30
(-)설비투자	46	50	90	47	62
(+)자산매각	0	0	1	-2	-3
Free Cash Flow	357	107	312	-7	57
(-)기타투자	140	-22	123	-18	0
잉여현금	217	129	189	11	57
NOPLAT	162	180	107	78	105
(+) Dep	28	31	31	37	37
(-)운전자본투자	-118	103	-152	91	30
(-)Capex	46	50	90	47	62
OpFCF	262	58	200	-23	51

주: IFRS 연결 기준 (2023년까지는 별도)

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	837	840	834	937	1,052
현금성자산	272	219	341	309	373
매출채권	267	319	232	309	332
재고자산	279	287	245	281	307
비유동자산	628	696	932	944	971
투자자산	74	135	303	227	227
유형자산	546	535	602	690	717
무형자산	7	26	26	26	26
자산총계	1,465	1,536	1,766	1,881	2,023
유동부채	419	400	451	503	548
매입채무	189	187	206	269	289
유동성이자부채	126	155	182	220	245
비유동부채	217	139	211	201	188
비유동이자부채	165	82	140	126	111
부채총계	636	539	662	703	737
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	530	530	530	532	532
이익잉여금	287	455	562	634	742
자본조정	-2	-2	-2	-2	-2
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
자본총계	829	997	1,104	1,178	1,286

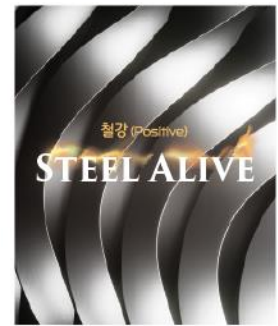
주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	56,163	66,578	46,456	30,234	39,763
BPS	292,283	351,603	389,186	415,229	453,379
DPS	6,000	8,000	8,000	1,120	1,580
CFPS	100,631	91,573	87,770	46,927	53,486
ROA(%)	11.8	12.6	7.9	4.6	5.7
ROE(%)	21.1	20.7	12.4	7.4	9.0
ROIC(%)	19.6	21.4	12.7	8.3	10.3
Multiples(x, %)					
PER	2.3	2.1	2.6	5.0	3.8
PBR	0.4	0.4	0.3	0.4	0.3
PSR	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2
PCR	1.3	1.5	1.4	3.3	2.9
EV/EBITDA	1.6	1.6	1.4	3.4	2.5
배당수익률	4.6	5.8	6.6	0.7	1.0
안정성(%)					
부채비율	76.7	54.0	60.0	59.7	57.3
Net debt/Equity	2.4	1.8	-1.7	3.1	-1.3
Net debt/EBITDA	8.2	6.9	-8.0	26.7	-10.2
유동비율	199.8	210.0	184.9	186.5	191.8
이자보상배율(배)	30.6	23.5	26.8	12.8	12.9
자산구조(%)					
투하자본	69.6	71.7	55.1	65.0	63.6
현금+투자자산	30.4	28.3	44.9	35.0	36.4
자본구조(%)					
차입금	26.0	19.2	22.6	22.7	21.7
자기자본	74.0	80.8	77.4	77.3	78.3

세아베스틸지주 (001430)

신사업 가시화로 턴어라운드 가속



▶ Analyst 권지우 jiwoo.kwon@hanwha.com 3772-7689

Not Rated

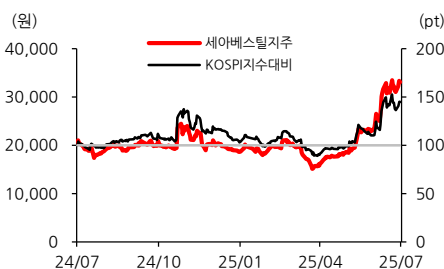
현재 주가(7/17)	32,900원
상승여력	-
시가총액	11,799억원
발행주식수	35,862천주
52 주 최고가 / 최저가	33,450 / 15,140원
90 일 일평균 거래대금	50.17억원
외국인 지분율	6.7%
주주 구성	
세아홀딩스 (외 4 인)	62.7%
국민연금공단 (외 1 인)	7.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	40.9	102.7	75.8	61.7
상대수익률(KOSPI)	32.7	73.5	49.3	49.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022	2023	2024
매출액	3,651	4,386	4,083	3,636
영업이익	238	128	197	52
EBITDA	353	238	302	169
지배주주순이익	186	91	128	20
EPS	5,183	2,537	3,576	564
순차입금	726	855	805	772
PER	3.8	6.4	6.9	35.0
PBR	0.4	0.3	0.5	0.4
EV/EBITDA	4.1	6.0	5.6	8.7
배당수익률	7.5	7.4	4.8	6.1
ROE	10.8	4.9	6.7	1.0

주가 추이



세아베스틸지주는 1 분기 흑자 전환을 기점으로 실적 바닥을 확인했으며, 2025~26 년 Cask·사우디 SGSI·미국 SST 등 신사업이 차례로 가동되면 특수강 업황 반등과 맞물려 성장 레버리지가 확대될 전망이다. “국내 1 위 특수강”을 넘어 글로벌 고부가 금속소재 플레이어로 리포지셔닝될 수 있는 전환점이라고 판단됩니다.

특수강 리더, 실적 턴어라운드 본격화

동사는 2025년 1분기 연결 매출액 9,017억 원, 영업이익 181억 원으로 전분기 적자에서 흑자 전환하며 회복 국면에 진입했고, 자회사 세아베스틸·세아창원특수강은 판매량 반등하며 분기 흑자 전환했다. 방산소재 자회사는 21% 영업이익률을 유지해 포트폴리오 다변화 효과를 입증했다.

원전 소재 新블루오션 개화

사용후핵연료 건식저장용기(Cask) 시장은 2032년까지 약 7 조 원 규모로 추정되며, 정부 발주가 2025년 말 또는 2026년 상반기부터 단계적으로 시작될 전망이다. 세아베스틸은 2019년부터 기술인력 투자를 선제적으로 진행했고 미국 공급 레퍼런스 및 한수원 운반용기 수주(4 기, 350억 원) 경험을 갖춰 초기 물량 확보 가능성이 높다. 수주 시 개당 수십억 원대 고단가 덕분에 두 자릿수 후반 마진이 기대되며, 원전 해체·SMR 건설까지 사업 범위를 확장할 수 있다.

美·사우디 현지생산 본격화, 글로벌 프리미엄 소재 공략

사우디 아람코 합작법인 SGSI는 2025년 말 연 2 만 톤 심리스 파이프 양산을 시작해 중동 고부가 강관 시장을 현지에서 선점하고미국 텍사스 SeAH Super Alloy Technologies 공장은 2026년 준공 후 북미 항공·방산용 특수합금 수요를 직접 공급해 고단가 제품 비중을 끌어올릴 예정이다. 두 프로젝트는 각국의 공급망 리쇼어링·현지화 정책에 맞춰 “현지 생산→즉시 납기” 장점을 부각하며, 그룹 내 강관·가공 네트워크와 연계해 추가 시너지를 창출할 계획이다.

기업개요

>> 특수강, 스테인리스강, 특수 합금 등 다양한 금속 소재 생산

세아베스틸지주는 세아그룹에서 특수강 부문을 총괄하는 중간 지주회사다. 세아베스틸 지주는 2022년 4월 물적분할을 통해 옛 세아베스틸의 사업 부문을 자회사로 이관하고 지주사로 전환했으며, 현재 국내외 15개 내외의 자회사들을 지배한다. 동사는 특수강, 스테인리스, 알루미늄합금, 특수합금까지 다양한 포트폴리오를 구축하고 있다. 주요 자회사는 세아베스틸, 세아창원특수강, 세아항공방산소재다.

세아베스틸 세아베스틸은 국내 1위(점유율 40% 이상)의 특수강 제조사로, 군산과 창녕에 공장을 운영 중이며, 연간 재강 생산 능력은 약 210만 톤이다. 자동차(28%), 산업기계(17%), 베어링(23%) 등 다양한 산업에 제품을 공급하며, 다품종 소량 생산 특성을 가진다.

세아창원특수강 세아창원특수강은 2015년 세아그룹이 인수한 옛 포스코특수강으로, 국내 유일의 스테인리스 선재 및 봉강 생산업체다. 시장점유율은 STS 선재 62%, STS 봉강 68%를 차지하고 있다. 동사는 특수 합금 사업을 강화하고 있으며, 고부가 제품인 우주 항공 및 에너지 매출 비중 확대를 예상한다. 동사는 한국항공우주와 컨소시엄을 구축하여 이스라엘 IAI의 G280에 적용되는 핵심 단조부품 국산화 개발을 주도하며, 고부가 항공 소재 분야에서의 기술 경쟁력을 입증한 바 있다.

세아항공방산소재 2020년 세아그룹에 편입됐으며, 항공 및 방산용 알루미늄 제품이 주력이다. 팬데믹 이후 실적이 지속적으로 증가하고 있으며, 2024년 연간 영업이익률 17%, 2025년 1분기 영업이익률 21%를 기록하며 높은 수익성을 시현했다. 매출 규모는 연 1천억원 수준으로 그룹 전체에서 비중이 크지 않으나 영업 이익 기여도가 높다. 향후 우주항공 및 방산 수요 증가에 따라 추가 성장 여력이 있다고 판단된다.

[그림78] 세아베스틸지주 12M Forward PBR Band



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

2025년 1분기 실적 리뷰 및 향후 전망

2025년 1분기 실적 리뷰

2024년은 전방 수요 침체, 중국산 수입재 급증 등 업황 부진으로 연간 수익성이 크게 떨어졌다. 다만 2024년 4분기를 저점으로 2025년 1분기 세아베스틸, 세아창원특수강 등 주요 자회사의 판매량이 회복했으며, 1분기 연결 매출액 9,017억원(-5.4% YoY, +8.7% QoQ), 영업이익 181억원(-15.0% YoY, 흑자전환 QoQ)을 기록했다. 분기 판매량은 전년 동기 대비 부족했지만 전분기 대비 9만 톤 이상 증가해 고정비 부담이 완화됐다. 세아항공방산소재의 경우, 글로벌 항공·방산·수요 강세로 매출이 YoY +25.8% 증가하고 영업이익은 2배 이상 급증하며 분기 21%의 높은 영업이익률을 시현했다.

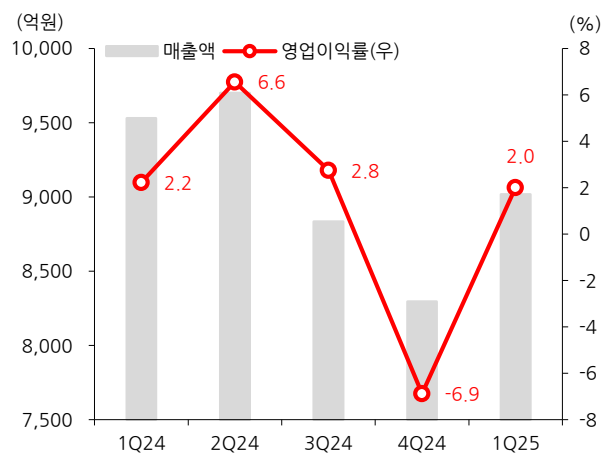
2025년 전망

2025년 특수강 업황은 기저효과와 함께 점진적 회복 국면에 진입할 것으로 전망한다. 2024년의 일회성 비용 부담이 해소되고 판매량이 회복되는 가운데, 원재료 가격 안정으로 스프레드가 개선될 것으로 판단된다. 2025년 보수적으로 영업이익 1,100억원 이상이 추정된다.

중장기 전망

중장기 실적 방향성은 신사업에 좌우될 것으로 보인다. 2026년 이후에는 CASK 사업 수주 본격화, 미국 특수 합금 공장 가동, 사우디 JV 생산 개시 등으로 새로운 매출원이 창출될 예정이다. 신사업의 성과 가시화에 따라 밸류에이션 상승 여부가 결정될 것으로 전망된다.

[그림79] 세아베스틸 지주 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 세아베스틸지주

[표34] 세아베스틸지주 주요 자회사별 실적

구분	1Q24	4Q24	1Q25
매출액(연결)			
세아베스틸	5,496	4,493	4,983
세아창원특수강	3,542	3,311	3,493
세아항공방산소재	259	281	326
영업이익(연결)			
세아베스틸	57	-289	52
세아창원특수강	111	-299	122
세아항공방산소재	31	60	69

자료: 세아베스틸지주

투자 포인트 1: CASK 사업 본격화

사용후핵연료 저장 수요
확대에 대응한 CASK 사업
본격화

세아베스틸지주의 CASK 사업은 국내 원전의 사용후핵연료 저장 문제를 해결할 핵심 신사업으로 부상하고 있다. 현재 국내 원전의 습식 저장 수조는 2030년 한빛원전을 시작으로 2031년 고리, 2032년 한울·신한울 원전 순으로 포화 상태에 이르게 된다. 이에 따라 원전 부지 내 건식 저장시설 구축이 추진되고 있으며, 사용후핵연료를 33년간 안전하게 담아둘 건식저장용기(CASK)가 필수적으로 요구되어 CASK 사업이 가시화되고 있다. 시장 규모는 7조 이상에 달할 것으로 전망된다.

레퍼런스 및 수익성
기반으로 선도 입지 확보

세아베스틸지주는 CASK 시장의 선도 공급자 중 하나로 유리한 입지를 확보하고 있다. 회사는 2019년부터 일찌감치 캐스크 사업 준비에 착수하여, 프랑스 오라노 TN社와의 계약으로 해외 레퍼런스를 쌓았다. 또한 한국수력원자력의 다화용 운반용기 4기(약 350억 원 규모) 제작을 수주하여 2025년 납품을 앞두고 있는데, 이 프로젝트에서 약 20%의 영업이익이율이 추정된다.

연속 수주 및 고수익성 확보
기대

CASK 사업 입찰은 늦어도 2026년에 나올 것으로 예상된다. 수주 시 공정률에 따라 매출에 인식되는 특성상 중장기 안정적 매출원 확보가 기대되며, 향후 영업이익률 10% 후반의 고수익 사업으로 자리매김할 것으로 기대된다.

국내 양강 체제 진입 통한
지주사 성장 모멘텀 확보

현재 국내에서 원전 사용후핵연료 건식저장용기 완제품을 제작·납품 가능한 업체는 세아베스틸과 두산에너빌리티 두 곳에 불과하다. 동사는 CASK 시장에서 양강 체제를 구축할 것으로 보이며, 고부가 제품을 공급함으로써 지주사의 새로운 성장엔진 역할을 할 것으로 기대된다.

[그림80] 국내 습식저장소 포화 전망

- CASK 1기당 사용후핵연료 최소 32다발 이상 저장 - 사용후핵연료 예상 발생 ('23.2 산업통상자원부)		
본부별	사용후핵연료 발생 다발 (CASK 필요수량)	습식저장소 포화시점
한빛,한울,고리	52,000 (약 1,625개)	2030년~2032년
신월성, 새울	20,000 (약 625개)	2042년~

자료: 세아베스틸지주

[그림81] 세아베스틸 CASK 사업 실적 및 계획

확 장	- CASK(건식저장) 외 중간저장, 영구처분 등 해체시장 확대 추진 - SMR(소형 모듈 원자로) 산업 생태계 진출 계획
실 적	'23년 7월, 한수원 표준형원전 사용후핵연료 운반용기 수주 - '25년, 약 350억원(4기) 규모의 사용후핵연료 운반용기 제작 및 공급 - 원자력 제품 조립 기술, 공정 관리 능력, 다수의 납품 실적 등에서 높은 평가 '19년, 국내 최초 미국향 CASK 수주 ('22년부터 매년 2~3기 납품)
MOU	'23년 4월, Orano TN & 한국전력기술 등 9개 법인과 MOU '22년, Orano TN & 한국전력기술 3자 MOU 및 Agreement
품 질	'22년, 국내 최초 美 원자력규제위원회(NRC) 품질보증 심사 통과 '19년, 원자력 1등급 기기 제작·소재 제조 인증 (ASME, KEPIC)

자료: 세아베스틸지주

투자 포인트 2: 해외 JV 및 현지 CAPA 확장

글로벌 CAPA 확장으로
신시장 개척 본격화

세아베스틸지주는 글로벌 시장 개척을 위해 해외 합작투자(JV)와 현지 생산기지 확장을 적극 추진하고 있으며, 2025~2026년을 기점으로 성과가 가시화될 전망이다. 국내 1위 특수강 기업의 기술력을 바탕으로 해외 거점을 구축함으로써, 무역장벽을 해소하고 신 수요를 선점하여 성장의 발판을 마련하고 있다.

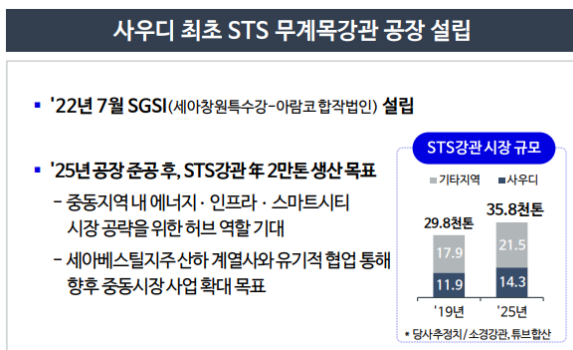
사우디 SGSI, 아람코 JV
통한 중동 시장 선점

첫 번째 사례는 중동시장 공략을 위한 사우디 JV인 SGSI다. 사우디 SGSI 합작법인은 중동지역 현지생산 거점 확보라는 의의가 있다. 아람코와의 JV라는 신뢰를 통해 향후 중동/북아프리카 지역 시장 확대가 기대된다. 2025년 말 준공 완료 및 연 2만 톤 생산이 기대된다.

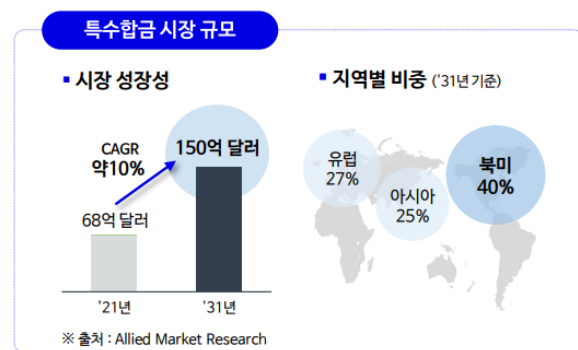
미국 SST 특수합금 공장,
북미 첨단소재 수요 대응

두 번째 성장 축은 북미 시장을 겨냥한 미국 SST 특수합금 공장 신설이다. 2026년 중순 준공 및 연간 6천 톤 생산을 목표로 한다. 미국 법인은 고부가가치 품목을 생산할 예정이며, 톤당 판매단가가 4천만 원 이상에 달할 것으로 예상된다. 일반 특수강 대비 고수익 사업으로, 향후 항공우주, 발전·플랜트, 석유화학 등 특수합금 핵심 시장을 겨냥하며 북미 수요를 공략할 예정이다. 당사는 현지 생산을 통해 미국의 관세장벽을 우회하고, 고객에게 빠른 납기를 제공해 경쟁우위를 확보할 것으로 기대된다.

[그림82] 사우디 최초 STS 무계목강관 공장 설립



[그림83] 특수합금 시장 전망



자료: 세아베스틸지주

자료: 세아베스틸지주

투자 포인트 3: 세아항공방산소재의 성장성 및 안정적 이익 기여

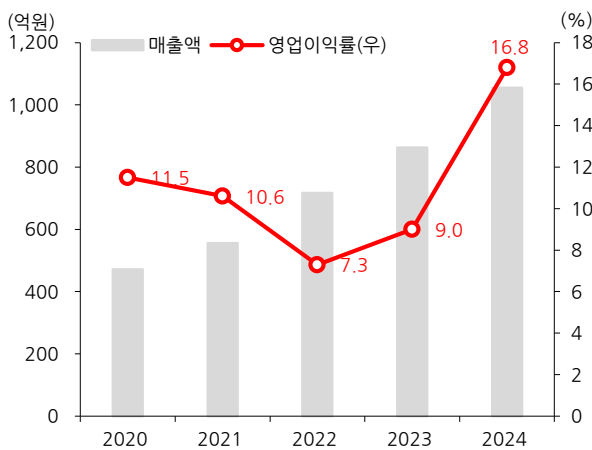
고수익·고성장 알루미늄
사업, 포트폴리오 다변화
견인

세아항공방산소재는 세아베스틸지주의 고성장·고수익 부문으로서 세아베스틸지주의 포트폴리오 다각화를 이끈다. 동사의 주력 제품은 항공기 및 방위산업용 알루미늄 합금 소재로, 동체·엔진·날개 등에 쓰이는 고강도 알루미늄 제품을 공급한다. 매출의 약 75%가 항공·방산 분야에 집중돼 있으며, 동사는 보잉으로부터 항공기 핵심소재를 직접 공급할 수 있는 Tier 1 업체로 선정된 바 있다.

항공·방산 호황 속 실적
고성장 지속

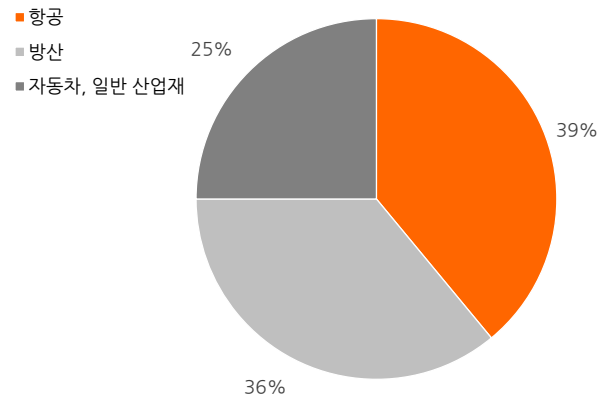
코로나 19 팬데믹 이후 동사의 실적은 가파른 성장세를 보이고 있다. 글로벌 항공 여행 수요가 회복되고, 지정학적 긴장감 확대로 글로벌 방산 투자가 확대되며 항공·방산용 알루미늄 소재 수요가 견조하게 확대됐다. 동사는 3년 연속 YoY +20% 이상의 매출 성장을 기록하고 있으며, 수익성 또한 우수하여 2024년 연간 영업이익률 17%를 달성한 데 이어 2025년 1분기에는 21%를 기록했다. 규모는 작지만 그룹 전체 이익에 크게 기여하며, 향후에도 항공 및 우주항공 수요 증가에 힘입어 지주의 가치 상승에 기여할 것으로 전망된다.

[그림84] 세아항공방산소재 매출 및 영업이익 추이



자료: 세아베스틸지주, 한화투자증권 리서치센터

[그림85] 세아항공방산소재 매출 비중



자료: 세아베스틸지주, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	2,536	3,651	4,386	4,083	3,636
매출총이익	133	394	346	406	258
영업이익	-3	238	128	197	52
EBITDA	178	353	238	302	169
순이자손익	-18	-13	-20	-26	-25
외화관련손익	11	-11	-9	-4	-9
지분법손익	-1	4	5	-7	-4
세전계속사업손익	-315	233	116	155	23
당기순이익	-245	184	88	126	20
지배주주순이익	-246	186	91	128	20
증가율(%)					
매출액	-	44.0	20.1	-6.9	-11.0
영업이익	-	흑전	-46.4	53.8	-73.4
EBITDA	-	98.5	-32.6	26.8	-43.9
순이익	-	흑전	-51.9	42.7	-83.9
이익률(%)					
매출총이익률	5.2	10.8	7.9	9.9	7.1
영업이익률	-0.1	6.5	2.9	4.8	1.4
EBITDA 이익률	7.0	9.7	5.4	7.4	4.7
세전이익률	-12.4	6.4	2.6	3.8	0.6
순이익률	-9.7	5.0	2.0	3.1	0.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022	2023	2024
영업현금흐름	386	83	33	230	318
당기순이익	-245	184	88	126	20
자산상각비	181	115	110	105	117
운전자본증감	184	-268	-213	-54	137
매출채권 감소(증가)	16	-124	-148	40	39
재고자산 감소(증가)	85	-354	-17	-3	143
매입채무 증가(감소)	91	141	-60	-121	-47
투자현금흐름	-234	95	-97	-146	-248
유형자산처분(취득)	-46	-58	-85	-93	-165
무형자산 감소(증가)	-2	-2	0	-24	-24
투자자산 감소(증가)	0	0	2	-2	-7
재무현금흐름	-149	-191	136	-123	91
차입금의 증가(감소)	-45	-108	192	-82	122
자본의 증가(감소)	-11	-5	-56	-38	-37
배당금의 지급	-11	-3	-49	-38	-37
총현금흐름	222	363	298	359	263
(-)운전자본증가(감소)	-222	297	102	28	-244
(-)설비투자	47	59	103	119	167
(+)자산매각	-1	-1	18	2	-21
Free Cash Flow	396	7	111	214	319
(-)기타투자	224	-183	125	54	160
잉여현금	173	190	-14	160	158
NOPLAT	-2	188	98	160	46

[Compliance Notice]

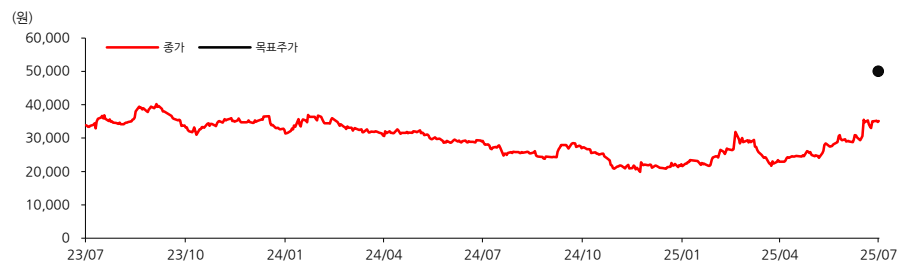
(공표일: 2025년 7월 18일)

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 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (권지우)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 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 책임소계에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[현대제철 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2025.07.18	2025.07.18			
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy			
목표가격		권지우	50,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

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

[POSCO홀딩스 주가와 목표주가 추이]



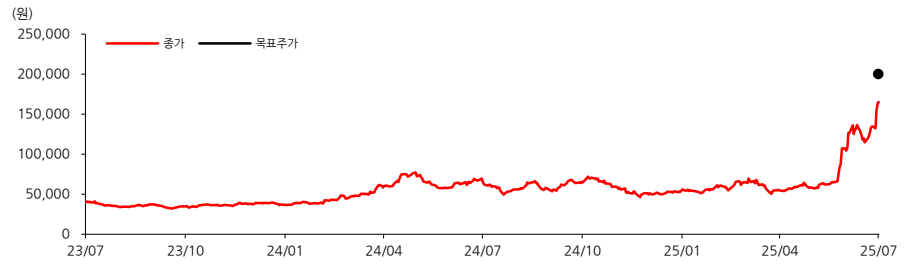
[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2025.07.18	2025.07.18			
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy			
목표가격		권지우	500,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.07.18	Buy	500,000		

[풍산 주가와 목표주가 추이]



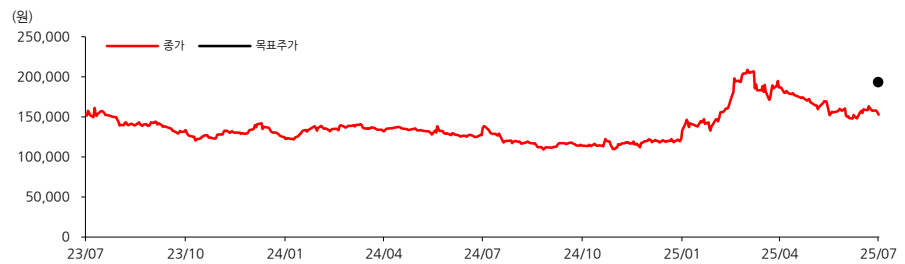
[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2025.07.18	2025.07.18			
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy			
목표가격		권지우	200,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2025.07.18	Buy	200,000		

[세아제강 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2025.07.18	2025.07.18				
투자의견	담당자변경	Buy				
목표가격	권지우	193,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2025.07.18	Buy	193,000		

[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 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

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 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2025년 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.4%	9.6%	0.0%	100.0%