



정유화학/철강금속/음식료

비중확대 (유지)

1%≥100%. 병목이 이익을 결정하는 시대

신한투자증권
기업분석2부

박광래 연구위원
✉ krpark@shinhan.com

이진명 수석연구원
✉ jnmyung.lee93@shinhan.com

조상훈 연구위원
✉ sanghoonpure.cho@shinhan.com

김명주 연구원
✉ kimmj@shinhan.com



신한 리서치
투자정보



Contents

I. Investment Summary	3
II. Key Charts	4
III. 세계 원자재 공급망의 새로운 지도	8
IV. 원자재 지정학 리스크의 재평가	14
V. 정유화학: 병목의 위치가 이익을 결정	16
VI. 철강금속: 재고의 위치가 가격을 결정한다	23
VII. 음식료: 에너지 쇼크가 만드는 식량-연료 전쟁	35
VIII. 하나의 충격이 다른 섹터로 번지는 경로	44
IX. 투자 전략	57

Company Analysis

고려아연 (010130) - 매수 (유지), 목표주가 1,600,000원 (유지)	60
S-Oil (010950) - 매수 (유지), 목표주가 220,000원 (상향)	66
CJ제일제당 (097950) - 매수 (유지), 목표주가 260,000원 (유지)	71
풍산 (103140) - 매수 (유지), 목표주가 130,000원 (유지)	79
효성티앤씨 (298020) - 매수 (유지), 목표주가 520,000원 (하향)	84

I. Investment Summary

같은 충격, 다른 이익. 병목의 위치를 따라 다시 읽는 섹터별 전략 막힌 곳이 가격을 만든다

임계점을 넘어서면 결핍
→ 물량을 '배분'이 결정

원자재 시장 내 공급망 위험은 단순한 자원의 희소성이 아니라 정련 설비의 집
중도, 각국 정부의 통제, 대체 불가능성에 의해 결정된다. 시장이 직면한 위험은
오늘의 재고 부족이 아니라 내일의 물량에 대한 불확실성이다. 특히 지정학적 충
격이 원유에 그치지 않고 정제·가스처리 이후의 황·납사와 황산·요소 등 중간재를
거쳐 금속과 음식료 산업으로 변진 점에 주목해야 한다. 원가 비중이 단 1%에
불과한 부자재라도 규격, 인증, 단일 조달 경로 등의 조건이 겹치면 전체 생산을
100% 마비시킬 수 있다. 결핍이 임계점을 넘어서면 가격이 아닌 '배분'이 물량을
결정하게 된다는 것이 이번 공급망 충격의 교훈이다. 부산물 가격 급등은 단순한
비용 상승을 넘어 공급망의 막힌 곳을 알려주는 나침반 역할을 할 수 있다.

부산물의 나비효과는 정유/
화학/NCC/금속/음식료 등
각 산업에 지각변동 야기

부산물의 나비효과는 각 산업 섹터에 구조적인 지각변동을 일으키고 있다. 정유
는 지정학적 피격에 따른 설비 차질 규모보다 실제 공급 공백과 낮은 재고가 더
큰 문제다. 증산이 재개되더라도 늘어난 물량이 고갈된 재고를 채우는 데 먼저
흡수되므로, 제품 마진의 정상화는 표면적인 공급 회복보다 지연될 수밖에 없다.
화학은 원료별·지역별 원가 차별화가 심화되고 있다. 범용 NCC는 적자 축소 속
도, 다운스트림은 원료 노출도와 판가 방어력에 주목해야 한다. 금속 업종은 총
재고와 실질 가용재고의 신호 괴리가 심각하다. 구리와 알루미늄 재고의 편중,
아연의 런던 시장 숏스퀴즈와 제련수수료(TC) 급락이라는 모순이 이를 방증한다.
음식료도 표면적인 곡물 재고율에 안도할 수 없다. 비료 가격 폭등에 따른 투입
감소가 6~12개월의 시차를 두고 2027년 작황에 영향을 미칠 가능성이 높다.

공급망 병목을 실적과 마진으로 치환할 수 있는 기업에 집중

투자전략: 병목을 이익으로
치환할 수 있는 기업

원자재 가격에 단순 노출된 기업을 피하고, 공급망의 병목을 실질적인 이익으로
치환할 수 있는 기업을 선별해야 한다. 정유·화학에서는 정제마진 개선과 도입
단가(OSP) 하락 수혜가 겹치는 S-Oil, 원료 노출도가 낮고 비수기에도 스프레드
방어력이 확인된 효성티앤씨가 돋보인다.

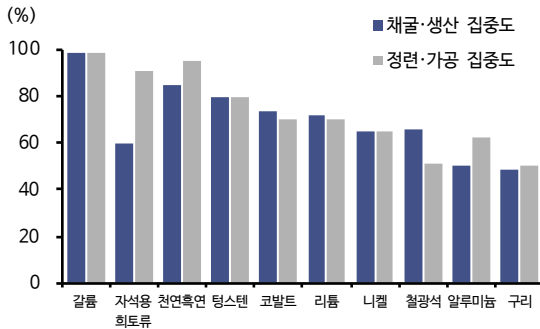
정유화학: S-Oil/효성티앤씨
철강금속: 고려아연/풍산
음식료: CJ제일제당

철강·금속에서는 밸류체인의 특수성을 무기로 삼은 고려아연과 풍산에 주목해야
한다. 고려아연은 제련 부산물로 황산을 자체 생산해 원가 방어력이 뛰어나지만,
단순 아연 가격보다는 에너지 비용과 TC 하락분을 차감한 황산 실질 마진을 추
적해야 한다. 풍산은 표면적 구리 가격 등락보다 고부가 신동 판매량과 톤당 가
공이익 개선 여부가 핵심 지표다. 음식료에서는 곡물 조달, 발효, 바이오 소재가
지 수직계열화를 이룬 CJ제일제당이 가장 유리하다. 원가 상승이라는 비용 압박
을 고부가 아미노산 판가 인상으로 전환하며 전사적 이익 레버리지를 극대화할
수 있기 때문이다.

II. Key Charts

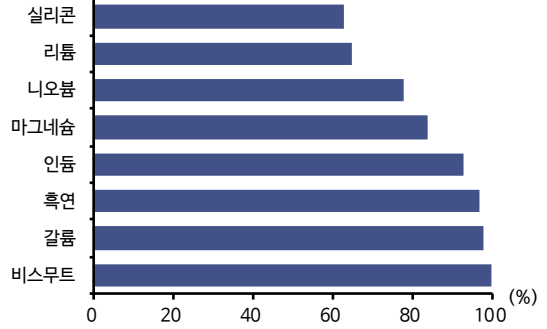
세계 원자재 공급망의 새로운 지도

원자재별 채굴 집중도와 정련·가공 집중도 비교



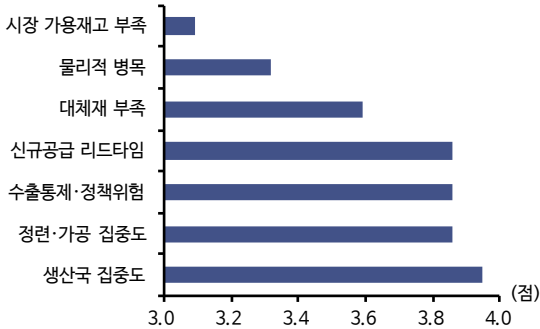
자료: IEA, USGS, World Steel Association, IAI, 신한투자증권

한국의 희소금속 대중국 수입의존도



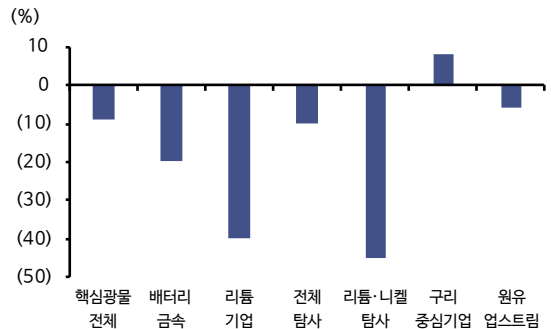
자료: 한국무역협회, 신한투자증권

원자재 공급망 위험도 평가 항목별 평균 비교



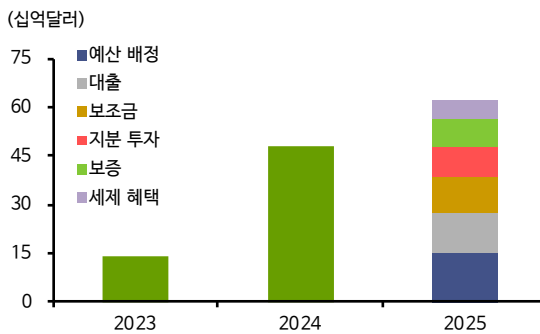
자료: 신한투자증권

2025년 핵심광물 자본지출 증감



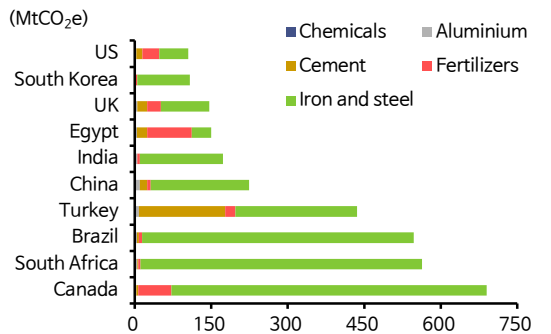
자료: IEA, 신한투자증권

핵심광물 공공금융 지원 발표액



자료: IEA, 신한투자증권

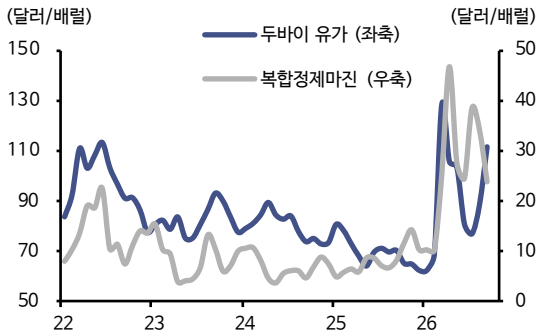
EU CBAM 대상 수출에 내재된 이산화탄소 배출 규모



자료: S&P Global, 신한투자증권 / 주: 2024~2040년 누적 기준

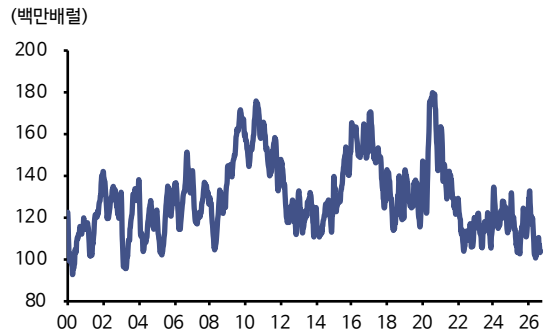
정유화학

두바이 유가와 복합정제마진 추이



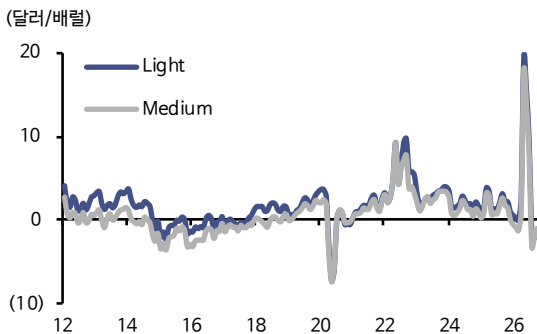
자료: Petronet, 신한투자증권

미국 중간유분 재고



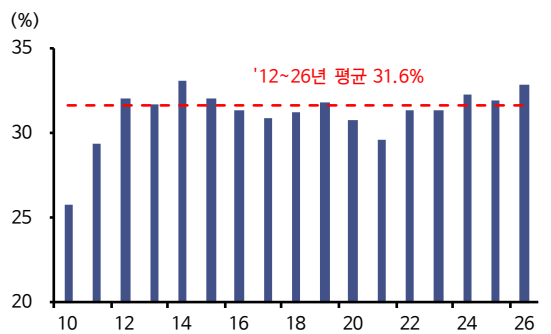
자료: EIA, 신한투자증권

사우디 OSP 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권

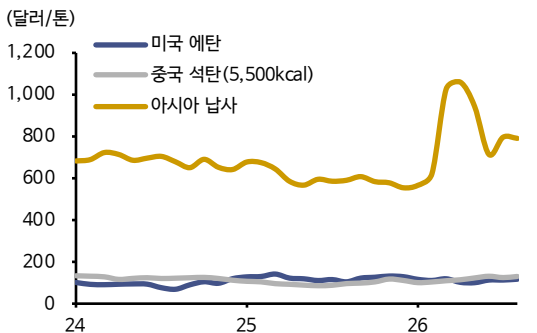
국내 석유제품 수출 비중



자료: Petronet, 신한투자증권

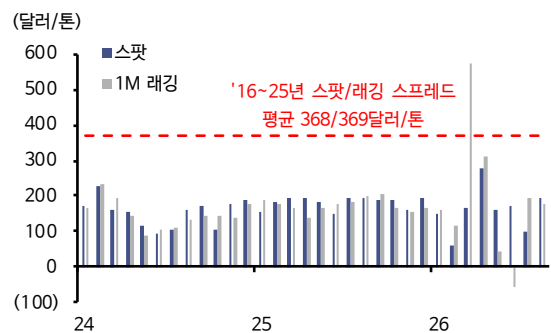
주: 휘발유·경유·항공유 수출량÷석유제품 생산량, 2026년은 1~7월

화학 Feedstock별 가격 추이



자료: Cischem, Bloomberg, 신한투자증권

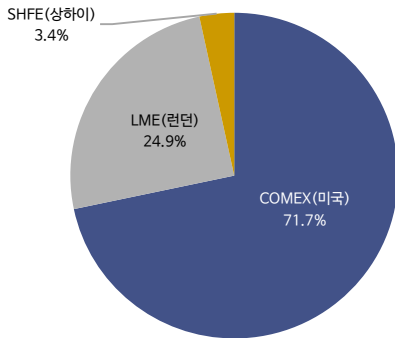
에틸렌 스프레드: 스팟 vs 1개월 래깅



자료: Cischem, Bloomberg, 신한투자증권

철강금속

거래소별 정련구리 재고 구성



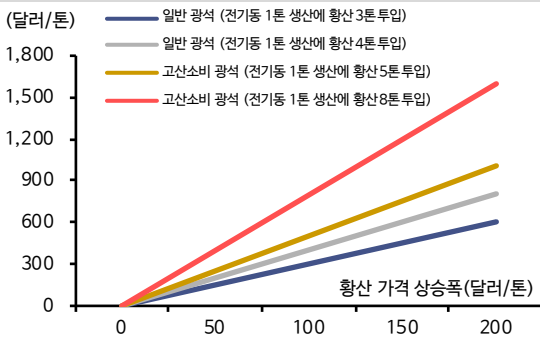
자료: COMEX, LME, SHFE, 신한투자증권 / 주: 2026년 8월말 기준

구리 자료와 관세 정책 기대의 순환 고리



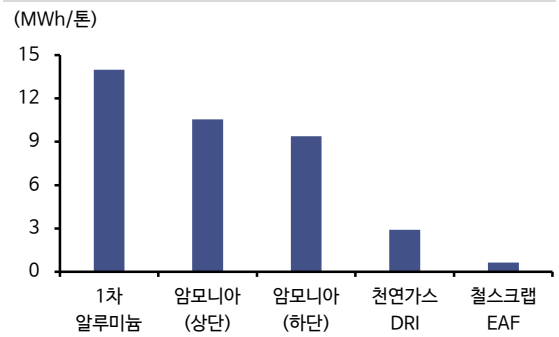
자료: COMEX, 신한투자증권

황 가격 변화에 따른 구리 1톤당 직접원가 민감도 곡선



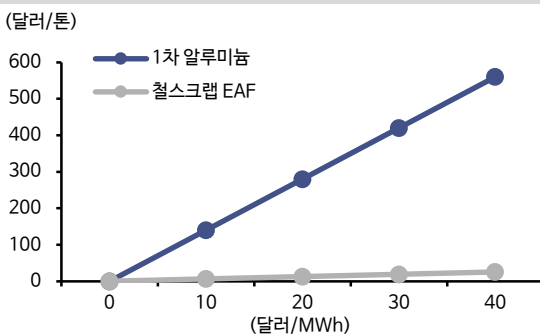
자료: 신한투자증권 추정

공정별 에너지 투입량 비교



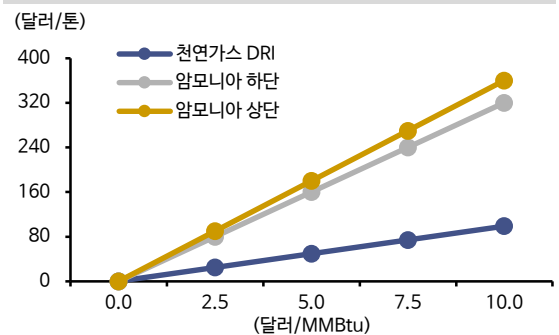
자료: Worldsteel, IEA, 신한투자증권 / 주: 1MMBtu = 293.07kWh

전력가격 상승에 따른 원가 부담 시나리오 분석



자료: Worldsteel, IEA, 신한투자증권

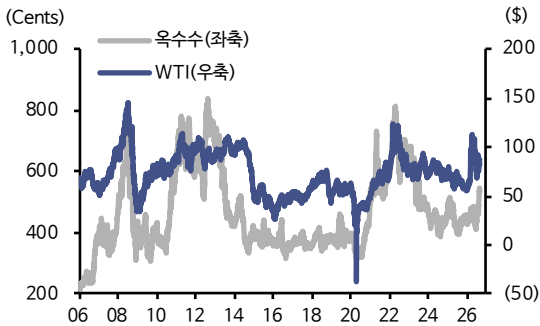
가스가격 상승에 따른 원가 부담 시나리오 분석



자료: Worldsteel, IEA, 신한투자증권

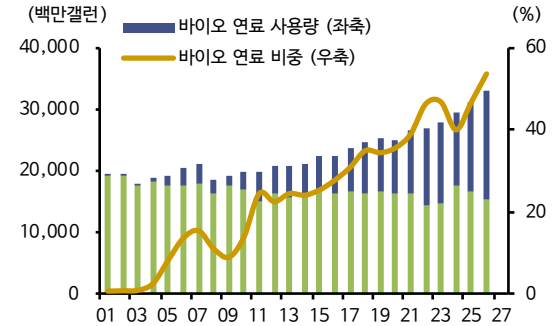
음식료

WTI vs. 옥수수 가격 추이



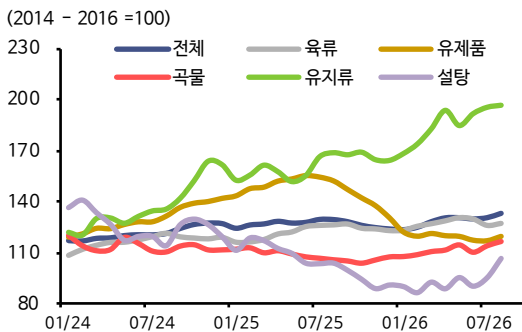
자료: Bloomberg, 신한투자증권

미국 대두유 바이오 연료 사용량 추이



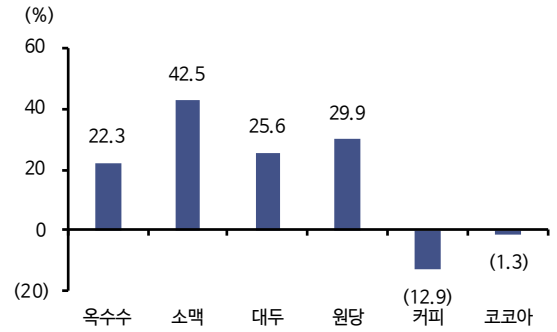
자료: USDA, 신한투자증권

세계 식량 가격지수 추이



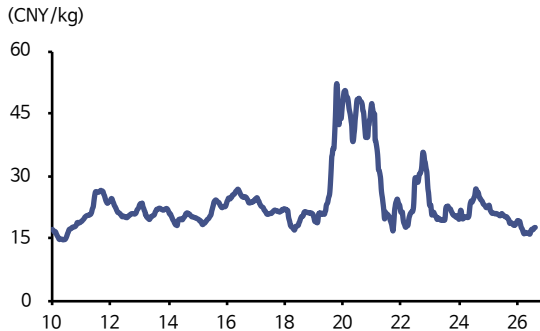
자료: FAO, 신한투자증권

주요 곡물 연초 대비 상승률



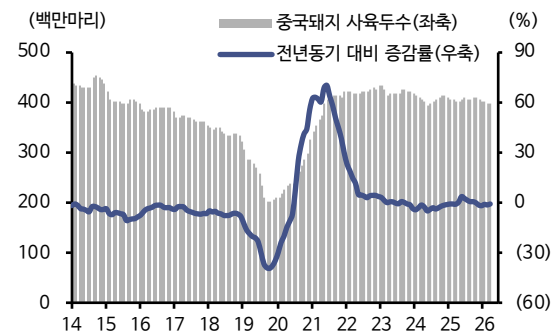
자료: Bloomberg, 신한투자증권

중국 돼지고기 가격 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권

중국 돼지 사육두수 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권

III. 세계 원자재 공급망의 새로운 지도

원자재별 생산·정련·수송 집중도 분석

하나의 원자재에 여러 개의 지도가 겹쳐지는 중

매장량의 시대에서
병목의 시대로

기존의 원자재 공급망 지도는 어느 국가에 매장량이 많고 어느 국가가 생산량을 많이 차지하는지를 보여주는 데 초점이 맞춰져 있었다. 그러나 지금의 원자재 공급망은 생산량과 매장량만으로 설명하기 어렵다. 앞으로의 지도에는 최소 다섯 개의 좌표가 동시에 표시돼야 한다. 첫째 어디에서 채굴·생산되는지, 둘째 어디에서 정련·가공되는지, 셋째 어느 해협·항만·파이프라인을 통과하는지, 넷째 누가 수출허가·보험·결제망을 통제하는지, 마지막으로 최종 구매자가 실제 접근할 수 있는 재고가 어디에 있는지를 함께 봐야 한다.

자원은 남반구와 신흥국에 존재하지만 정련·가공능력은 중국에 집중돼 있고, 원자재 물량은 소수의 물류 경로에 의존하며, 미국·EU·중국·한국이 비축과 가격하한, 공동구매, 수출허가제도를 강화하면서 하나의 국제가격이 아니라 지역·진영별로 서로 다른 가격이 형성되고 있다. 공급망 안정성은 공급국 수가 몇 개인지가 아니라 공급망을 구성하는 여러 단계 가운데 가장 취약한 단일 병목이 무엇인지로 평가해야 한다. 광산 지분을 확보했다라도 정련소, 수출허가, 선박, 보험, 항만 중 하나가 막히면 실질적인 공급은 이뤄지지 않는다.

주요 원자재 생산국 집중도와 정련국 집중도 비교

원자재	생산·채굴 집중도	정련·가공 집중도	핵심 병목
철광석	호주·브라질이 세계 수출의 약 3분의 2	중국이 2025년 세계 조강의 약 51% 생산	대형광산·해상운송·중국 수요
구리	칠레 23%, DRC 14%, 페루 12% (상위 3개국 약 49%)	중국 제련 비중 약 50%	정광 부족, 제련 수수료, 17년 개발기간
니켈	2026년 인도네시아 공급 비중 약 65%	인도네시아·중국계 제련단지 집중	생산쿼터·광석 품위·전력
코발트	DRC 73~74%, 인도네시아 14%	중국 가공 비중 70% 이상	DRC 수출쿼터와 중국 정련
리튬	호주 9.2만톤, 중국 6.2만톤, 칠레 5.6만톤(상위 3개국 약 72%)	중국 정련 비중 약 70%	전환설비와 배터리급 품질
천연흑연	중국 약 85%	배터리 음극재 가공은 중국이 절대 우위	구형화·정제·코팅
자석용 희토류	중국 약 60%	분리·정련 91%, 영구자석 94%	중희토류·합금·자석 제조
갈륨	중국이 1차 저순도 공급의 약 99%	고순도화 역시 중국 중심	알루미늄 부산물·수출허가
텅스텐	중국 약 80%	APT·분말·초경합금도 중국 우위	방산 수요와 수출통제
알루미늄	보크사이트는 기니·호주 등	2026년 7월 중국이 386.6만톤 (세계 생산의 62.8%)	보크사이트·알루미늄·제련 연결
밀	러시아·EU·캐나다·호주·미국·아르헨티나가 교역의 약 78%	제분은 소비국 분산	흑해·수출세·항만
옥수수	미국·브라질·아르헨티나가 수출의 약 70%	사료·전분 가공 분산	파나마·미시시피·브라질 항만

자료: World Steel Association, IEA, USGS, USDA, International Aluminium Institute, 신한투자증권

가격 상승만으로 공급이
빠르게 늘기 어려운 구조

중간 가공단계가 광산보다 취약

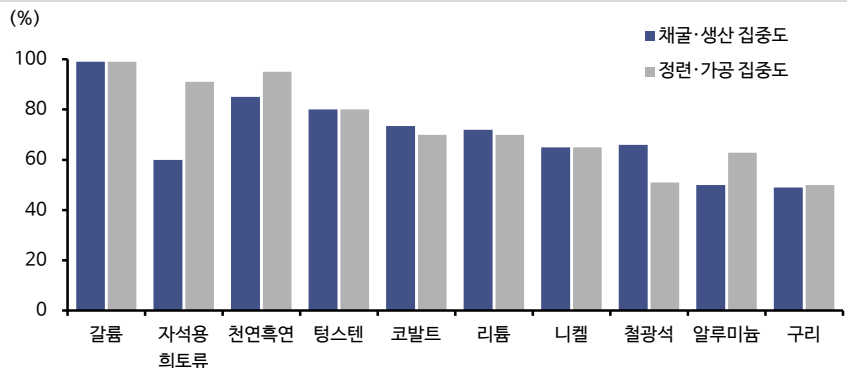
중국은 2005년 이후 세계 구리 제련능력 증가분의 90% 이상을 담당했다. 중국의 세계 구리 제련 점유율은 2005년 약 15%에서 2025년 약 50%까지 상승했다. 문제는 제련능력 증가가 정광 공급 증가보다 빨랐다는 점이다.

2026년 연간 구리 제련수수료 TC/RC 벤치마크는 톤당 0달러까지 하락했고 현물 제련수수료는 이미 2024년부터 마이너스 영역을 기록했다. 과거에는 광산업체가 제련소에 수수료를 지급했지만 이제는 제련소가 정광을 확보하기 위해 사실상 비용을 부담하는 구조까지 나타난 것이다. 이는 광산 생산량이 충분해 보이더라도 실제 산업용 금속 공급망은 중간 가공단계에서 병목이 발생할 수 있음을 의미한다. 제련소는 규모의 경제가 강해 중국의 대형 산업단지는 전력, 산, 향만, 부산물 회수, 폐수처리 등을 공유해 원가를 낮출 수 있다. 반대로 미국이나 유럽이 이러한 설비를 여러 국가에 분산 구축할 경우 단위당 원가는 상승할 가능성이 높다.

기술과 품질 인증도 큰 장벽이다. 배터리급 리튬, 구형 흑연, 중희토류 분리, 고순도 갈륨은 같은 원료를 사용하더라도 공정 안정성과 고객 인증을 확보하는 데 수년이 필요하다. 설비를 완공한다고 바로 공급망에 편입되는 것이 아니다. 주산물이 아닌 부산물 형태로 생산되는 광물은 더욱 복잡하다. 갈륨은 주로 보크사이트를 알루미늄으로 정련하는 과정에서, 게르마늄은 아연 제련 과정에서 회수된다. 갈륨 가격이 급등했다고 해서 갈륨만 단독으로 증산하기는 어렵다. 주산물 생산과 회수설비가 동시에 증가해야 하기 때문이다.

세계 구리광산의 평균 광석 품위는 1991년 이후 약 40% 하락했고, 2020년 이후 기존 광산 확장에 필요한 자본집약도는 약 65% 상승했다. 지난 35년 동안 발견된 주요 구리광산 가운데 최근 10년 발견분은 5%에 불과하며 발견부터 생산까지 평균 약 17년이 걸린다. 2035년 예상하는 구리 공급부족은 수요의 약 25%에 달한다. 가격이 상승해도 신규 공급이 즉각 반응하기 어려운 구조다.

원자재별 채굴 집중도와 정련·가공 집중도 비교



자료: IEA, USGS, World Steel Association, International Aluminium Institute, 신한투자증권

원자재 가격의
정책 민감도 ↑

생산량보다 수출 가능한 물량을 바꾸는 자원민족주의

자원민족주의는 생산량과 ‘국제시장에 실제 유통되는 물량’ 사이의 차이를 키우고 있다. 인도네시아는 2020년 니켈 원광 수출을 금지한 이후 자국 내 제련소 투자를 유치했고 그 결과 세계 니켈 공급 비중을 2026년 약 65%까지 끌어올렸다. 이후 정부는 가격과 매장량을 관리하기 위해 생산승인 쿼터를 줄이는 방향으로 움직이고 있다. 원광 생산승인 물량을 2025년 3.79억톤에서 2026년 2.5억~2.6억톤으로 약 31~34% 축소하는 방안이 제시됐고, 웨다베이 광산 쿼터는 4,200만톤에서 1,200만톤으로 줄었다.

DRC는 2025년 2월 코발트 수출을 중단한 뒤 쿼터제로 전환했다. 2026년과 2027년 연간 수출쿼터는 각각 약 9.66만톤으로 설정됐고 일부 물량은 전략비축으로 유보됐다. 이후 코발트 가격은 2025년 2월부터 2026년 4월까지 약 160% 상승해 파운드당 26달러, 톤당 약 5.7만달러까지 올랐으며 Glencore의 2026년 1분기 코발트 생산량은 5,800톤으로 전년 대비 39% 감소했다.

기니의 2025년 보크사이트 수출은 1.83억톤으로 25% 증가했고 이 중 74%가 중국으로 향했다. 같은 해 중국의 보크사이트 수입은 2억톤으로 26.4% 증가했다. 기니산 원료는 중국 알루미늄 제련능력 4,500만톤의 80% 이상과 연결돼 있다. 기니가 2026년 수출량 통제를 검토하면서 보크사이트와 알루미늄 가격의 정책 민감도도 높아졌다. 이제 자원국의 산업정책은 원광 수출금지에서 현지 제련 의무, 생산쿼터, 전략비축, 가격관리로 단계적으로 진화하고 있다.

자원민족주의의 사례

국가	핵심 자원	시기	자원민족주의 수단	핵심 내용·숫자	정책 목적
인도네시아	니켈	2020~	원광 수출금지 → 현지 제련 의무	- 2020년 니켈 원광 수출 금지. - 중국계 HPAL·NPI·스테인리스 투자를 유치하면서 2026년 세계 니켈 공급 비중이 약 65%까지 상승	원광 수출국에서 제련·배터리소재 생산국으로 전환
인도네시아	니켈	2026	생산쿼터 축소	- 원광 생산승인 물량을 2025년 3.8억톤 → 2026년 2.5~2.6억톤 - 웨다베이 쿼터도 4,200만톤 → 1,200만톤	매장량 수명 연장 및 니켈 가격 방어
인도네시아	보크사이트	2023~	원광 수출금지	- 2023년부터 미가공 보크사이트 수출 금지 - 국내 알루미늄 정련 투자 유도	다운스트림 산업 육성
인도네시아	구리	2024~25	정광 수출제한·현지 제련 의무	- Freeport Indonesia가 신규 제련소에서 국내 처리하도록 정광 수출을 제한 - 제련소 화재 후에만 예외 수출을 협상	구리 정광보다 정련금속의 부가가치를 국내에 잔존
DRC	코발트	2025~26	수출금지 → 수출쿼터 → 전략비축	- 2025년 2월 수출 중단 후 쿼터제로 전환 - 2026~27년 연간 수출쿼터 약 9.66만톤. 미 사용 쿼터는 국가가 회수	세계 공급량과 가격 관리, 현지가공 확대
기니	보크사이트	2025~26	수출관리·현지가공 확대	- 2025년 보크사이트 수출 1.83억톤 (+25%), 이 중 74% 중국향 - 중국 수입도 약 2억톤(+26.4%). 정부는 수출관리와 현지 알루미늄 가공 확대 추진	보크사이트 자원을 이용해 알루미늄·알루미늄 산업 육성

자료: UN, NRES, 신한투자증권

전략자원 확보 경쟁

주요국들의 정책은 서로 다른 방식으로 가격을 분절

비축·가격하한·관세·수출허가제 등을 통해 공급망을 진영별로 분절

주요국의 전략자원 정책도 원자재 가격을 하나로 수렴시키기보다 분절시키는 방향으로 움직이고 있다. 미국은 2024년 기준 12개 핵심광물을 100% 수입에 의존했고 추가 29개는 수입의존도가 50% 이상이었다. 이에 Project Vault를 통해 미국 수출입은행이 최대 100억달러를 대출하고 약 20억달러의 민간자금을 결합해 전략광물 비축을 구축하려 한다. 2026년 2월에는 50개 이상 국가가 참여한 핵심광물 장관회의에서 11건의 양자 협정·MOU가 체결됐다. 핵심은 단순한 비축 확대가 아니라 비중국 프로젝트에 ‘투자 가능한 가격’을 만들어 주는 것이다. 중국 내수 가격이 하락하더라도 미국 시장에서는 최소수입가격, 관세, 장기구매계약을 통해 일정 가격수준을 유지할 수 있다. 결국 중국 내수가격, 미국·동맹국 가격하한, 기타 지역 현물가격이 동시에 존재하는 다층 가격구조가 나타날 수 있다.

중국은 전면적인 수출금지보다 허가제를 이용한 선택적 통제를 강화하고 있다. 2025년 4월 사마륨·가돌리늄·테르븀 등 7개 희토류 관련 품목에 수출허가제를 도입했고 같은 해 10월에는 중국산 원료나 중국 기술을 사용한 해외 생산품까지 통제범위를 넓혔다. 일부 조치가 2026년 11월 10일까지 유예(9월 초 현재 상무부는 연장 여부를 밝히지 않고 있음)됐지만 기본적인 허가체계는 유지되고 있다.

기업·국가별 허가 차등, 최종 사용자 확인, 군사용 전용 가능성 심사, 중국산 기술·원료 사용 여부 확인, 처리기간 장기화를 통해 정교한 통제가 가능하다. IEA는 희토류 수출통제가 전면 적용될 경우 중국 밖에서 연간 6.5조달러의 제조업 생산이 위협에 노출될 수 있다고 추정한다. 미국과 유럽의 직접 노출액은 각각 1.5조달러 이상이며 자동차산업 노출액은 3조달러를 넘는다. 배터리급 흑연 전면 공급 차질도 연간 3,000억달러 이상의 다운스트림(하류) 생산에 영향을 줄 수 있다.

주요국들의 전략자원 관련 정책 비교

국가·지역	핵심 정책수단	숫자·목표	가격·공급망 효과
미국	전략비축·가격하한·수입가격 조정	Project Vault 대출 최대 100억달러+민간자금 약 20억달러	비중국 프로젝트의 가격 하방 설정
중국	수출허가·기술통제·역외적용	2023년 이후 통제 대상 관세코드 약 3배 증가	해외가격 프리미엄과 가공 병목
EU	역내 생산·가공·재활용·공동구매	2030년 채굴 10%, 가공 40%, 재활용 25%, 단일국 의존 65% 이하	역내 고원가 공급망 형성
한국	비축 확대·해외 공동비축·재활용	품목 24→29개, 최대 비축 180→365일, 2030년 재활용률 20%	수입 공백 완충 및 공공 수요 증가
자원국	원광 수출금지·현지 가공·생산쿼터	인도네시아 니켈, DRC 코발트, 기니 보크사이트	원료가격 관리와 현지 부가가치 확대

자료: 언론 종합, 신한투자증권

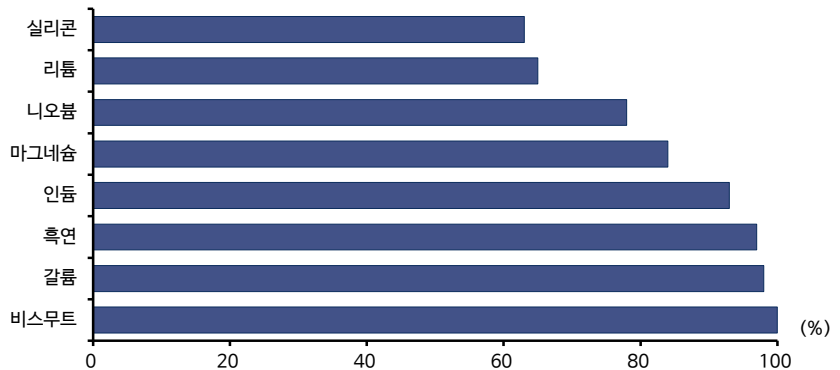
EU·한국은 완전 자급보다
특정국 의존도를 낮추는
방향으로 공급망 안정성 강화

EU는 자급률 100%를 목표로 하기보다 '허용 가능한 의존도'를 정하고 있다. 핵심 원자재법은 2030년까지 EU 소비량의 10% 이상을 역내에서 채굴하고 40% 이상을 역내에서 가공하며 25% 이상을 재활용하는 동시에 어느 가공단계에서도 단일 제3국 의존도를 65% 이하로 낮추는 것을 목표로 한다. 광산 프로젝트 허가기간은 최대 27개월, 가공·재활용 프로젝트는 15개월로 단축한다.

EU가 지정한 47개 역내 전략 프로젝트에는 약 225억유로의 투자가 필요하며 역외에서도 13개 프로젝트가 추가 지정됐다. REsourceEU 정책에는 InvestEU 최대 20억유로, 배터리 부문 3억유로, 2026년 혁신기금 최소 7억유로, 연구개발 지원 최대 3억유로와 공동구매·전략비축을 담당할 원자재센터가 포함된다. CBAM 역시 2026년 1월 본격 시행됐으며 철강·알루미늄·시멘트·비료·전력·수소가 대상이다. 시행 첫 6일간 신고된 165.6만톤 가운데 철강이 98%를 차지했다. 이제 원자재 가격은 원산지뿐 아니라 탄소배출량에 따라서도 분리되기 시작했다.

한국의 핵심 과제는 에너지와 핵심광물 두 측면에서 동시에 나타나는 높은 대외 의존도를 극복하는 것이다. 2024년 기준 31개 희소금속 중 상당수의 최대 수입국이 중국일 만큼 의존도가 절대적(비스무트 100%, 흑연 97% 등)이다. 이에 정부는 비축품목 29개 확대, 비축기간 365일 연장, 새만금 비축기지 가동 등의 대응책을 내놓았다. 에너지 역시 미국산 수입 비중이 늘었음에도 원유 수입의 60% 이상을 걸프 5개국에 의존하고 있어 호르무즈 해협 리스크에 크게 노출되어 있다.

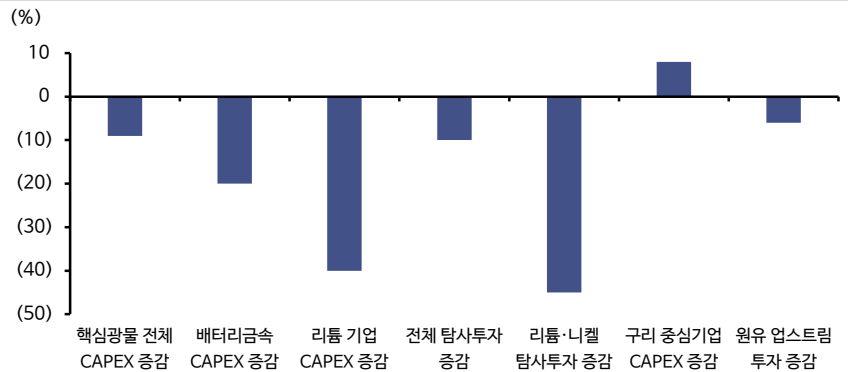
한국의 희소금속 대중국 수입의존도



자료: 한국무역협회, 신한투자증권

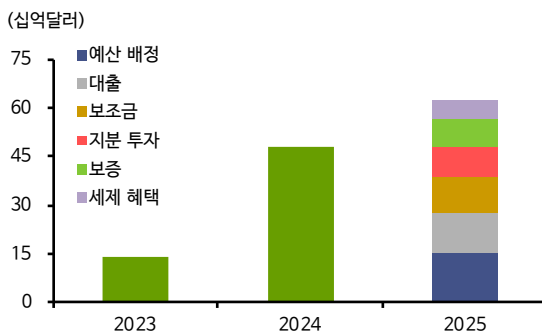
공급망 다변화 정책 발표가 실제 공급능력 확충으로 이어지기까지는 상당한 시간이 필요하다. 선진국이 발표한 핵심광물 공공금융 규모는 약 650억달러로 급증했으나, 2025년 기준 배터리금속 등의 실제 자본지출과 탐사비는 오히려 감소했다. 희토류 또한 비중국 지역의 광산 생산량이 늘더라도 이를 처리할 정련 및 자석 공정 능력이 따라가지 못하는 불균형이 예상되며, 다변화된 공급망 구축에만 600억 달러의 대규모 투자가 추가로 필요하다. 정책의 실효성을 평가할 때는 단순한 MOU 체결이나 투자 발표액을 넘어서, 실제 금융 승인, 최종 투자 결정, 착공, 시운전, 상업 생산 등 실질적인 이행 단계에 도달했는지를 확인해야 한다.

2025년 핵심광물 자본지출 증감



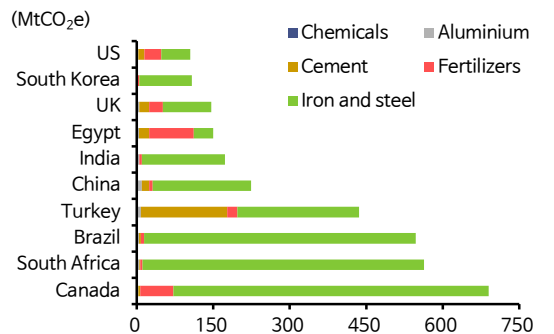
자료: IEA, 신한투자증권

핵심광물 공공금융 지원 발표액



자료: IEA, 신한투자증권

EU CBAM 대상 수출에 내재된 이산화탄소 배출 규모



자료: S&P Global, 신한투자증권 / 주: 2024~2040년 누적 기준

IV. 원자재 지경학 리스크의 재평가

‘정련 집중·정책 통제·대체 불가능성’이 공급망 위험을 결정

공급망 위험은 일부 원자재에 국한되지 않음

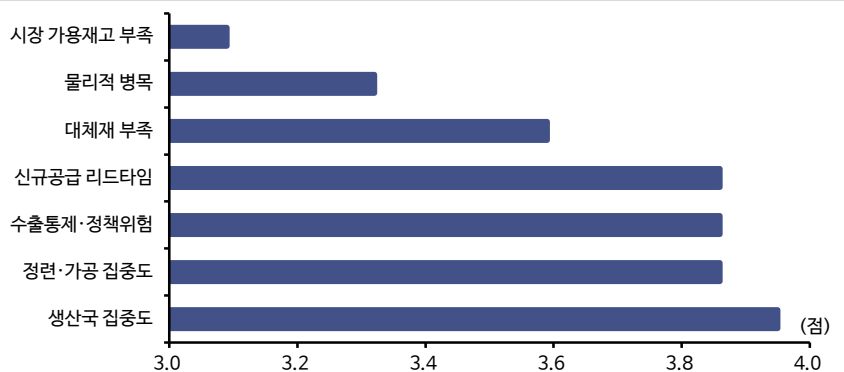
원자재 품목별 공급망 위험도를 정량적으로 평가해봤다. 이를 위해 총 7개의 항목(① 생산국 집중도, ② 정련·가공 집중도, ③ 물리적 병목 의존도, ④ 수출통제·관세·쿼터 위험, ⑤ 시장 가용재고 부족, ⑥ 대체재 부족, ⑦ 신규공급 리드타임)을 선정했고, 각 항목을 1~5점으로 평가했다.

자체 평가한 22개 원자재 공급망 리스크 점수를 보면 위험이 일부 핵심광물에만 집중돼 있지 않다는 점이 가장 중요한 특징이다. 전체 평균은 3.65점이었고, 이중 평균 4.0점 이상이 9개로 40.9%, 3.5점 이상까지 확대하면 14개로 63.6%에 달했다. 3점 미만은 LPG와 옥수수 두 품목뿐이었다. 현재 원자재 공급망은 몇몇 희소 금속만 관리하면 되는 구조가 아니라 에너지·농산물·비철금속까지 상당수 품목이 구조적 리스크에 노출된 상태라는 판단이다.

자석용 희토류와 갈륨·게르마늄이 각각 4.43점으로 공동 1위를 차지했고, 배터리급 흑연과 팜유가 4.29점, 구리·텅스텐·안티모니·원유가 4.14점, 코발트·대두가 4.0점이었다. 핵심광물뿐 아니라 팜유·대두·원유가 최상위 위험군에 포함됐다는 점은 이번 평가의 가장 중요한 차별점이다. 공급망 위험을 광산의 희소성만으로 정의하지 않고 생산국 집중, 정책개입, 물류, 재고, 대체재, 신규 공급에 필요한 시간까지 함께 평가하면 식량과 에너지도 전략광물에 버금가는 위험자산이 될 수 있다.

항목별 평균을 보면 가장 높은 것은 생산국 집중도이고, 정련/가공 집중도·정책위험·신규공급 리드타임이 뒤를 잇는다. 반대로 가용재고(3.09점)는 가장 낮다. 이는 현재의 공급망 위험이 현재보다 미래의 물량에 대한 불확실성이 더 중요한 변인이 되고 있다는 점을 보여준다. 다시 말해 “공급원이 집중돼 있고, 중간 가공을 특정 국가가 통제하며, 정부가 수출을 제한할 수 있고, 문제가 생겨도 신규 공급을 빠르게 만들 수 없는가”에 의해 공급망 위험이 결정되고 있다는 의미다.

원자재 공급망 위험도 평가 항목별 평균 비교



자료: 신한투자증권

원자재 공급망 위험도 평가

품목	생산국 집중도	정련·가공 집중도	물리적 병목 의존도	수출통제·관세· 쿼터 위험	시장 가용재고 부족	대체재 부족	신규공급 리드타임	평균
자석용 희토류	4	5	2	5	5	5	5	4.43
갈륨·게르마늄	4	5	2	5	5	5	5	4.43
배터리급 흑연	5	5	3	5	4	4	4	4.29
팜유	5	5	4	5	3	3	5	4.29
구리	4	5	3	4	4	4	5	4.14
팅스텐·안티모니	4	5	2	5	4	4	5	4.14
원유	4	4	4	4	5	5	3	4.14
코발트	5	5	3	5	3	3	4	4.00
대두	5	4	4	4	2	4	5	4.00
황	4	2	4	5	2	5	5	3.86
LNG	3	4	5	3	3	4	4	3.71
리튬	4	5	3	4	3	3	4	3.71
니켈	5	5	3	4	2	3	3	3.57
납사	4	4	4	4	3	2	4	3.57
밀	4	2	4	5	2	5	2	3.43
알루미늄	3	4	4	3	3	2	3	3.14
철스크랩·HBI	3	3	2	4	3	4	3	3.14
원료탄	4	2	4	2	3	3	4	3.14
아연	3	4	3	2	3	3	3	3.00
철광석	4	2	4	2	2	3	4	3.00
LPG	3	3	3	2	2	2	3	2.57
옥수수	3	2	3	3	2	3	2	2.57

자료: 신한투자증권 / 주: 5점으로 갈수록 공급망 위험도 높음, 1점으로 갈수록 위험도 낮음

V. 정유화학: 병목의 위치가 이익을 결정

Analyst

이진명 수석연구원

(02) 3772-1534

jinmyung.lee93@shinhan.com

정유: 원유는 돌릴 수 있지만, 설비는 옮길 수 없다

원유는 돌릴 수 있지만, 설비는 옮길 수 없다

지정학 국면에서는 원자재를 가진 쪽보다 막힌 구간을 우회하거나 대체할 수 있는 쪽이 이긴다. 2026년 유가는 하락과 재급등을 반복했지만 3분기 복합정제마진은 34달러대를 유지했다. 화학도 제품 가격은 급등했으나 에틸렌 스프레드는 과거 평균의 절반에 머물렀다. 원유는 산지와 항로를 바꿀 수 있지만 정제설비는 옮길 수 없다. 이 보고서가 가격보다 기업의 전환 능력에서 출발하는 이유다.

원유는 산지와 항로를 바꿔 조달 가능

호르무즈를 통한 원유 수출은 전쟁 전 하루 1,582만배럴에서 8월 230만배럴로 85% 감소했다. 사우디 동서 송유관과 UAE 합산-푸자이라 송유관, 선박 간 환적(STS)을 포함한 걸프 원유·콘덴세이트 수출은 7월 전쟁 전의 60%까지 회복했다. 다만 9월 후터의 모카항 장악에 이어 동서 송유관까지 가동을 중단하며 우회로의 물리적 한계가 확인됐다. 원유는 서아프리카·미주산으로 대체할 수 있지만 운송기간과 프리미엄이 높아지는 구조다.

설비는 우회 대상에서 제외,

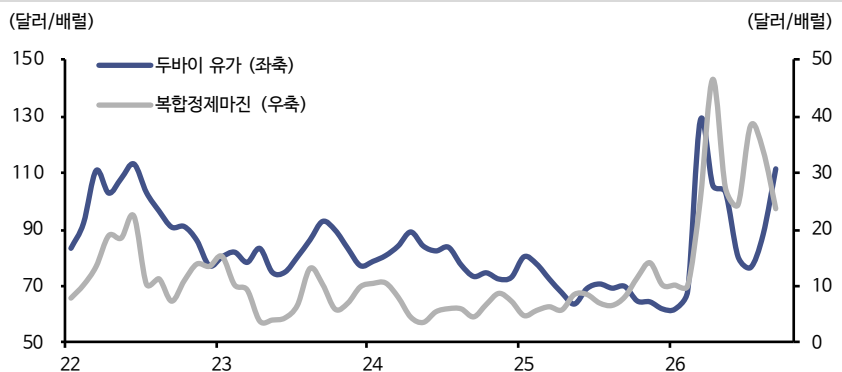
핵심 변수는 원유와 제품의 정상화 속도 차이

반면 정제설비는 우회 대상이 아니다. 7월 글로벌 정제처리량은 하루 8,100만배럴로 전년동월대비 500만배럴 감소했고, 러시아 해상 석유제품 수출은 5월 하루 189만배럴에서 7월 107만배럴로 43% 축소됐다. 제품은 규격 제약도 크다. 유럽산 경유를 아시아로 전환하려면 항 함량·동절기 규격과 혼합 가능 여부 확인이 선행돼야 하며, 선박을 확보해도 전쟁 보험료와 저장탱크 배정이 남는다. 원유와 제품의 정상화 속도 차이가 이번 사이클 손익을 가른 핵심 변수다.

부족한 건 원유가 아니라 전환 능력

8월 정제마진은 배럴당 34.0달러로 2016~25년 평균의 4.8배, 2022년 호황의 2.6배를 기록했다. 같은 기간 두바이 유가는 3월 128.5달러에서 8월 88.4달러로 31% 하락했다. 이후 9월 11일 유가는 123.7달러까지 재급등했지만 3분기 누적 복합정제마진은 33.9달러를 유지했다. 부족한 것은 여전히 원유보다 전환 능력이다.

두바이 유가와 복합정제마진 추이



자료: Petronet, 신한투자증권

공격받은 설비 685만배럴, 실제 공백은 300만배럴

공격 받은 설비의 크기
≠ 공급 감소량

공급 차질을 볼 때 가장 흔한 오류는 공격받은 설비의 크기를 곧 공급 감소량으로 읽는 것이다. 러시아·중동에서 피격을 당했거나 가동이 멈춘 정제설비의 능력은 하루 685만배럴로 전 세계 정제능력의 6.6%에 해당하지만, 이는 영향을 받은 설비의 크기일 뿐 실제 시장에서 사라진 제품량은 아니다.

중동은 300만배럴/일 차질,
러시아는 전쟁 전 대비
처리량 약 30% 감소

실제 공백은 설비능력에서 원유 투입 감소 → 제품 생산 감소 → 내수 우선 배분 후 수출 감소 → 재고 인출분을 차례로 차감해야 산출된다. 확인 가능한 값으로 좁히면 중동의 실제 차질은 하루 300만배럴 수준이며 러시아는 8월 처리량이 400만배럴을 밑돌아 반복 피격으로 전쟁 전 대비 약 30% 감소한 상태다.

복구 속도 역시
설비능력 회복에 후행

복구 속도 역시 설비능력 회복에 후행한다. 러시아 오르스크(Orsk)는 최대 6개월이 예상되고 사우디 자잔(Jazan, 하루 40만배럴)은 일정이 반복 연기되고 있다. 자잔은 차질 이전 경유를 하루 20만배럴 이상 수출하던 설비로, 명목능력이 아니라 중간유분 수출능력의 손실이라는 점이 중요하다.

정유 업황의 하방 요인은
정제설비의 조기 복구

8월 20일 타네코(TANECO), 8월 25~26일 아피프스키(Afipsky)·노르시(NORSI)가 재차 피격된 데 이어 9월 8일에는 후티 공격으로 사우디 남부 에너지 시설의 일부 운영이 일시 중단됐다. 반복 공격이 설비 복구와 대체 수송을 동시에 늦추는 구조다. 정유 업황의 하방 요인은 여전히 정제설비의 조기 복구다.

러시아/중동 정제설비 공급차질 및 피격 현황

지역/설비	발생 시점	정제능력(kb/d)	비고
Saudi Jazan (중동)	7/27, 9/7	400	반복 피격, 9/7 일부 운영 일시 중단·피해 평가 중
Kuwait Al-Zour (중동)	7월말	615	전력 문제로 일부 섯다운
기타/수출 제약 (중동)	전쟁 이후	2,000 내외	개별 설비 미공개, 공격 및 수출 경로 제약 따른 가동중단 포함
Moscow	6/16~6/18	300	전면 섯다운
NORSI	7/2, 8/26 재피격	320	Crude processing 중단
Omsk	7/6	460	화재 발생, 가동 차질 규모는 미확인
Ilsky	7/10, 8/8 재피격	130	화재 발생
Syzran	7/12, 8/8 재피격	170	Primary Unit 손상 후 가동 중단
Afipsky	7/14, 8/25 재피격	180	화재 발생하여 섯다운
Tyumen	7/25	120	공격 후 섯다운
Ryazan	7/29	262	Crude processing 중단
Perm	7/30, 8/21 재피격	260	CDU 1기 섯다운
Volgograd	7/31	270	화재 발생 후 섯다운
Saratov	8/2	116	Crude processing 중단
Yaroslavl	7/27, 8/6	300	화재 발생 후 섯다운
Bashneft-Novoiil	8/6	170	피격 후 섯다운
TANECO	8/10, 8/20 재피격	340	화재 발생, 가동차질 규모는 미확정
Orsk	8/11	115	전면 섯다운, 복구 최대 6개월
Novokuibyshevsk	8/22	175	산업시설 화재, 정유공장 피격 추정
Novoshakhtinsk	8/25	150	드론 공격으로 설비 피해, 가동중단 확인
총합		6,853	

자료: Reuters, FT, Bloomberg, 신한투자증권

유가가 다시 뛰어도 제품 부족은 남는다

원유까지 재차 흔들렸지만
제품 부족은 지속

3월 이후 유가와 정제마진의 방향은 두 차례 같았다. 두바이 유가가 3월 배럴당 128.5달러에서 8월 88.4달러로 하락하는 동안 복합정제마진은 6월 24.4달러에서 7월 38.4달러로 급등한 뒤 8월 34.0달러를 기록했다. 9월 1~11일에는 중동 재확전으로 유가가 109.9달러로 급등하며 마진이 21.3달러로 낮아졌다. 그럼에도 3Q26 평균은 여전히 33.9달러이다. 단기 압박은 원유가 위험을 먼저 반영한 결과이며 제품 공급 정상화와는 별개다.

9/10월 아랍라이트 OSP
배럴당 -2달러

사우디 아시아향 아랍라이트 OSP는 5월 배럴당 +19.5달러 고점에서 9·10월 -2.0달러로 인하되며 2020년 6월 이후 최저를 기록했다. 다만 할인 폭이 곧 원가 절감액은 아니다. 8월 사우디 생산량은 하루 620만배럴로 전월대비 23% 감소했고 수출도 310만배럴로 축소됐다. 홍해 우회로까지 위협받는 만큼 계약 물량을 실제 인도받는 능력과 운임·보험료가 중요하다. OSP와 조달 안정성을 함께 보유한 업체의 상대 우위가 커지는 구간이다.

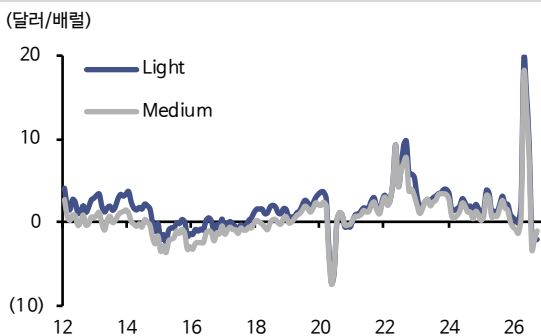
재고, 정상화 지연의
결정적 변수

정상화를 지연시키는 결정적 변수는 재고다. EIA는 미국 중간유분 재고가 9월 1억배럴을 밑돌고 2027년 상당 기간 최근 5년 저점 아래에 머물 것으로 전망했다. OECD 상업용 석유재고도 2014년 4월 이후 최저이고, 아람코(Aramco)는 호르무즈 정상화 이후 재고 보충에 최대 18개월이 소요될 것으로 언급했다. 설비가 복구되더라도 초기 증산분은 재고 재축적에 우선 흡수될 가능성이 높다. 공급이 돌아오는 속도보다 제품 마진이 정상화되는 속도가 느릴 수밖에 없는 이유다.

미국 보완 여력 축소,
9~10월 가동률 하락 가능

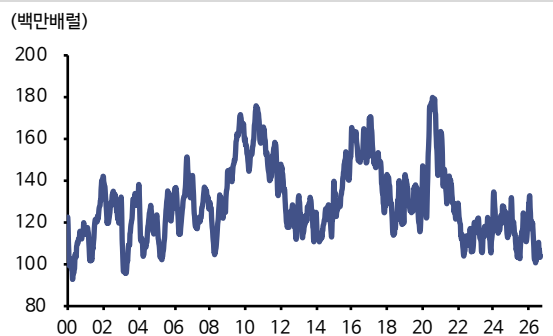
미국의 보완 여력도 축소되고 있다. 미국 정유사 가동률은 8월 28일 98%로 사상 최고권이나 9~10월 정기보수와 허리케인 시즌 진입으로 하락 가능성이 확대되고 있다. 실제 미국 걸프 경유 마진은 8월 17일 사상 처음으로 배럴당 100달러를 상회했고 싱가포르 경유 마진도 8월 21일 71.3달러를 기록했다. 낮은 재고 환경에서는 소폭의 공급 변화도 현물 프리미엄을 크게 확대시키는 구조다.

사우디 OSP 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권

미국 중간유분 재고



자료: EIA, 신한투자증권

지금 석유제품을 더 수출할 수 있는 나라

한국 정유업이
가장 유리한 상황

전환 능력이 값을 만든다면 그 값은 병목 구간에서 실제로 가동하고 판매할 수 있는 설비에 귀속된다. 2026년 아시아에서 이 조건을 모두 충족한 것은 한국 정유업이었다.

1) 수출 구조
: 마진 직접 반영

첫째는 수출 구조다. 휘발유·경유·항공유 합산 수출량은 2026년 1~7월 국내 석유제품 생산량의 32.9%로 2010년 대비 7.2%p 높고, 15년간 29.6~33.1% 범위에서 안정적으로 유지돼 왔다. 생산의 3분의 1을 국제가격에 파는 만큼 정제마진 상승분이 내수 가격 규제나 정산 시차에 희석되지 않고 손익에 직접 반영된다.

2) 원유 바스켓의 폭
: 원료 조달 다변화

둘째는 원유 바스켓의 폭이다. 한국 정유사의 비(非)호르무즈 원유 비중은 전쟁 전 40% 수준에 불과했으나 봉쇄 이후 미국·아프리카산 등으로 대체 조달을 빠르게 확대했다. 고도화 설비와 수입 중의 원유를 조합해 제품 믹스를 최적화해 온 운영 경험에 배경이다. 전환 능력은 설비 사양뿐 아니라 원료 전환 유연성까지 포함하며, 특정 유종이 부족한 국면에서 가치가 극대화되는 자산이다.

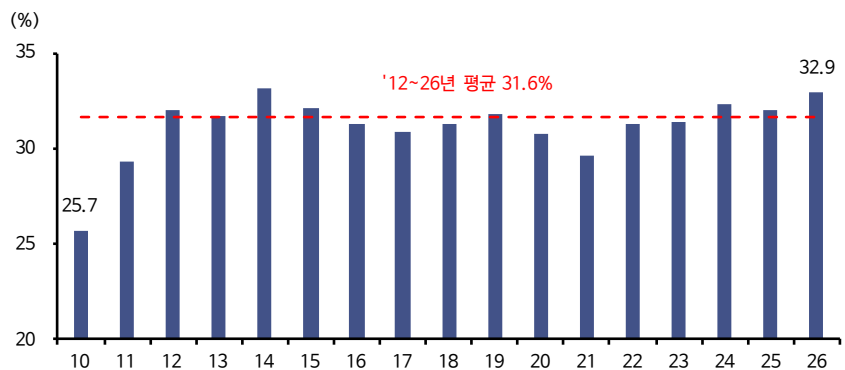
3) 비용 구조
: 고정비, 업체별 차별화

셋째는 비용 구조다. 정유업은 고정비 비중이 커 마진 상승분의 상당 부분이 이익으로 직결된다. 다만 업체별 원가 개선폭은 달라진다. 사우디 원유 비중이 높은 업체는 낮아진 OSP와 장기계약 물량의 이점을 누릴 수 있지만 홍해·호르무즈가 동시에 흔들리면 운임과 도착 지연이 커진다. 대체 원유 비중이 높은 업체도 현물 프리미엄을 부담한다. 고도화율과 중동산 조달 비중을 겹쳐 보는 것이 업체간 차별화의 출발점이다.

중국 물량 증가,
그럼에도 경유는 견조

중국의 수출 압력은 제품별로 다르다. 순수출은 2월 순수입에서 6월 262만톤으로 반전됐지만 8월 휘발유 마진은 전월대비 21% 하락한 26.2달러, 경유는 66.0달러를 기록했다. 9월에는 독립계 정유사의 대체 원유 조달이 늘어도 해상 수입이 하루 850~900만배럴로 전쟁 전 1,000만배럴을 밑돌 전망이다. 원료 부족과 재고 보충이 가동률 상승을 제한하는 만큼 수출 경쟁은 휘발유에 집중될 가능성이 높다. 국내 정유사의 중간유분 강점은 유지된다.

국내 석유제품 수출 비중



자료: Petronet, 신한투자증권

주: 휘발유·경유·항공유 수출량 ÷ 석유제품 생산량. 2026년은 1~7월

화학: 이익은 났지만, 마진은 아니었다

원료가 지역을 갈랐다

아시아 납사만 급등,
원가 구조 분절

지경학이 화학에 남긴 흔적은 가격 수준이 아니라 지역별 원가 구조의 분절이다. 2026년 2월 대비 4월 아시아 납사는 톤당 617.5달러에서 1,062.8달러로 72% 급등한 반면 미국 에탄은 109.3달러에서 100.2달러로 8% 하락했고 중국 석탄(5,500kcal)은 101.5달러에서 111.2달러로 10% 상승하는 데 그쳤다. 동일한 충격이 원료 진영에 따라 상반된 결과를 만든 구조다.

납사-에탄 스프레드
'15년 이후 역대 최대

납사-에탄 스프레드는 4월 톤당 963달러로 2015년 이후 최대치를 기록했다(15~25년 평균 446달러). 미국은 자국 에탄 기반으로 노출이 사실상 없었고, 중국은 석탄(CTO)·프로판(PDH) 설비를 병행 보유해 납사 의존도가 상대적으로 낮았다. 8월 기준으로 격차는 674달러로 과거 평균을 50% 이상 상회하고 있어 분절은 해소되지 않았다.

아시아 NCC 설비는
구조적으로 중동에 노출

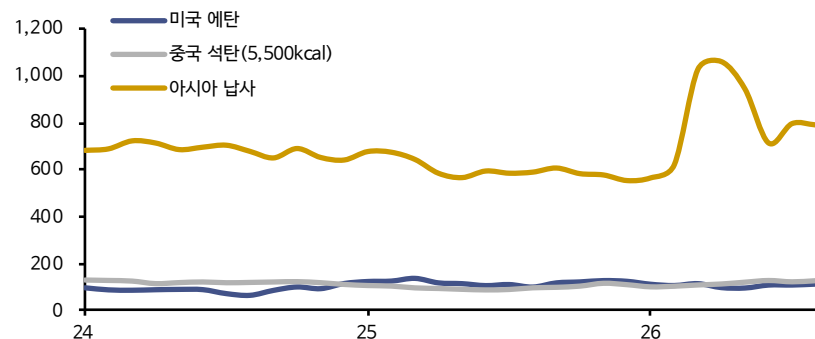
반면 아시아 납사 기반 설비는 구조적으로 노출돼 있다. 한국·일본·중국·인도 등 역내 주요국의 2025년 납사 수입은 8,660만톤이며 NCC 원료의 상당 부분이 중동산이다. 특히 일본은 납사의 60% 이상을 수입에 의존하고 그중 다수가 중동산으로, 조달 구조 전체로는 40% 안팎이 중동에 직접 노출돼 있다. 평시 중동에서 아시아로 향하던 납사를 서방 대체 물량만으로 보완하기는 어렵다.

석탄 기반의 중국,
상대적 지위 강화

지역 분절의 결과는 중국의 상대적 지위 강화로 귀결됐다. 원료 노출이 제한적이었던 만큼 가동률 방어가 가능했고 역내 공백을 메우는 수출 여력도 확보했다. 특히 중국은 노후 설비 폐쇄와 대형 신규 설비 도입을 병행하고 있어 폐쇄를 곧 공급 축소로 해석하기는 어렵다. 한국 범용 NCC는 원가 열위와 중국의 대체공급이라는 이중 압박에 노출된 국면이다.

화학 Feedstock별 가격 추이

(달러/톤)



자료: Cischem, Bloomberg, 신한투자증권

이익은 마진이 아니라 시차에서 나왔다

상반기 호실적의 이유,
제품 마진 개선은 X

2026년 상반기 화학 업체들의 호실적을 제품 마진 개선으로 해석하는 것은 사실과 다르다. 스팟 기준으로 보면 마진은 오히려 악화됐다. 2월 대비 4월 가격 상승률은 에틸렌 97%, PS 57%, PP 54%, LDPE 50%, ABS 48%, HDPE·PVC 47%로 전 품목이 급등했으나 원료인 납사가 72% 올랐다. 납사 상승률을 넘어서 제품인 에틸렌을 포함해 소수에 그쳤고 범용 수지는 전부 원료 밀이었다. 3월 스팟 스프레드는 에틸렌 164달러, PE 113달러, PP 84달러로 연중 최저 수준이었다.

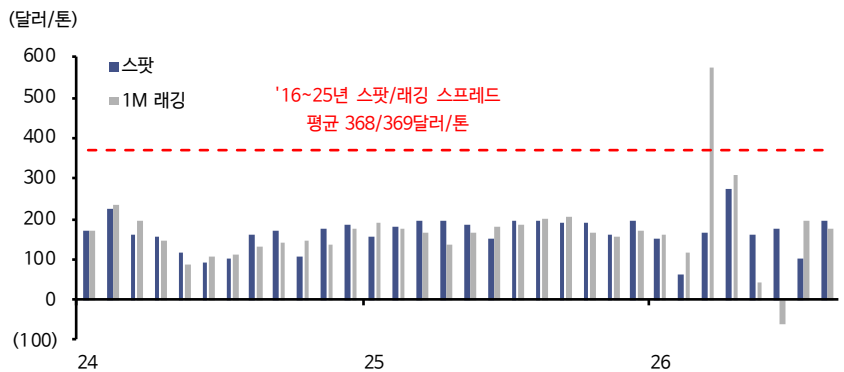
실적 개선은 원가 인식의
시차가 반영된 결과

그럼에도 실적이 개선된 이유는 원가 인식의 시차에 있다. 국내 업체는 통상 1~2개월 전 매입한 납사를 투입하므로 손익에 반영되는 것은 스팟이 아니라 래깅 스프레드다. 유가와 납사가 3월에 급등하는 동안 제품 가격은 그보다 늦게 반영됐고, 원료는 싼 2월 가격으로 인식되면서 스프레드가 회계적으로 벌어졌다. 3월 에틸렌 1개월 래깅 스프레드는 575달러로 폭발했고 4월에도 310달러를 유지했다. 여기에 1분기에 오른 국제가격을 2분기 판가에 반영한 기업이 많아 실적 개선은 2분기에 더 뚜렷하게 나타났다.

3Q로 이연된 역래깅 부담

되돌림이 본격화된 시점은 6월이다. 에틸렌 래깅 스프레드는 5월 41달러로 축소된 뒤 6월 -59달러의 역래깅으로 전환됐다. 납사가 4월 1,062.8달러에서 6월 711.9달러로 33% 하락하는 동안 고가 원료가 뒤늦게 투입된 결과다. 다만 같은 국면에서 다운스트림은 오히려 유리했다. 6월 스팟 스프레드는 PE 473달러, PP 500달러로 확대됐는데, 원료가 먼저 빠지고 수지 판가가 버틴 구조 덕분이다. 2분기까지 실적이 견조했던 배경이며 역래깅의 부담은 3분기로 이연됐다.

에틸렌 스프레드: 스팟 vs 1개월 래깅



자료: Ciscchem, Bloomberg, 신한투자증권

급등은 넓었지만, 남은 것은 많았다

4월까지의 급등,
일시적 수출 손실의 결과

되돌림 이후 남은 것을 보면 병목의 위치가 드러난다. 2월 대비 8월 상승률은 납사 28%, 부타디엔 9%, 가성소다 -1%, ECH -6%였다. 부타디엔은 NCC 감산으로 4월까지 급등했으나 가동 회복과 함께 상승분을 반납했다. 가성소다와 ECH도 각 밸류체인이 공급 여력이 복원되며 원료 상승률을 하회했다.

급등 후 되돌림 진폭 大

실제 궤적을 보면 진폭이 컸다. 부타디엔 가격은 2025년 12월 톤당 892달러에서 4월 2,381달러로 167% 급등한 뒤 8월 1,413달러로 41% 하락했다. 벤젠과 가성소다도 각각 8월 966달러(4월 1,134달러), 325달러(4월 468달러)로 상승분을 되돌렸다.

크래커 우위 X,
원료 상승분 전가 실패

크래커에 우위가 남은 것도 아니다. 에틸렌은 2월 대비 8월 45% 상승해 납사(28%)를 앞섰으나 이는 2월 스팟 스프레드가 톤당 61달러로 연중 최저였던 기저효과에 가깝다. 절대 수준으로 보면 3Q26 에틸렌 1개월 레깅 스프레드는 185달러로 2016~25년 평균 369달러의 절반에 그친다. 다운스트림이 원료 상승분을 전가하지 못한 것도 그쪽에는 전환 설비가 부족하지 않았기 때문이다.

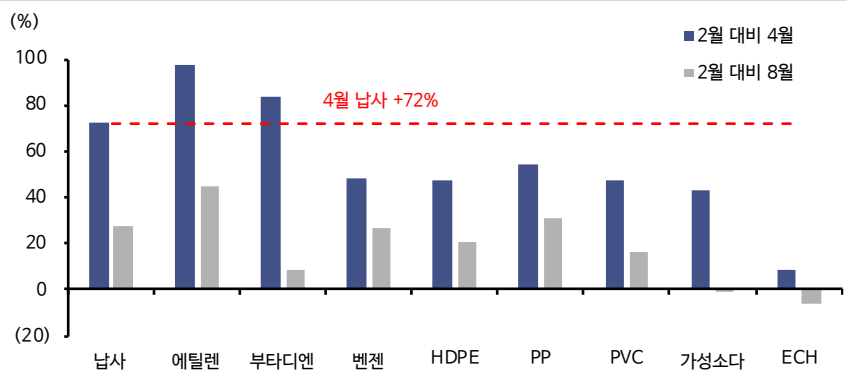
NCC의 손익 개선,
이익 크기보단 적자 축소가
더욱 중요

그렇다고 아무 변화가 없는 것은 아니다. 전쟁 전인 4Q25와 비교하면 NCC의 손익 구조는 세 축에서 모두 개선됐다. 부타디엔 스프레드는 톤당 324달러에서 3Q26 513달러로, MEG 스프레드는 126달러에서 144달러로, 에틸렌 레깅 스프레드는 163달러에서 185달러로 올라섰다. 크래커는 납사에서 여러 제품을 동시에 뽑아내므로 부산물 가격이 오르면 에틸렌에 배부되는 원가가 줄어 손익분기점이 낮아진다. 화학에 남은 것은 이익이 아니라 적자 축소이며, 이 국면에서 먼저 확인되는 것은 업황 회복이 아니라 손실 폭의 축소다.

화학은 밸류체인상 어디에
전환 병목이 있는지로 접근

결국 화학은 업종이 아니라 밸류체인상 어디에 전환 병목이 있는지로 접근해야 한다. 3Q26 복합정제마진이 과거 평균의 4.8배인 동안 에틸렌 레깅 스프레드는 0.5배에 머물렀다. 같은 원유에서 출발했으나 정유는 부족한 설비를 보유하고 화학은 다시 높아지는 원료 가격을 제품가에 전가해야 하는 국면이다.

급등과 반납: 2월 대비 4월 · 8월 가격 상승률



자료: Ciscchem, Bloomberg, 신한투자증권

VI. 철강금속: 재고의 위치가 가격을 결정한다

Analyst

박광래 연구위원

☎ (02) 3772-1513

✉ krpark@shinhan.com

재고를 재고(再考)해보다

총재고와 시장 가용재고는 다르다

철강·비철금속 시장에서 목도되고 있는 가장 중요한 변화는 재고 총량과 가격의 관계가 약해지고 있다는 점이다. 과거에는 거래소와 항만, 생산자 재고가 늘어나면 가격이 하락하고 재고가 감소하면 가격이 상승하는 비교적 단순한 관계가 작동했다. 하지만 2026년 시장에서는 같은 재고라도 어느 국가와 어느 거래소에 있는지, 원산지가 무엇인지, 누가 소유하고 있는지, 실제 실수요자가 법적·물류적으로 접근할 수 있는지에 따라 경제적 가치가 크게 달라지고 있다.

가격을 결정하는 핵심 변수는 '실질 가용재고'

재고는 On-warrant, Cancelled warrant, Off-warrant, 보세재고, 상업·생산자 재고, 전략비축, 운송 중 재고로 구분할 수 있다. On-warrant는 거래소 인도가 가능한 등록재고이므로 단기 가격 안정에 직접적으로 기여하지만, Cancelled warrant는 이미 출고가 예약돼 있어 사실상 시장 가용물량에서 빠진 재고다. Off-warrant는 거래소 창고에 보관돼 있더라도 공식 인도 대상이 아니어서 소유자의 의사에 따라 가용성이 달라진다. 보세재고는 관세와 부가세를 납부하기 전 물량이므로 시장 간 가격차와 차익거래 가능성이 중요하고, 제련소·가공업체·최종수요 기업이 보유한 상업재고는 계약조건과 제품규격 때문에 제3자가 자유롭게 사용할 수 없다.

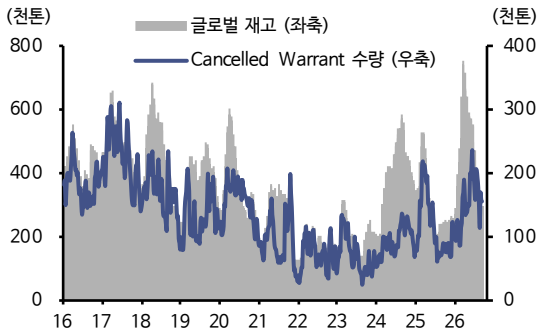
정부 전략비축은 물리적으로 존재하지만 위기 이전에는 시장에서 사실상 격리돼 있으며, 선박·철도·항만에 묶여 있는 운송 중 재고 역시 우회기간이 길어질수록 실제 소비자가 사용할 수 없는 시간이 늘어난다. 따라서 시장 가용재고는 단순 재고량에 법적 접근성, 규격 적합성, 물류 접근성, 매도 가능성을 곱한 값으로 이해하는 것이 적절하다. 제재 대상 러시아산 알루미늄이나 고객 인증을 받지 못한 소재, 출고 예약된 LME 재고, 국가 전략비축은 통계상 총재고에는 포함되지만 실제 가격 안정에 기여하는 정도는 훨씬 작다.

재고 유형과 시장 가용재고 기여도

재고 구분	의미	가용재고 기여	가격 영향
On-warrant	거래소 인도 가능 등록재고	높음	단기 가격 안정
Cancelled warrant	출고 예약이 끝난 재고	낮음	사실상 가용재고 감소
Off-warrant	창고 보관 중이나 인도 대상 아님	중간	소유자 의사에 따라 변동
보세재고	관세·부가세 미납부 재고	조건부	차익거래 가능 여부가 관건
상업·생산자 재고	제련소·가공·수요기업 보유	조건부	계약·규격에 따라 제한
전략비축	정부·공공기관 보유	매우 낮음	위기 전까지 시장에서 격리
운송 중 재고	선박·철도·항만 대기 물량	낮음	우회기간 길수록 가용성 하락

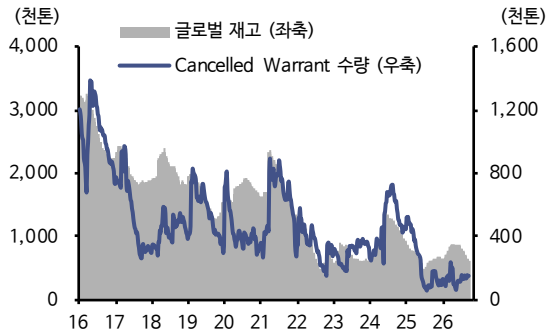
자료: LME, 신한투자증권

구리 Cancelled warrant



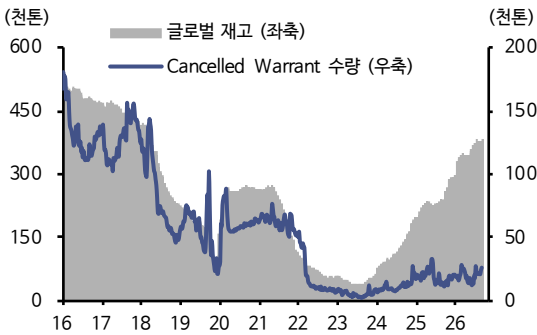
자료: Bloomberg, 신한투자증권

1차 알루미늄 Cancelled warrant



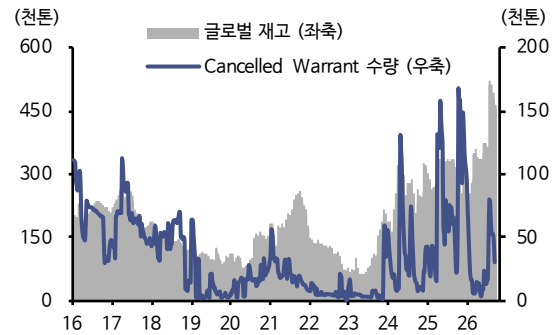
자료: Bloomberg, 신한투자증권

니켈 Cancelled warrant



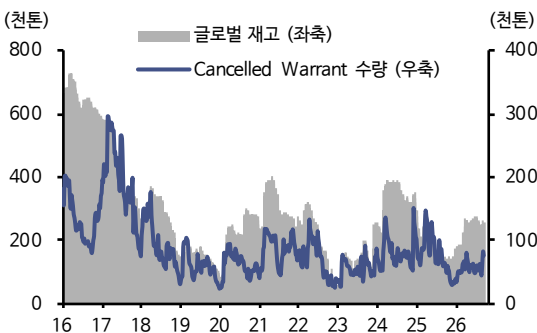
자료: Bloomberg, 신한투자증권

연 Cancelled warrant



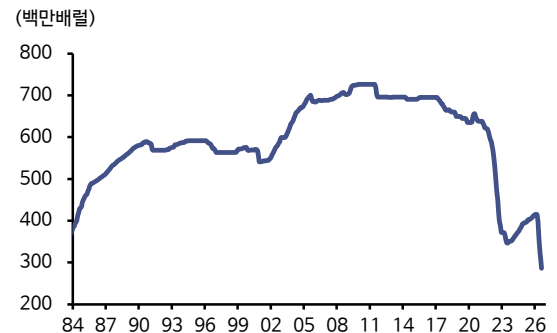
자료: Bloomberg, 신한투자증권

아연 Cancelled warrant



자료: Bloomberg, 신한투자증권

미국 전략비축유(SPR) 원유 재고



자료: EIA, 신한투자증권

LME 재고가 보여준 상반된 신호

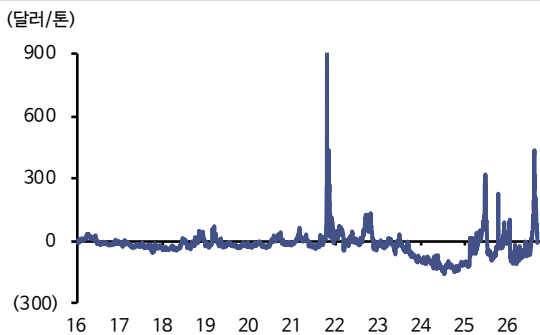
백워데이션: 현물가 > 선물가

콘탱고: 현물가 < 선물가

9월 4일 기준 구리 현금가격은 톤당 14,490달러, 3개월물은 14,415.5달러로 현물이 74.5달러 높은 백워데이션을 형성했다. 8월 17일 535달러까지 벌어졌던 백워데이션이 트레이더들의 LME 창고 인도(하루 2만톤 이상)로 크게 축소된 결과이며, LME 등록재고는 23.4만톤이었다. 아연은 현금 4,115달러, 3개월물 3,946달러로 현물이 168.5달러 높아 런던 현물 부족을 반영했다. 반면 알루미늄은 현금 3,293달러와 3개월물 3,293.5달러로 사실상 플랫, 니켈은 16,686달러와 16,846달러, 납은 1,872달러와 1,908달러로 각각 콘탱고를 형성했다. 니켈 등록재고는 27.1만톤, 납은 39.2만톤으로 많았고 주석은 불과 5,470톤에 그쳤다.

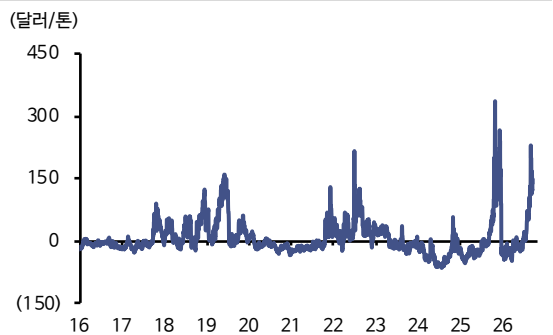
숫자만 보면 납이 가장 안정적이고 주석이 가장 위험해 보이지만, 납의 상당 부분은 금융거래를 목적으로 창고에 들어온 물량이며 알루미늄은 원산지 문제 때문에 서방 수요자가 사용할 수 없는 재고가 많다. 결국 재고 숫자만으로는 가격을 설명하기 어렵고 위치·원산지·소유구조를 동시에 확인해야 한다.

구리 Cash - 3M



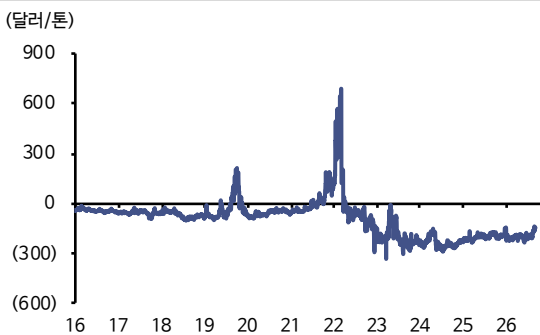
자료: LME, 신한투자증권

아연 Cash - 3M



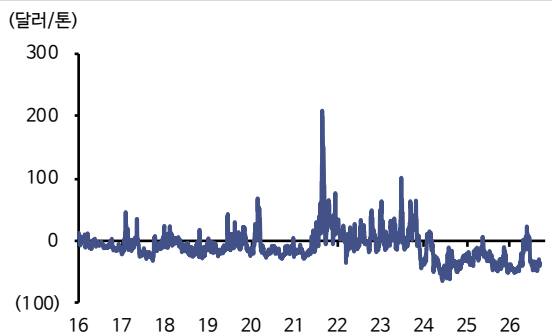
자료: LME, 신한투자증권

니켈 Cash - 3M



자료: LME, 신한투자증권

연 Cash - 3M



자료: LME, 신한투자증권

구리: COMEX에 갇힌 재고가 만든 글로벌 공급부족

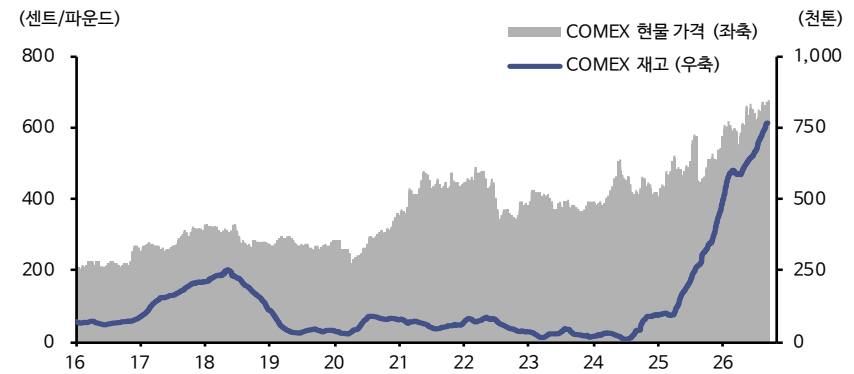
재고의 72%가 미국에 집중

LME 실질 가용재고가
1.2일본까지 줄어드는
지역별 재고 불균형 심화

미국 정련구리 수입은 2025년 164만톤으로 사상 최고이자 전년대비 약 80% 늘었고, 2026년 상반기에도 88.5만톤으로 2024년 상반기의 두 배를 넘었다. 7월 수입량은 22.5만톤으로 월간 사상 최고였다. 2026년 8월 말 COMEX 구리 재고는 67.5만톤, LME는 23.4만톤, SHFE는 3.2만톤으로 3개 거래소 합계 약 94.2만톤 중 COMEX 비중이 71.7%에 달했다. 문제는 COMEX 재고가 정련구리 관세 부과에 앞선 선제 반입 물량이자 미국 내 가격 프리미엄 확보용이어서 다른 지역 반출 유인이 크지 않다는 점이다. 9월에도 미국행 유입은 이어져 COMEX 재고는 9월 11일 76.8만 쏫톤(69.6만톤)으로 사상 최대를 경신했다.

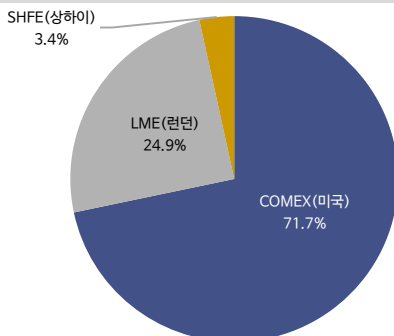
글로벌 구리 재고가 미국으로 흘러들어가면서 LME 가용재고는 큰 폭으로 줄었다. 8월 하순 LME Cancelled Warrant가 6.5만톤 증가하면서 당장 인도 가능한 재고는 약 9만톤(연간 세계 구리 소비 기준 약 1.2일본)까지 감소했다.

COMEX 전기동 가격, 재고



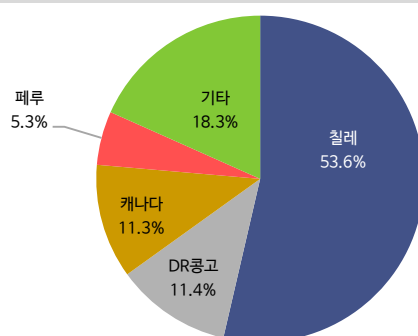
자료: COMEX, 신한투자증권

거래소별 정련구리 재고 구성



자료: COMEX, LME, SHFE, 신한투자증권 / 주: 2026년 8월말 기준

2025년 미국 정련구리 수입 원산지 비중



자료: COMEX, 신한투자증권

관세가 물량을 움직이고 물량 이동이 다시 가격을 올리는 순환 고리

생산보다 재고 이동, 정책
신호에 더 민감하게 반응하고
있는 구리 가격

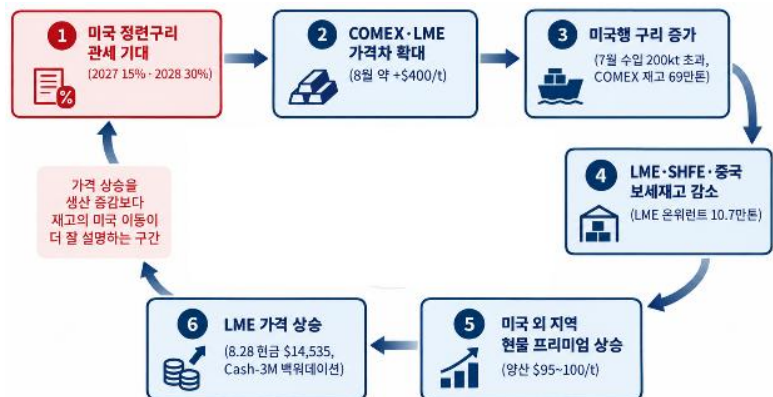
당초에는 2026년 글로벌 구리 시장의 수급 상황이 공급과잉의 상태에 놓일 것으로 예상됐다. ICSG 잠정치로도 상반기 세계 정련구리 시장은 13.1만톤 공급과잉(전년 동기 11.4만톤)이었고, 4월 전망 기준 2026년 연간 9.6만톤, 2027년 37.7만톤의 과잉이 예상된다.

문제는 그 과잉이 어디에 있느냐다. 9월 11일 기준 COMEX에 쌓인 약 69.6만톤은 시장에서 예상하고 있던 연간 공급과잉 최대치인 64만톤보다도 많다. 미국으로 이동한 재고를 국제시장 가용재고에서 제외하면 미국 밖 현물시장에서는 수급 상황이 공급부족으로 뒤집힐 수 있다. 미국의 정련구리 관세 기대가 이런 재고 이동을 촉발했다.

미국은 2027년 정련구리에 15%, 2028년 30%의 단계적 관세를 검토하고 있는 것으로 알려졌다. 실제 관세가 확정되기 전부터 “미국 관세 기대 → COMEX·LME 가격차 확대 → 미국행 구리 증가 → LME·SHFE·중국 보세재고 감소 → 미국 외 지역 현물 프리미엄 상승 → LME 가격 상승”이라는 순환이 발생했다. 2025년 미국으로 이동한 구리 가운데 약 20만톤은 중국 보세구역에서 빠져나왔다. 2026년 8월 중국 보세창고 정련구리 재고는 3.52만톤에 불과했다. 8월 27일 중국 주요 지역 사회재고 역시 11만톤으로 한 주 사이 2.5만톤 감소했다. 이 결과 LME 현금 가격은 8월 28일 톤당 14,535달러까지 상승해 1년 만에 약 51% 올랐다. 생산량 증가나 감소보다 재고의 미국 이동이 구리 가격 상승을 더 잘 설명하는 구간이다.

9월 7일에는 3개월물이 14,533달러로 1월 고점(14,527.5달러)을 넘어 사상 최고를 경신했다. 그러나 9월 10일 백악관이 중간선거를 앞둔 물가 부담을 이유로 정련구리 관세 결정을 보류하고 있다는 보도가 나오자 LME 3개월물은 3%, COMEX는 4.7% 급락했다. 관세 기대가 만든 프리미엄이 정책 신호 하나에 무너질 만큼 취약하다는 점이 드러났다.

구리 자료와 관세 정책 기대의 순환 고리



자료: 신한투자증권

미국 구리 관세 조치 일지와 시장 반응

일자	조치·이벤트	시장 영향/후속 절차
2025-02-25	트럼프 대통령, 구리 수입 Section 232 조사 개시 행정명령(EO 14220) 서명	COMEX-LME 가격차 확대 시작, 미국행 구리 이동 개시
2025-07-08	트럼프, 구리 수입 50% 관세 부과 방침 발표	COMEX 프리미엄 \$2,500/톤 초과, 7월 하순 약 \$2,900 피크
2025-07-30	반제품·파생제품 50% 관세(8.1 시행), 정련구리(캐스트)·광석·정광은 제외	상무부가 2026.6.30까지 정련구리 시장 업데이트 제출 → 2027.1.1 15%, 2028.1.1 30% 단계관세 부과 여부 결정
2025-07-31	COMEX 선물 급락 (7.24 고점 \$5.96/lb 대비 -27%)	COMEX \$4.43/파운드 vs LME 3M \$9,793/톤 → 스프레드 -\$37/t
2025-08-01	반제품·파생제품 50% 관세 발효	2025년 미국 정련구리 수입 1,634천톤(+81% YoY) 사상 최대
2026-06-01	Section 232 철강·알루미늄·구리 관세 조정 포고문 (6.8 발효, 관세 과표를 전체 관세가격으로 변경)	
2026-06-30	상무부 정련구리 시장 업데이트 제출 시한	시한 경과 후에도 공식 결정 미공표 → 불확실성 지속, 7월 미국 정련구리 수입 225천톤(월간 사상 최대)
2026-08-14	COMEX 프리미엄이 내포한 2027.1 15% 관세 확률 14.6%(2028 30% 관세 확률: 37%)	LME, 현물 급등 억제 위한 비상조치 도입(8.14)
2026-09-07	LME 3개월물 14,533달러로 사상 최고 경신(1월 고점 14,527.5달러 상회)	정련구리 관세 확대 기대로 미국행 유입 지속, COMEX 재고 9.11 69.6만톤(76.8만 숏톤) 사상 최대
2026-09-10	백악관, 정련구리 관세 결정 보류 보도(Reuters). 중간선거 앞 물가 부담 우려	LME 3M -3%(14,329.5달러), COMEX -4.7%(\$6.49/lb) 급락, COMEX 프리미엄 축소

자료: Kelley Drye, Reuters, Mining.com, 신한투자증권

광산 공급의 단기 증산 여력 ↓

총재고 증가에도 가격 하방은 제한

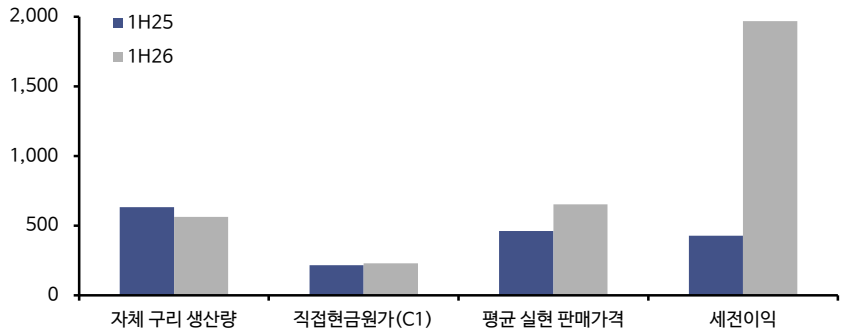
공급 측 완충능력도 약해졌다. 칠레 Codelco의 2026년 상반기 생산량은 56.4만 톤으로 전년 대비 11% 감소했다. El Teniente의 가동제약, Chuquibambilla의 생산 감소, Ministro Hales의 광석 품위 하락이 동시에 영향을 미쳤다. 직접현금원가는 파운드당 231.6센트로 7% 상승했지만 평균 판매가격은 461.7센트에서 653.2센트로 42% 올라 세전이익이 4.3억달러에서 19.7억달러로 네 배 이상 늘었다. 이는 가격이 상승해도 광산 공급량이 단기간 늘어나지 못한다는 점을 보여준다. 칠레 전체 구리 생산도 7월 40.3만톤으로 6월(44.7만톤)보다 줄었고, ICSG 잠정치 기준 2026년 상반기 세계 광산 생산은 1.1%, 정광 생산은 2.6% 감소했다.

향후 구리 가격을 판단할 때는 LME 총재고 하나만 볼 것이 아니라 COMEX 재고가 COMEX·LME·SHFE 합산재고에서 차지하는 비중, COMEX-LME 가격차, LME 출고예약 비중, 중국 SHFE·사화·보세재고, 양산형 프리미엄, 구리정광 TC/RC와 미국 정련구리 관세정책을 동시에 확인할 필요가 있다.

COMEX 비중이 70% 안팎이고 LME 실질 가용재고가 10만톤 안팎에 머무는 상황에서는 글로벌 총재고가 증가해도 구리 가격 하방은 제한될 가능성이 높다. 다만 9월 10일 확인됐듯 관세 정책 자체가 후퇴할 경우 COMEX-LME 가격차 축소와 미국 내 재고의 재유출이 동시에 나타날 수 있어, 정련구리 관세의 결정 시점과 방향이 4분기 구리 가격의 최대 변수다.

Codelco 상반기 실적 비교

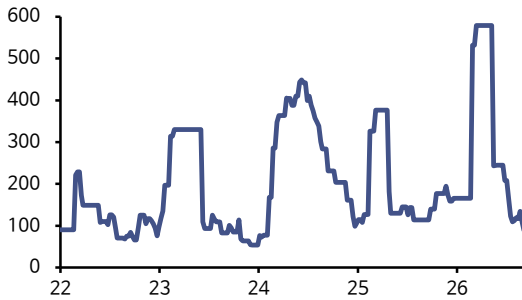
(천톤, 센트/파운드, 백만달러)



자료: Codelco, 신한투자증권

중국 전기동 사회재고

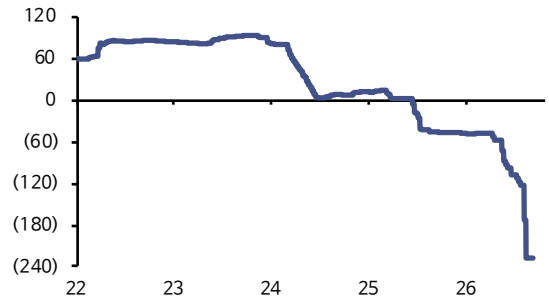
(천톤)



자료: SMM, 신한투자증권

중국 양산향 전기동 수입 프리미엄

(달러/톤)



자료: Bloomberg, 신한투자증권

중국 구리 Spot(현물) TC

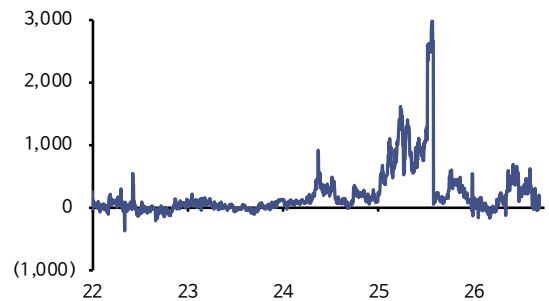
(달러/톤)



자료: Bloomberg, 신한투자증권

COMEX-LME 간 전기동 가격 차이

(달러/톤)



자료: Bloomberg, 신한투자증권

알루미늄: 있는데, 없는 재고

1990년 이후 최저
수준까지 떨어진 LME 재고.
그마저 대부분 러시아산

2026년 8월 LME 알루미늄 등록재고는 25만톤으로 36년 만에 최저치를 기록하며 연초 대비 절반가량 감소했다. 9월 4일 24.5만톤으로 줄었으나, 취소 워런트가 2,325톤에 그쳐 현금-3개월물 스프레드는 플랫을 유지했다.

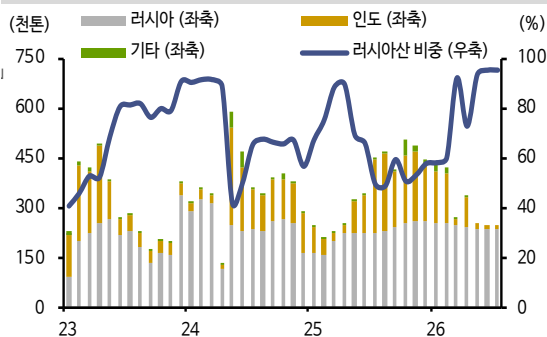
더 중요한 문제는 원산지다. 7월 말 가용재고 24.5만톤 중 러시아산 비중이 약 95%에 달했다. 반면 인도산 재고는 1년 새 23.6만톤에서 1.2만톤으로 급감했다. Off-warrant 재고는 8.6만톤 수준이었고, 단일 참여자가 가용재고의 80~90%를 독점한 구간도 있었다. 러시아산 물량은 광양, 말레이시아, 대만 등에 집중됐으나 서방 지역은 제재로, 아시아는 ESG 및 고객 요구로 매입을 꺼리는 상황이다.

호르무즈 충격은 이러한 취약성을 키웠다. 중동은 세계 1차 알루미늄 생산의 9%(중국 제외 시 20% 이상)를 차지한다. 2026년 이란 전쟁 이후 걸프 지역 알루미늄 감산 규모는 연을 200만톤에 달했다. Aluminium Bahrain과 Qatalum 감산량이 연 57만톤이었고, Al Taweelah 설비 복구에는 약 1년이 예상된다. 3월 LME 취소 워런트가 15만톤 늘고, Mercuria가 Port Klang에서 10만톤 출고를 예약하며 그 비중이 9%에서 40%로 급증했다. 걸프 제련소들은 완제품 수출뿐 아니라 원료 조달에도 제약을 받았다.

알루미늄 시장은 LME 가격보다 지역 프리미엄이 실수요자 원가를 더 잘 반영한다. 3월 걸프 충격 당시 LME 가격은 톤당 3,546달러까지 올랐으나, 지역 프리미엄은 일본 350달러(11년 최고), 유럽 450달러, 미국 2,400달러(LME 가격의 68%)까지 치솟았다. 50% 관세를 부담하는 미국은 아시아보다 도착가격이 현저히 높다. LME 가격이 안정돼도 프리미엄이 오르면 수요업체의 체감 원가는 계속 상승한다.

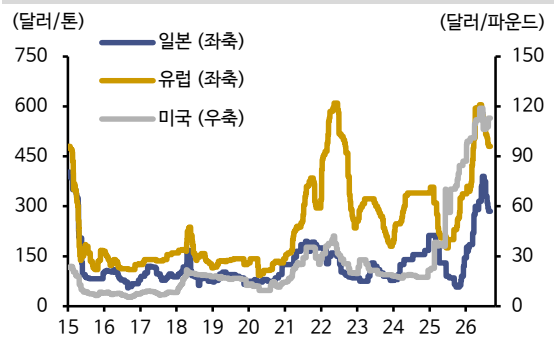
일본의 3분기 프리미엄은 395달러로 2014년 이후 최고치였으나, 4분기에는 중동 회복 등을 반영해 310~325달러로 낮아지며 정점 통과 신호를 보였다. 반면 관세가 없던 미국 Midwest 프리미엄은 8월에도 여전히 2,100달러를 상회했다.

LME 1차 알루미늄 원산지별 재고



자료: LME, 신한투자증권

지역별 알루미늄 프리미엄



자료: Bloomberg, 신한투자증권

아연: 공급과잉은 중국에, 공급부족은 런던에

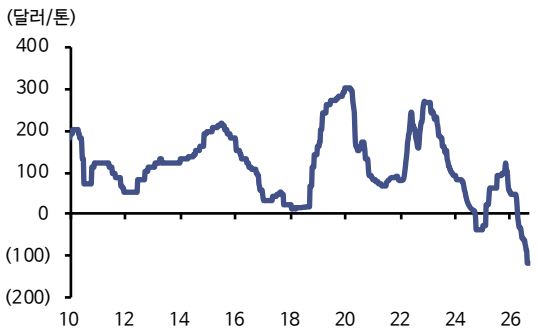
글로벌 수급은 공급과잉이나, 가격은 4년래 최고

2026년 1~5월 세계 아연 소비는 1.5% 증가한 반면 정련 생산은 3.5% 늘어 약 14.5만톤의 공급과잉이 발생했다. 상반기 누적으로도 12.0만톤(잠정치) 과잉이었는데, 중국 생산이 5.9% 늘어난 반면 그 외 지역은 3.4% 감소했다. 그럼에도 8월 26일 LME 3개월물은 톤당 3,949.5달러로 2022년 6월 이후 최고치를 기록했고, 9월 4일에도 강한 백워데이션을 유지했다. 과잉 물량 상당 부분이 중국에 쏠려 있었기 때문이다. SHFE 재고는 15.6만톤으로 연초 대비 두 배 이상 늘었으며, SMM 기준 9월 7일 중국 아연과 사회재고는 22.2만톤으로 8월 말보다 줄었으나 감소분의 대부분은 수출용 반출이었다.

LME 등록재고는 8월 중순 8.65만톤까지 줄었다가 9월 4일 11.2만톤으로 반등했지만 최소 워런트도 3.0만톤으로 늘었다. 이 중 신규 반입량의 3분의 2인 1.7만톤이 홍콩 LME 창고를 통해 신규 등록됐다. 세계 공급과잉은 중국에 있지만 런던에서는 현물 금속이 부족했던 것이다. 중국의 무역 흐름도 변했다. 중국은 정련아연 수입량이 2024년 44.5만톤, 2025년 29.9만톤으로 감소하다 2026년 7월에는 순수출 4,100톤을 기록했다. 전통적 순수입국이 일시적 순수출국으로 전환되며 홍콩 LME 창고가 중국 잉여와 런던 부족을 연결하는 통로로 기능하기 시작했다.

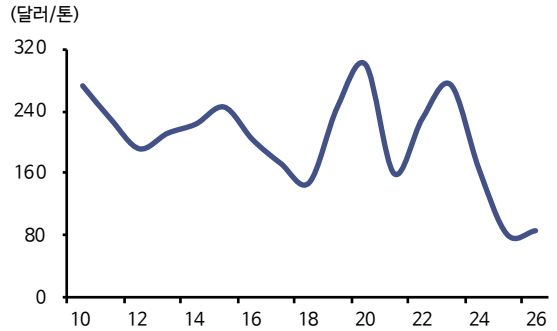
상승하는 아연 금속 가격과 달리, 8월 중국 수입 아연정광 현물 제련수수료(TC)는 톤당 마이너스 117.5달러로 사상 최저치를 기록했다. 금속가격이 올라도 정광 부족으로 TC가 더 빠르게 하락하면 제련마진은 오히려 축소된다. 향후 제련사 이익 흐름의 핵심 변수는 벤치마크 TC와 현물 TC의 격차, 장기계약 비중, 부산물 회수율, 중국 감산 여부 및 재고 방향 등이다. 극단적으로 낮은 현물 TC는 단기 수익성을 크게 훼손하지만, 동시에 중국 제련소 감산을 유도하며 향후 TC 반등의 계기를 만든다. 제련사 이익은 2027년 상반기까지 압박을 받겠지만, 중국 감산이 충분히 진행된다면 2027년 하반기 이후 점진적인 회복 국면에 진입할 전망이다.

중국 아연 Spot(현물) TC



자료: Bloomberg, 신한투자증권

아연 연간 벤치마크 제련수수료(TC)



자료: 언론 종합, 신한투자증권

니켈: 인도네시아의 공급 통제에도 가격이 오르지 못하는 이유

막대한 실물 재고와 가격의 교착 상태

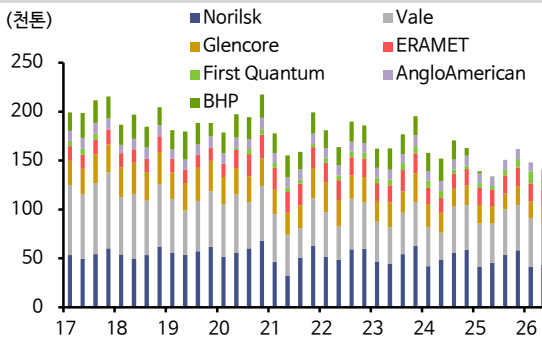
2026년 글로벌 니켈 시장은 톤당 1.6만~1.7만달러선 박스권에 갇혀 구조적 교착 상태에 빠져 있다. 가격 상승을 억제하는 최대 요인은 LME와 SHFE에 축적된 46.9만톤의 1급 정련 니켈 재고다. 실물 과잉 공급으로 콘탱고(Contango) 구조가 굳어지며 잉여 재고가 가격 상단을 짓누르고 있다. 9월 4일 LME 니켈 3개월물은 16,846달러, 등록재고는 27.1만톤으로 늘었고 현금-3개월물 스프레드는 160달러 콘탱고를 유지했다.

글로벌 생산의 60% 이상을 점한 인도네시아는 2026년 채굴 쿼터를 대폭 삭감하며 공급 통제에 나섰다. 대규모 원광 부족이 예견되었음에도 거래소 재고가 완충 역할을 해 가격 폭등을 차단했다. 반면 저가 국면을 견디지 못한 호주 BHP와 뉴칼레도니아 등 서방 고비용 광산들은 줄줄이 가동을 중단했다. 이는 역설적으로 글로벌 시장에서 인도네시아의 독점력을 한층 더 끌어올리는 결과를 낳았다.

중국계 자본의 야금 기술 혁신도 가격 랠리를 봉쇄하는 핵심 요인이다. 이들은 거래소 비인도 대상인 2급 니켈을 1급으로 변환하는 기술을 상용화했다. 현재 중국 정련소의 유허 설비는 약 35%로, 니켈 가격이 2만달러에 접근하면 즉각 가동률을 올려 1급 니켈을 시장에 쏟아낸다. 이러한 차익거래 구조가 유지되는 한 원광 부족과 무관하게 가격은 억눌릴 수밖에 없다.

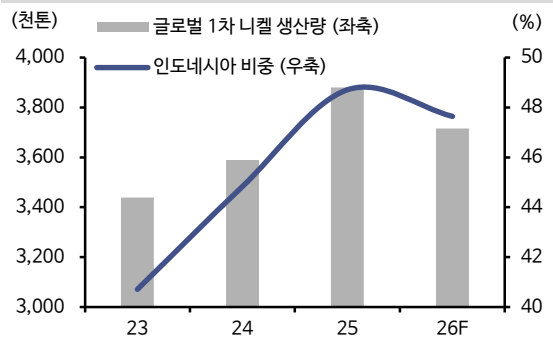
수요 부진과 친환경 규제 리스크도 장벽이다. 전기차 시장에서 저렴한 LFP 배터리가 점유율을 크게 늘려 니켈 수요 성장에 제동을 걸었다. 화력발전 의존도가 높은 인도네시아산 니켈은 EU 탄소국경조정제도(CBAM) 등 환경 규제에도 취약하다. 향후 시장은 저탄소 프리미엄을 받는 소수의 'Green Nickel'과 저가 물량 공세를 펴는 'Dirty Nickel'로 양분될 전망이다.

니켈 광산 생산량



자료: KoreaPDS, 신한투자증권

글로벌 1차(Primary) 니켈 생산량



자료: INSG, JOGMEC, 신한투자증권

철광석: 재고량보다 품위와 물류

수입·중항만재고 증가에도
가격이 견조하게 유지되고
있는 철광석

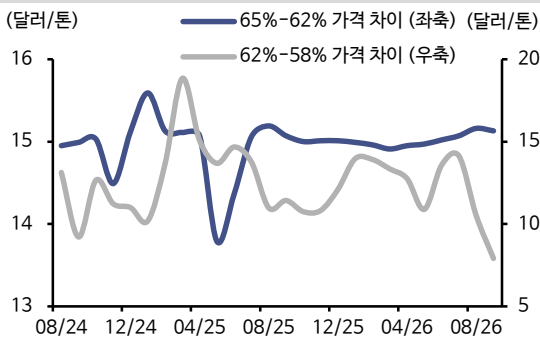
2026년 중국에서는 철광석 수입과 철강 생산의 방향이 완전히 달랐다. 7월 조강 생산은 7,693만톤으로 전년 대비 3.6% 감소했고 1~7월 누적 생산도 5.8억톤으로 3.1% 줄었다. 1~8월 철강재 수출은 7,515만톤으로 3.0% 감소했다(8월 1,015만톤, 전년대비 +6.8%). 반면 철광석 수입은 1~8월 8.45억톤으로 5.5% 증가했고(8월 1.09억톤, +3.1%), 47개 주요 항만의 철광석 재고는 9월 3일 1.71억톤으로 전년대비 18.8% 많다. 1~8월 평균 철광석 수입량을 일평균 약 348만톤으로 환산하면 항만재고 1.71억톤은 약 49일의 평균 수입량에 해당한다. 철광석 수입은 늘었지만 조강 생산은 감소했고 수입 증가분 상당 부분이 항만에 축적됐다.

그럼에도 62% Fe 철광석 가격은 8월 하순 톤당 94달러에서 9월 4일 99.6달러로 오히려 올랐고 9월 11일에도 98달러 수준을 유지했다. 낮은 가격에서 철광석을 전략적으로 매입해 재고를 축적하거나 지정학적 위험에 대비해 안전재고를 늘리고 있을 것으로 추정된다. 항만재고 상당량이 트레이더 소유이거나 특정 품위산지에 집중돼 있다면 제철소가 실제 사용할 수 있는 재고는 통계와 다를 수 있다.

철광석은 Fe 함량에 따라서도 사실상 다른 상품이 되고 있다. 2026년 8월 20일 중국 도착가격은 58% Fe가 톤당 88.5달러, 62%가 94.1달러, 65%가 114.0달러였다. 65% 고품위광은 62% 대비 톤당 19.9달러, 21.1%의 프리미엄을 기록한 반면 58% 저품위광의 할인폭은 5.6달러, 5.9%에 그쳤다. 고품위 철광석은 고로에서 코크스 사용량을 줄이고 조강당 탄소배출을 낮추며 생산성을 높일 수 있기 때문에 전체 철광석 재고가 늘더라도 별도의 프리미엄이 유지될 수 있다.

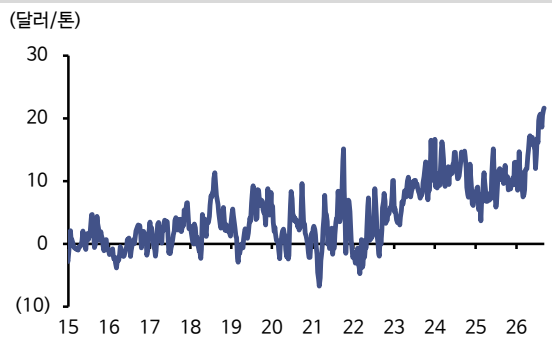
산지별 운임도 경제성을 크게 바꾼다. 브라질 Tubarão에서 칭다오까지 운임은 톤당 35.8달러였지만 서호주-칭다오는 13.3달러로 브라질 노선이 약 2.7배 비쌌다. 브라질산 고품위광이 품질 측면에서 우월하더라도 운임만 톤당 22.5달러 더 비싸면 제철소의 최종 투입경제성은 달라진다.

중국 도착 철광석 품위별 가격 차이



자료: SMM, 신한투자증권

철광석 산지별 해상운임 차이



자료: Bloomberg, 신한투자증권

주: Tubarão - Qingdao vs. Port Hedland - Qingdao 차이

철스크랩·HBI: 저탄소 전환이 만드는 새로운 전략재고

향후 세분화될 가능성이
높은 철강 원료 시장

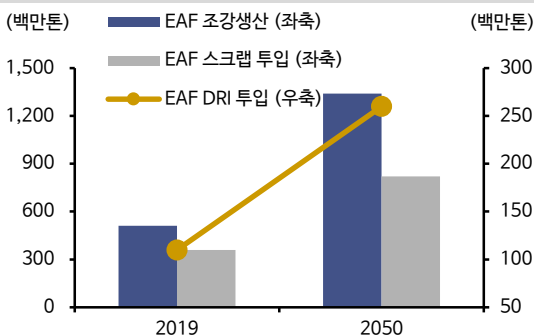
저탄소 전환 과정에서는 철스크랩과 HBI(Hot Briquetted Iron, 직접환원철)를 조개탄 모양으로 성형한 제품)가 새로운 전략재고로 부상하고 있다. 2025년 세계 철스크랩 소비는 약 4.8억톤으로 전년대비 4.5% 증가한 반면 같은 해 세계 조강생산은 2.5% 감소했다. 조강생산이 줄었는데도 스크랩 소비는 증가한 것이다.

중국의 스크랩 소비량은 약 2.3억톤으로 세계의 47%를 차지했고, 조강생산 대비 스크랩 투입 비중은 중국 약 21%, 한국 약 33.4%였다. OECD는 기후목표를 달성하기 위해 2050년 세계 철강생산의 45~50%에서 스크랩을 활용해야 할 것으로 추정한다. 그러나 자동차강판이나 전기강판 같은 고급제품을 생산하려면 구리·주석 등 불순물 함량이 낮은 고품위 스크랩이 필요하다. 총스크랩 물량이 충분하더라도 고품위 스크랩은 부족할 수 있다는 의미다.

여기에 각국의 수출규제가 강화되고 있다. 2023년 기준 42개 국가가 철스크랩 수출제한을 운영했고 세계 교역량의 약 15.2%가 영향을 받았다. EU 역시 2027년 5월부터 비OECD 국가에 대한 폐기물·스크랩 수출규제를 강화한다. 9월 4일 EU 집행위는 알루미늄 스크랩 수출관세(15%) 도입안을 철회하는 대신 폐기물운송규정(WSR) 위임법으로 알루미늄 스크랩을 포함한 폐기물의 비OECD 국가 수출을 금지하는 방향으로 선회(연내 채택 목표)했다. 초안 기준 인도·태국·말레이시아는 면제 요건을 충족하지 못해 EU 금속 스크랩을 직접 구매할 수 없게 된다.

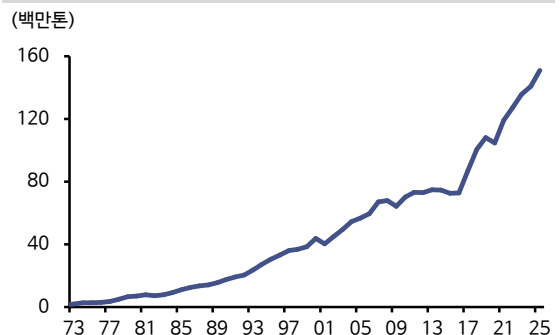
향후 철강 원료는 1) 건설·범용 전기로에 투입되는 일반 스크랩, 2) 자동차·고급 판재용 고품위 스크랩, 3) 스크랩 불순물을 희석하면서 저탄소 철원 역할을 하는 HBI·DRI(직접환원철, 철광석을 고체 상태에서 환원 가스를 이용해 산소를 제거한 철강 원자재), 이렇게 세 시장으로 더욱 분화될 가능성이 높다.

ЕAF 조강생산, 스크랩 투입량, DRI 투입량 전망



자료: OECD, 신한투자증권

글로벌 DRI 생산량



자료: Worldsteel, 신한투자증권

VII. 음식료: 에너지 쇼크가 만드는 식량-연료 전쟁

Analyst

조상훈 연구위원

☎ (02) 3772-2578

✉ sanghoonpure.cho@shinhan.com

농업, 유가에 좌우되는
에너지 집약 산업

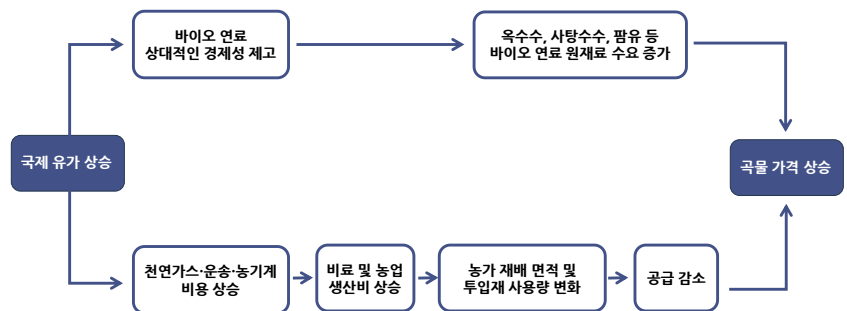
식품 산업 전반의 밸류체인 구조 변화

유가 상승, 두 개의 경로로 곡물 가격에 전이

국제유가 상승은 음식료 산업에 단순한 원재료 가격 상승 이상의 의미를 갖는다. 이는 수요 측면에서 휘발유, 경유 대비 바이오 연료의 경제성을 상대적으로 높인다. 이에 따라 옥수수, 사탕수수, 대두유, 팜유 등 바이오 연료의 원료가 되는 농산물에 대한 수요가 증가한다.

공급 측면에서는 농업 생산 전반의 비용을 높인다. 농업은 에너지 집약적인 산업이다. 농기계의 디젤 연료부터 관개, 건조, 저장, 냉장, 내륙 운송, 해상 운송까지 생산과 유통 전 과정에서 에너지가 사용된다. 여기에 질소비료 생산에는 천연가스가 핵심 원료(요소 생산비에서 천연가스가 차지하는 비중은 약 80%)로 사용된다. 비료 및 농업 생산비용 상승으로 농가의 재배면적이 줄고 투입재는 늘어 곡물의 공급을 감소시키는 압력으로 작용한다.

유가 상승이 곡물 가격 상승으로 전이되는 과정



자료: 신한투자증권

재편되는 공급망,
식량과 연료의 이중 압력

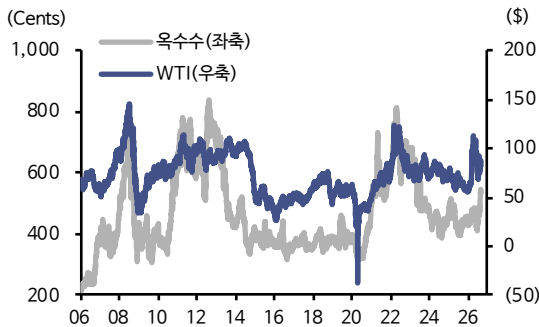
글로벌 원자재 공급망이 재편되는 과정에서 두 가지 압력이 동시에 나타나고 있다. 하나는 연료용 곡물 수요 증가에 따른 식량-연료 간 경쟁 심화이고, 다른 하나는 농업 생산비 상승에 따른 장기적인 공급 감소 압력이다.

식량과 연료의 경쟁, 곡물의 에너지 가치가 높아진다

옥수수·에탄올·유가,
곡물시장의 가격 연결고리

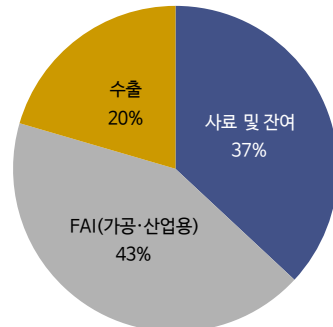
과거 곡물시장에서 가장 중요한 수요처는 식품과 사료였다. 그러나 최근에는 바이오 연료가 중요한 제3의 수요처로 부상했다. 미국에서는 옥수수가 대표적이다. 미국 연료용 에탄올의 대부분은 옥수수 전분을 원료로 생산한다. 이에 옥수수 가격과 에탄올 가격, 그리고 국제유가 사이에는 경제적 연결고리가 존재한다. 원유 가격이 상승하면 휘발유 가격도 상승하고, 이에 따라 에탄올의 상대적 가치가 높아진다. 에탄올 생산업체의 수익성이 개선되면 옥수수 수요도 견조하게 유지된다.

WTI vs. 옥수수 가격 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권

곡물 사용처별 비중



자료: USDA, 신한투자증권

RFS·RVO·45Z,
바이오연료 수요의
정책 변수

미국의 RFS(Renewable Fuel Standard, 재생연료의무할당제), RVO(Renewable Volume Obligation, 재생에너지 의무 요구량), 45Z 세제혜택 등 정책 변수가 바이오 연료 수요에 강하게 영향을 미친다. 따라서 유가 상승은 바이오 연료 수요를 자극하는 기본적인 경제적 유인으로 작용한다.

세계 각국의 바이오에탄올 생산 현황

(백만갤런)	미국	브라질	중국	EU	인도
2010	13,298	6,922	721	1,209	513
2011	13,948	5,573	725	1,168	511
2012	13,300	5,577	721	1,179	517
2013	13,300	6,267	724	1,371	549
2014	14,313	6,190	748	1,445	597
2015	14,807	7,093	772	1,387	653
2016	15,413	6,840	730	1,190	711
2017	15,936	6,730	850	1,250	771
2018	16,091	8,060	810	1,300	827
2019	15,778	8,860	1,010	1,350	882
2020	13,941	8,100	940	1,310	932
2021	15,016	7,240	900	1,380	984
2022	15,361	7,400	960	1,430	1,037
2023	15,580	8,610	1,070	1,410	1,183
2024	16,225	8,980	1,170	1,480	1,283

자료: AFDC, 신한투자증권

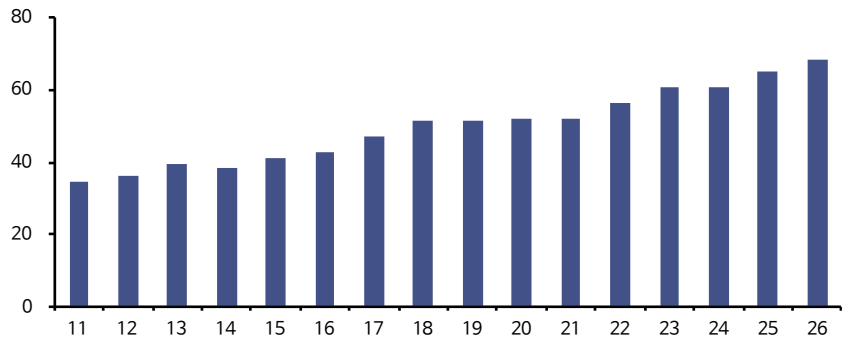
유가 민감도, 곡물에서 유지류로 이동

전통 곡물보다는 식물성 유지가 더욱 민감

이번 원자재 가격 상승 국면에서 주목할 부분은 곡물보다 식물성 유지 시장의 민감도가 높아지고 있다는 점이다. 과거 유가 상승이 옥수수 가격을 통해 음식료 산업에 영향을 줬다면, 현재는 미국의 바이오 디젤, 재생 디젤 산업 확대와 유럽·아시아의 바이오 연료 정책 강화로 인해 대두유, 팜유, 카놀라유 등 식물성 유지가 에너지 시장과 직접 연결되어 있다. IEA에 따르면 2022~2027년 바이오 연료용 식물성 유지 사용량은 46% 증가한 5,400만톤에 달하고, 전체 식물성 유지 생산량 가운데 바이오 연료용 비중은 17%에서 23%로 상승할 전망이다. 즉, 식물성 유지 시장에서는 식품용 수요와 연료용 수요가 동일한 원료를 놓고 경쟁하는 구조가 강화되고 있다.

세계 산업용 식물성 유지 사용량 추이

(백만톤)

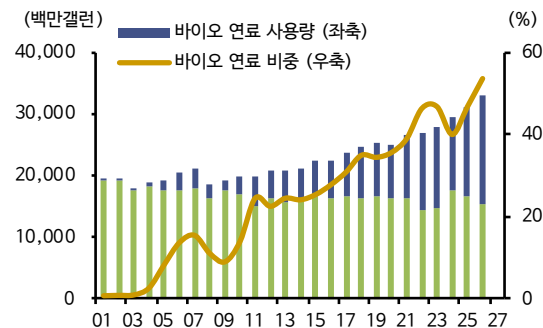


자료: USDA, 신한투자증권

미국 대두유, 식품에서 에너지로

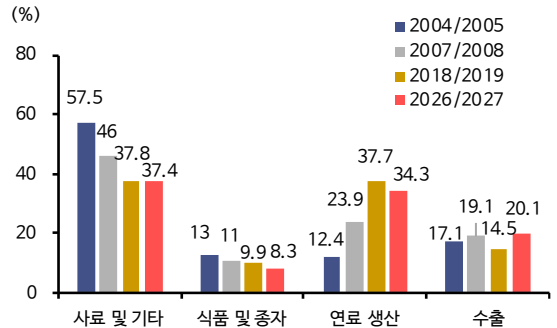
미국은 이러한 변화를 가장 잘 보여주는 시장이다. USDA는 미국의 2026/27년 대두유 바이오 연료 사용량을 178억파운드에 전망한다. 이는 2025/26년 대비 36억파운드 증가한 수준이다. 같은 기간 미국의 대두유 총수요도 증가하는 반면 수출 물량은 감소할 것으로 전망된다. 미국산 대두가 식품·사료용 원료에서 에너지 원료로의 성격을 강화하면서 글로벌 식물성 유지 수급 지도를 바꾸고 있다.

미국 대두유 바이오 연료 사용량 추이



자료: USDA, 신한투자증권

미국 옥수수 이용 구조 변화



자료: USDA, 신한투자증권

전반적인 곡물 가격 상승세

세계 식량가격지수, 2022년 11월 이후 최고치 경신

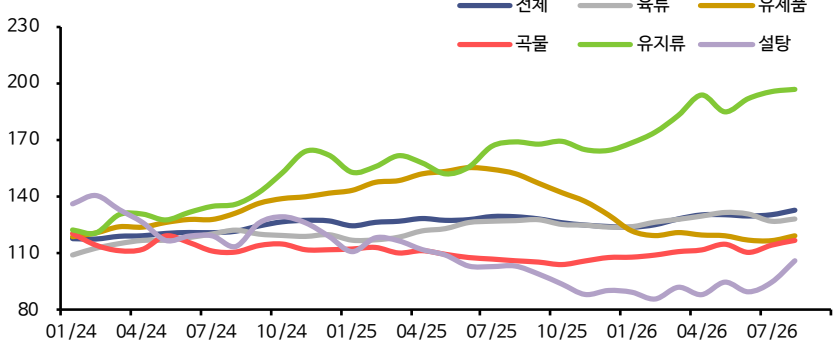
세계 식량 가격지수는 지속 우상향 추세이다. 8월 세계 식량 가격지수는 133.3(+1.9p MoM)로 2022년 11월 이후 최고 수준을 기록했다. 유럽 지역의 폭염·가뭄, 엘니뇨 등 기상 요인에 더해 지정학적 리스크 장기화로 교역이 차질을 빚으면서 국제유가와 비료, 운송비가 동시에 폭등한 결과다.

유지류·설탕 주도, 팜유·대두유가 견인

품목별로는 유지류와 설탕이 상승세를 주도했다. 올해 들어 식물성 유지류는 가격 상승폭(+19.6%p MoM)이 크게 나타났고, 곡물 역시 17.3%p 올랐다. 세계적인 수입 수요가 여전히 많은 가운데, 엘니뇨가 동남아시아의 생산 전망에 미칠 영향에 대한 우려가 커지면서 팜유와 대두유 가격이 상승한 것이 반영됐다.

세계 식량 가격지수 추이

(2014 - 2016 = 100)

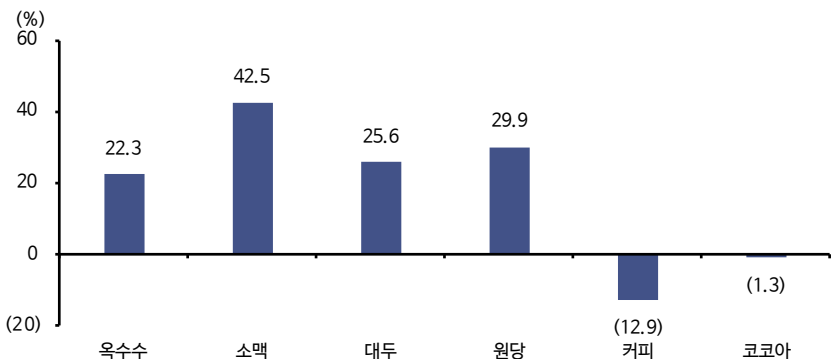


자료: FAO, 신한투자증권

소맥 파종 감소가 부른 곡물가 전반 상승

주요 곡물은 상승세(옥수수/소맥/대두/원당 YTD +22.3%, +42.5%, +25.6%, +29.9%)를 보였다. 특히 소맥은 미국 일부 지역 가뭄과 호주 강수량 부족, 호르무즈 해협 봉쇄로 인한 비료 가격 급등으로 농가들이 파종을 줄여 가격이 크게 상승했다. 여기에 고온, 건조한 날씨에 따른 유럽 각지 생산 전망 악화도 더해졌다.

주요 곡물 연초 대비 상승률



자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 주: 2026년 9월 15일 기준

양호한 재고율과 사료용 수요 둔화는 그나마 위안

결국 재고율이 중요

곡물가의 진짜 변수는
생산량이 아닌 재고율

단위면적당 생산성 향상과 양호한 기후는 생산량 자체를 높이는 요인이다. 곡물은 다른 원자재들과는 다르게 산지가 광범위하게 분산돼있고, 생산성 개선 여지도 존재한다. 특히 미국, 브라질, 아르헨티나, 호주 등 주요 생산국에서 단위면적당 수확량이 예상보다 양호할 경우 생산량 증가가 가격 상승을 상당부분 상쇄할 수 있다. 따라서 유가 상승이 곧바로 곡물 가격 급등으로 이어지지는 않는다.

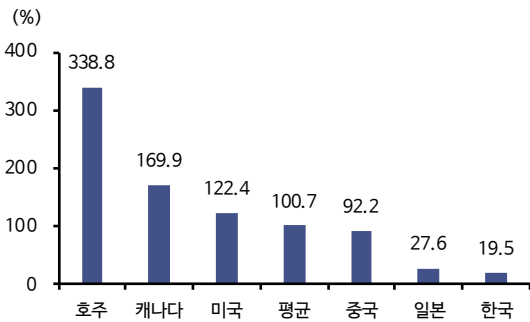
낮은 재고율,
작은 충격도 증폭

결국 중요한 것은 절대적인 생산량보다는 재고율이다. 곡물은 글로벌 생산지가 분산돼있기 때문에 특정 지역에서 생산량이 감소하더라도 다른 지역의 생산량이 이를 보완할 수 있다. 하지만 글로벌 재고가 낮은 상황에서는 작은 공급 충격도 가격에 큰 영향을 미친다.

한국은 평균 작황보다
조달처 작황이 중요

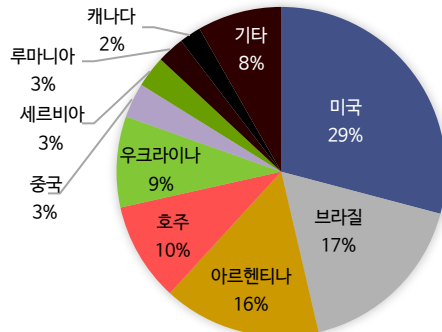
특히 세계 7대 곡물 수입국이자 곡물자급률이 매우 낮은 한국의 특성상, 국내 음식료 기업들은 글로벌 평균 작황보다는 실제 조달 지역에서의 작황이 중요하다. 주요 곡물별로 미국과 호주, 남미 등 특정 지역에 대한 조달 의존도가 높기 때문에 글로벌 생산량과 재고량이 충분하더라도 특정 원산지의 수출 물량이 감소하게 되면 국내 도입 가격이 상승할 수 있다.

주요 국가 곡물자급률



자료: 한국농촌경제연구원, 신한투자증권

주요 곡물 수입국 비중 현황



자료: 한국수입업협회, 신한투자증권

곡물가의 진짜 변수는 생산량이 아닌 재고율

곡종별 차별화된 재고 흐름

다행인 것은 주요 곡물의 재고율은 아직 적정 수준을 유지하고 있다는 점이다. 지정학적 리스크가 본격화된 4월 이후 미국을 중심으로 북반구 파종이 시작됐는데, 아직까지는 곡물 재고율은 안정적이다.

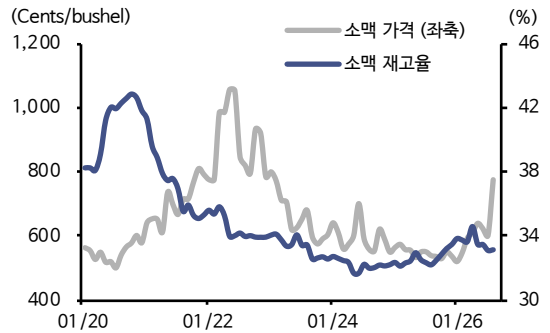
다만 곡종별로는 차이를 보일 수 있다. 소맥의 경우 미국 일부 지역 가뭄 영향과 비료 가격 상승으로 재배 면적이 줄어들며 상승세를 보였으나 여전히 공급이 과잉이다. 대두 역시 미국과 브라질의 생산량과 재고량 전망치가 모두 2010년 이후 최대치를 보이고 있어 비료가격 상승 영향은 제한적이다. 옥수수는 브라질 공급 부족과 미국 가뭄 영향으로 단기 변동성은 확대되나 장기적으로는 하향 안정화 추세가 지속된다. 미국 내 파종 속도는 예년 대비 빠르다. 원당과 코코아는 생산량 확대로 지난해부터 큰 폭으로 하락 추세이나 엘니뇨로 인한 작황 불안은 변수이다.

옥수수 가격 및 기말재고율 추이



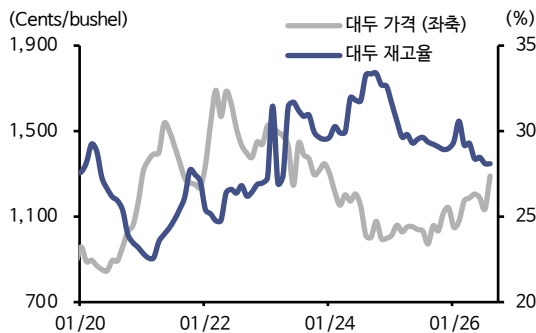
자료: USDA, Bloomberg, 신한투자증권

소맥 가격 및 기말재고율 추이



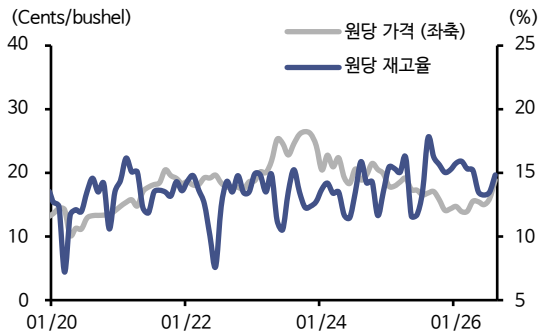
자료: USDA, Bloomberg, 신한투자증권

대두 가격 및 기말재고율 추이



자료: USDA, Bloomberg, 신한투자증권

원당 가격 및 기말재고율 추이



자료: USDA, Bloomberg, 신한투자증권

엘니뇨·라니냐, 곡물가 상승 압력

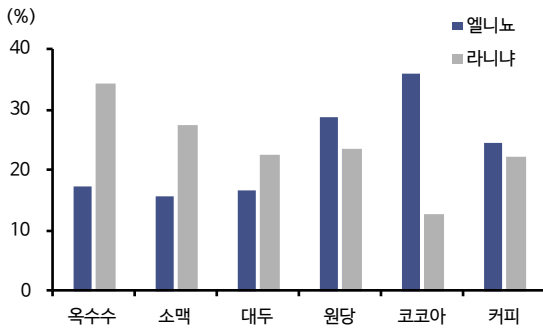
엘니뇨 국면이 본격화되는 점도 전반적인 곡물 가격 하락 압력으로 작용한다. 엘니뇨 환경 속에서는 주요 작황지의 강수량이 풍부해져 주요 곡물보다는 커피, 코코아, 원당 등 Soft Commodity가 강세를 보인다. 과거 사례를 참고 시 곡물 가격은 엘니뇨 시기보다 라니냐 시기에 상승 흐름(엘니뇨 시기 주요 곡물의 평균 상승률 옥수수 +17%, 대두 +19.6%, 소맥 +18.5%, 원당 +28.8%, 커피 +24.5%, 코코아 +35.5% vs. 라니냐 시기 옥수수 +34.5%, 대두 +21.2%, 소맥 +30.2%, 원당 +38.5%, 커피 +27.8%, 코코아 +16.5%)을 보였다.

ONI Index 추이



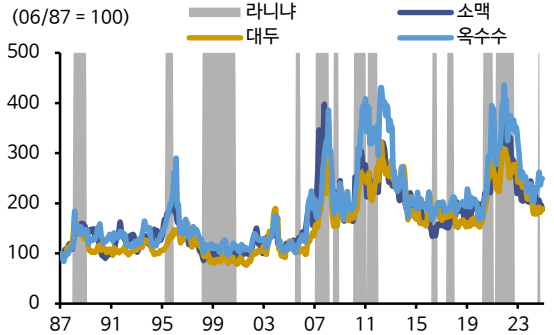
자료: Bloomberg, 신한투자증권

엘니뇨, 라니냐 시기 주요 곡물 평균 상승률



자료: Bloomberg, 신한투자증권

라니냐는 애그플레이션 발생의 필요조건



자료: Refinitiv, NBER, NOAA, 신한투자증권

엘니뇨, 라니냐 History

	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월
2004	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
2005	0.6	0.6	0.4	0.4	0.3	0.1	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.3)	(0.6)	(0.8)
2006	(0.9)	(0.8)	(0.6)	(0.4)	(0.1)	0.0	0.1	0.3	0.5	0.8	0.9	0.9
2007	0.7	0.2	(0.1)	(0.3)	(0.4)	(0.5)	(0.6)	(0.8)	(1.1)	(1.3)	(1.5)	(1.6)
2008	(1.6)	(1.5)	(1.3)	(1.0)	(0.8)	(0.6)	(0.4)	(0.2)	(0.2)	(0.4)	(0.6)	(0.7)
2009	(0.8)	(0.8)	(0.6)	(0.3)	0.0	0.3	0.5	0.6	0.7	1.0	1.4	1.6
2010	1.5	1.2	0.8	0.4	(0.2)	(0.7)	(1.0)	(1.3)	(1.6)	(1.6)	(1.6)	(1.6)
2011	(1.4)	(1.2)	(0.9)	(0.7)	(0.6)	(0.4)	(0.5)	(0.6)	(0.8)	(1.0)	(1.1)	(1.0)
2012	(0.9)	(0.7)	(0.6)	(0.5)	(0.3)	0.0	0.2	0.4	0.4	0.3	0.1	(0.2)
2013	(0.4)	(0.4)	(0.3)	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.3)	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.3)
2014	(0.4)	(0.5)	(0.3)	0.0	0.2	0.2	0.0	0.1	0.2	0.5	0.6	0.7
2015	0.5	0.5	0.5	0.7	0.9	1.2	1.5	1.9	2.2	2.4	2.6	2.6
2016	2.5	2.1	1.6	0.9	0.4	(0.1)	(0.4)	(0.5)	(0.6)	(0.7)	(0.7)	(0.6)
2017	(0.3)	(0.2)	0.1	0.2	0.3	0.3	0.1	(0.1)	(0.4)	(0.7)	(0.8)	(1.0)
2018	(0.9)	(0.9)	(0.7)	(0.5)	(0.2)	0.0	0.1	0.2	0.5	0.8	0.9	0.8
2019	0.7	0.7	0.7	0.7	0.5	0.5	0.3	0.1	0.2	0.3	0.5	0.5
2020	0.5	0.5	0.4	0.2	(0.1)	(0.3)	(0.4)	(0.6)	(0.9)	(1.2)	(1.3)	(1.2)
2021	(1.0)	(0.9)	(0.8)	(0.7)	(0.5)	(0.4)	(0.4)	(0.5)	(0.7)	(0.8)	(1.0)	(1.0)
2022	(1.0)	(0.9)	(1.0)	(1.1)	(1.0)	(0.9)	(0.8)	(0.9)	(1.0)	(1.0)	(0.9)	(0.8)
2023	(0.7)	(0.4)	(0.1)	0.2	0.5	0.8	1.1	1.3	1.6	1.8	1.9	2.0
2024	1.8	1.5	1.1	0.7	0.4	0.2	0.0	(0.1)	(0.2)	(0.3)	(0.4)	(0.5)
2025	(0.4)	(0.2)	(0.1)	0.0	0.0	0.0	(0.1)	(0.3)	(0.4)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
2026	(0.4)	(0.1)	0.1	0.5	0.9	1.4	1.8	1.8				

자료: Bloomberg, 신한투자증권

주: 엘니뇨는 3개월 이동평균한 엘니뇨 감시구역의 해수면 온도가 평년보다 +0.5 이상으로 5개월 이상 지속되는 경우(라니냐 -0.5)

생각보다 약한 사료용 곡물 수요

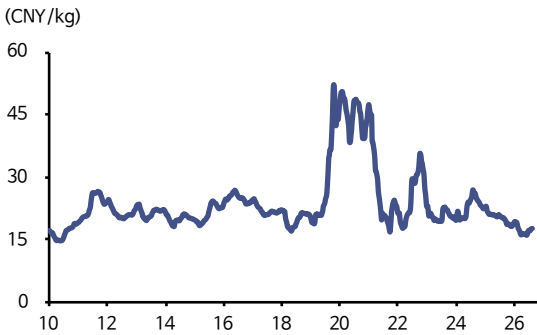
중국 돼지 사육두수, 글로벌 사료곡물 수요의 핵심 변수

중국 돼지 선물가격,
2010년 이래 최저치

곡물 수요를 판단할 때 또 하나 중요한 변수는 중국의 돼지 사육두수이다. 중국은 세계 돼지 사육의 약 절반을 차지하는 거대한 시장이다. 따라서 중국의 돼지 사육두수와 사료 수요는 글로벌 옥수수·대두박 시장에 직접적인 영향을 준다.

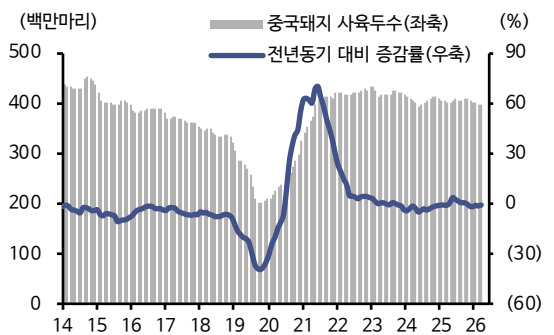
2026년 중국은 돼지고기 공급 과잉으로 가격이 약세를 보이고 있다. 중국 농업 당국은 생산능력 축소와 번식 모돈 감소를 직접적으로 주문할 정도로 공급 과잉을 문제로 인식하고 있다. 2026년 4월 다렌거래소의 가장 활발한 돼지 선물가격은 톤당 9,000위안까지 하락해 2010년 이래 최저치를 기록했다. 중국 외식 소비 침체와 우후죽순으로 생겨나는 돼지 농장 공급 과잉 현상이 지속된 결과이다.

중국 돼지고기 가격 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권

중국 돼지 사육두수 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권

VIII. 하나의 충격이 다른 섹터로 번지는 경로

정유화학: 1%짜리 부자재가 100%를 멈춘다

원가의 1%가 생산의 100%를 좌우한다

원재료 문제는 가격과 연관

원재료 문제는 보통 가격으로 이야기된다. 그러나 공장이 실제로 멈추는 이유는 값이 비싸서가 아니라 규격에 맞는 물건이 없어서다. 과자 한 봉지에서 인쇄잉크가 차지하는 원가는 1% 남짓이지만 그 잉크가 없으면 봉지를 인쇄할 수 없고, 봉지가 없으면 과자를 출하할 수 없다. 원가 비중이 작다는 것과 없어도 된다는 것은 전혀 다른 이야기다.

부자재 부족이 항상 제품 생산 중단으로 이어지진 않음

다만 부자재가 부족하다고 항상 생산이 멈추지는 않는다. 네 가지가 동시에 겹칠 때만 라인이 켜진다. 첫째로 규격이 정해져 있어 다른 것으로 바꿔 쓸 수 없어야 하고, 둘째로 쌓아둔 재고가 얼마 없어야 한다. 셋째로 공급처를 바꾸려 해도 인증과 승인에 시간이 걸려야 하며, 넷째로 그 물건을 한 지역이나 한 항로에서만 들여오고 있어야 한다. 하나라도 빠지면 값은 올라도 공장은 돌아간다.

이번 사이클에서 부산물 가격 급등분은 대부분 반납 → 공급 병목의 위치 확인

이 구분이 실무에서 쓸모 있는 이유는 신호가 통계보다 먼저 나오기 때문이다. 포장 인쇄 색상을 줄이거나, 주문 수량에 상한을 걸거나, 거래처별로 물량을 나눠 파는 행동은 가격 지표가 움직이기 전에 나타난다. 현장에서 힘의 균형이 이미 넘어간 뒤에야 통계가 따라오는 셈이다. 다만 이번 사이클에서 확인했듯 부산물 가격의 급등은 상당 부분 되돌려졌다. 이런 신호는 공급이 구조적으로 부족하다는 증거가 아니라 어디가 막혀 있는지 알려주는 좌표로 읽는 것이 맞다.

지정학 이벤트의 산업 간 전이 경로

출발	중간 병목	전이 산업	현장 징후
정유 부산물	황 → 황산	비료, 구리, 니켈	제련 감산, 비료가 급등
납사	잉크 용제, 수지	식품, 유통	포장 인쇄 도수 축소
납사	PE, PP, PS	유통, 외식, 위생	봉투 발주 제한
납사	의료용 PE, PP	의료	정부 수급 조정 및 우선 공급
전력, 물류	알루미늄 → 알루미늄	음료, 통조림	캔 품목 축소, 배분 판매
정유 차질	경유	물류, 냉장, 농수산	운임 및 연료 할증료 인상
클로르알칼리 가동 차질	가성소다	알루미나 정련	4월 급등 후 8월 전량 반납
프로필렌, 염소	ECH → 에폭시	캔 내면 코팅	캔 코팅·도로 원가 및 조달 부담

자료: 산업 자료, 신한투자증권

황: 정유 부산물이 배터리와 밥상으로

호르무즈 봉쇄로
글로벌 황 공급 차질 발생

황은 원유 정제와 가스 정화 과정에서 나오는 완전한 부산물이다. 수요가 늘어도 정유·가스 가동 없이는 생산이 불가능하며, 정제 가동이 멈추면 다른 요인 없이 소멸한다. 중동은 해상 황 교역의 47%를 차지하는 최대 공급원으로, 호르무즈 봉쇄는 글로벌 황 공급의 절반이 차단된 것과 같았다. 앞서 정유 파트에서 확인한 정제 가동차질이 화학이 아니라 금속과 식품으로 건너간 경로다.

황 판매 가격은
기록적으로 급등

가격은 기록적으로 반응했다. 쿠웨이트 KPC의 7월 황 판매가는 톤당 950달러로 2022년 6월 최고치를 460달러 상회하는 사상 최고 수준이며, 카타르에너지의 8월 가격도 890달러를 유지했다. 황산은 미국 걸프 CFR 기준 2월 25일 155달러에서 5월 6일 400달러로 158% 급등했다. 4월까지 걸프에 60만톤 이상이 적체됐고 중국은 4월 10일 기준 수출쿼터를 폐지하고 황산 수출을 전면 금지했다.

수요 둔화 및 현물 가용성
확대로 황산 가격 약세 전환

9월 초 수요 둔화와 현물 가용성 확대로 황산 가격은 약세로 전환됐다. 다만 9월 8~10일 사우디 에너지 시설과 홍해 우회로의 위험이 다시 커져 공급 정상화를 단정하기는 이르다. 부산물은 가동이 회복되면 빠르게 되돌아오지만 정제·가스 설비가 재차 멈추면 가격보다 물량 배분이 먼저 강화된다. 황 가격과 함께 수출 제한, 납기와 장기계약 오퍼를 확인해야 하는 이유다.

파급효과

1) 배터리 금속:
니켈 습식제련에서 사용

첫 번째 파급은 배터리 금속이다. 구리 침출과 인도네시아 니켈 습식제련은 황산을 대량으로 쓰는데, 인도네시아는 황의 상당 부분을 중동에서 조달한다. 황 가격은 2월말 514달러에서 4월말 948달러로 84% 급등했고, 황산이 니켈 중간재(MHP) 현금원가에서 차지하는 비중은 35~40%에서 65~70%까지 확대됐다. 현금마진이 축소되며 현지 업체들은 감산과 장기 공급 오퍼 중단에 들어갔다.

2) 식품:
해상 비료 교역의 1/3이
호르무즈 경유

두 번째 파급은 식품이다. 해상 비료 교역의 약 3분의 1이 호르무즈를 경유한다. 이집트 요소는 전쟁 전 400~490달러에서 700달러를 상회했고, 인산비료 인도 입찰가는 930~935달러로 2022년 7월 이후 최고였다. 다만 비료가는 즉시 식품 가격으로 전이되지 않고 농가 투입량 감소를 거쳐 6~12개월 시차로 수확량에 반영된다. 황 경로의 진짜 리스크는 2026년 물가가 아니라 2027년 작황이다.

황이 만든 산업별 파급효과

구간	핵심 수치	기준
황 판매가(쿠웨이트)	950달러/톤(2022년 고점 490달러)	2026년 7월
황산(미국 걸프 CFR)	155 → 400달러/톤(+158%)	2026년 2월 25일 → 5월 6일
황산 방향 전환	수요 부진 및 현물 확대로 약세 전환	2026년 9월
니켈 중간재 원가 중 황산	35~40% → 65~70%	2026년 상반기
비료(요소)	400~490 → 700달러 상회	전쟁 전 → 2026년
비료(DAP 인도 입찰)	930~935달러(2022년 7월 이후 최고)	2026년

자료: 산업 자료, 신한투자증권

납사: 과자 봉지가 흑백이 된 이유

Calbee, 납사 공급 차질의
여파로 주력 품목의 포장을
흑백 인쇄로 전환

일본 칼비(Calbee)는 5월 12일 인쇄잉크 조달 차질을 이유로 포테이토칩·갓파에 비센·후루그라 등 주력 14개 품목의 포장을 흑백 인쇄로 전환한다고 발표하고 5월 25일 주부터 순차 출고했다. 내용물 품질에는 변화가 없다고 명시했다. 인쇄잉크는 용제와 수지가 주성분이며 상당 부분이 납사 유도체 계열로, 납사 부족이 잉크로, 잉크가 인쇄 도수로, 인쇄 도수가 매대 디자인으로 전이된 사례다.

잉크 및 필름 업체의 수주가
소비재 기업의 원가 지표에
선행 가능

핵심은 원가 비중과 영향력이 비례하지 않는다는 점이다. 칼비는 제품을 중단하는 대신 인쇄 사양을 단순화해 부족을 흡수했다. 수요가 훼손된 것이 아니라 가격 통계에 잡히지 않는 품질·디자인의 하향 조정이며, 잉크·필름 업체의 수주가 소비재 기업의 원가 지표에 선행할 수 있음을 시사한다.

납사 급등 여파로
국내 포장재 가격 크게 상승

동일한 경로가 국내에서는 더 큰 규모로 나타났다. 납사 급등이 이어지는 동안 국내 비닐 포장지 가격은 40~50% 상승했고 편의점 봉투 납품 단가는 최대 39% 인상됐다. 식품 관련 12개 단체가 4월 7일 공동 건의문을 제출했으며 일부 기업의 포장재 재고는 2주 수준까지 축소됐다.

정반대로 갈린
공급측/수요측 손익

손익은 공급측과 수요측이 정반대로 갈렸다. 포장재는 식품 제조원가에서 적지 않은 비중을 차지하므로 40~50%의 단가 인상은 영업이익률이 한 자릿수인 식품업체에 직접적인 부담이 된다. 반면 가동이 가능했던 수지·필름·컨버터 업체는 판가와 물량을 동시에 확보했다. 종이나 알루미늄 용기로 바꾸는 대안은 실행 속도가 느리다. 방습 코팅과 성형 설비를 새로 갖춰야 하고 식품에 닿는 소재라 안전 승인도 받아야 하기 때문이다. 결국 전환 속도를 결정하는 것은 원가가 아니라 규격이며, 부족 초기에 실제로 쓰인 방법은 소재를 바꾸는 것이 아니라 필름을 얇게 만들고 잘 안 팔리는 품목을 줄이는 것이었다.

하반기에도 소비재 기업
원가 부담 지속 전망,
다만 27년 계약에서는
반대 방향의 협상력 작동

다만 이 경로 역시 지속성은 제한적이다. 납사는 4월 톤당 1,062.8달러에서 8월 789.8달러로 26% 하락했고 PE·PP 가격도 함께 되돌아왔다. 포장재 단가 인상은 계약 주기를 따라 후행 반영되므로 소비재 기업의 원가 부담은 하반기까지 이어지겠지만, 2027년 계약에서는 반대 방향의 협상력이 작동할 전망이다.

일본 칼비(Calbee) 흑백 포장재



자료: 언론보도, 신한투자증권

일본 카고메 포장 변화



자료: 언론보도, 신한투자증권

가격이 아니라 배분이 결정한 구간

부족분이 일정 수준 초과 시
정부나 기업이 우선순위
정해 배분 시작

한국은 정부가 직접
납사 물량 배정

정책 개입의 공통 목적은
국내 가용 물량 확보

정책 개입 시,
1) 규제 시작 및 해제 시점,
스프레드보다 중요
2) 수출로 돌릴 물량 감소

부족이 일정 수준을 넘으면 가격은 더 이상 배분 기능을 하지 못한다. 값을 더 내겠다는 수요자가 있어도 물건이 그쪽으로 가지 않고, 정부나 기업이 우선순위를 정해 나눠주기 시작한다. 올해 반복적으로 확인된 것이 이런 모습이다.

한국에서는 정부가 직접 물량을 돌렸다. 납사는 국내 수요의 절반가량을 수입에 의존하는데 중동 사태 이후 가격이 70% 가까이 오르자 정유사의 수출 물량을 내수로 전환하는 수급조정이 시행됐다. 대상은 에틸렌·프로필렌 등 기초유분으로 확대됐다. 기초유분이 막히면 수자·합성고무·의료용 소재로 이어지는 전방 산업이 함께 멈출 수 있기 때문이다. 의료용 소재를 우선 배정해 주사기 1개월분, 바늘 3개월분 비축을 확보한 것은 가격보다 가용재고가 중요해진 사례다.

중국은 반대 방향으로 움직였다. 4월 10일 황산 수출을 금지하고 청정유 수출쿼터를 유지한 뒤 7월에는 내수 잉여를 이유로 승인 물량을 늘렸다. 9월에는 국영 정유사가 수출을 유지하기 위해 재고를 먼저 보충하면서 독립계 정유사가 대체 원유 확보 경쟁에 나섰다. 미국은 8월 20일 여름철 휘발유 규제를 조기 완화했고 인도는 자국 공급을 우선했다. 방식은 달라도 정책 개입의 공통 목적은 국내 가용 물량 확보다.

기업 단위에서도 같은 일이 벌어졌다. 중동발 캔 선적이 지연되자 캔으로만 팔던 인도의 탄산음료는 유통 채널별 배분 판매로 대응했다. 합의는 두 가지다. 정책이 개입한 구간에서는 가격이 수급을 반영하지 않아 규제의 시작과 해제 시점이 스프레드보다 중요해진다. 그리고 각국이 자국 소비자를 우선하면 수출로 돌릴 물량은 줄어든다. 생산의 3분의 1을 국제가격에 파는 한국 정유업이 반사이익을 얻은 구조적 배경이다.

국가별 정책 대응과 배분 사례

주체	조치	시점	성격
한국 정부	납사 수급 조정(수출 → 내수 전환)	2026년 상반기	물량 배분
한국 정부	기초유분 확대 + 의료용 우선 공급 및 비축	2026년 4월~	물량 배분
중국	황산 수출 전면 금지, 쿼터 폐지	2026년 4월 10일	수출 통제
중국	청정유 수출 쿼터 유지 후 7월 완화	2026년 상반기	수출 통제
미국 EPA	여름철 휘발유 규제 조기 완화	2026년 8월 20일	규제 완화
인도	자국 공급 우선 기조 유지	2026년 지속	내수 우선
기업(인도 음료)	캔 배분 판매 품목 축소	2026년 2월 이후	기업 배급

자료: 산업 자료, 신한투자증권

[심층분석 #1] 비철금속: 정유 부산물이 Metal 가격을 움직인다

반년 만에 뒤바뀐 글로벌 니켈 수급 전망. 핵심 변수는 '황산'

황 가격 100달러 상승시
니켈 판가의 4.3~5.2%
원가 압박 추가

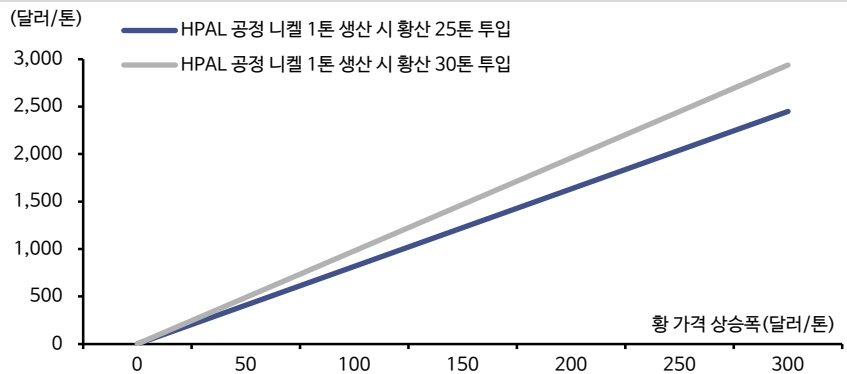
인도네시아산 배터리용 니켈은 저품질 라테라이트 광석을 황산으로 녹여내는 HPAL 공정에 절대적으로 의존하고 있다. 니켈 1톤 생산에 약 25~30톤의 황산이 투입된다. 25~30톤의 황산을 제조하기 위한 이론적 황 투입량은 8.2~9.8톤 수준이다. 이를 바탕으로 산출하면, 황 가격이 톤당 50달러 상승 시 니켈 1톤당 직접 원가는 약 410~490달러 증가한다. 같은 논리로 100달러 상승 시 820~980달러, 200달러 상승 시 1,630~1,960달러, 300달러 상승 시 2,450~2,940달러의 비용이 늘어난다. 이는 자체 황산 생산, 열 회수, 공정 효율, 부산물 크레딧 등을 배제한 단순 추정치이나, 황 가격 변동에 대한 니켈 원가의 뚜렷한 민감도를 확인하기에는 충분하다. 니켈 가격을 톤당 19,000달러로 가정할 경우, 황 가격이 100달러만 올라도 니켈 판가의 약 4.3~5.2%에 달하는 원가 압박이 추가되는 셈이다.

2026년 인도네시아의 HPAL 생산량은 약 45만톤으로 글로벌 니켈 생산의 10% 이상을 차지했으며, 약 10만톤 규모의 신규 증설도 예정되어 있었다. 그러나 황 공급난이 현실화되며 Huayou가 설비 가동률을 절반으로 낮췄고, 광석 가격 산정 방식 변화까지 겹쳐 HPAL의 손익분기점(BEP)은 톤당 최대 18,000달러 선까지 급등한 것으로 추산된다.

글로벌 니켈 수급 전망은
공급 과잉 → 공급 부족

국제니켈연구그룹(INSG)이 제시한 2026년 글로벌 니켈 수급 전망은 2025년 10월 당시 26.1만톤 공급 과잉에서 2026년 4월 기준 3.2만톤 공급 부족으로 반전되었다. 수요 증가율 전망치가 6.2%에서 4.2%로 하향 조정되었음에도 공급량 하향 폭이 이를 압도했기 때문이다. 글로벌 니켈 생산량은 4.3% 감소할 것으로 예상되었으며, LME 니켈 가격은 2년 내 최고치인 톤당 2만 달러를 돌파했다. 니켈 가격 상승은 원가 측면에서 스테인리스 판가를 높이는 요인이지만, 물리적인 니켈 중간재 공급 차질이 지속될 경우 스테인리스 및 배터리 양극재의 실질 생산량 자체가 위축될 위험을 내포하고 있다.

황 가격 변화에 따른 니켈 HPAL 1톤당 직접원가 민감도 곡선



자료: 신한투자증권 추정

구리 공급망 뇌관을 건드린 SX-EW 공정과 황산 리스크

황산 공급 문제는 SX-EW 방식 전기동 생산 차질 야기

구리 시장에서도 'SX-EW 생산 리스크'로 인해 황·황산의 중요성이 커지고 있다. SX-EW(Solvent Extraction - Electrowinning / 용매추출 - 전해채취)는 산화동 광·저품위 구리광을 제련소 없이 직접 전기동으로 만드는 습식제련 공정이다. 광석에서 구리를 산성 용액으로 녹여내는 침출(Leaching) 과정을 거친 뒤, 유기용매로 구리만 선택적으로 분리·농축(SX)한다. 이 후 전해채취(EW)를 통해 99.99%급 전기동을 생산한다. 일반적으로 황산 침출 공법을 많이 이용하기 때문에, 황산 가격 상승은 SX-EW 구리 생산의 새로운 비용 증분 요인이 되는 것이다.

SX-EW 생산은 여전히 글로벌 구리 공급에서 무시하기 어려운 규모다. 칠레의 SX-EW 전기동 생산량은 2022년 141.4만톤에서 2023년 133.5만톤, 2024년 122.3만톤, 2025년 114.1만톤으로 감소했지만, 여전히 칠레 전체 광산 구리 생산량의 약 20%를 차지한다. 황산 공급에 문제가 생기면 특정 광산의 원가만 상승하는 것이 아니라 세계 최대 구리 생산국의 100만톤 이상의 공급이 영향을 받을 수 있다는 뜻이다. SX-EW 물량은 정광을 생산해 제련소를 거치는 방식이 아니라 광산 현장에서 바로 전기동으로 전환되기 때문에, 이 물량이 감소하면 제련소가 다른 정광을 구매해 단기간에 쉽게 대체하기가 어렵다.

전통 구리 제련 방식과 SX-EW 방식 비교

구분	전통 제련	SX-EW
주 대상	황화동광	산화동광
선광	필요	대체로 불필요
정광 생산	O	X
제련소	필요	불필요
황산	부산물로 생산	핵심 투입재
Capex	높음	상대적으로 낮음
에너지	열에너지 중심	전력+펌프 중심
저품위광 대응	상대적으로 불리	유리
처리속도	빠름	느림

자료: 신한투자증권

자체 황산 설비 보유 여부가 핵심 변수로 부상

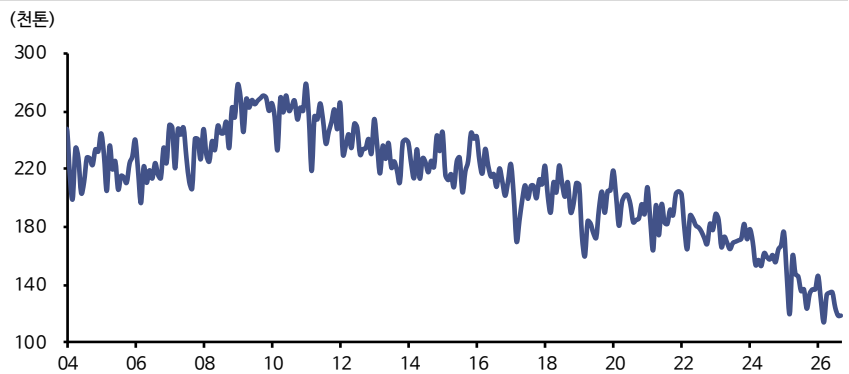
전통적인 광산 매장량이나 생산 능력 못지않게 자체 황산 설비 보유 여부가 기업 경쟁력을 평가하는 핵심 변수로 부상했다. 일례로 콩고민주공화국(DRC)은 2025년 구리 제련을 위해 약 130만~140만톤의 황을 수입했으며, 대부분을 중동 물량에 의존했다. 물류 위기 당시 남아프리카 지역 창고에 약 90만톤의 황 재고가 존재했으나 막대한 수요 규모를 감안하면 수주 분량에 불과했다. 반면 자체 제련소 내 황산 생산 능력을 갖춘 잠비아의 First Quantum은 외부 황 공급망 충격을 상당 부분 방어할 수 있었다. Kamo-a-Kakula 광산 또한 일산 1,200톤 규모의 황산 설비를 가동 중이어서 상대적으로 우수한 공급 안정성을 시현했다. 동일한 구리 광산이라 할지라도 내재화된 황산 조달 능력이 전체 원가 경쟁력과 설비 가동률의 명암을 극명하게 가르는 구조다.

광업 기업 실적은 공급망 변수에 좌우될 전망

세계 최대 구리 생산국인 칠레의 상황도 이와 궤를 같이한다. 칠레 전체 황산 수입량의 약 37%를 차지하던 중국산 물량은 2026년 3월 0톤을 기록하는 사태를 맞았다. 이러한 중국발 황산 공급 경색에 직접 노출된 칠레 내 침출법 구리 생산량은 연간 약 110만톤으로, 전체 구리 생산량(550만톤)의 20%에 육박했다. 중국은 1~4월 황산 수출을 70만톤 킬로로 묶은 데 이어 5월부터 연말까지 동·아연 제련 부산물 황산의 수출을 전면 중단(1~4월 수출 66.7만톤, 전년대비 -49%)했다.

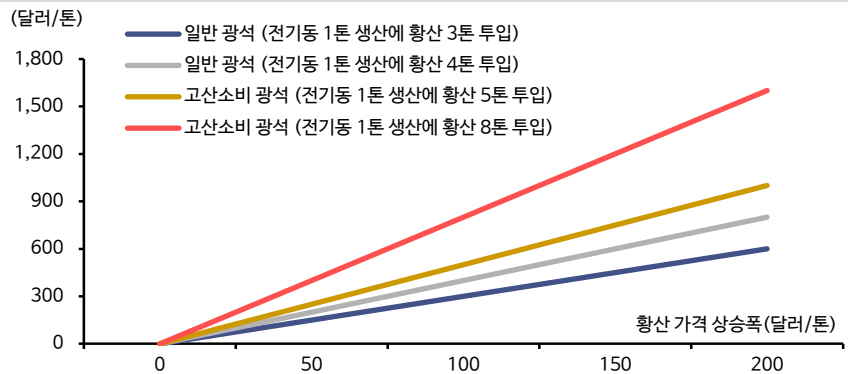
구리 침출 공정의 황산 투입량을 정련 구리 1톤당 3~4톤(고산소비 광석(High Oxygen Consumption Ore)의 경우 5~8톤)으로 가정할 때, 황산 가격이 톤당 50달러 오르면 일반 광석 기준 구리 원가는 톤당 150~200달러, 고산소비 광석은 250~400달러 급증한다. 실제로 지정학적 갈등 이후 Codelco의 현금 원가는 파운드당 최소 0.10달러(톤당 약 220달러) 상승했다. 향후 광업 기업의 실적은 단순한 구리 가격 베팅보다 자체 황산 생산 능력, 장기 공급 계약 비중, 항만 물류 접근성, 핵심 소재 재고 일수 등 공급망 변수에 의해 더 크게 좌우될 전망이다.

칠레 전기동 생산



자료: Bloomberg, 신한투자증권

황 가격 변화에 따른 구리 1톤당 직접원가 민감도 곡선



자료: 신한투자증권 추정 / 주: 고산소비 광석(=high acid-consuming ore)

[심층분석 #2] 음식료: 중동發 비료 공급망 리스크

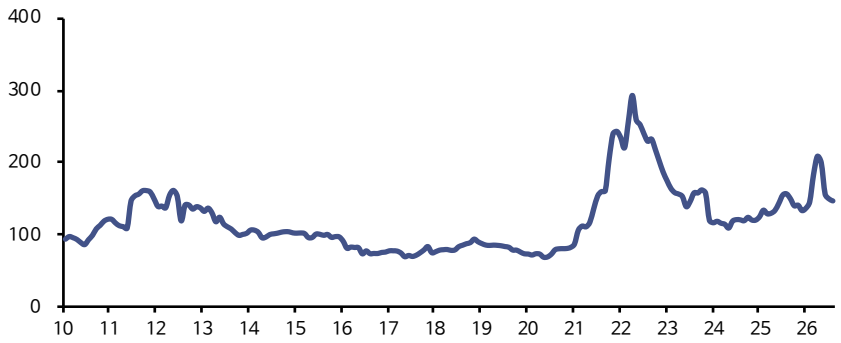
호르무즈, 곡물보다 비료가 먼저 흔들린다

중동發 비료 공급망 리스크,
요소가격 급등

중동은 요소 및 천연가스 등 비료 공급망에서도 중요한 곳이다. 질소 비료 생산에는 대량의 천연가스가 필요하고, 중동은 저렴한 천연가스를 기반으로 비료 생산능력을 확대해왔다. 중동은 글로벌 요소 수출의 4분의 1을 차지한다. 해상 물류 차질은 비료 및 요소 가격 급등으로 직결되고, 농가의 비료 구매비용 상승과 재배비 상승으로 이어졌다. 1Q26 비료 가격지수는 전분기 대비 12% 이상 상승했고, 요소 가격은 4월 톤당 850달러를 넘어서며 전쟁 이전인 2월 대비 약 80% 상승했다.

비료 가격지수 추이

(2010.01.01=100)



자료: 세계은행, 신한투자증권

비료값 충격, 시차 두고
전세계로 확산

비료 가격 상승은 식품 제조원가에 직접적으로 반영되는 원재료와는 다르게, 농가의 투입량과 재배면적, 작물 선택 등에 영향을 미친다는 점에서 파급 경로가 다르다. 특히 질소·인·칼륨 등 주요 비료의 가격 상승이 장기화될 경우 농가는 비료 사용량을 줄이거나 상대적으로 비료 투입량이 적은 작물로 생산을 전환할 가능성이 높다. 이는 당장의 식품 가격 상승보다는 파종 이후 6~12개월의 시차를 두고 단위면적당 수확량 감소와 농산물 가격 상승으로 나타난다. 이러한 비료 가격 상승은 특정 지역의 비용 상승에 그치지 않고 글로벌 농업 생산비 전반을 높인다. 곡물 생산에서 비료는 주요 투입재 중 하나인 만큼, 질소·인산계 비료 가격 상승이 지속될 경우 미국·브라질·아르헨티나 등 주요 곡물 생산국의 생산경제성이 악화된다. 특히 국제 곡물시장은 소수의 생산·수출국에 공급이 집중되어 있어, 비료 투입 감소가 동시에 나타날 경우 개별 국가의 작황 부진이 글로벌 가격 상승으로 확대돼 식품 산업 전반의 비용 구조가 악화된다.

2027년부터
수급 충격 본격화

2026년에는 비료 가격 상승에 따른 농가의 비용 부담과 투입량 조정이 나타나는 국면이라면, 실제 작황과 글로벌 농산물 수급에 대한 영향은 2027년부터 본격화될 것이다. 특히 주요 생산국의 기상 여건까지 악화될 경우 공급 감소가 가격 상승을 증폭시킬 수 있어, 2027년 글로벌 식품산업에서는 농산물 가격과 함께 식품 기업의 가격 전가 및 마진 방어 능력이 중요한 투자 변수로 부상할 전망이다.

파종부터 식탁까지. 흔들리는 밸류체인

유가 상승, 농산물 밸류체인
전 단계의 비용 상승

유가 상승은 파종 시점부터 수확, 운송까지 농업 밸류체인 전반에 끼치는 영향을 끼친다. 단계별로 살펴보면 더욱 명확하다.

파종 전: 천연가스와 요소 가격 상승으로 농가의 재배 비용이 증가한다.

파종 및 재배: 트랙터, 콤팩트 등 전반적인 농기계의 경우 비용이 증가한다.

생육: 관개용 전력 및 연료비가 상승한다.

수확: 수확 및 건조 과정에서도 상당한 에너지가 필요하다.

저장: 저장시설 운영비와 전력비가 상승한다.

내륙 운송: 트럭·철도 운송비가 상승한다.

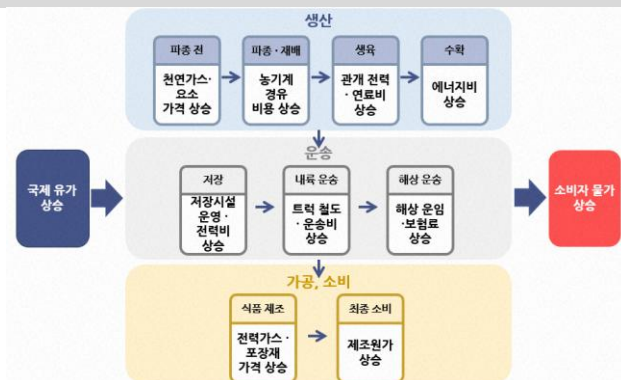
해상 운송: 원산지에서 수입국까지 이동하는 해상운임과 보험료가 상승한다.

식품 제조: 공장 가동에 필요한 전력·가스와 포장재 가격이 상승한다.

최종 소비: 식품 기업의 제조원가 상승으로 판가 인상이 불가피해 궁극적으로 소비자가 물가 상승으로 연결된다.

이렇듯 유가 상승은 특정 원재료 하나의 가격을 올리는 변수가 아닌, 농산물 밸류체인 전체의 비용 곡선을 상승시키는 변수이다.

유가 상승이 농업 밸류체인 전반에 끼치는 영향



자료: 신한투자증권

[심층분석 #3] 음식료: 포장재 부담 심화

봉지가 없어서 불닭을 못 판다

납사발 공급망 리스크,
정부 정책 시행

플라스틱의 주요 원료인 석유화학 제품 가격은 원유와 천연가스 가격의 영향을 받는다. 따라서 유가가 상승하면 PET, PE, PP 등 식품 포장재 가격에 상승 압력이 발생한다. 3~4월에는 민간 재고에 의존하는 구조상 비축분이 최대 2~3주치에 불과하다는 업계 우려가 초반 위기감을 키웠다. 실제로 포장재 계열사(울존화학)를 둔 농심조차 납사 비축분이 3개월에서 1개월로 급감했고, 롯데웰푸드와 동서식품도 마찬가지로 우려를 표명했다. 이에 정부는 3월 27일부터 납사 매점매석 금지, 수출 제한 및 수출 물량의 내수 우선 공급 정책을 시행했다.

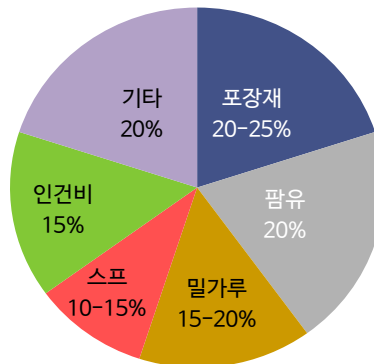
포장재 가격 인상,
식품기업이 떠안은 원가

포장재 생산업체는 원료 상승분을 반영해 제품 가격을 8~15%, 일부 제품에 대해서는 최대 30%까지 인상하며 판가와 물량을 동시에 확보했다. 반면, 식품 기업들은 포장재 원가 부담을 그대로 떠안을 수밖에 없었다.

라면 원가의 20~25%가
포장재

포장재는 음식료 제조원가에서 무시하기 어려운 항목이다. 종류에 따라 다르지만 대략 음식료 기업들의 제조원가 내에서 포장재가 차지하는 비중은 10% 정도이고, K-푸드 성장을 견인하고 있는 라면의 경우 20~25%에 달한다. 유가 상승이 원재료, 포장재, 물류에 동시에 영향을 미친다면 음식료 기업들의 실질적인 원가 압력은 곡물 가격 상승폭보다 커질 수 있다.

라면 원가구조



자료: 신한투자증권

국내 채널 조정 및 가격 인상으로 대응

포장재 위기 대응법

일본은 디자인, 한국은 가격

일본에서는 포장재 사양 변경으로 공급 차질을 최소화했다. 지정학적 리스크 장기화에 따른 납사 공급 불안으로 인쇄용 잉크 원료 조달이 어려워지자 일본 Calbee는 2026년 5월부터 포테이토칩, 카파에비센, 후루그라 등 14개 제품의 포장지를 기존 컬러 인쇄에서 흑백 2색으로 변경했다. 핵심은 잉크 가격 자체보다 특정 색상의 잉크가 부족해질 경우 포장 생산 전체가 중단될 수 있다는 공급망 리스크였다. Calbee는 제품의 안정적인 공급을 우선하기 위해 디자인을 단순화했다.

생산 중단 대신 가격인상

반면 국내 식품업계는 포장재 사양 변경보다 제품 가격 인상을 주요 대응 수단으로 삼았다. PE·PP·PET 등 포장재 전반의 가격 상승과 수급 부담이 있었지만, 국내 생산 및 수입 다변화, 정부의 내수 우선 공급, 기업들의 재고 확보를 통해 완제품 생산 중단 상황까지 확대되진 않았다. 따라서 국내에서는 협력사 단가 재협상 및 제품 가격 인상을 통해 원가 부담을 흡수하고 전가했다.

편의점 발주 제한으로 시작한 가격 인상 러시

포장재 수급 불안이 가격 부담으로 전환되면서 2분기 이후에는 실제 제품 가격에도 영향을 미치기 시작했다. 4월초 편의점 기업들의 비닐 포장 즉석식품 발주 제한, 유제품 손가락 발주 중단, 쓰레기봉투 단가 인상을 시작으로 식품 기업들의 가격 인상 러시가 이어졌다. 롯데칠성음료는 6월 칠성사이다·펩시 등 44개 품목의 출고가를 평균 5.3% 인상했고, 오투기는 카레·당면·케첩·후추 등 29개 품목의 가격을 평균 6.1~17.0% 인상했다. CJ제일제당도 햇반·만두·생선구이 등 27개 품목의 가격을 평균 8% 올렸으며, 농심도 43개 브랜드 가격을 평균 5.8% 인상했다. 원·부재료와 함께 납사 등 포장재 비용 상승을 주요 원인으로 제시했다.

2026년 가격 인상 내역

시점	기업명	내용	시점	기업명	내용
26/02	맥도날드	버거 단품 35개 100~400원 인상	26/07	CJ제일제당	8개 카테고리 평균 8% 인상
	버거킹	와퍼, 와퍼주니어 200원 인상		오투기	카레·케첩(6.1%), 당면(10.0%), 후추(17.0%) 등 29개 품목 인상
26/03	KFC	단품 23종 200~300원 인상		뚜레쥬르	76종 평균 8.2% 인상
	맘스터치	43개 품목 평균 2.8% 인상	26/08	농심	43개 브랜드 평균 5.8% 인상
	바나프레소	디카페인, 콜드브루 최대 700원 인상		코카콜라	편의점 52개 품목 평균 7.2% 인상
26/04	세븐일레븐	매장용 비닐봉투 4종 37~39%		던킨	도넛 39종 평균 6.5% 인상
26/05	롯데리아	단품버거 22종 평균 2.9% 인상		사조	27개 품목 평균 8% 인상
	써브웨이	15cm 샌드위치 단품 평균 210원 인상		풀무원	30개 품목 평균 6.7% 인상
26/06	더본코리아	11개 브랜드 평균 약 11% 인상		파리바게뜨	빵 86종, 디저트 41종 평균 5% 인상
	메가MGC커피	할매가라인업 3종 200원 인상		삼립	빵 제품 50여종 평균 9% 인상
	커피빈	일부 스틱 제품 최대 8.1% 인상		팔도	용기면 12종 평균 5.5% 인상
	이디야커피	스티커피 및 믹스 최대 15.2% 인상		오투기	음료 9종 평균 5.8% 인상
	롯데칠성	12개 브랜드 44개 품목 5.3% 인상		컵라면	29개 평균 6.7%, 만두 16개 평균 7.7% 인상
			26/09	동원F&B	참치캔 평균 9%, 음료 9~10% 인상
				노브랜드	버거 22종 및 사이드 평균 2.5% 인상

자료: 언론 종합, 신한투자증권

[심층분석 #4] AI·전력망: 데이터센터 전력 폭식의 나비효과

AI DC의 전력 수요 급증
→ 에너지 집약 산업 원가를
구조적으로 높이는 충격

글로벌 데이터센터 전력 소비량은 2024년 415TWh에서 2030년 945TWh로 급증할 전망이다. 불과 6년 만에 530TWh, 즉 128%가 늘어나는 셈이다. 특히 미국에서는 2030년까지 데이터센터가 전체 신규 전력 수요 증가분의 절반가량을 독식할 것으로 예측된다. 이는 2030년 기준 미국 내 알루미늄, 철강, 시멘트, 화학 등 이른바 에너지 다소비 제조업의 전력 사용량을 모두 합친 것보다 큰 규모다. 2035년 글로벌 데이터센터 전력 수요는 기준 시나리오상 1,200TWh에 달하며, 발전 속도에 따라 1,700TWh 범위까지 팽창할 것으로 추산된다.

이러한 흐름 속에서 기초 금속 시장에는 강력한 수요 충격이, 여타 제조업에는 구조적인 원가 충격이 동시에 발생한다. 송전망 확충 및 변압기·케이블 증설은 구리와 알루미늄의 견조한 수요를 창출하고, 발전 설비 확충과 데이터센터 건설은 철강 및 전기강판 수요를 견인한다. 반면, 데이터센터가 막대한 전력을 선점함에 따라 천연가스와 전력 가격이 상승하게 되고, 이는 곧 알루미늄 제련, 전기로(EAF) 철강, 화학, 냉장·냉동 물류 등 전력 의존도가 높은 산업의 원가 부담 확대로 이어진다. 여기에 변압기 및 초고압 케이블의 공급 물량마저 부족해질 경우 AI 인프라 투자와 산업 전반의 전기화(Electrification) 자체가 병목 현상에 직면할 수 있다.

국제에너지기구(IEA)는 2035년까지 데이터센터의 전력 수요를 충당하기 위해 천연가스 발전량이 약 175TWh 이상 증가할 것으로 내다봤다. 가스 발전 효율을 통상적인 50~55% 수준으로 가정할 때, 이를 위해 추가로 투입되어야 할 천연가스 규모는 약 310억~340억㎥로 추정된다. 이는 현재 글로벌 암모니아 산업이 1년간 소비하는 천연가스 물량(약 1,700억㎥)의 18~20%에 육박하는 막대한 규모다. 물리적 소비 지역과 시점이 상이해 이를 일대일 직접 대체 수요로 해석할 수는 없으나, AI용 전력 수요가 천연가스·암모니아·비료 가격 체계에 묵과하기 어려운 수준의 경쟁 수요로 작용할 가능성을 여실히 보여준다.

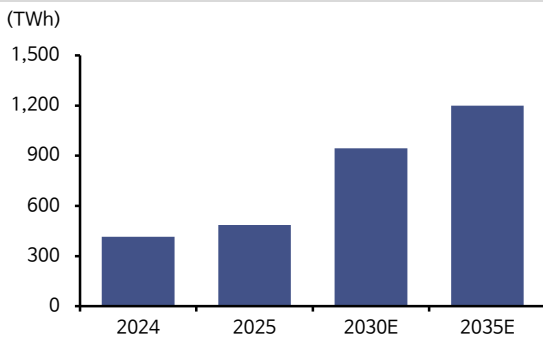
에너지 가격 변동에 대한 노출도 역시 산업 공정별로 크게 엇갈린다. 1차 알루미늄 생산은 톤당 14MWh의 대규모 전력을 소모하므로, 전력 가격이 20달러/MWh 오를 경우 직접원가가 톤당 280달러 급증한다. 철스크랩 기반 전기로(EAF) 제강은 조강 1톤당 2.3GJ(약 0.64MWh)의 전력을 사용하므로, 전력단가가 20달러/MWh 상승할 때 늘어나는 직접원가는 톤당 13달러 수준이다. 천연가스를 활용하는 직접환원철(DRI) 공정의 경우 톤당 9.9MMBtu의 가스를 소비하며, 천연가스 가격이 5달러/MMBtu 오르면 톤당 49달러의 직접원가 상승이 수반된다.

AI·전력망 투자가 만드는 수요 수혜와 원가 충격의 경로

경로	수요 수혜 품목	원가 피해 공정
송전망·변압기·케이블 증설	구리, 알루미늄, 전기강판	-
발전·데이터센터 건축물	철강, 시멘트, 전기강판	-
데이터센터 전력 확보	-	천연가스·전력 가격 상승
전력가격 상승의 원가 전이	-	알루미늄 제련, EAF, 화학, 냉장식품
변압기·케이블 부족	구리, 전기강판	AI 투자와 산업 전기화의 지연

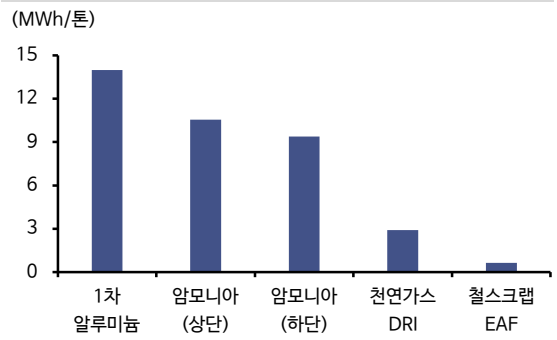
자료: IEA, 신한투자증권

글로벌 데이터센터 전력소비 전망



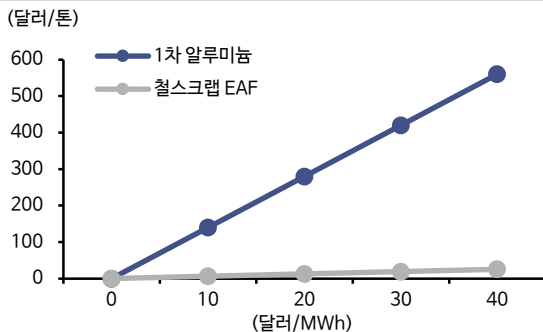
자료: IEA, 신한투자증권

공정별 에너지 투입량 비교



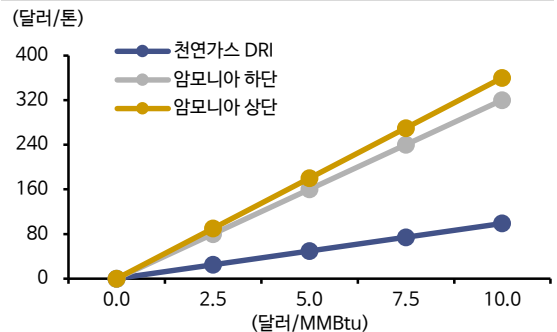
자료: Worldsteel, IEA, 신한투자증권 / 주: 1MMBtu = 293.07kWh

전력가격 상승에 따른 원가 부담 시나리오 분석



자료: Worldsteel, IEA, 신한투자증권

가스가격 상승에 따른 원가 부담 시나리오 분석



자료: Worldsteel, IEA, 신한투자증권

IX. 투자 전략

[정유화학] 원자재를 가진 기업이 아니라, 전환할 수 있는 기업

전환 능력·원료 확보·전기력·잔존성

이번 사이클의 결론은
조건 충족 여부

이번 사이클의 결론은 정유나 화학 업종 전체를 사는 것이 아니라, 공급 차질을 실제 이익으로 바꿀 수 있는 기업을 고르는 것이다. 판단 기준은 네 가지다. 원료를 필요한 제품으로 바꿀 설비가 있는지, 원료를 안정적으로 확보할 수 있는지, 높아진 비용을 판가에 반영할 수 있는지, 공급 충격이 완화된 뒤에도 이익이 유지되는지다. 한국 정유사는 대부분 이 조건을 갖췄지만 화학은 제품별로 차이가 컸다. 범용 NCC는 납사 조달 부담이 컸고 부산물 가격 급등도 오래가지 못했다. 결국 원료를 안정적으로 확보해 부족한 제품을 생산하고, 이를 판매량과 이익 증가로 연결할 수 있는 기업이 수혜주다.

S-Oil:

- 1) 정제마진 강세
- 2) 안정적 원료 조달
- 3) 그룹3 윤활기유 강세

가장 직접적인 수혜는 S-Oil이다. 3Q26 복합정제마진 33.9달러와 10월 아랍라이트 OSP -2.0달러가 한 기업 안에서 동시에 작동한다. 아람코 계열의 계약 물량은 현물 원유 프리미엄과 운임이 높아진 환경에서 상대 원가 우위로 이어지고 Group III 윤활기유 강세도 뒷받침한다. 산업 논리가 손익으로 번역되는 경로가 가장 짧은 판단이다. SK이노베이션은 국내 최대 정제능력과 고급기유 생산능력이 강점이나 배터리 등 비정유 요인이 섞여 순수 수혜의 정도는 S-Oil보다 낮다.

효성티앤씨:

원료가 상승 제한적+판가
상승으로 스프레드 확대

화학에서 가장 뚜렷하게 차별화된 것은 효성티앤씨다. 스파텍스 원료인 PTMEG와 BDO는 2월 대비 8월 각각 6%, 10% 상승에 그쳤다. BDO 공급과잉이 원료 가격의 상승 여력을 눌러준 결과이며, 원료 가격 노출이 상대적으로 낮았던 화학 체인이다. 반면 판가는 올랐다. 스파텍스 40D 가격은 2월 톤당 3,410달러에서 8월 4,230달러로 24% 상승했고, 원료 대비 스프레드는 2,138달러에서 2,758달러로 29% 확대됐다. 3Q26 평균 2,730달러는 2022~25년 평균 2,680달러를 상회하는 수준으로, 여전히 견고한 업황을 증명하고 있다.

금호석유화학: C4 체인 핵심
레깅 수혜는 일시적
국도화학: 유럽 공급 차질의
잠재 수혜
KCC: 고객 인증 기반의
상대적 방어력

금호석유화학은 2분기 부타디엔 급등의 판가 반영으로 레깅 수혜를 누렸지만 6월 이후 원료와 제품가가 함께 하락해 역레깅 부담이 나타났다. 구조적 수혜 여부는 합성고무 판가 방어에 달렸다. 국도화학은 한국·중국·인도 생산거점을 활용해 유럽 예폭시 공급 차질을 대체할 여력이 있으나 실제 수혜는 수출 물량과 판가에서 확인해야 한다. KCC는 도료·실리콘의 고객 인증 장벽을 기반으로 상대적으로 안정적인 방어력을 보였다.

범용 NCC:
이익의 크기보다 적자 축소
속도가 더 중요

범용 NCC는 업황 회복보다 적자 축소로 접근해야 한다. 롯데케미칼과 대한유화의 에틸렌 스프레드는 여전히 과거 평균의 절반이다. 다만 전쟁 전인 4Q25와 비교하면 3분기 부타디엔 스프레드는 324달러에서 513달러, MEG는 126달러에서 144달러로 올라 손익분기점이 낮아졌다. 부타디엔을 생산해 외부에 바로 판매하는 업체는 가격 상승 효과를 더 직접적으로 누릴 수 있다. 지금 볼 것은 흑자 전환 시점보다 적자가 줄어드는 속도다.

[철강금속] 같은 금속, 비슷한 공급 부족, 다른 이익

가격은 모두 오르지만, 이익은 모두 늘지 않는다

병목을 판매량과 마진 확대
로 전환할 수 있는지가 관건

철강·금속 업종을 바라보는 핵심 기준은 단순한 '금속 가격의 상승'이 아니다. 글로벌 공급망의 어느 지점에서 병목 현상이 발생하고 있으며, 개별 기업이 그 병목을 판매량 확대와 마진 증가로 온전히 전환할 수 있는지가 관건이다. 일례로 구리 3대 거래소 재고의 70% 이상이 미국 COMEX에 집중되면서, 글로벌 총재고 수치와 미국 외 지역의 '실질 가용재고'가 전혀 다른 신호를 보내고 있다. 아연 역시 글로벌 시장 전체로는 공급 과잉이나 중국에 재고가 쏠리며 LME에서는 현물 부족과 강한 백워데이션이 발생했다. 결국 표면적인 가격보다 재고의 위치, 원료 조달 구조, 부산물 회수 능력, 가격 상승분의 실제 손익 귀속 여부를 종합적으로 분석해야 한다.

고려아연:
황·황산 공급난 반사수혜

이러한 기준에서 현재 가장 직접적인 수혜가 기대되는 기업은 고려아연이다. 아연·연 제련 과정에서 황산을 부산물로 생산하는 고려아연은 외부에서 황을 구매해 조달해야 하는 구리(SX-EW) 및 니켈(HPAL) 업체들과 원가 구조가 정확히 반대다. 온산 제련소의 연간 황산 생산량 148만톤을 기준으로, 황산 가격이 톤당 50달러 상승 시 연간 약 725억원의 이익 개선이 가능하다. 전력비(10원/kWh 인상 시 -135억원)와 LNG(1달러/MMBtu 인상 시 -210억원) 비용 증가분을 차감해도 약 380억원 이익 개선 달성이 가능할 것으로 추정된다. 글로벌 황·황산 공급난이 칠레와 인도네시아 경쟁사들의 생산원가를 압박할수록 자체 생산능력을 갖춘 제련사의 가치는 구조적으로 높아진다.

다만 황산 가격 상승을 곧바로 고려아연의 이익 증가로 직결시켜선 안 된다. 가장 중요한 변수는 아연·연 정광의 제련수수료(TC) 하락과 에너지 가격이다. 연간 정광 처리량을 125만톤으로 가정할 때 TC가 50달러 하락하면 약 875억원의 이익 감소가 발생할 것으로 전망된다. 실제로 중국 수입 아연정광 현물 TC는 마이너스대까지 급락한 바 있다. 따라서 고려아연 실적의 핵심 모니터링 지표는 단순 아연 가격이 아닌 (황산 순판매단가 - 전력·LNG 비용 - TC 변화)의 합산 값이다. 반도체용 고순도 황산 확대 역시 장기 믹스 개선엔 긍정적이나, 기존 산업용 물량의 전환이라면 전체 생산량에 중복 계산을 경계해야 한다.

풍산:
고부가 신동 수요 증가 수혜

풍산의 경우 구리 가격의 등락보다 가공이익과 판매량에 주목해야 한다. 구리 가격이 톤당 1,000달러 오르면 매출은 약 2,128억원 증가하지만, 원재료 매입가도 함께 올라 실제 이익 개선 효과는 280억원 수준에 그친다. 풍산의 진정한 이익 체력은 AI, 데이터센터, 전력망 투자 확대가 견인하는 고부가 신동 수요에서 창출된다. 고부가 판매량이 5% 증가하면 76억원, 톤당 가공이익이 10만원 개선되면 190억원의 이익 성장이 가능하다. 고객에게 전가하지 못한 구리 프리미엄 인상이나 전력비 상승은 부담 요인이다.

[음식료] 곡물을 사는 기업이 아니라, 가치를 더해 파는 기업

원자재발 인플레이션 파고, 수직계열화와 이익 레버리지로 넘는다

결국 핵심은
판가 전가력과 전환 역량

유가 상승은 옥수수, 대두유, 팜유 등 농산물을 활용한 바이오연료 수요를 촉진하는 동시에 천연가스, 비료, 운송비 등 농업 생산비 전반을 끌어올린다. 질소비료 생산비에서 천연가스 비중은 약 80%에 달한다. 2026년 4월 발생한 글로벌 요소 가격 폭등은 당장의 원가보다 6~12개월 시차를 두고 2027년 작황과 농산물 가격에 구조적 상승 압력을 가할 것이다. 결국 향후 음식료 기업의 펀더멘털을 가르는 변수는 원재료 조달력, 확고한 판가 전가력, 원료를 고부가가치 제품으로 탈바꿈하는 전환 역량이다.

옥수수·대두유,
이제는 에너지 원자재

과거 그 어느 때보다 곡물과 에너지 가격의 연동성이 뚜렷해졌다. 미국 시장에서 옥수수는 식품과 사료를 넘어 에탄올 원료라는 제3의 확고한 수요처를 확보했으며, 강력한 정책 효과가 바이오연료 수요를 지지한다. 식물성 유지의 에너지화 속도는 더욱 가파르다. 글로벌 바이오연료용 식물성 유지 사용량은 2022년~2027년 46% 급증한 5,400만톤으로 확대되고, 전체 생산량 내 비중도 23%까지 치솟을 전망이다. 이제 옥수수와 대두유는 단순 식품 원료를 넘어 에너지 가격에 본질적 가치가 연동되는 핵심 원자재로 격상되었다.

같은 원가 충격,
다른 마진 결과

이러한 패러다임 변화 속에서 가공 위주의 단순 식품 제조업체는 전방위적인 마진 압박에 직면한다. 유가가 오르면 곡물뿐 아니라 비료, 해상운임, 전력비, 포장재 가격이 연쇄적으로 상승한다. 음식료 기업 제조원가의 10~25%를 차지하는 포장재의 경우, 2026년 업체들이 원가 상승을 명분으로 판가를 8~15%(일부 품목 최대 30%) 인상했다. 동일한 폭의 원가 상승을 견뎌라도 브랜드력이 약하거나 판가 인상 주기가 긴 기업은 치명적인 수익성 훼손을 겪는 반면, 조달·가공·판가 결정력을 겸비한 기업은 강력한 방어력을 입증하게 되는 구조다. 한국처럼 낮은 곡물 자급률을 가진 환경에서는 조달 지역의 작황과 해상 운임 변동성 방어 능력도 매우 중요하다.

CJ제일제당,
곡물가 상승이
오히려 기회

CJ제일제당은 곡물을 식품으로 단순 가공하는 데 머물지 않고 '조달-가공-발효-바이오 소재'로 이어지는 수직계열화 밸류체인을 구축했다. 농산물을 발효해 라이신, 트립토판 같은 사료용 아미노산으로 전환하기 때문에, 원료 가격 상승이 오히려 아미노산 대체원가와 판가 인상으로 이어지는 레버리지 구조를 지녔다. 식품 부문의 원가 부담을 바이오 부문의 수익성 개선으로 일부 상쇄하는 것이다.

바이오 사업, 바닥 딛고
P·Q 동반 성장

중국발 공급 과잉으로 장기간 부진했던 바이오 사업은 2026년 1분기를 바닥으로 턴어라운드 국면에 진입했다. 상반기 스페셜티 제품 중심의 실적 회복에 이어, 하반기부터는 주력인 사료용 아미노산으로 이익 개선의 온기가 확산될 전망이다. 여기에 유가 및 곡물가 상승에 따른 ASP 인상 효과와 미국·브라질의 중국산 라이신 반덤핑 규제가 맞물리며 가격(P)과 물량(Q) 양방향의 폭발적인 실적 성장이 기대된다.

고려아연 (010130)

못 만드는 것을 찾는 게 더 어려움

2026년 9월 16일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	1,600,000 원 (유지)
✓ 상승여력	40.6%	✓ 현재주가 (9월 15일)	1,138,000 원

신한생각 제련수수료(TC)가 짓누르는 마진, 부산물 세 축이 메운다

아연 Spot TC 급락에 따른 마진 압박은 2027년 상반기까지. 구리·황산·계르 마진이 공백을 메우고 美 비축·가격하한이 Crucible 가치를 높일 전망

공급망 병목을 이익으로 바꾸는 고려아연

2026년 상반기 글로벌 아연 시장은 공급과잉 상태. LME 가격은 연초 이후 20% 이상 상승하며 2022년 여름 이후 약 4년 만에 최고 수준 기록. 중국 내 재고와 달리 LME 지정 창고의 가용 재고가 연초 대비 60% 이상 감소 (SHFE 재고 15.6만톤 vs. LME 9.8만톤)하면서 나타난 실물 공급 부족의 결과. 문제는 정광. 중국 수입 아연정광 Spot TC는 톤당 -100달러 수준까지 하락해 금속가격 상승분이 제련마진으로 남지 않는 구조. 이에 따른 일반 제련사의 수익성 압박은 2027년 상반기까지 지속될 전망

고려아연의 차별화 포인트는 세 가지. ① 구리: 거래소 재고의 71.7%가 관세를 선납한 COMEX에 묶여 LME 가용재고는 9만톤(세계 소비 1.2일본). LME 구리 가격은 +51% YoY. ② 황산: 중국산 황산의 칠레 수입이 3월 0톤을 기록할 만큼 황·황산 부족이 습식제련 원가를 밀어 올리는 국면. 황산 매출총이익률은 상반기 약 10%(과거 2~3%). ③ 전략광물: 중국 수출허가제와 美 비축(Project Vault)이 비중국 회수설비의 가치를 높여줄 전망

Valuation & Risk: 귀금속 가격 상승까지 더해지면 금상첨화

투자이견 매수, 목표주가 1,600,000원 유지. 9월 9일 임시주총에서 이사회 추천 감사위원이 81.8% 찬성으로 선임되고 이사회가 12:7로 재편돼 경영권 리스크는 한 고비를 넘김. 남은 변수는 Spot TC 반등 시점(중국 제련 감소)과 은 가격(온스당 1달러 변동 시 연간 영업이익 100~120억원)

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	12,052.9	16,587.9	23,143.0	23,018.9	26,024.6
영업이익 (십억원)	723.5	1,231.9	2,449.1	2,299.4	2,450.2
순이익 (십억원)	190.9	775.0	1,253.2	1,189.7	1,294.9
ROE (%)	2.3	8.5	11.0	9.8	9.9
배당수익률 (%)	1.7	1.5	1.7	1.7	1.7
PER (배)	109.5	34.2	19.4	20.4	18.7
PBR (배)	2.8	2.5	2.1	1.9	1.8
EV/EBITDA (배)	21.9	16.6	9.2	9.7	9.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[철강금속]

박광래 연구위원

✉ krpark@shinhan.com

Revision

실적추정치	유지
Valuation	유지

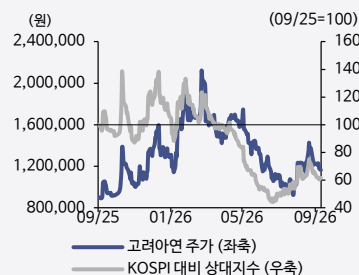
시가총액	23,753.4십억원
발행주식수(유동비율)	20.9백만주(46.0%)
52주 최고가/최저가	2,115,000 원/916,000 원
일평균 거래액 (60일)	28,930백만원
외국인 지분율	27.6%

주요주주 (%)

와이피씨 외 9인	28.0
최운범 외 50인	15.7

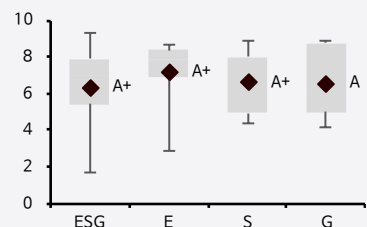
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(2.8)	(3.2)	11.6	(9.6)
상대	1.5	17.7	(43.3)	(41.7)

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



고려아연 분기 영업 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F
연결기준												
매출액	2,375.4	3,058.2	3,206.7	3,412.7	3,832.8	3,825.4	4,159.8	4,769.9	6,072.0	6,372.6	5,284.4	5,413.9
영업이익	184.5	268.7	150.0	120.3	271.1	258.9	273.4	428.5	746.1	587.1	568.9	547.1
지배주주순이익	106.8	176.7	156.3	(248.8)	162.5	331.1	72.2	209.2	354.6	348.6	283.5	266.5
영업이익률 (%)	7.8	8.8	4.7	3.5	7.1	6.8	6.6	9.0	12.3	9.2	10.8	10.1
순이익률 (%)	4.5	5.8	4.9	(7.3)	4.2	8.7	1.7	4.4	5.8	5.5	5.4	4.9
별도기준												
매출액	1,813.6	1,987.7	2,029.3	2,258.4	2,388.6	2,461.4	2,609.2	3,075.0	4,295.0	4,046.0	3,378.1	3,463.8
Silver	501.0	586.0	655.0	641.0	747.0	772.0	828.0	1,131.0	2,202.0	1,906.0	1,403.8	1,364.1
Zinc	597.0	599.0	593.0	773.0	656.0	620.0	609.0	670.0	785.0	777.0	781.9	881.1
Lead	353.0	369.0	334.0	364.0	339.0	317.0	310.0	328.0	375.0	343.0	333.8	376.4
Gold	155.0	172.0	188.0	233.0	358.0	415.0	548.0	630.0	617.0	608.0	331.0	302.6
Copper	85.0	107.0	104.0	94.0	112.0	108.0	111.0	134.0	144.0	190.0	302.7	312.9
Others	122.6	154.7	155.3	153.4	176.6	229.4	203.2	182.0	172.0	222.0	224.8	226.8
영업이익	190.7	257.4	179.2	190.8	272.7	266.5	235.2	405.0	693.0	589.0	534.4	520.4
순이익	140.0	198.1	195.1	(77.1)	205.5	328.1	77.7	164.0	396.0	265.0	243.9	240.4
영업이익률 (%)	10.5	12.9	8.8	8.4	11.4	10.8	9.0	13.2	16.1	14.6	15.8	15.0
순이익률 (%)	7.7	10.0	9.6	(3.4)	8.6	13.3	3.0	5.3	9.2	6.6	7.2	6.9
%YoY(연결)												
매출액	(6.0)	23.8	39.8	41.3	61.4	25.1	29.7	39.8	58.4	66.6	27.0	13.5
영업이익	26.6	72.6	(6.5)	(39.3)	46.9	(3.7)	82.3	256.4	175.2	126.8	108.1	27.7
순이익	(23.6)	46.5	102.8	(231.1)	52.1	87.4	(53.8)	(184.1)	118.2	5.3	292.6	27.4
%QoQ(연결)												
매출액	(1.6)	28.7	4.9	6.4	12.3	(0.2)	8.7	14.7	27.3	5.0	(17.1)	2.5
영업이익	(6.8)	45.6	(44.2)	(19.8)	125.5	(4.5)	5.6	56.7	74.1	(21.3)	(3.1)	(3.8)
순이익	(43.7)	65.4	(11.5)	(259.2)	(165.3)	103.7	(78.2)	189.7	69.5	(1.7)	(18.7)	(6.0)

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

고려아연 연간 영업 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
연결기준													
매출액	4,771	5,848	6,597	6,883	6,695	7,582	9,977	11,219	9,705	12,053	16,588	23,143	23,019
영업이익	672	766	895	765	805	897	1,096	919	660	723	1,232	2,449	2,299
지배주주순이익	509	592	629	527	633	573	807	781	527	191	775	1,253	1,190
영업이익률 (%)	14.1	13.1	13.6	11.1	12.0	11.8	11.0	8.2	6.8	6.0	7.4	10.6	10.0
순이익률 (%)	10.7	10.1	9.5	7.7	9.5	7.6	8.1	7.0	5.4	1.6	4.7	5.4	5.2
별도기준													
매출액	4,087	5,045	5,452	5,528	5,219	5,652	7,162	8,081	7,291	8,089	10,534	15,183	14,888
Silver	1,116	1,467	1,257	1,121	1,215	1,713	2,080	1,836	1,923	2,383	3,478	6,876	6,109
Zinc	1,455	1,644	2,062	2,341	2,033	1,835	2,280	3,031	2,458	2,562	2,555	3,225	3,353
Lead	701	994	1,190	1,129	1,033	987	1,203	1,344	1,202	1,420	1,294	1,428	1,373
Gold	411	580	497	404	391	619	920	890	755	748	1,951	1,859	1,323
Copper	139	131	150	172	179	186	291	298	344	390	465	950	1,451
영업이익	637	688	761	648	729	781	925	931	707	818	1,179	2,337	2,136
순이익	490	538	529	461	567	561	754	656	586	456	775	1,145	1,004
영업이익률 (%)	15.6	13.6	14.0	11.7	14.0	13.8	12.9	11.5	9.7	10.1	11.2	15.4	14.4
순이익률 (%)	12.0	10.7	9.7	8.3	10.9	9.9	10.5	8.1	8.0	5.6	7.4	7.5	6.7
%YoY(연결)													
매출액	(3.4)	22.6	12.8	4.3	(2.7)	13.3	31.6	12.5	(13.5)	24.2	37.6	39.5	(0.5)
영업이익	(1.5)	13.9	16.8	(14.5)	5.3	11.4	22.1	(16.1)	(28.2)	9.6	70.3	98.8	(6.1)
순이익	1.6	16.3	6.2	(16.2)	20.0	(9.5)	40.8	(3.2)	(32.5)	(63.8)	305.9	61.7	(5.1)
LME 메탈가격													
아연 (달러/톤)	1,933	2,091	2,894	2,925	2,549	2,264	3,016	3,485	2,649	2,779	2,866	3,367	3,374
연 (달러/톤)	1,786	1,871	2,318	2,244	1,998	1,829	2,205	2,153	2,137	2,072	1,962	1,920	1,881
금 (달러/온스)	1,158	1,238	1,257	1,269	1,392	1,766	1,800	1,802	1,943	2,386	3,438	4,642	4,662
은 (달러/온스)	16	17	17	16	16	20	25	22	23	28	40	77	79
%YoY													
아연	(10.6)	8.2	38.4	1.1	(12.9)	(11.2)	33.2	15.6	(24.0)	4.9	3.1	17.5	0.2
연	(14.8)	4.7	23.9	(3.2)	(11.0)	(8.5)	20.6	(2.3)	(0.7)	(3.1)	(5.3)	(2.1)	(2.1)
금	(8.4)	6.9	1.6	1.0	9.7	26.8	1.9	0.1	7.8	22.8	44.1	35.0	0.4
은	(17.7)	8.9	(0.2)	(7.8)	3.0	24.9	24.4	(13.6)	7.5	20.7	41.8	92.1	2.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

고려아연 목표주가 산정

	상세	비고
EPS (원)	58,695	12개월 선행 EPS
목표 PER (배)	26.8	전략광물 프리미엄 기대감을 반영해 Peer Group에 MP Materials 포함
적정주가 (원)	1,573,237	
목표주가 (원)	1,600,000	

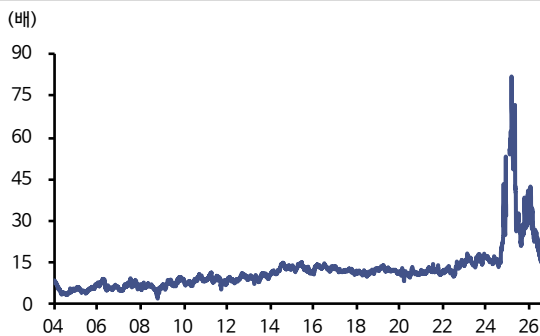
자료: 신한투자증권

고려아연 Peer Group 밸류에이션

(십억원, 배, %)	시가총액	PER			PBR			EV/EBITDA			ROE		
		25	26F	27F	25	26F	27F	25	26F	27F	25	26F	27F
고려아연	23,753	30.9	18.4	18.9	2.45	2.02	1.89	17.9	10.6	10.5	8.5	11.3	10.2
Teck Resources	44,075	31.2	15.3	18.4	1.28	1.57	1.46	8.5	5.8	6.3	5.5	11.2	8.9
Hindustan Zinc	33,585	18.9	18.1	12.8	14.66	13.05	7.21	11.3	10.9	8.2	72.6	84.3	66.9
Pan American Silver	27,419	-	13.1	10.2	-	2.62	2.22	-	7.3	6.0	16.7	19.4	23.5
Boliden	20,821	15.4	12.8	10.3	1.91	1.75	1.56	8.5	6.6	5.4	13.3	13.8	15.5
MP Materials	12,255	-	-	55.3	4.53	4.63	4.94	-	61.1	23.2	(5.7)	2.5	9.8
Aurubis	11,728	8.6	18.3	16.6	0.92	1.24	1.17	5.9	10.2	9.2	11.3	9.7	8.1
Mitsui Kinzoku	11,475	3.8	17.4	14.5	0.75	3.35	2.72	3.6	9.2	9.3	21.2	22.3	19.8
Umicore	8,413	11.2	11.8	11.9	1.92	2.14	1.90	4.4	6.7	6.7	18.4	16.6	14.9
Yunnan Copper	8,037	31.6	13.0	11.7	2.68	2.24	2.02	17.9	15.5	14.9	8.6	15.3	15.4
DOWA Holdings	4,846	10.2	9.5	8.4	0.69	1.22	1.06	5.4	10.3	6.1	7.0	13.3	13.2
Nexa Resources	2,249	10.5	4.4	3.9	1.17	1.16	0.95	3.7	3.0	2.8	14.6	31.0	24.9
AMG Critical Materials	1,685	-	17.8	9.4	1.99	1.60	1.39	8.8	7.3	5.4	(3.6)	11.5	18.3
평균		17.2	14.1	15.6	2.91	2.97	2.35	8.7	12.7	8.8	14.5	20.2	19.2

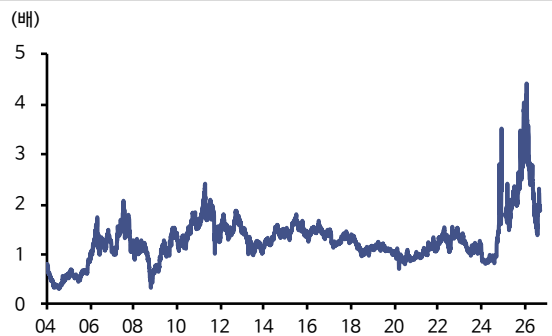
자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 주: Bloomberg 컨센서스 기준

고려아연 12개월 선행 PER



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 신한투자증권

고려아연 12개월 선행 PBR



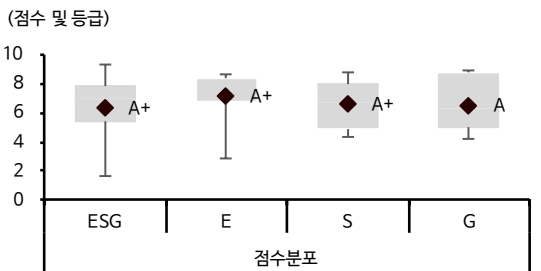
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 신한투자증권

ESG Insight

Analyst Comment

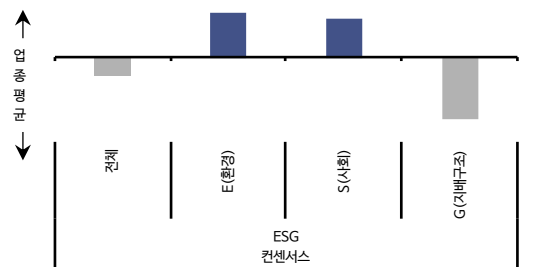
- ◆ 2021년 제련업계 최초로 RE100에 가입하였고, 태양광, 풍력 자원을 활용한 신재생에너지 로드맵을 구축
- ◆ 지속가능경영본부 및 안전혁신위원회를 신설했고 '중대재해 0' 사업장 목표로 안전관리에 3,500억원을 추가 투입 계획
- ◆ ESG 전문가인 첫 여성 사외이사를 이사회에 선임하며 ESG 경영 강화를 위해 노력 중

신한 ESG 컨센서스 분포



자료: 신한투자증권

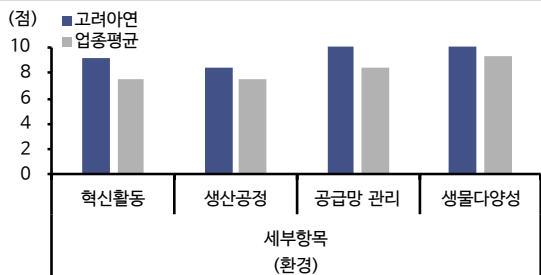
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

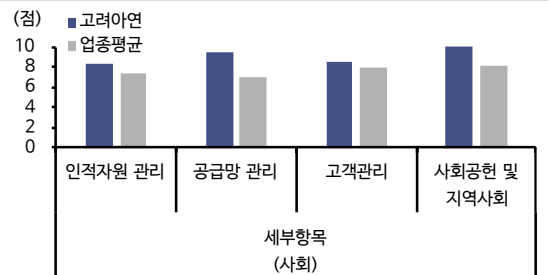
Key Chart

E(환경) 세부항목별 점수 및 업종평균



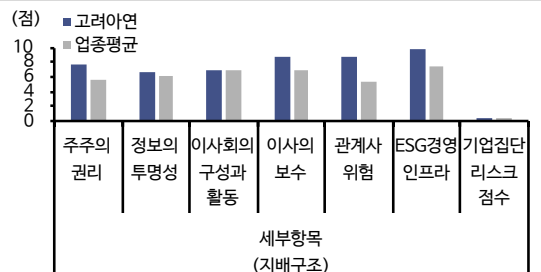
자료: Sustainvest, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 Sustainvest 기준

S(사회) 세부항목별 점수 및 업종평균



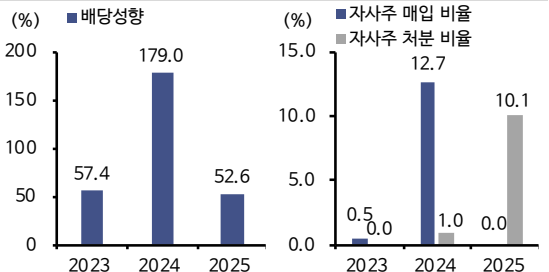
자료: Sustainvest, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 Sustainvest 기준

G(지배구조) 세부항목별 점수 및 업종평균



자료: Sustainvest, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 Sustainvest 기준

배당성향 및 자사주 매입/소각 비율



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
자산총계	14,792.3	20,395.7	23,712.8	27,766.4	31,466.8
유동자산	7,567.1	12,069.3	11,676.0	10,483.3	11,033.2
현금및현금성자산	893.8	3,451.1	3,755.2	1,621.6	991.6
매출채권	806.1	1,115.0	1,127.3	1,269.4	1,447.6
재고자산	3,780.4	6,220.5	5,781.9	6,510.8	7,425.0
비유동자산	7,225.2	8,326.4	12,036.7	17,283.1	20,433.6
유형자산	4,818.7	5,364.6	6,430.0	11,283.5	13,938.1
무형자산	983.8	1,170.5	1,232.3	1,220.6	1,209.0
투자자산	1,063.4	1,401.4	3,979.9	4,384.5	4,892.0
기타금융유형자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	7,196.9	9,211.5	11,660.1	14,932.9	17,747.6
유동부채	6,366.3	6,127.5	7,415.9	8,986.6	9,677.9
단기차입금	3,319.9	3,047.3	4,289.5	5,477.5	5,691.5
매출채무	1,600.8	2,338.9	1,863.9	2,098.9	2,393.6
유동성장기부채	13.8	81.4	84.7	85.9	90.6
비유동부채	830.6	3,084.0	4,244.2	5,946.3	8,069.8
사채	0.0	1,596.2	2,127.5	3,009.7	4,144.5
장기차입금(경기금융부채 포함)	662.8	1,276.7	1,895.8	2,687.9	3,641.6
기타금융유형부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	7,595.4	11,184.2	12,052.7	12,833.5	13,719.2
자본금	104.5	115.6	115.6	115.6	115.6
자본잉여금	1,619.0	4,442.6	4,442.6	4,442.6	4,442.6
기타자본	(2,092.7)	(407.5)	(407.5)	(407.5)	(407.5)
기타포괄이익누계액	101.9	244.2	572.2	572.2	572.2
이익잉여금	7,601.0	6,542.8	7,082.1	7,863.9	8,751.0
지배주주지분	7,333.6	10,937.7	11,805.0	12,586.8	13,473.9
비지배주주지분	261.8	246.5	247.7	246.7	245.3
*충차입금	5,083.7	6,239.3	8,739.2	11,643.7	13,996.6
*순차입금(순현금)	2,425.1	1,698.4	4,311.4	9,322.5	12,271.5

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	515.8	(628.2)	1,745.0	1,736.0	2,136.2
당기순이익	194.8	770.2	1,253.4	1,188.7	1,293.6
유형자산상각비	339.8	350.5	684.5	1,177.6	1,613.6
무형자산상각비	12.9	11.6	11.7	11.7	11.6
회계환산손실(이익)	127.5	44.0	87.1	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	6.3	10.2	7.3	5.3	5.3
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	110.7	(39.4)	(32.0)	(39.2)	(40.5)
운전자본변동	(458.0)	(1,897.3)	(398.2)	(545.5)	(684.2)
(법인세납부)	(196.0)	(201.2)	(422.1)	(491.3)	(532.4)
기타	377.8	323.2	553.3	428.7	469.2
투자활동으로인한현금흐름	(1,355.0)	(441.1)	(3,562.0)	(6,349.0)	(4,693.6)
유형자산증가(CAPEX)	(1,113.3)	(889.6)	(1,615.8)	(6,031.1)	(4,268.2)
유형자산감소	1.1	3.6	1.0	0.0	0.0
무형자산감소(증가)	(14.3)	(48.7)	(10.9)	0.0	0.0
투자자산감소(증가)	(288.0)	538.6	886.4	(353.5)	(454.7)
기타	59.5	(45.0)	(2,822.7)	35.6	29.3
FCF	(959.7)	(1,408.9)	1,015.2	(3,788.2)	(1,626.4)
재무활동으로인한현금흐름	1,098.1	3,674.7	2,011.2	2,496.7	1,945.0
차입금증가(감소)	3,556.7	1,004.4	2,282.5	2,904.6	2,352.9
자기주식처분(취득)	2,127.6	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(314.9)	(139.3)	(265.8)	(407.9)	(407.9)
기타	(4,271.3)	2,809.6	(5.5)	(0.0)	(0.0)
기타현금흐름	0.0	0.0	45.2	(17.2)	(17.6)
현금및유형자산으로인한현금증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(41.9)	(48.1)	64.7	0.0	0.0
현금증가(감소)	217.0	2,557.3	304.1	(2,133.6)	(630.1)
기초현금	676.8	893.8	3,451.1	3,755.2	1,621.6
기말현금	893.8	3,451.1	3,755.2	1,621.6	991.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	12,052.9	16,587.9	23,143.0	23,018.9	26,024.6
증감률 (%)	24.2	37.6	39.5	(0.5)	13.1
매출원가	10,912.1	14,786.3	19,864.0	19,831.6	22,536.1
매출총이익	1,140.8	1,801.5	3,279.0	3,187.3	3,488.5
매출총이익률 (%)	9.5	10.9	14.2	13.8	13.4
판매관리비	417.3	569.6	829.9	888.0	1,038.3
영업이익	723.5	1,231.9	2,449.1	2,299.4	2,450.2
증감률 (%)	9.6	70.3	98.8	(6.1)	6.6
영업이익률 (%)	6.0	7.4	10.6	10.0	9.4
영업외손익	(431.0)	(203.0)	(659.8)	(619.4)	(624.2)
금융손익	(240.3)	(229.4)	(466.2)	(461.3)	(464.0)
기타영업외손익	(79.9)	(24.0)	(170.7)	(157.2)	(155.9)
중속 및 관계기업관련손익	(110.7)	50.4	(22.9)	(0.8)	(4.3)
세전계속사업이익	292.5	1,029.0	1,789.3	1,680.0	1,826.0
법인세비용	97.7	258.7	535.8	491.3	532.4
계속사업이익	194.8	770.2	1,253.4	1,188.7	1,293.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	194.8	770.2	1,253.4	1,188.7	1,293.6
증감률 (%)	(63.5)	295.4	62.7	(5.2)	8.8
순이익률 (%)	1.6	4.6	5.4	5.2	5.0
(지배주주)당기순이익	190.9	775.0	1,253.2	1,189.7	1,294.9
(비지배주주)당기순이익	3.9	(4.8)	0.2	(1.0)	(1.3)
총포괄이익	394.0	882.2	1,584.1	1,188.7	1,293.6
(지배주주)총포괄이익	384.2	889.3	1,578.8	1,184.7	1,289.2
(비지배주주)총포괄이익	9.8	(7.1)	5.3	4.0	4.3
EBITDA	1,076.2	1,594.0	3,145.3	3,488.7	4,075.4
증감률 (%)	9.9	48.1	97.3	10.9	16.8
EBITDA 이익률 (%)	8.9	9.6	13.6	15.2	15.7

주요 투자지표

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (당기순이익, 원)	9,376	38,277	60,050	56,949	61,973
EPS (지배순이익, 원)	9,190	38,514	60,040	56,997	62,036
BPS (자본총계, 원)	366,871	535,823	577,430	614,838	657,270
BPS (지배지분, 원)	354,226	524,015	565,564	603,021	645,517
DPS (원)	17,500	20,000	20,000	20,000	20,000
PER (당기순이익, 배)	107.3	34.4	19.4	20.4	18.8
PER (지배순이익, 배)	109.5	34.2	19.4	20.4	18.7
PBR (자본총계, 배)	2.7	2.5	2.0	1.9	1.8
PBR (지배지분, 배)	2.8	2.5	2.1	1.9	1.8
EV/EBITDA (배)	21.9	16.6	9.2	9.7	9.0
배당성향 (%)	179.0	52.6	32.5	34.3	31.5
배당수익률 (%)	1.7	1.5	1.7	1.7	1.7
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	8.9	9.6	13.6	15.2	15.7
영업이익률 (%)	6.0	7.4	10.6	10.0	9.4
순이익률 (%)	1.6	4.6	5.4	5.2	5.0
ROA (%)	1.5	4.4	5.7	4.6	4.4
ROE (지배순이익, %)	2.3	8.5	11.0	9.8	9.9
ROIC (%)	4.9	9.5	14.7	11.0	9.1
안정성					
부채비율 (%)	94.8	82.4	96.7	116.4	129.4
순차입금비율 (%)	31.9	15.2	35.8	72.6	89.4
현금비율 (%)	14.0	56.3	50.6	18.0	10.2
이자보상배율 (배)	6.1	6.0	9.5	6.8	5.9
활동성					
순운전자본회전율 (회)	4.6	4.3	5.0	4.8	4.7
재고자산회수기간 (일)	97.2	110.0	94.6	97.5	97.7
매출채권회수기간 (일)	20.3	21.1	17.7	19.0	19.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

S-Oil (010950)

유가가 다시 뛰어도, 설비는 늘지 않는다

2026년 9월 16일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	220,000 원 (상향)
✓ 상승여력	47.9%	✓ 현재주가 (9월 15일)	148,700 원

[정유]

이진명 수석연구원

✉ jinmyung.lee93@shinhan.com

김명주 연구원

✉ kimmj@shinhan.com

신한생각 우회할 수 없는 것을 가진 회사

지정학 충격은 전환 능력의 가치를 높임. 걸프 수출은 7월 전쟁 전의 61%까지 회복했으나 9월 동서 송유관 중단으로 다시 차질. 정제설비는 대체 불가. 두바이는 8월 88.4달러에서 9월 11일 123.7달러로 재급등. 8월 복합정제마진은 34.0달러로 과거 평균의 4.8배. 더 오래 부족한 건 정제설비

OSP 인하와 중간유분 강세가 함께 작동

사우디 아랍라이트 OSP는 5월 +19.5달러에서 9·10월 -2.0달러로 낮아져 2020년 6월 이후 최저. 아람코 계약 물량으로 가격·물량 가시성이 높지만 우회로 중단은 도입 지연 요인. OSP와 중간유분 강세의 수혜는 유효. 8월 경유 마진은 과거 평균의 4.3배인 반면 휘발유는 2.1배에 불과

업황 강세가 이어지는 이유는 낮은 재고에 기인. 미국 중간유분 재고는 8월 하순 기준 역대 최저이고 OECD 상업재고도 2014년 4월 이후 최저. 아람코는 재충적에 최대 18개월을 언급. 설비가 복구돼도 초기 증산분이 재고 보충에 우선 흡수되므로 마진 정상화는 공급 회복보다 느릴 전망

Valuation & Risk: 이익 체력 대비 낮은 밸류에이션

목표주가는 실적 추정치 및 목표 PBR 상향을 반영해 220,000원(+10%)으로 변경. 12개월 선행 PBR 1.4배로 과거 호황기 평균(1.7배) 하회. 리레이팅의 근거는 투자 정점 통과와 이익·배당 체력 확대. 사힌은 4분기 시운전을 거쳐 2027년 초 상업가동 예정이며 CapEx는 2027년 0.5조원(2026년 2.1조원)으로 축소돼 배당 확대 여력 확보

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	36,637.0	34,247.0	43,577.4	41,624.3	40,087.3
영업이익 (십억원)	460.6	288.2	5,232.7	3,799.5	3,399.7
순이익 (십억원)	(193.0)	177.0	3,783.4	3,332.7	2,999.0
ROE (%)	(2.2)	2.0	36.4	25.6	19.8
배당수익률 (%)	0.2	0.4	4.6	6.1	5.6
PER (배)	-	55.1	4.6	5.3	5.8
PBR (배)	0.7	1.1	1.5	1.2	1.1
EV/EBITDA (배)	10.5	15.0	3.7	3.9	3.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

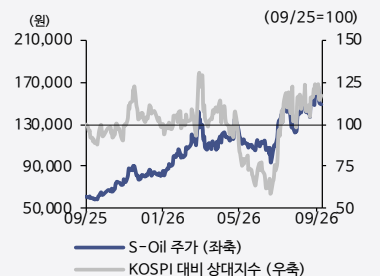
Revision	
실적추정치	상향
Valuation	상향

시가총액	16,741.1 십억원
발행주식수(유동비율)	112.6 백만주(36.6%)
52주 최고가/최저가	165,900 원/57,800 원
일평균 거래액 (60 일)	59,823 백만원
외국인 지분율	79.3%

주요주주 (%)	
Aramco Overseas Company BV 외 5 인	63.4
국민연금공단	10.0

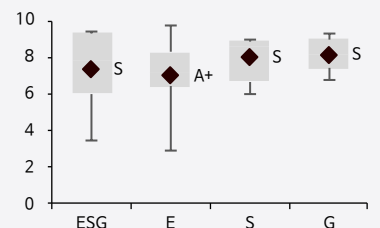
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	0.7	30.8	150.8	85.2
상대	6.1	68.6	28.9	20.4

주가

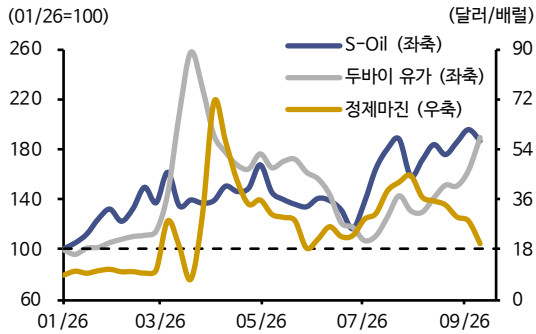


ESG 컨센서스

(점수 및 등급)

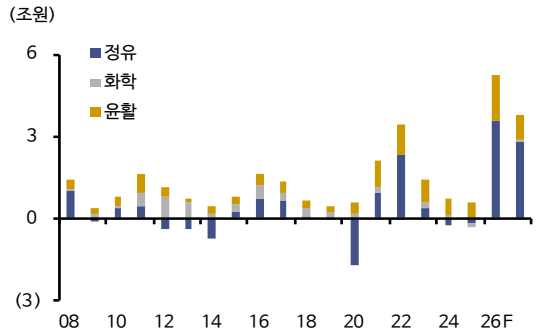


S-Oil 주가, 두바이 유가 상대지수 및 정제마진



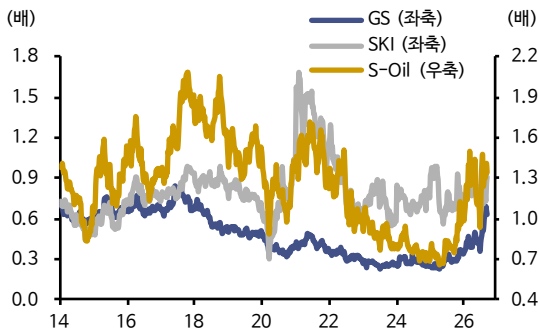
자료: Petronet, QuantiWise, 신한투자증권

사업부별 영업이익 추이 및 전망



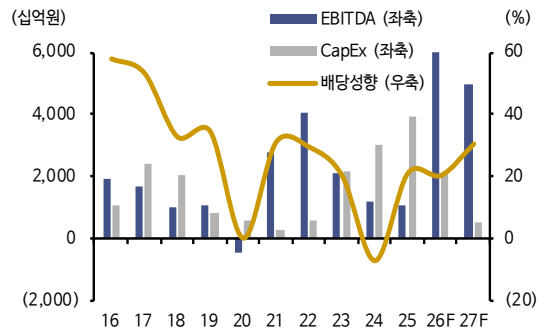
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

국내 정유사 12개월 선행 PBR 밴드



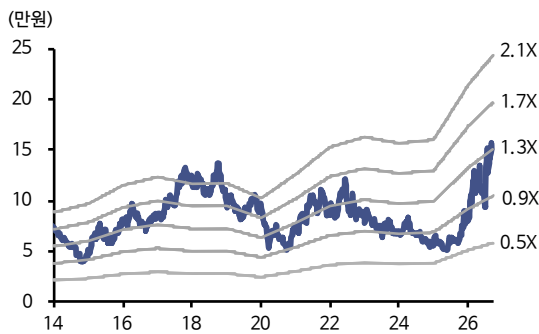
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 신한투자증권

S-Oil CapEx/EBITDA 및 배당성향



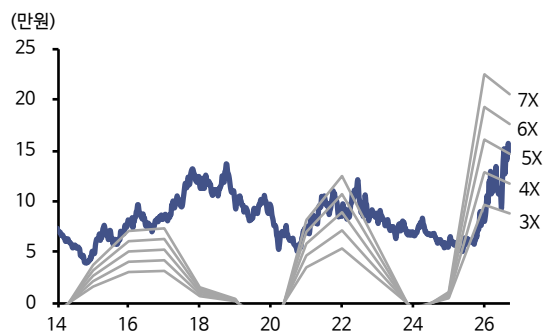
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

S-Oil 12MF PBR 밴드 차트



자료: Bloomberg, 신한투자증권 추정

S-Oil 12MF PER 밴드 차트



자료: Bloomberg, 신한투자증권 추정

S-Oil 실적 추정치 변경 내역

(십억원, %)	변경전		변경후		변경률	
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
매출액	42,313.8	38,897.8	43,577.4	41,624.3	3.0	7.0
영업이익	4,965.7	3,684.4	5,232.7	3,799.5	5.4	3.1
영업이익률	11.7	9.5	12.0	9.1	-	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

S-Oil 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	8,990.5	8,048.5	8,415.4	8,792.6	8,942.7	11,343.5	11,620.8	11,670.4	35,727.2	36,637.0	34,247.0	43,577.4	41,624.3
정유	7,072.0	6,259.9	6,694.3	6,979.2	7,101.3	9,029.3	9,080.4	9,168.7	28,257.2	28,804.4	27,005.4	34,379.7	30,981.3
화학	1,128.0	1,033.7	1,016.3	1,056.1	1,104.4	1,012.5	1,042.3	1,159.7	4,384.7	4,702.9	4,234.1	4,318.9	7,161.1
운할	790.5	754.9	704.7	757.2	737.0	1,301.7	1,498.1	1,342.0	3,085.4	3,129.7	3,007.3	4,878.9	3,481.9
영업이익	(21.5)	(344.0)	229.2	424.5	1,231.1	965.0	1,694.2	1,342.4	1,418.6	460.6	288.2	5,232.7	3,799.5
정유	(56.8)	(441.0)	115.5	225.3	1,039.0	532.4	1,116.0	884.1	399.0	(245.4)	(157.0)	3,571.6	2,824.5
화학	(74.5)	(34.6)	(19.9)	(7.8)	25.5	(44.8)	3.6	7.2	203.7	134.8	(136.8)	(8.5)	51.2
운할	109.7	131.8	133.6	207.0	166.6	477.4	574.5	451.1	815.7	571.2	582.1	1,669.6	923.8
세전이익	(67.4)	(106.3)	81.5	265.4	991.4	705.5	1,612.0	1,655.8	1,131.7	(332.5)	173.2	4,964.7	4,272.7
지배순이익	(44.6)	(66.8)	63.2	225.1	721.0	514.6	1,257.4	1,290.5	948.8	(193.0)	177.0	3,783.4	3,332.7
영업이익률	(0.2)	(4.3)	2.7	4.8	13.8	8.5	14.6	11.5	4.0	1.3	0.8	12.0	9.1
정유	(0.8)	(7.0)	1.7	3.2	14.6	5.9	12.3	9.6	1.4	(0.9)	(0.6)	10.4	9.1
화학	(6.6)	(3.3)	(2.0)	(0.7)	2.3	(4.4)	0.3	0.6	4.6	2.9	(3.2)	(0.2)	0.7
운할기유	13.9	17.5	19.0	27.3	22.6	36.7	38.3	33.6	26.4	18.3	19.4	34.2	26.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

S-Oil Valuation

	기존	신규		비고
	12MF	2026F	12MF	
BPS (원)	111,879	101,875	114,938	과거 업사이클 평균 PBR에 10% 할증
목표 PBR (배)	1.7	2.2	1.9	
목표주가 (원)	200,000	220,000	220,000	

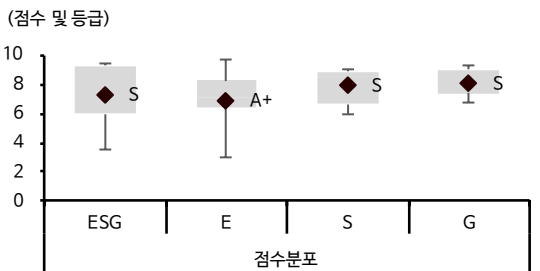
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

ESG Insight

Analyst Comment

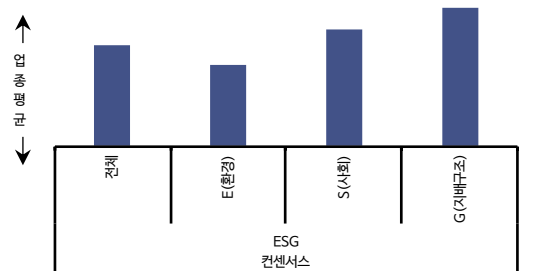
- ◆ 환경: '비전 2030'을 통해 탄소배출량 감축 등 다양한 노력을 통하여 친환경 에너지 화학 기업으로 변화하고자 함
- ◆ 사회: 효과적인 인재 관리를 비롯해 업무 효율성 향상을 위한 복지 제도를 구축하고 육성과 화합의 노사관계 추구
- ◆ 지배구조: 대표이사 산하의 ESG위원회 신설을 통해 ESG 분야의 기본 정책, 전략 등을 체계적으로 관리

신한 ESG 컨센서스 분포



자료: Sustainvest, 신한투자증권

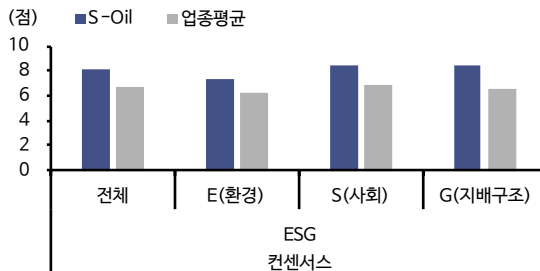
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: Sustainvest, 신한투자증권

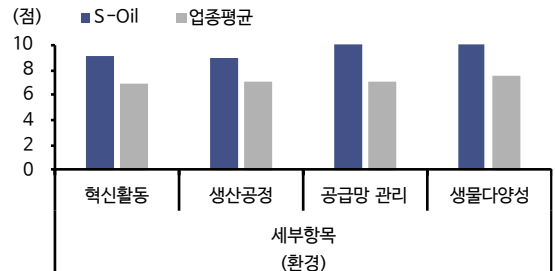
Key Chart

ESG 필라



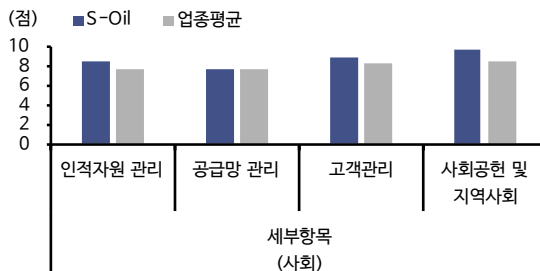
자료: Sustainvest, 신한투자증권

세부항목 - E(환경)



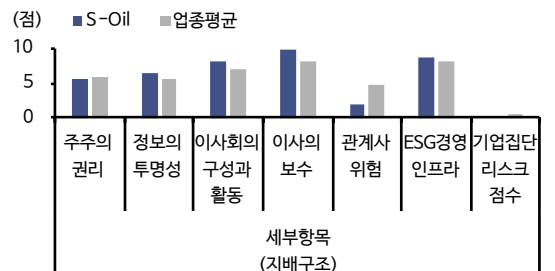
자료: Sustainvest, 신한투자증권

세부항목 - S(사회)



자료: Sustainvest, 신한투자증권

세부항목 - G(지배구조)



자료: Sustainvest, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
자산총계	24,451.4	26,557.0	30,643.9	32,121.5	33,471.1
유동자산	10,048.0	8,615.6	11,394.3	13,491.1	15,473.3
현금및현금성자산	1,945.8	1,834.7	2,451.3	4,949.0	7,246.6
매출채권	2,171.0	2,005.1	2,656.9	2,537.8	2,444.1
재고자산	4,493.1	4,164.4	5,508.1	5,261.2	5,067.0
비유동자산	14,403.4	17,941.4	19,249.6	18,630.4	17,997.8
유형자산	13,581.8	16,990.0	18,291.1	17,686.6	17,069.5
무형자산	148.8	149.5	139.6	127.5	114.2
투자자산	203.0	187.6	204.7	202.0	199.9
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	15,755.8	17,669.6	18,764.9	17,957.6	17,274.6
유동부채	11,656.7	12,210.9	13,441.3	12,811.8	12,296.1
단기차입금	3,354.9	2,173.1	2,064.4	1,961.2	1,863.2
매입채무	4,981.6	6,981.7	7,611.3	7,270.2	7,001.7
유동성장기부채	659.9	330.7	297.6	267.8	241.1
비유동부채	4,099.1	5,458.7	5,323.6	5,145.9	4,978.5
사채	2,475.5	3,553.5	3,375.9	3,207.1	3,046.7
장기차입금(경기금융부채 포함)	1,458.6	1,749.0	1,749.0	1,749.0	1,749.0
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	8,695.6	8,887.4	11,879.1	14,163.9	16,196.5
자본금	291.5	291.5	291.5	291.5	291.5
자본잉여금	1,331.5	1,331.5	1,331.5	1,331.5	1,331.5
기타자본	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(1.9)
기타포괄이익누계액	44.0	44.7	44.7	44.7	44.7
이익잉여금	7,030.5	7,221.6	10,213.2	12,498.0	14,530.7
지배주주지분	8,695.6	8,887.4	11,879.1	14,163.9	16,196.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	8,005.3	7,937.7	7,654.1	7,344.8	7,053.7
*순차입금(순현금)	6,000.7	6,064.6	5,153.8	2,349.1	(237.9)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	1,467.6	3,942.3	3,175.9	4,145.9	4,152.1
당기순이익	(193.0)	177.0	3,783.4	3,332.7	2,999.0
유형자산상각비	741.0	791.1	814.0	1,124.0	1,128.4
무형자산상각비	11.0	15.9	19.1	20.4	20.4
외화환산손실(이익)	396.7	120.9	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	3.9	0.5	0.5	0.5	0.5
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(5.9)	(3.5)	(8.8)	0.0	0.0
운전자본변동	828.9	3,091.4	(1,434.2)	(333.6)	1.9
(법인세납부)	(191.3)	0.0	(1,181.3)	(940.0)	(918.5)
기타	(123.7)	(251.0)	1,183.2	941.9	920.4
투자활동으로인한현금흐름	(3,027.0)	(3,782.7)	(2,144.9)	(524.9)	(516.4)
유형자산증가(CAPEX)	(3,041.9)	(3,906.0)	(2,115.0)	(519.5)	(511.2)
유형자산감소	3.5	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산감소(증가)	(27.3)	0.7	(9.2)	(8.3)	(7.0)
투자자산감소(증가)	3.2	1.0	(10.2)	0.7	0.1
기타	35.5	121.5	(10.5)	2.2	1.7
FCF	(1,261.7)	454.7	1,889.7	3,498.2	3,169.1
재무활동으로인한현금흐름	1,538.8	(269.6)	(415.3)	(1,124.3)	(1,339.0)
차입금증가(감소)	1,810.1	(164.7)	(283.6)	(309.3)	(291.1)
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(189.3)	(0.1)	(131.7)	(815.0)	(1,047.9)
기타	(82.0)	(104.8)	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.9	0.9	0.9
연결범위변동으로인한현금증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	3.2	(1.2)	0.0	0.0	0.0
현금증가(감소)	(17.4)	(111.2)	616.7	2,497.6	2,297.6
기초현금	1,963.3	1,945.8	1,834.7	2,451.3	4,949.0
기말현금	1,945.8	1,834.7	2,451.3	4,949.0	7,246.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	36,637.0	34,247.0	43,577.4	41,624.3	40,087.3
증감률 (%)	2.5	(6.5)	27.2	(4.5)	(3.7)
매출원가	35,411.2	33,203.7	37,317.8	36,864.8	35,756.8
매출총이익	1,225.9	1,043.3	6,259.5	4,759.5	4,330.4
매출총이익률 (%)	3.3	3.0	14.4	11.4	10.8
판매관리비	803.7	807.6	1,026.9	960.0	930.7
영업이익	422.2	235.6	5,232.7	3,799.5	3,399.7
증감률 (%)	(68.8)	(44.2)	2,120.7	(27.4)	(10.5)
영업이익률 (%)	1.2	0.7	12.0	9.1	8.5
영업외손익	(754.7)	(62.4)	(267.9)	473.2	517.8
금융손익	(443.8)	(194.3)	(344.8)	217.6	267.4
기타영업외손익	(316.8)	128.4	68.0	255.6	250.4
중속 및 관계기업관련손익	5.9	3.5	8.8	0.0	0.0
세전계속사업이익	(332.5)	173.2	4,964.7	4,272.7	3,917.5
법인세비용	(139.5)	(3.7)	1,181.3	940.0	918.5
계속사업이익	(193.0)	177.0	3,783.4	3,332.7	2,999.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(193.0)	177.0	3,783.4	3,332.7	2,999.0
증감률 (%)	적전	흑전	2,038.1	(11.9)	(10.0)
순이익률 (%)	(0.5)	0.5	8.7	8.0	7.5
(지배주주)당기순이익	(193.0)	177.0	3,783.4	3,332.7	2,999.0
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	(152.6)	191.9	3,783.4	3,332.7	2,999.0
(지배주주)총포괄이익	(152.6)	191.9	3,783.4	3,332.7	2,999.0
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	1,174.1	1,042.6	6,065.7	4,943.9	4,548.4
증감률 (%)	(43.4)	(11.2)	481.8	(18.5)	(8.0)
EBITDA 이익률 (%)	3.2	3.0	13.9	11.9	11.3

주요 투자지표

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (당기순이익, 원)	(1,660)	1,506	32,222	28,284	25,445
EPS (지배순이익, 원)	(1,660)	1,506	32,222	28,284	25,445
BPS (자본총계, 원)	74,574	76,218	101,875	121,469	138,901
BPS (지배지분, 원)	74,574	76,218	101,875	121,469	138,901
DPS (원)	125	330	6,800	9,000	8,300
PER (당기순이익, 배)	-	55.1	4.6	5.3	5.8
PER (지배순이익, 배)	-	55.1	4.6	5.3	5.8
PBR (자본총계, 배)	0.7	1.1	1.5	1.2	1.1
PBR (지배지분, 배)	0.7	1.1	1.5	1.2	1.1
EV/EBITDA (배)	10.5	15.0	3.7	3.9	3.7
배당성향 (%)	(7.6)	21.8	20.9	31.4	32.2
배당수익률 (%)	0.2	0.4	4.6	6.1	5.6
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	3.2	3.0	13.9	11.9	11.3
영업이익률 (%)	1.2	0.7	12.0	9.1	8.5
순이익률 (%)	(0.5)	0.5	8.7	8.0	7.5
ROA (%)	(0.8)	0.7	13.2	10.6	9.1
ROE (지배순이익, %)	(2.2)	2.0	36.4	25.6	19.8
ROIC (%)	0.9	1.6	26.2	18.3	16.6
안정성					
부채비율 (%)	181.2	198.8	158.0	126.8	106.7
순차입금비율 (%)	69.0	68.2	43.4	16.6	(1.5)
현금비율 (%)	16.7	15.0	18.2	38.6	58.9
이자보상배율 (배)	1.5	0.9	19.4	14.6	13.7
활동성					
순운전자본회전율 (회)	41.9	(29.2)	(18.0)	(21.1)	(21.2)
재고자산회수기간 (일)	45.5	46.1	40.5	47.2	47.0
매출채권회수기간 (일)	22.3	22.3	19.5	22.8	22.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

곡물이 다시 중요해진다

2026년 9월 16일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	260,000 원 (유지)
✓ 상승여력	45.5%	✓ 현재주가 (9월 15일)	178,700 원

[음식료]

조상훈 연구위원

✉ sanghoonpure.cho@shinhan.com

신한생각 유가 상승이 만드는 새로운 에너지 구조의 수혜

중국발 공급 증가와 경쟁 심화로 바이오 실적 부진 장기화되며 주가 약세. 다만 유가 및 곡물 가격 상승으로 상황이 회복되며 전사 영업이익 개선의 핵심 동력으로 작용. 하반기 바이오 업황 정상화에 따른 이익 레버리지 확대 주목. 이외에 사업 재편 등 재무구조 개선을 위한 빠른 실행력 요구

곡물의 가치 상승을 사업 전반으로 흡수하는 기업

동사는 조달, 가공, 바이오 소재로의 전환 등 곡물 밸류체인 전반으로 수직제철화 구축, 변동성 구간에서 경쟁업체 대비 안정적인 매입단가 유지

옥수수, 당류 등 농산물 기반 원료를 발효해 사료용 아미노산으로 전환해 곡물을 비용으로만 소비하는 것이 아닌 부가가치가 높은 소재로 전환하는 사업 구조 보유. 곡물 가격 상승이 아미노산 제품 판가로 전가되며 원재료 상승이 오히려 바이오 수익성 개선으로 이어질 수 있음

바이오 사업은 1Q26을 기점으로 부진에서 벗어나는 모습. 상반기에는 스페셜티 위주의 회복 부각, 하반기부터는 전반적인 사료용 아미노산(라이신, 트립토판 등) 중심 회복 예상. 유가 및 곡물가격 상승에 따른 판가 상승, 미국과 브라질의 중국산 라이신 반덤핑 관세 부과 등의 변화가 동사에 우호적으로 작용하며 바이오 이익 기여도 확대 기대

Valuation & Risk: 결국은 글로벌 식품이 전사 밸류에이션 결정

목표주가 260,000원(SOTP Valuation, 사업부문별 가치합산평가) 유지. 밸류에이션(12개월 선행 주가수익비율 9배) 매력적. 바이오 사업이 전사 실적 하방 지지, 향후 글로벌 식품 성장성이 중장기 밸류에이션 레벨 결정

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	27,239.7	27,342.6	29,254.3	30,671.7	32,259.3
영업이익 (십억원)	1,452.1	1,233.6	1,152.3	1,321.0	1,415.9
순이익 (십억원)	132.3	(571.5)	244.4	370.9	427.7
ROE (%)	1.8	(7.7)	3.4	5.0	5.5
배당수익률 (%)	2.3	2.9	3.3	3.3	3.3
PER (배)	33.7	-	12.5	8.2	7.1
PBR (배)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA (배)	6.2	6.4	6.5	5.9	5.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

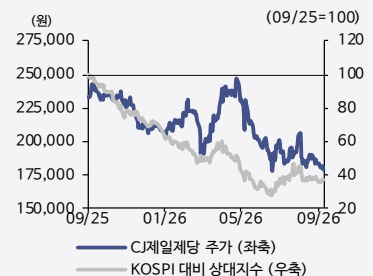
Revision	
실적추정치	유지
Valuation	유지

시가총액	2,682.7십억원
발행주식수(유동비율)	15.1 백만주(51.9%)
52주 최고가/최저가	246,500 원/177,500 원
일평균 거래액 (60일)	12,310백만원
외국인 지분율	11.7%

주요주주 (%)	
CJ 외 7인	45.5
국민연금공단	8.1

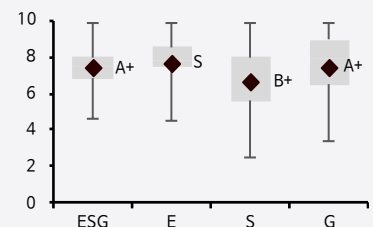
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(3.9)	(11.8)	(26.4)	(13.9)
상대	1.2	13.8	(62.1)	(44.0)

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



CJ제일제당 실적 추정치 변경 비교표

(십억원, %)	3Q26F			2026F			2027F		
	기존 추정치	잠정치	과리율(%)	변경전	변경후	변경률(%)	변경전	변경후	변경률(%)
매출액	7,434	7,424	(0.1)	29,283	29,254	(0.1)	30,740	30,672	(0.2)
영업이익	316	316	(0.0)	1,153	1,152	(0.1)	1,325	1,321	(0.3)
순이익	128	142	11.4	364	379	4.3	533	516	(3.2)
영업이익률	4.3	4.3		3.9	3.9		4.3	4.3	
순이익률	1.7	1.9		1.2	1.3		1.7	1.7	

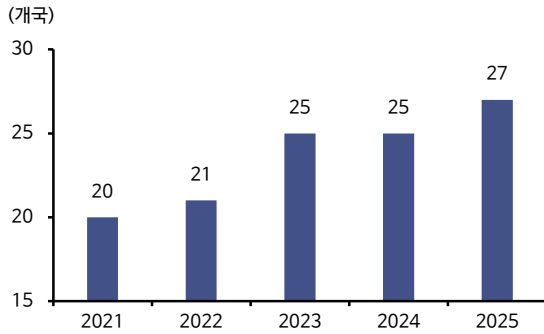
자료: 신한투자증권

CJ제일제당 목표주가 산정내역

구분	적정가치 (십억원)	주당가치 (원)	비중 (%)	비고
영업가치 (A)	10,706	668,149	253.3	
식품	7,087	442,327	167.7	2027년 예상 EBITDA에 6배 적용 (글로벌 피어 평균 30% 할인)
바이오	3,618	225,822	85.6	2027년 예상 EBITDA에 6배 적용 (글로벌 피어 평균 30% 할인)
비영업가치 (B)	641	40,028	15.2	
시장성 있는 투자유가증권	519	32,403	12.3	2026년 8월 11일 시가 적용 후 30% 할인
시장성 없는 투자유가증권	26	1,653	0.6	2Q26말 장부가 적용 후 30% 할인
부동산 가치	96	5,972	2.3	투자부동산 장부가액을 50% 할인
순현금(C)	(7,121)	(444,430)	(168.5)	2027년 말 연결기준 예상, CJ대한통운 제외
합계 (D=A+B+C)	4,226	263,748	100.0	

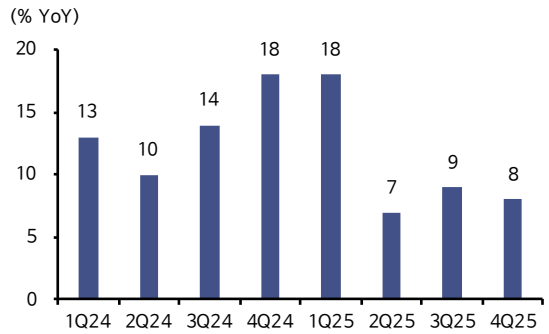
자료: 신한투자증권

CJ제일제당 유럽 내 진출 국가 수 추이



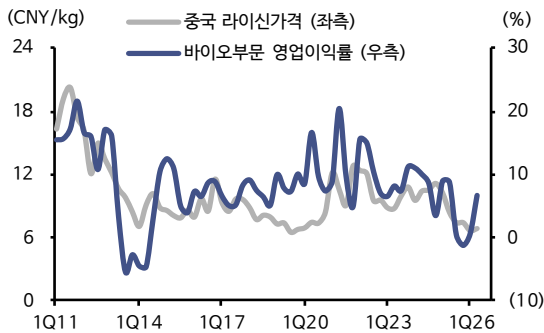
자료: 회사 자료, 신한투자증권

CJ제일제당 해외 글로벌전략제품 매출 성장률 추이



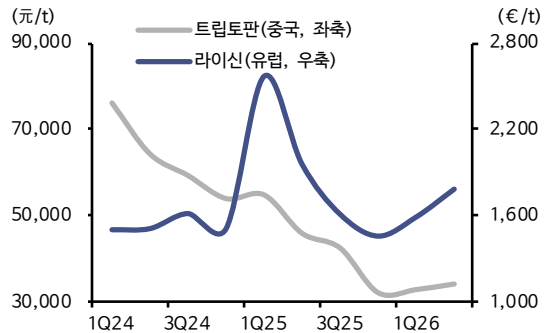
자료: 회사 자료, 신한투자증권

중국 라이신 가격 vs CJ제일제당 바이오 수익성



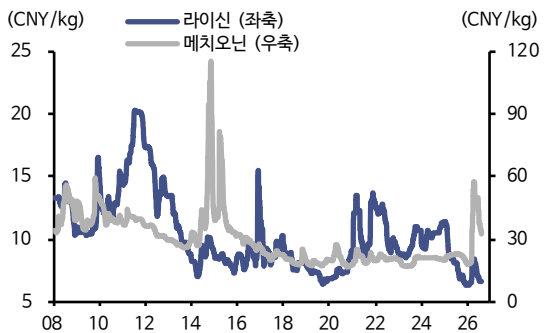
자료: WIND, 회사 자료, 신한투자증권

사료용 아미노산 제품별 시장 가격 추이



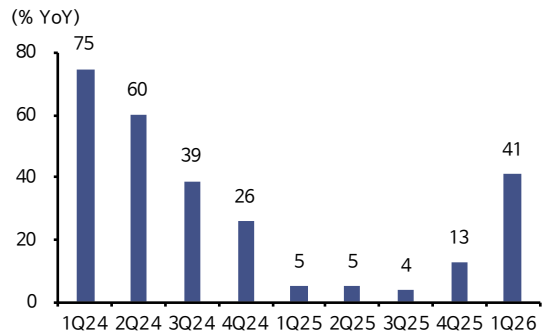
자료: 회사 자료, 신한투자증권

중국 라이신, 메치오닌 스팟가격



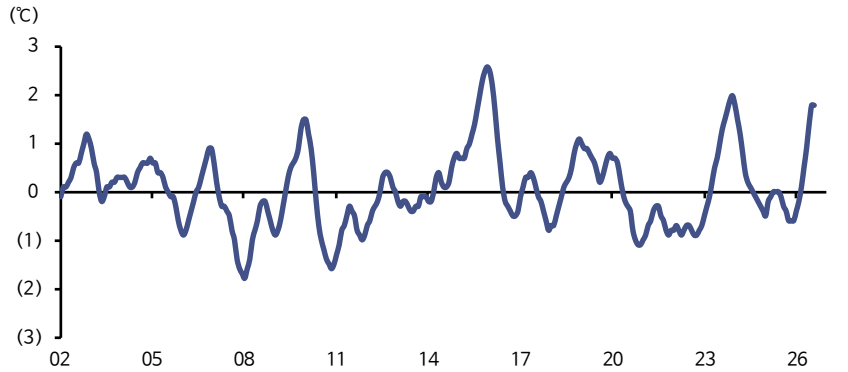
자료: WIND, 신한투자증권

알지닌 판매량 증가율



자료: 회사자료, 신한투자증권

ONI Index 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권

엘니뇨, 라니냐 History

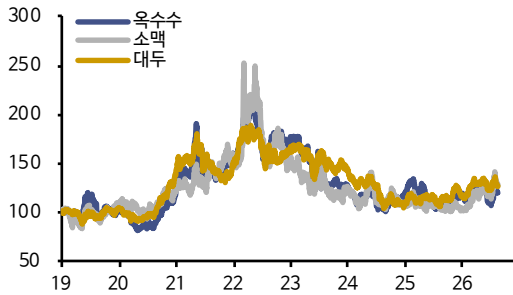
	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월
2004	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
2005	0.6	0.6	0.4	0.4	0.3	0.1	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.3)	(0.6)	(0.8)
2006	(0.9)	(0.8)	(0.6)	(0.4)	(0.1)	0.0	0.1	0.3	0.5	0.8	0.9	0.9
2007	0.7	0.2	(0.1)	(0.3)	(0.4)	(0.5)	(0.6)	(0.8)	(1.1)	(1.3)	(1.5)	(1.6)
2008	(1.6)	(1.5)	(1.3)	(1.0)	(0.8)	(0.6)	(0.4)	(0.2)	(0.2)	(0.4)	(0.6)	(0.7)
2009	(0.8)	(0.8)	(0.6)	(0.3)	0.0	0.3	0.5	0.6	0.7	1.0	1.4	1.6
2010	1.5	1.2	0.8	0.4	(0.2)	(0.7)	(1.0)	(1.3)	(1.6)	(1.6)	(1.6)	(1.5)
2011	(1.3)	(1.0)	(0.8)	(0.6)	(0.5)	(0.4)	(0.4)	(0.6)	(0.8)	(1.0)	(1.0)	(0.9)
2012	(0.7)	(0.6)	(0.5)	(0.4)	(0.2)	0.1	0.3	0.4	0.4	0.3	0.1	(0.1)
2013	(0.3)	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.3)	(0.4)	(0.3)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.2)
2014	(0.3)	(0.3)	(0.1)	0.2	0.3	0.2	0.1	0.1	0.3	0.5	0.7	0.8
2015	0.7	0.6	0.7	0.8	1.0	1.3	1.6	1.9	2.2	2.5	2.6	2.8
2016	2.6	2.3	1.7	1.0	0.5	0.0	(0.3)	(0.5)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.5)
2017	(0.2)	0.0	0.2	0.3	0.4	0.4	0.2	(0.1)	(0.3)	(0.6)	(0.8)	(0.9)
2018	(0.8)	(0.7)	(0.6)	(0.4)	(0.1)	0.1	0.1	0.3	0.5	0.8	1.0	0.9
2019	0.9	0.9	0.8	0.8	0.6	0.5	0.3	0.2	0.2	0.4	0.6	0.7
2020	0.6	0.6	0.5	0.3	0.0	(0.2)	(0.4)	(0.5)	(0.8)	(1.1)	(1.2)	(1.1)
2021	(0.9)	(0.8)	(0.7)	(0.5)	(0.4)	(0.3)	(0.3)	(0.4)	(0.6)	(0.8)	(0.9)	(0.9)
2022	(0.8)	(0.8)	(0.9)	(1.0)	(0.9)	(0.8)	(0.8)	(0.9)	(1.0)	(0.9)	(0.8)	(0.7)
2023	(0.5)	(0.3)	0.0	0.3	0.6	0.8	1.1	1.4	1.6	1.8	2.0	2.1
2024	1.9	1.6	1.3	0.8	0.5	0.2	0.1	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.4)
2025	(0.4)	(0.2)	(0.1)	0.0	0.0	0.0	(0.1)	(0.3)	(0.4)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
2026	(0.4)	(0.1)	0.1	0.5	0.9	1.4	1.8	1.8				

자료: Bloomberg, 신한투자증권

주: 엘니뇨는 3개월 이동평균한 엘니뇨 감시구역의 해수면 온도가 평년보다 +0.5 이상으로 5개월 이상 지속되는 경우(라니냐 -0.5)

주요 곡물 가격 추이

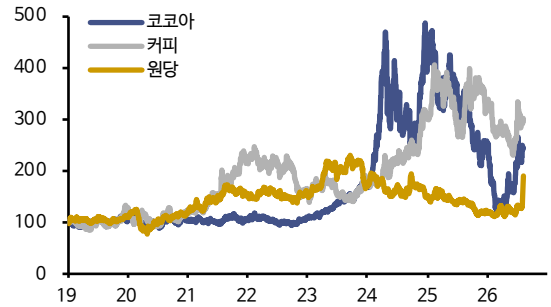
(2019.01.01 = 100)



자료: Bloomberg, 신한투자증권

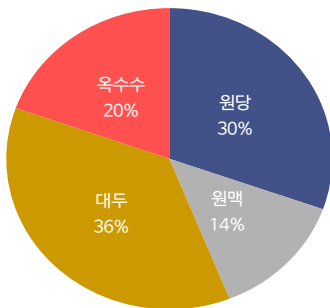
주요 Soft commodity 가격 추이

(2019.01.01 = 100)



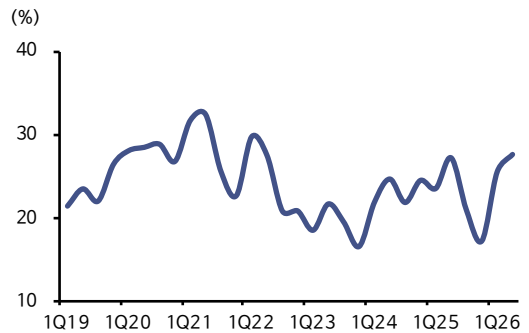
자료: Bloomberg, 신한투자증권

CJ제일제당 주요 곡종별 매입 비중



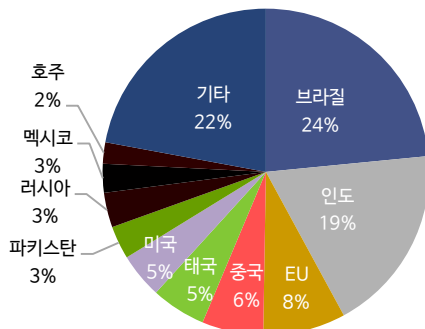
자료: CJ제일제당, 신한투자증권
주: 1H26 기준

CJ제일제당 바이오 사업 매출총이익률 추이



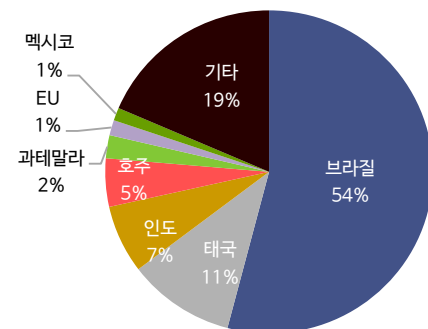
자료: CJ제일제당, 신한투자증권

글로벌 원당 생산 비중



자료: USDA, 신한투자증권
주: 26년 예상치

글로벌 원당 수출 비중



자료: USDA, 신한투자증권
주: 26년 예상치

CJ제일제당 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	6,706	6,720	7,440	5,457	7,111	7,362	7,424	7,357	27,343	29,254	30,672
식품	2,925	2,687	2,984	2,926	3,038	2,844	3,154	3,094	11,522	12,130	12,819
가공식품	2,494	2,210	2,501	2,495	2,652	2,382	2,680	2,671	9,699	10,385	11,056
국내	1,006	841	1,045	882	1,097	875	1,097	917	3,774	3,986	4,149
해외	1,488	1,369	1,455	1,612	1,556	1,507	1,582	1,753	5,925	6,399	6,907
소재식품	431	478	483	432	386	462	474	423	1,823	1,745	1,763
바이오	1,478	1,674	1,589	1,656	989	1,351	1,162	1,130	6,397	4,631	4,852
바이오	936	1,118	1,019	1,050	989	1,351	1,162	1,130	4,123	4,631	4,852
생물자원	543	555	569						2,274		
CJ대한통운	2,993	3,048	3,067	3,177	3,215	3,380	3,315	3,364	12,285	13,273	13,804
조정	(689)	(689)	(200)	(2,302)	(131)	(213)	(206)	(230)	(2,861)	(779)	(803)
전년대비 (%)	(7.1)	(7.2)	0.3	1.6	6.0	9.5	(0.2)	34.8	0.4	7.0	4.8
식품	3.3	(0.7)	0.4	2.9	3.9	5.8	5.7	5.7	1.5	5.3	5.7
가공식품	4.1	0.8	1.7	3.6	6.3	7.8	7.2	7.1	2.6	7.1	6.5
국내	(1.5)	(3.0)	(1.0)	(5.0)	9.0	4.0	5.0	4.0	(2.5)	5.6	4.1
해외	8.2	3.4	3.7	9.0	4.5	10.1	8.7	8.7	6.2	8.0	7.9
소재식품	(0.9)	(7.1)	(5.8)	(1.2)	(10.3)	(3.2)	(2.0)	(2.0)	(4.0)	(4.3)	1.0
바이오	(8.3)	2.9	(3.6)	1.6	(33.1)	(19.3)	(26.9)	(31.8)	(1.9)	(27.6)	4.8
바이오	(8.4)	5.9	(4.7)	(1.1)	5.7	20.8	14.0	7.6	(2.0)	12.3	4.8
생물자원	(8.2)	(2.6)	(1.7)						(1.5)		
CJ대한통운	2.4	(0.4)	3.1	0.5	7.4	10.9	8.1	5.9	1.4	8.0	4.0
영업이익	288	316	347	205	238	258	316	341	1,234	1,152	1,321
식품	129	90	169	138	143	71	139	145	526	498	556
가공식품	123	86	165	134	138	70	136	142	507	485	543
소재식품	6	4	4	4	5	1	4	4	18	13	13
바이오	72	108	21	0	6	91	74	79	202	250	341
바이오	37	66	9	(42)	6	91	74	79	70	250	341
생물자원	35	43	12		0	0	0	0	132		
CJ대한통운	85	115	148	160	92	102	116	132	508	442	469
영업이익률 (%)	4.3	4.7	4.7	3.8	3.3	3.5	4.3	4.6	4.5	3.9	4.3
식품	4.4	3.4	5.6	4.7	4.7	2.5	4.4	4.7	4.6	4.1	4.3
가공식품	4.9	3.9	6.6	5.4	5.2	2.9	5.1	5.3	5.2	4.7	4.9
소재식품	1.4	0.8	0.8	1.0	1.3	0.2	0.7	0.8	1.0	0.8	0.7
바이오	4.9	6.5	1.3	0.0	0.6	6.7	6.4	7.0	3.2	5.4	7.0
바이오	3.9	5.9	0.9	(4.0)	0.6	6.7	6.4	7.0	1.7	5.4	7.0
생물자원	6.5	7.7	2.1						5.8		
CJ대한통운	2.9	3.8	4.8	5.0	2.9	3.0	3.5	3.9	4.1	3.3	3.4
세전이익	162	216	197	(548)	170	(3)	201	192	65	559	727
세전이익률 (%)	2.4	3.2	2.6	(10.0)	2.4	(0.0)	2.7	2.6	0.2	1.9	2.4
당기순이익	49	185	119	(554)	105	(4)	142	136	(417)	379	516
순이익률 (%)	0.7	2.8	1.6	(10.2)	1.5	(0.1)	1.9	1.9	(1.5)	1.3	1.7

자료: 신한투자증권

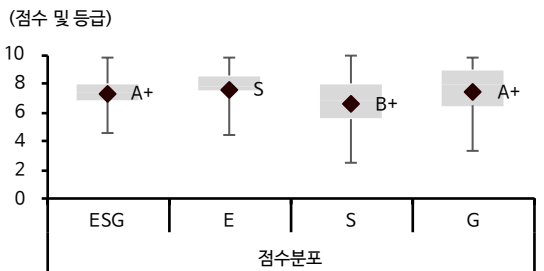
참고: 4Q25 생물자원 사업 매각에 따라 관련 손익이 중단영업손익으로 재분류

ESG Insight

Analyst Comment

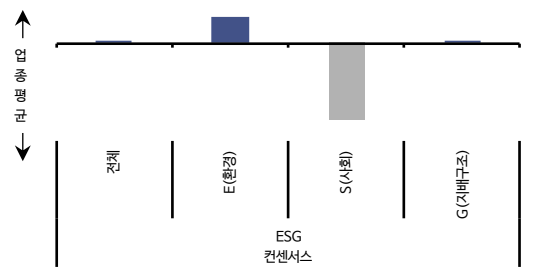
- ◆ 자사 제품의 친환경 패키징을 강화하고 원재료부터 환경을 생각하여 아마존 대두 의존도를 탈피하고 있으며, 100% 생분해되는 지속가능한 소재인 PHA 개발로 플라스틱 순환경제 체계를 구축
- ◆ 식품안전리스크 최소화, 건강한 식품 제공 및 동반성장 촉진을 강화하고, 인권경영 체계도 구축
- ◆ ESG 경영 강화를 위해 이사회 내에 지속가능경영위원회를 신설

신한 ESG 컨센서스 분포



자료: Sustainvest, 신한투자증권

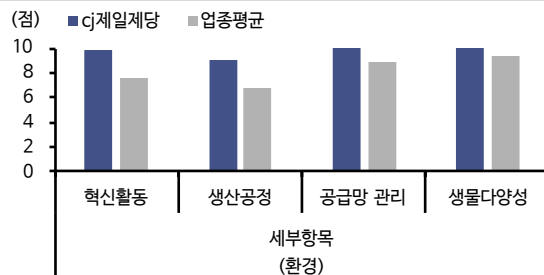
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: Sustainvest, 신한투자증권

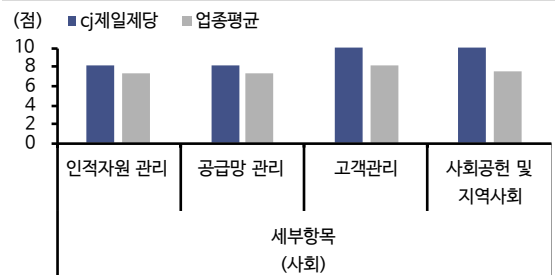
Key Chart

환경 세부 점수 및 전체평균



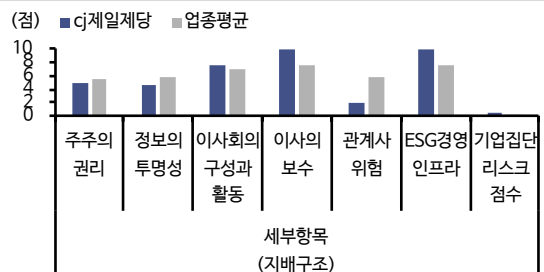
자료: Sustainvest, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 Sustainvest 기준

사회 세부 점수 및 전체평균



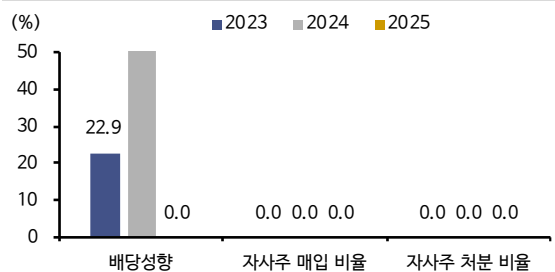
자료: Sustainvest, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 Sustainvest 기준

지배구조 세부 점수 및 전체평균



자료: Sustainvest, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 Sustainvest 기준

주주환원: 배당성향



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
자산총계	30,133.7	29,744.8	29,319.2	29,430.6	29,956.1
유동자산	9,000.0	8,869.1	8,802.4	8,817.6	8,884.1
현금및현금성자산	1,301.8	1,039.0	627.4	448.4	314.3
매출채권	3,176.7	2,919.0	3,326.0	3,434.4	3,550.4
재고자산	2,520.5	2,181.9	2,278.1	2,312.7	2,344.9
비유동자산	21,133.7	20,875.7	20,516.8	20,613.0	21,072.0
유형자산	12,376.2	12,348.6	12,140.1	11,941.1	11,780.0
무형자산	4,846.4	4,546.9	4,508.3	4,463.9	4,411.9
투자자산	1,051.3	1,100.5	1,158.1	1,198.1	1,240.1
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	17,906.8	18,193.6	17,411.8	17,035.0	16,986.3
유동부채	10,311.7	10,433.3	9,949.1	9,915.6	10,183.5
단기차입금	3,379.0	2,760.3	2,622.3	2,491.2	2,366.6
매출채무	1,915.7	1,884.9	1,852.0	1,815.8	1,789.2
매출성장기부채	2,763.4	2,608.2	2,582.1	2,556.3	2,530.7
비유동부채	7,595.1	7,760.3	7,462.7	7,119.4	6,802.8
사채	3,157.1	3,155.8	2,934.9	2,729.4	2,538.4
장기차입금(경기금융부채 포함)	2,775.2	3,135.5	2,978.7	2,829.7	2,688.3
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	12,226.9	11,551.2	11,907.3	12,395.7	12,969.9
자본금	81.9	81.9	81.9	81.9	81.9
자본잉여금	1,304.4	1,295.8	1,295.8	1,295.8	1,295.8
기타자본	(178.0)	(190.1)	(190.1)	(190.1)	(190.1)
기타포괄이익누계액	908.0	845.3	845.3	845.3	845.3
이익잉여금	5,731.2	5,025.7	5,246.8	5,589.7	6,003.9
지배주주지분	7,847.6	7,058.6	7,279.6	7,622.6	8,036.8
비지배주주지분	4,379.3	4,492.6	4,627.7	4,773.1	4,933.1
*충차입금	12,335.0	11,939.8	11,398.0	10,886.7	10,404.0
*순차입금(순현금)	10,397.9	10,522.7	10,385.0	10,045.1	9,688.8

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	2,255.3	2,481.6	2,071.1	2,390.6	2,468.4
당기순이익	345.9	(417.0)	379.4	516.4	587.7
유형자산상각비	1,396.8	1,470.3	1,424.5	1,478.9	1,502.5
무형자산상각비	161.3	161.8	178.0	183.7	192.0
외환환산손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	21.4	29.0	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(21.1)	(19.1)	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(675.9)	(43.1)	(555.7)	(413.4)	(413.5)
(법인세납부)	(197.3)	(274.4)	(234.8)	(235.5)	(248.3)
기타	1,224.2	1,574.1	879.7	860.5	848.0
투자활동으로인한현금흐름	(1,103.5)	(1,526.8)	(1,358.1)	(1,419.4)	(1,470.4)
유형자산증가(CAPEX)	(1,000.9)	(1,630.5)	(1,457.0)	(1,523.8)	(1,589.6)
유형자산감소	93.4	103.6	101.6	104.5	108.2
무형자산감소(증가)	(131.3)	(111.1)	(115.7)	(119.4)	(120.4)
투자자산감소(증가)	33.7	(43.1)	(28.5)	(29.9)	(31.4)
기타	(98.4)	154.3	141.5	149.2	162.8
FCF	861.7	(3,052.4)	451.2	987.7	1,295.6
재무활동으로인한현금흐름	(1,863.3)	(1,102.0)	(1,124.6)	(1,150.1)	(1,132.2)
차입금증가(감소)	(134.2)	80.2	(444.2)	(418.6)	(394.6)
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(128.0)	(173.5)	(173.5)	(173.5)	(173.5)
기타	(1,601.1)	(1,008.7)	(506.9)	(558.0)	(564.1)
기타현금흐름	(0.8)	(108.5)	(4.3)	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	126.0	(7.1)	4.3	0.0	0.0
현금증가(감소)	(586.3)	(262.8)	(411.5)	(179.0)	(134.1)
기초현금	1,888.1	1,301.8	1,039.0	627.4	448.4
기말현금	1,301.8	1,039.0	627.4	448.4	314.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	27,239.7	27,342.6	29,254.3	30,671.7	32,259.3
증감률 (%)	(6.1)	0.4	7.0	4.8	5.2
매출원가	21,085.2	21,434.6	22,842.8	23,697.6	24,891.9
매출총이익	6,154.6	5,908.0	6,411.6	6,974.1	7,367.4
매출총이익률 (%)	22.6	21.6	21.9	22.7	22.8
판매관리비	4,702.5	4,674.4	5,259.3	5,653.2	5,951.5
영업이익	1,452.1	1,233.6	1,152.3	1,321.0	1,415.9
증감률 (%)	12.4	(15.0)	(6.6)	14.6	7.2
영업이익률 (%)	5.3	4.5	3.9	4.3	4.4
영업외손익	(878.6)	(1,168.7)	(593.6)	(593.7)	(588.2)
금융손익	(528.1)	(380.3)	(519.2)	(460.3)	(436.9)
기타영업외손익	(376.0)	(816.3)	(109.9)	(161.6)	(179.5)
중속 및 관계기업관련손익	25.5	27.9	35.6	28.2	28.2
세전계속사업이익	573.5	64.9	573.9	727.3	827.7
법인세비용	248.3	203.4	179.3	210.9	240.0
계속사업이익	252.1	(172.5)	394.5	516.4	587.7
중단사업이익	20.7	(278.5)	15.1	0.0	0.0
당기순이익	345.9	(417.0)	379.4	516.4	587.7
증감률 (%)	(38.2)	작전	흑전	36.1	13.8
순이익률 (%)	1.3	(1.5)	1.3	1.7	1.8
(지배주주)당기순이익	132.3	(571.5)	244.4	370.9	427.7
(비지배주주)당기순이익	213.7	154.5	135.1	145.4	160.0
총포괄이익	1,059.1	(528.7)	1,229.7	1,266.9	1,522.7
(지배주주)총포괄이익	695.8	(649.0)	1,329.9	1,714.8	2,061.0
(비지배주주)총포괄이익	363.2	120.3	(100.2)	(447.9)	(538.3)
EBITDA	3,010.2	2,865.7	2,754.8	2,983.6	3,110.4
증감률 (%)	6.2	(4.8)	(3.9)	8.3	4.2
EBITDA 이익률 (%)	11.1	10.5	9.4	9.7	9.6

주요 투자지표

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (당기순이익, 원)	20,627	(25,942)	22,672	31,031	35,384
EPS (지배순이익, 원)	7,585	(35,374)	14,428	22,153	25,618
BPS (자본총계, 원)	746,378	705,132	726,872	756,682	791,732
BPS (지배지분, 원)	479,046	430,886	444,381	465,313	490,598
DPS (원)	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000
PER (당기순이익, 배)	12.4	-	8.0	5.8	5.1
PER (지배순이익, 배)	33.7	-	12.5	8.2	7.1
PBR (자본총계, 배)	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
PBR (지배지분, 배)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA (배)	6.2	6.4	6.5	5.9	5.6
배당성향 (%)	72.7	(16.8)	39.4	25.9	22.5
배당수익률 (%)	2.3	2.9	3.3	3.3	3.3
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	11.1	10.5	9.4	9.7	9.6
영업이익률 (%)	5.3	4.5	3.9	4.3	4.4
순이익률 (%)	1.3	(1.5)	1.3	1.7	1.8
ROA (%)	1.2	(1.4)	1.3	1.8	2.0
ROE (지배순이익, %)	1.8	(7.7)	3.4	5.0	5.5
ROIC (%)	3.4	(16.5)	4.0	4.7	5.1
안정성					
부채비율 (%)	146.5	157.5	146.2	137.4	131.0
순차입금비율 (%)	85.0	91.1	87.2	81.0	74.7
현금비율 (%)	12.6	10.0	6.3	4.5	3.1
이자보상배율 (배)	2.9	2.5	2.4	2.7	3.0
활동성					
순운전자본회전율 (회)	8.9	8.8	9.0	8.7	9.3
재고자산회수기간 (일)	34.6	31.4	27.8	27.3	26.3
매출채권회수기간 (일)	39.6	40.7	39.0	40.2	39.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

풍산 (103140)

지경학적 긴장이 길어질수록 커지는 존재감

2026년 9월 16일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	130,000 원 (유지)
✓ 상승여력	70.8%	✓ 현재주가 (9월 15일)	76,100 원

[철강금속]

박광래 연구위원
✉ krpark@shinhan.com

신한생각 신동-방산 사업 구조의 구조적 전환기

안정적 이익 성장과 밸류에이션 재평가를 기대해볼 수 있는 시점

구리 재고의 대이동. 풍산의 Metal Gain을 넘어 PMX의 수혜로

글로벌 구리 재고의 약 71%가 COMEX에 위치해있음. 정련구리 관세 (2027년 15%, 2028년 30% 검토) 기대가 미국행 물량(2025년 수입 164만 톤, +80% YoY)을 만들고 LME 가용재고를 약 9만톤(세계 소비 1.2일분) 까지 줄여 LME 구리는 +51%. 최근 구리 가격 상승으로 3분기 메탈게인은 약 150억원(1분기 약 700억원, 2분기 약 540억원)이 반영될 전망

미국 시장의 이중 구조도 우호적. 2025년 8월 발표된 동 반제품·파생제품 50% 관세는 자회사 PMX(미국 현지 신동 가공법인)와 경쟁하는 수입품에 부과되는 반면, 원재료인 정련동은 2027년까지 무관세여서 PMX의 상대 경쟁력이 개선. 현재 정련동은 50% Section 232 관세 대상에서 제외. 2027년 이후 관세 부과 여부는 아직 정책 변수로 남아있음. 정련동 관세 시행은 PMX의 상대적인 관세 보호폭을 축소시키지만, COMEX-LME 프리미엄은 확대될 수 있음. 정련동에 관세가 붙으면 미국으로 동을 들여오기 위해서 관세·운송·금융비용 등을 보상할만큼 COMEX 가격에 프리미엄이 붙어야하기 때문. 3분기 영업이익 1,305억원(+206.4% YoY) 전망

Valuation & Risk: 안정적 수익 창출 통해 Quality 주식으로 발돋움 가능

투자이견 매수, 목표주가 130,000원 유지. 현재 주가는 3월 고점 대비 51% 하락하며 분할·매각 논란을 과도하게 반영. 상반기에 있었던 내수 수락시험 지연 및 중동향 선적 지연은 하반기 실적에 본격 반영될 전망

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	4,554.4	5,048.6	6,281.4	6,365.1	6,545.2
영업이익 (십억원)	323.8	297.4	463.0	423.9	404.3
순이익 (십억원)	236.0	147.2	315.9	293.3	242.5
ROE (%)	11.3	6.5	13.1	11.2	8.7
배당수익률 (%)	5.2	1.6	3.5	3.5	3.5
PER (배)	5.9	20.3	6.8	7.3	8.8
PBR (배)	0.6	1.3	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA (배)	4.5	9.9	6.0	6.1	6.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

Revision

실적추정치	상향
Valuation	하향

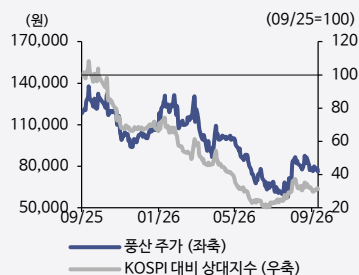
시가총액	2,132.6십억원
발행주식수(유동비율)	28.0백만주(59.4%)
52주 최고가/최저가	137,800 원/57,700 원
일평균 거래액 (60일)	10,314백만원
외국인 지분율	12.5%

주요주주 (%)

풍산홀딩스 외 4인	38.0
국민연금공단	7.2

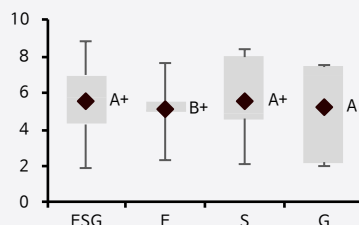
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(7.2)	0.8	(41.7)	(28.7)
상대	(2.3)	30.0	(70.0)	(53.6)

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



풍산 분기별 영업 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F
매출액	963.5	1,233.6	1,129.2	1,228.0	1,155.9	1,294.0	1,174.2	1,424.5	1,270.9	1,470.3	1,650.5	1,889.7
풍산	715.0	977.6	829.7	980.3	826.4	1,014.0	871.4	1,137.3	968.8	1,122.3	1,276.6	1,527.5
신동	538.3	637.1	555.6	582.8	620.5	666.2	642.1	721.7	809.5	931.0	889.6	935.8
방산	174.3	337.9	271.7	395.2	203.6	345.4	226.8	410.9	156.7	188.6	383.9	588.4
내수	79.0	110.7	103.2	189.0	118.3	147.7	113.5	241.7	72.0	59.2	185.2	354.2
수출	95.3	227.2	168.5	206.2	85.3	197.7	113.3	169.2	84.7	129.4	198.6	234.2
PMX	168.0	183.2	174.8	184.6	212.3	210.8	172.3	191.4	224.0	242.3	246.6	231.0
Siam Poongsan	74.9	75.0	88.8	78.9	88.6	79.9	78.9	79.7	94.4	109.6	114.2	107.8
기타 연결 자회사	237.3	276.2	278.8	261.2	258.4	277.6	326.7	334.6	367.6	384.2	401.2	411.4
출하량 (천톤)												
풍산	45.6	48.1	41.7	43.2	44.4	47.0	45.4	46.5	43.9	47.3	44.8	45.3
PMX	14.1	13.6	13.3	12.8	13.8	14.8	11.9	11.6	13.9	13.9	12.7	12.2
Siam Poongsan	6.3	5.9	6.2	5.7	6.2	5.8	5.3	4.9	5.4	5.8	5.8	5.3
영업이익	54.2	161.3	74.4	33.9	69.7	93.6	42.6	91.5	90.2	125.2	130.5	117.1
지배주주순이익	36.9	111.3	47.6	40.3	41.6	64.2	32.6	8.8	78.0	82.5	77.0	64.8
영업이익률 (%)	5.6	13.1	6.6	2.8	6.0	7.2	3.6	6.4	7.1	8.5	7.9	6.2
순이익률 (%)	3.8	9.0	4.2	3.3	3.6	5.0	2.8	0.6	6.1	5.6	4.7	3.4
% QoQ												
매출액	(13.5)	28.0	(8.5)	8.7	(5.9)	11.9	(9.3)	21.3	(10.8)	15.7	12.3	14.5
영업이익	(8.8)	197.5	(53.9)	(54.4)	105.8	34.3	(54.5)	115.0	(1.5)	38.9	4.2	(10.2)
% YoY												
매출액	(7.8)	19.1	21.3	10.3	20.0	4.9	4.0	16.0	9.9	13.6	40.6	32.7
영업이익	(36.1)	199.4	133.1	(43.1)	28.6	(42.0)	(42.7)	170.3	29.3	33.8	206.4	28.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

풍산 연간 영업 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
구리가격 (달러/톤)	4,875.2	6,179.3	6,532.2	6,017.6	6,181.9	9,306.6	8,838.3	8,503.4	9,174.5	9,969.1	13,661.8	13,731.6
매출액	2,831.8	2,945.0	2,774.5	2,451.3	2,593.6	3,509.5	4,373.0	4,125.3	4,554.4	5,048.6	6,281.4	6,365.1
풍산	2,034.5	2,257.3	2,162.5	1,880.8	1,944.4	2,556.0	3,257.2	3,100.6	3,502.6	3,849.1	4,895.1	4,995.2
신동	1,210.7	1,478.1	1,453.9	1,266.8	1,226.5	1,803.7	2,343.3	2,101.3	2,313.7	2,650.6	3,565.9	3,556.9
방산	810.7	836.6	700.2	587.3	707.4	740.0	900.9	989.6	1,179.1	1,186.7	1,317.6	1,426.3
내수	517.8	517.2	518.6	470.4	467.9	370.5	385.9	497.4	481.9	621.2	670.6	687.8
수출	292.8	319.4	181.7	116.9	239.6	369.5	515.0	492.2	697.2	565.5	647.0	738.5
영업이익	217.8	241.1	107.5	41.1	121.2	314.1	231.6	230.1	323.8	297.4	463.0	423.9
지배주주순이익	137.6	150.6	62.0	17.6	71.9	243.3	175.1	156.4	236.0	147.2	315.9	293.3
영업이익률 (%)	7.7	8.2	3.9	1.7	4.7	9.0	5.3	5.6	7.1	5.9	7.4	6.7
순이익률 (%)	4.9	5.1	2.2	0.7	2.8	6.9	4.0	3.8	5.2	2.9	4.9	4.0

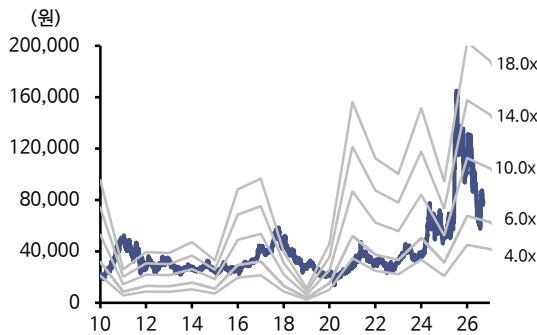
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

풍산 목표주가 산정

항목	내용	비고
신동 부문 12M Trailing EBITDA (십억원)	259.3	
목표 EV/EBITDA (배)	7.0	국내 비철금속소재 관련 업체들의 EV/EBITDA 평균
A: 신동 부문 Enterprise Value (십억원)	1,814.8	
방산 부문 12M Forward EBITDA (십억원)	219.1	
방산관련 업체 12M Forward EV/EBITDA (배)	14.5	한화에어로스페이스, LIG넥스원, 한국항공우주의 평균에 25% 할인
B: 방산 부문 Enterprise Value (십억원)	3,178.7	
C: 순차입금 (십억원)	1,316.0	
D: 적정가치 (십억원)	3,677.5	= A + B - C
E: 발행주식수 (백만주)	28.0	
적정주가 (원)	131,227	= D / E
목표주가 (원)	130,000	

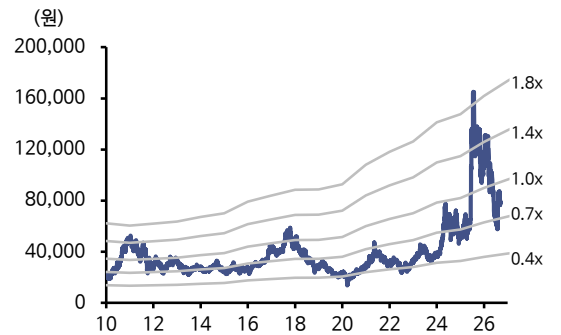
자료: 신한투자증권

풍산 12개월 선행 PER 밴드



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 신한투자증권

풍산 12개월 선행 PBR 밴드



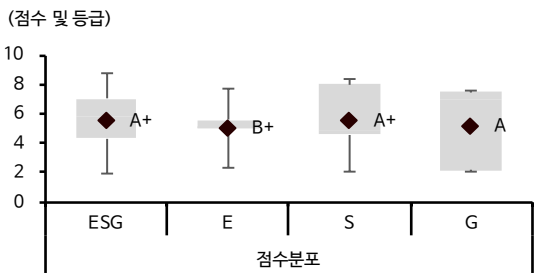
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 신한투자증권

ESG Insight

Analyst Comment

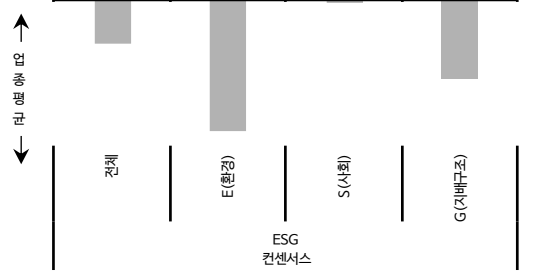
- ◆ 동반성장 추진 위원회를 두어 협력사와 지속적인 상생협력을 추구한다.
- ◆ 2018년부터 협력사 자금융통 지원을 위한 100억원 규모의 동반성장 펀드를 조성해 저금리로 제공하고 있다.
- ◆ 기업 지배구조 및 기업 윤리 점수가 비교 기업 대비 높은 점수를 보인다.

신한 ESG 컨센서스 분포



자료: 신한투자증권

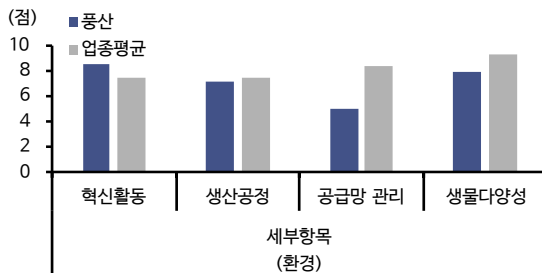
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

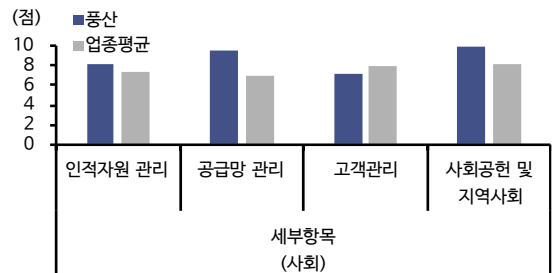
Key Chart

E(환경) 세부항목별 점수 및 업종평균



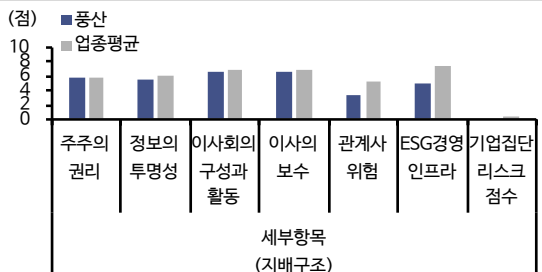
자료: Sustainvest, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 Sustainvest 기준

S(사회) 세부항목별 점수 및 업종평균



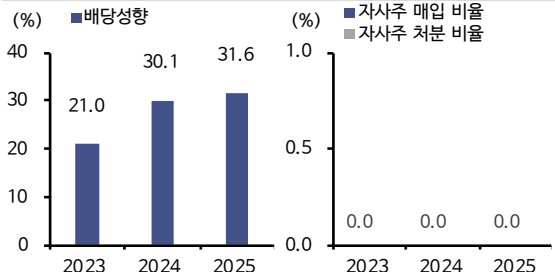
자료: Sustainvest, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 Sustainvest 기준

G(지배구조) 세부항목별 점수 및 업종평균



자료: Sustainvest, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 Sustainvest 기준

배당성향 및 자사주 매입/소각 비율



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
자산총계	4,096.6	4,329.2	5,709.9	5,789.4	5,967.1
유동자산	2,561.7	2,763.2	4,078.2	4,104.6	4,234.6
현금및현금성자산	345.2	239.1	206.4	269.2	378.7
매출채권	602.4	797.1	1,060.9	1,050.9	1,056.5
재고자산	1,458.7	1,623.4	2,653.0	2,628.1	2,642.1
비유동자산	1,534.9	1,566.0	1,631.7	1,684.8	1,732.5
유형자산	1,308.9	1,387.1	1,441.1	1,494.8	1,542.9
무형자산	12.6	18.1	18.0	17.6	17.1
투자자산	48.2	20.6	27.4	27.2	27.3
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,897.3	2,031.1	3,189.1	3,085.2	3,094.0
유동부채	1,358.5	1,450.3	2,388.4	2,329.8	2,337.5
단기차입금	392.8	535.4	807.1	769.6	769.6
매입채무	185.3	157.9	238.2	236.0	237.3
유동성장기부채	196.0	115.3	129.0	121.5	121.5
비유동부채	538.8	580.8	800.6	755.4	756.5
사채	149.6	279.4	402.0	372.9	372.9
장기차입금(경기금융부채 포함)	95.2	146.2	186.2	171.9	171.9
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	2,199.3	2,298.1	2,520.9	2,704.3	2,873.1
자본금	140.1	140.1	140.1	140.1	140.1
자본잉여금	494.5	494.5	494.5	494.5	494.5
기타자본	(22.6)	(22.6)	(22.6)	(22.6)	(22.6)
기타포괄이익누계액	96.6	93.9	119.2	119.2	119.2
이익잉여금	1,490.7	1,592.2	1,789.7	1,973.1	2,141.9
지배주주지분	2,199.3	2,298.1	2,520.9	2,704.3	2,873.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*충차입금	841.7	1,099.6	1,534.5	1,446.1	1,446.2
*순차입금(순현금)	475.5	845.1	1,307.9	1,156.9	1,047.4

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	39.9	(168.5)	(264.3)	393.2	352.6
당기순이익	236.0	147.2	310.5	257.2	242.5
유형자산상각비	89.0	89.8	106.3	115.2	121.6
무형자산상각비	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
외환환손실(이익)	(14.6)	(2.2)	(12.3)	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.2)	0.3	(0.3)	(0.3)	(0.3)
지분법, 종속, 관계기업손익(이익)	(0.1)	(1.0)	(0.8)	0.0	0.0
운전자본변동	(343.1)	(397.3)	(673.2)	20.7	(11.6)
(법인세납부)	(45.2)	(92.5)	(80.0)	(80.5)	(75.9)
기타	117.5	86.7	85.0	80.4	75.9
투자활동으로인한현금흐름	(216.8)	(177.4)	(207.0)	(168.6)	(169.8)
유형자산증가(CAPEX)	(195.9)	(184.7)	(161.0)	(168.9)	(169.6)
유형자산감소	1.0	5.4	0.3	0.0	0.0
무형자산감소(증가)	(0.0)	(5.6)	0.2	0.0	0.0
투자자산감소(증가)	8.9	7.4	(3.8)	0.2	(0.1)
기타	(30.8)	0.1	(42.7)	0.1	(0.1)
FCF	(371.5)	(207.2)	(378.1)	292.2	247.6
재무활동으로인한현금흐름	89.9	278.5	464.7	(162.1)	(73.7)
차입금증가(감소)	92.6	281.2	465.8	(88.3)	0.1
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	(73.7)	(73.7)
기타	(2.7)	(2.7)	(1.1)	(0.1)	(0.1)
기타현금흐름	0.0	0.0	0.1	0.3	0.3
연결범위변동으로인한현금증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	24.3	(38.8)	(26.3)	0.0	0.0
현금증가(감소)	(62.7)	(106.1)	(32.7)	62.9	109.4
기초현금	407.9	345.2	239.1	206.3	269.2
기말현금	345.2	239.1	206.3	269.2	378.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	4,554.4	5,048.6	6,281.4	6,365.1	6,545.2
증감률 (%)	10.4	10.9	24.4	1.3	2.8
매출원가	3,938.5	4,473.8	5,521.3	5,665.0	5,856.7
매출총이익	615.9	574.8	760.1	700.1	688.5
매출총이익률 (%)	13.5	11.4	12.1	11.0	10.5
판매관리비	292.1	277.3	297.1	276.2	284.2
영업이익	323.8	297.4	463.0	423.9	404.3
증감률 (%)	41.6	(8.1)	55.7	(8.5)	(4.6)
영업이익률 (%)	7.1	5.9	7.4	6.7	6.2
영업외손익	(5.5)	(61.9)	(56.1)	(86.2)	(85.9)
금융손익	(28.4)	(31.1)	(39.6)	(34.4)	(33.0)
기타영업외손익	22.8	(31.8)	(17.5)	(52.4)	(53.5)
중속 및 관계기업관련손익	0.1	1.0	1.0	0.7	0.7
세전계속사업이익	318.3	235.5	406.9	337.7	318.4
법인세비용	82.3	88.4	96.4	80.5	75.9
계속사업이익	236.0	147.2	310.5	257.2	242.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	236.0	147.2	310.5	257.2	242.5
증감률 (%)	50.9	(37.7)	111.0	(17.2)	(5.7)
순이익률 (%)	5.2	2.9	4.9	4.0	3.7
(지배주주)당기순이익	236.0	147.2	315.9	293.3	242.5
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	266.1	169.8	343.1	257.2	242.5
(지배주주)총포괄이익	266.1	169.8	343.1	257.2	242.5
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	413.4	387.7	569.7	539.5	526.3
증감률 (%)	29.5	(6.2)	46.9	(5.3)	(2.4)
EBITDA 이익률 (%)	9.1	7.7	9.1	8.5	8.0

주요 투자지표

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (당기순이익, 원)	8,423	5,251	11,081	9,178	8,653
EPS (지배순이익, 원)	8,423	5,251	11,273	10,467	8,653
BPS (자본총계, 원)	78,478	82,005	89,953	96,499	102,521
BPS (지배지분, 원)	78,478	82,005	89,953	96,499	102,521
DPS (원)	2,600	1,700	2,700	2,700	2,700
PER (당기순이익, 배)	5.9	20.3	6.9	8.3	8.8
PER (지배순이익, 배)	5.9	20.3	6.8	7.3	8.8
PBR (자본총계, 배)	0.6	1.3	0.8	0.8	0.7
PBR (지배지분, 배)	0.6	1.3	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA (배)	4.5	9.9	6.0	6.1	6.0
배당성향 (%)	30.1	31.6	23.3	25.1	30.4
배당수익률 (%)	5.2	1.6	3.5	3.5	3.5
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	9.1	7.7	9.1	8.5	8.0
영업이익률 (%)	7.1	5.9	7.4	6.7	6.2
순이익률 (%)	5.2	2.9	4.9	4.0	3.7
ROA (%)	6.1	3.5	6.2	4.5	4.1
ROE (지배순이익, %)	11.3	6.5	13.1	11.2	8.7
ROIC (%)	9.5	7.3	10.7	8.3	7.8
안정성					
부채비율 (%)	86.3	88.4	126.5	114.1	107.7
순차입금비율 (%)	21.6	36.8	51.9	42.8	36.5
현금비율 (%)	25.4	16.5	8.6	11.6	16.2
이자보상배율 (배)	8.6	8.0	10.4	9.1	7.9
활동성					
순운전자본회전율 (회)	3.9	3.2	3.0	2.7	2.7
재고자산회수기간 (일)	107.6	111.4	124.2	151.4	146.9
매출채권회수기간 (일)	44.9	50.6	54.0	60.5	58.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

효성티앤씨 (298020)

비수기가 증명했다

2026년 9월 16일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	520,000 원 (하향)
✓ 상승여력	60.0%	✓ 현재주가 (9월 15일)	325,000 원

신한생각 비수기가 증명한 공급 규율

비수기 중국 스판텍스 가격은 28,500위안/톤으로 5월 대비 1.7% 하락에 그쳐 폴리에스터(-4.4%), 나일론(-9.9%) 대비 견조. 3분기 평균은 28,670 위안으로 2분기 상회. 상위 업체가 판가 방어 택한 가운데 설비 차질로 가동률도 8월 초 77%까지 하락. 중소기업체 증설 둔화 효과가 비수기에 확인

두 지표가 동시에 돌아섰다

중국 스판텍스 가동률은 8월 초 77%에서 9월 11일 82%로 상승. 재고일 수도 8월 28일 고점(45.7일)에서 43.2일로 하락하며 4월 이후 처음 방향 전환. 가동률이 오르는데 재고가 함께 줄었다는 점이 중요. 감산이 아니라 판매 회복이 재고를 낮추기 시작했다는 의미

배경은 F/W 원단 생산 증가. 7월 하순 70D를 시작으로 40D 판매가 개선됐고 8월 중순 이후 경편용 40D는 일부 업체에서 공급 타이트 반복 확인. 다운스트림 재고가 7~10일에 불과해 성수기 진입 시 재고 축적 여력 존재. 특히 원재료 BDO가 저점 톤당 7,717위안에서 8,858위안으로 15% 반등해 성수기 수요와 맞물릴 경우 판가 인상 가능성도 확대

Valuation & Risk: 되돌린 것은 주가뿐

목표주가는 실적 추정치 하향(26년 영업이익 -7%) 및 목표 PBR 변경(5.5배→5.2배)을 반영해 520,000원(-13%)으로 하향. 스프레드는 3Q26 2,730 달러로 2Q26 대비 1% 축소에 그친 반면 주가는 고점(4/22) 대비 39% 하락해 펀더멘탈과 괴리 확대. 화평·바이루가 연중 고점의 72~73% 수준을 회복하는 동안 동사는 61%에 그쳐 글로벌 1위로서 재평가 필요

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	7,776.1	7,704.8	8,718.4	8,627.2	8,894.6
영업이익 (십억원)	270.7	251.5	550.2	624.2	676.0
순이익 (십억원)	134.5	10.8	227.3	271.4	311.3
ROE (%)	9.8	0.7	13.7	14.6	14.7
배당수익률 (%)	4.2	4.5	3.0	3.0	3.0
PER (배)	7.7	89.0	6.4	5.3	4.6
PBR (배)	0.7	0.6	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA (배)	4.8	6.3	4.3	3.5	2.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[화하]

이진명 수석연구원

✉ jinmyung.lee93@shinhan.com

김명주 연구원

✉ kimmj@shinhan.com

Revision

실적추정치	하향
Valuation	하향

시가총액	1,406.5십억원
발행주식수(유동비율)	4.3백만주(56.4%)
52주 최고가/최저가	535,000 원/200,000 원
일평균 거래액 (60 일)	6,357 백만원
외국인 지분율	21.0%

주요주주 (%)

효성 외 12 인	42.8
국민연금공단	10.2

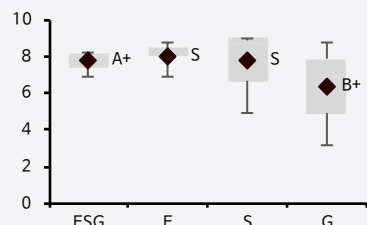
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(1.7)	(9.8)	46.1	51.9
상대	3.5	16.3	(24.9)	(1.2)

주가

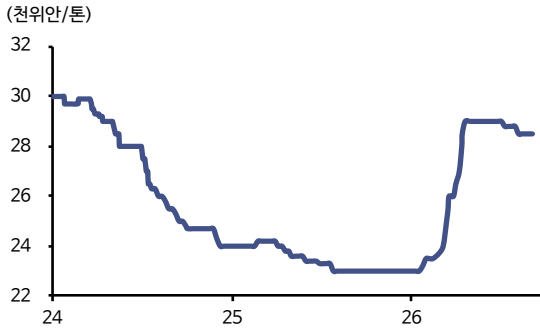


ESG 컨센서스

(점수 및 등급)

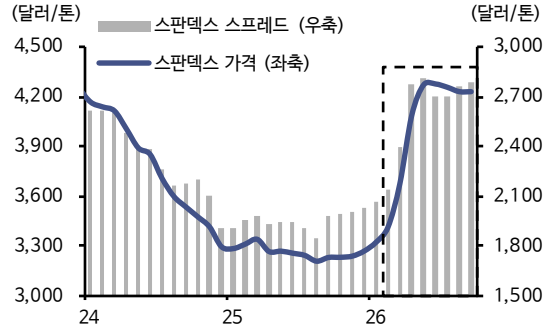


중국 스판덱스(40D) 가격 추이



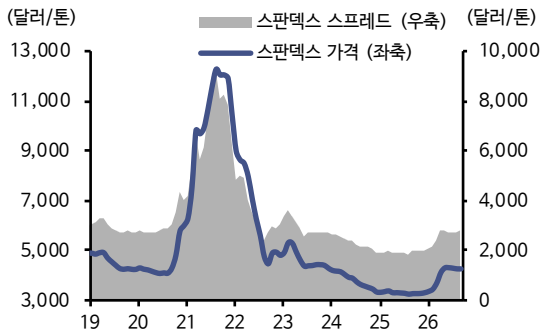
자료: CCFGroup, 신한투자증권

24년 이후 중국 스판덱스 가격 및 스프레드



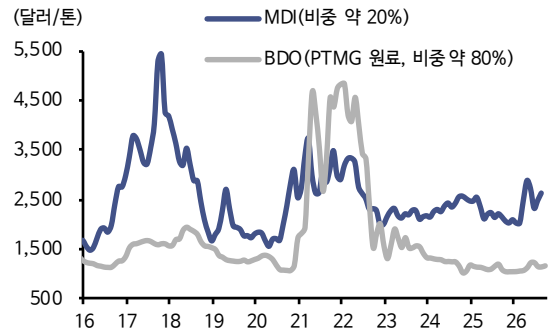
자료: WIND, Ciscchem, 신한투자증권

중국 스판덱스 가격 및 스프레드



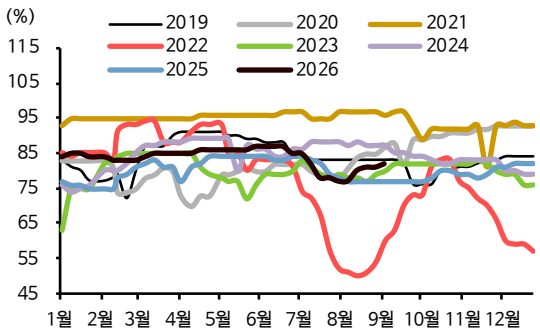
자료: WIND, Ciscchem, 신한투자증권

스판덱스 원재료 가격 추이



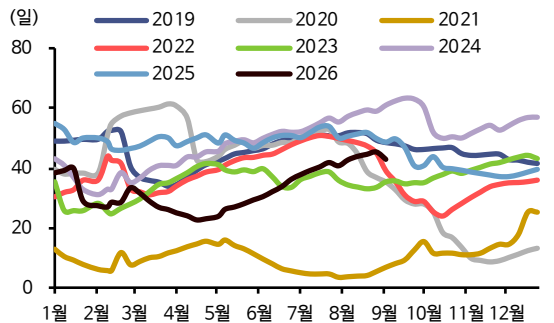
자료: Ciscchem, 신한투자증권

중국 스판덱스 가동률 추이



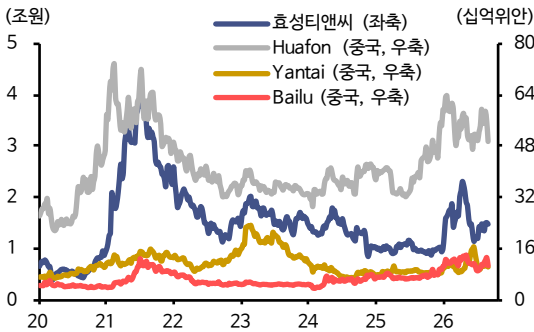
자료: CCFGroup, 신한투자증권

중국 스판덱스 재고일수 추이



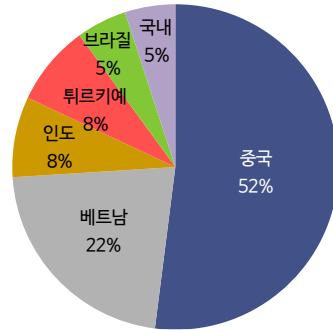
자료: CCFGroup, 신한투자증권

글로벌 스판덱스 업체 시가총액 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권

효성티앤씨 지역별 생산능력 현황



자료: 회사 자료, 신한투자증권

효성티앤씨 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	1,952.7	1,899.2	2,009.8	1,843.1	2,094.2	2,416.2	2,141.1	2,066.9	7,526.9	7,776.1	7,704.8	8,718.4	8,627.2
섬유	753.8	733.9	719.0	755.9	807.8	971.2	896.2	933.2	3,089.5	3,157.2	2,962.6	3,608.4	3,760.2
스판덱스/PTMG	527.7	513.7	510.5	544.2	622.0	777.0	701.4	742.7	2,299.1	2,320.8	2,096.1	2,843.0	2,989.1
나일론/폴리/기타	226.1	220.2	208.5	211.7	185.8	194.2	194.8	190.5	790.4	836.4	866.5	765.3	771.1
무역/기타	1,198.9	1,155.2	1,290.8	1,087.3	1,286.4	1,449.0	1,244.9	1,133.7	4,437.4	4,618.8	4,732.2	5,114.0	4,867.0
영업이익	77.4	73.3	56.1	44.7	86.2	188.8	124.5	150.7	213.4	270.7	251.5	550.2	624.2
섬유	56.2	44.4	39.9	45.2	73.6	165.2	110.8	132.6	156.9	185.0	185.7	482.3	530.4
스판덱스/PTMG	57.7	46.5	45.8	48.3	77.3	156.9	120.6	132.2	215.4	229.2	198.3	487.0	528.1
나일론/폴리/기타	(1.5)	(2.1)	(5.9)	(3.1)	(3.7)	8.3	(9.7)	0.4	(58.5)	(44.2)	(12.6)	(4.8)	2.4
무역/기타	21.1	29.0	16.2	(0.5)	12.6	23.6	13.7	18.1	56.6	85.6	65.8	67.9	93.8
세전이익	41.0	39.2	25.8	4.9	68.5	163.5	76.0	83.3	123.0	213.2	110.8	391.2	479.9
지배주주 순이익	20.5	12.2	8.1	(30.0)	39.0	95.5	44.3	48.5	93.2	134.5	10.8	227.3	271.4
영업이익률	4.0	3.9	2.8	2.4	4.1	7.8	5.8	7.3	2.8	3.5	3.3	6.3	7.2
섬유	7.5	6.0	5.5	6.0	9.1	17.0	12.4	14.2	5.1	5.9	6.3	13.4	14.1
스판덱스/PTMG	10.9	9.1	9.0	8.9	12.4	20.2	17.2	17.8	9.4	9.9	9.5	17.1	17.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

효성티앤씨 SOTP Valuation

(십억원)	26F EBITDA	배수	적정가치	비고
① 영업가치			4,497	
스판덱스 등	865.0	5.2	4,497	중국 스판덱스 업체 평균(40% 할인) 및 기타 사업 피어 평균 할인율은 역사적 평균 수준
② 자산가치			-	
③ 순차입금			1,793	26년말 기준
④ 비지배지분			460	
목표 시가총액			2,244	(①+②-③-④)
발행주식수 (천주)			4,328	
목표주가 (원)			520,000	

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

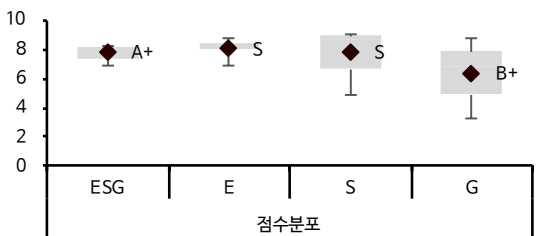
ESG Insight

Analyst Comment

- ◆ 환경: 효성그룹 그린경영 VISION 2030을 기초로 CSE(Creating Social Eco-system) 실현 추진
- ◆ 사회: 사업활동으로 인한 부정적 사회·환경·경제적 임팩트를 최소화할 수 있는 공급망 관리 추진
- ◆ 지배구조: 주주친화 경영 및 권익 보호를 위해 이사회에서 결의하는 내부 통제 시스템 구축

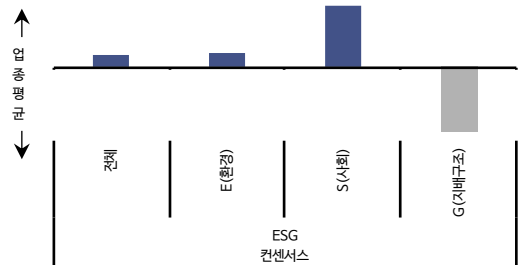
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: Sustainvest, 신한투자증권

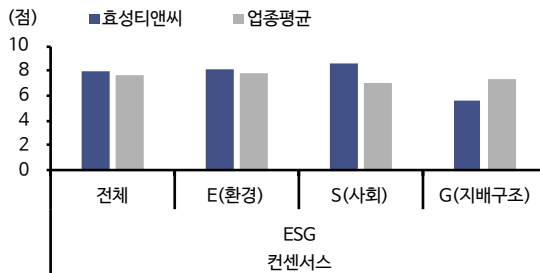
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: Sustainvest, 신한투자증권

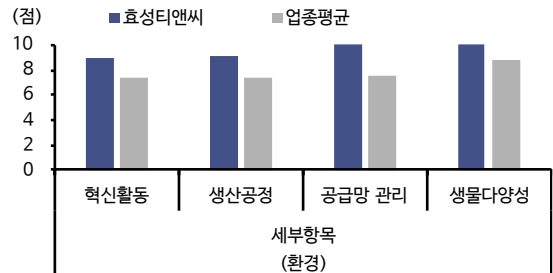
Key Chart

ESG 필라



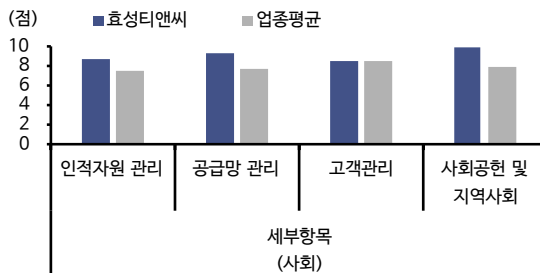
자료: Sustainvest, 신한투자증권

세부항목 - E(환경)



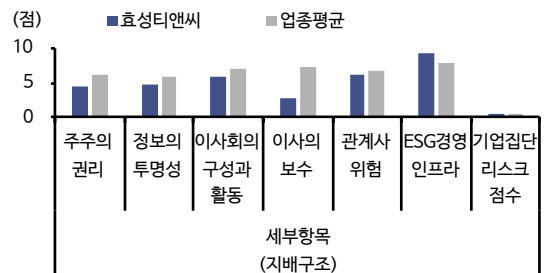
자료: Sustainvest, 신한투자증권

세부항목 - S(사회)



자료: Sustainvest, 신한투자증권

세부항목 - G(지배구조)



자료: Sustainvest, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
자산총계	4,724.2	5,739.1	6,164.8	6,156.2	6,320.9
유동자산	2,034.2	1,980.9	2,556.4	2,691.4	3,013.5
현금및현금성자산	98.1	78.3	400.8	558.3	814.3
매출채권	922.3	928.5	1,052.0	1,041.0	1,073.3
재고자산	757.9	792.3	897.7	888.3	915.9
비유동자산	2,690.0	3,758.2	3,608.3	3,464.9	3,307.4
유형자산	2,005.5	2,683.0	2,523.2	2,380.6	2,220.5
무형자산	70.7	610.1	610.1	610.1	610.1
투자자산	63.9	74.7	84.6	83.7	86.3
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	2,904.2	3,782.2	3,955.7	3,637.6	3,440.8
유동부채	2,328.4	2,569.4	2,747.7	2,581.8	2,478.4
단기차입금	764.0	1,016.1	1,016.1	866.1	716.1
매출채무	770.1	694.6	787.0	778.7	802.9
매주성장기부채	153.8	213.0	213.0	213.0	213.0
비유동부채	575.9	1,212.8	1,208.0	1,055.8	962.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	421.5	1,022.7	992.7	842.7	742.7
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,819.9	1,956.9	2,209.0	2,518.6	2,880.1
자본금	21.6	21.6	21.6	21.6	21.6
자본잉여금	403.8	404.2	404.2	404.2	404.2
기타자본	(2.7)	(8.1)	(8.1)	(8.1)	(8.1)
기타포괄이익누계액	129.2	270.7	270.7	270.7	270.7
이익잉여금	907.1	876.4	1,060.3	1,288.4	1,556.4
지배주주지분	1,458.9	1,564.9	1,748.8	1,976.8	2,244.8
비지배주주지분	361.0	392.0	460.2	541.8	635.3
*충차입금	1,346.4	2,269.1	2,241.4	1,941.1	1,691.7
*순차입금(순현금)	1,201.0	2,148.6	1,792.9	1,335.7	828.8

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	654.9	456.1	552.8	661.4	702.6
당기순이익	183.8	38.2	295.5	353.0	404.8
유형자산상각비	266.8	307.6	314.8	315.6	321.1
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외화환산손실(이익)	(1.9)	(8.9)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.0)	(1.8)	(1.8)	(1.8)	(1.8)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	235.4	53.9	(46.2)	4.1	(12.1)
(법인세납부)	(42.2)	(44.7)	(95.8)	(126.9)	(145.6)
기타	13.0	111.8	86.3	117.4	136.2
투자활동으로인한현금흐름	(463.0)	(1,249.7)	(161.1)	(162.2)	(155.6)
유형자산증가(CAPEX)	(235.6)	(443.0)	(155.0)	(173.0)	(161.0)
유형자산감소	0.6	3.4	0.0	0.0	0.0
무형자산감소(증가)	(32.6)	(16.0)	0.0	0.0	0.0
투자자산감소(증가)	295.1	360.3	(9.9)	0.9	(2.6)
기타	(490.5)	(1,154.4)	3.8	9.9	8.0
FCF	515.6	(107.4)	499.4	608.5	637.4
재무활동으로인한현금흐름	(194.4)	773.8	(71.1)	(343.6)	(292.7)
차입금증가(감소)	(104.3)	839.4	(27.7)	(300.2)	(249.4)
자기주식처분(취득)	0.0	5.4	0.0	0.0	0.0
배당금	(73.5)	(43.2)	(43.3)	(43.3)	(43.3)
기타	(16.6)	(27.8)	(0.1)	(0.1)	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	1.8	1.8	1.8
연결범위변동으로인한현금증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금증가(감소)	(2.5)	(19.8)	322.5	157.5	256.0
기초현금	100.6	98.1	78.3	400.8	558.3
기말현금	98.1	78.3	400.8	558.3	814.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	7,776.1	7,694.8	8,718.4	8,627.2	8,894.6
증감률 (%)	3.3	(1.0)	13.3	(1.0)	3.1
매출원가	7,155.7	7,065.6	7,764.0	7,602.5	7,805.6
매출총이익	620.4	629.3	954.4	1,024.7	1,089.0
매출총이익률 (%)	8.0	8.2	10.9	11.9	12.2
판매관리비	349.7	377.8	404.2	400.5	413.0
영업이익	270.7	251.5	550.2	624.2	676.0
증감률 (%)	26.9	(7.1)	118.8	13.5	8.3
영업이익률 (%)	3.5	3.3	6.3	7.2	7.6
영업외손익	(57.5)	(140.7)	(159.0)	(144.3)	(125.6)
금융손익	(101.3)	(133.1)	(158.4)	(143.7)	(124.9)
기타영업외손익	43.9	(6.2)	0.8	0.8	0.8
중속 및 관계기업관련손익	(0.2)	(1.4)	(1.4)	(1.4)	(1.4)
세전계속사업이익	213.2	110.8	391.2	479.9	550.4
법인세비용	29.4	72.6	95.8	126.9	145.6
계속사업이익	183.8	38.2	295.5	353.0	404.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	183.8	38.2	295.5	353.0	404.8
증감률 (%)	86.2	(79.2)	67.3	19.5	14.7
순이익률 (%)	2.4	0.5	3.4	4.1	4.6
(지배주주)당기순이익	134.5	10.8	227.3	271.4	311.3
(비지배주주)당기순이익	49.3	27.4	68.2	81.5	93.5
총포괄이익	324.7	185.4	295.5	353.0	404.8
(지배주주)총포괄이익	227.5	154.0	245.5	293.3	336.4
(비지배주주)총포괄이익	97.2	31.3	49.9	59.7	68.4
EBITDA	537.5	559.1	865.0	939.8	997.0
증감률 (%)	16.5	4.0	54.7	8.6	6.1
EBITDA 이익률 (%)	6.9	7.3	9.9	10.9	11.2

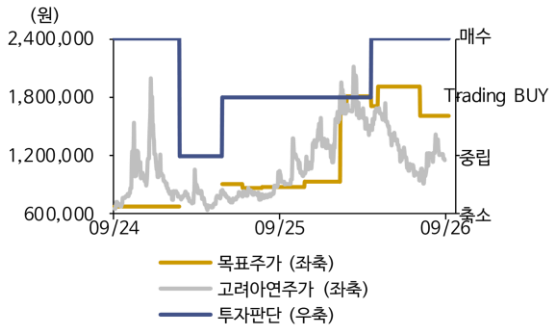
주요 투자지표

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (당기순이익, 원)	42,478	8,826	68,272	81,561	93,547
EPS (지배순이익, 원)	31,089	2,499	52,514	62,722	71,943
BPS (자본총계, 원)	420,534	452,185	510,440	581,985	665,516
BPS (지배지분, 원)	337,125	361,594	404,092	456,797	518,724
DPS (원)	10,000	10,100	10,100	10,100	10,100
PER (당기순이익, 배)	5.6	25.2	4.9	4.1	3.6
PER (지배순이익, 배)	7.7	89.0	6.4	5.3	4.6
PBR (자본총계, 배)	0.6	0.5	0.7	0.6	0.5
PBR (지배지분, 배)	0.7	0.6	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA (배)	4.8	6.3	4.3	3.5	2.9
배당성향 (%)	32.1	400.8	19.1	16.0	13.9
배당수익률 (%)	4.2	4.5	3.0	3.0	3.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	6.9	7.3	9.9	10.9	11.2
영업이익률 (%)	3.5	3.3	6.3	7.2	7.6
순이익률 (%)	2.4	0.5	3.4	4.1	4.6
ROA (%)	4.2	0.7	5.0	5.7	6.5
ROE (지배순이익, %)	9.8	0.7	13.7	14.6	14.7
ROIC (%)	7.6	4.2	11.4	12.3	14.1
안정성					
부채비율 (%)	159.6	193.3	179.1	144.4	119.5
순차입금비율 (%)	66.0	109.8	81.2	53.0	28.8
현금비율 (%)	4.2	3.0	14.6	21.6	32.9
이자보상배율 (배)	4.3	3.0	5.2	6.4	8.0
활동성					
순운전자본회전율 (회)	12.2	14.2	14.3	13.4	13.7
재고자산회수기간 (일)	35.0	36.8	35.4	37.8	37.0
매출채권회수기간 (일)	41.3	43.9	41.5	44.3	43.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

고려아연(010130)

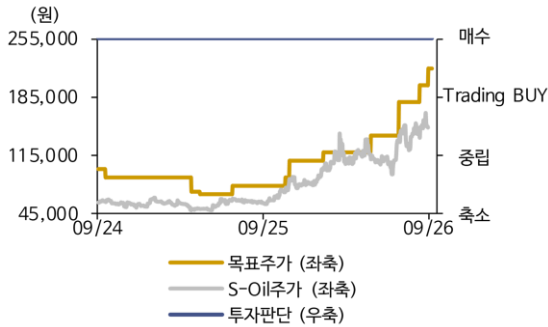


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2024년 08월 09일	매수	670,000	35.7	198.5
2025년 02월 07일	중립	-	-	-
2025년 05월 12일	Trading BUY	900,000	(12.4)	(6.8)
2025년 06월 26일	Trading BUY	860,000	(4.8)	2.2
2025년 08월 08일	Trading BUY	870,000	11.8	59.3
2025년 11월 10일	Trading BUY	925,000	44.9	97.9
2026년 01월 28일	Trading BUY	1,700,000	3.3	15.2
2026년 02월 11일	Trading BUY	1,800,000	(7.5)	17.5
2026년 04월 06일	매수	1,700,000	(4.9)	(0.4)
2026년 04월 21일	매수	1,900,000	(32.2)	(8.1)
2026년 07월 23일	매수	1,600,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자 의견 및 목표주가 추이

S-Oil(010950)

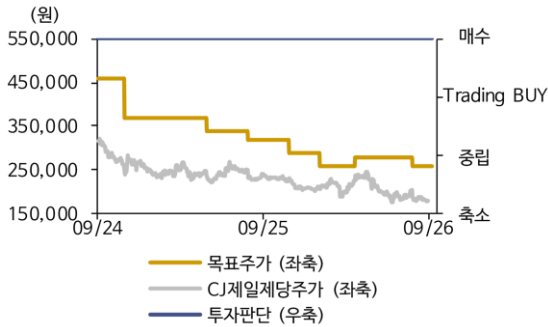


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2024년 07월 01일	매수	100,000	(35.7)	(31.2)
2024년 10월 02일	매수	90,000	(34.8)	(27.4)
2025년 04월 03일		6개월경과	(41.8)	(39.1)
2025년 04월 10일	매수	73,000	(28.7)	(27.7)
2025년 04월 29일	매수	70,000	(18.6)	(9.0)
2025년 07월 10일	매수	80,000	(21.1)	(6.4)
2025년 11월 04일	매수	90,000	(12.2)	(2.8)
2025년 11월 13일	매수	110,000	(22.9)	(9.5)
2026년 01월 27일	매수	120,000	(5.1)	17.8
2026년 05월 12일	매수	140,000	(20.7)	(4.6)
2026년 07월 13일	매수	180,000	(23.1)	(14.7)
2026년 08월 28일	매수	200,000	(23.0)	(17.1)
2026년 09월 16일	매수	220,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자 의견 및 목표주가 추이

CJ제일제당(097950)

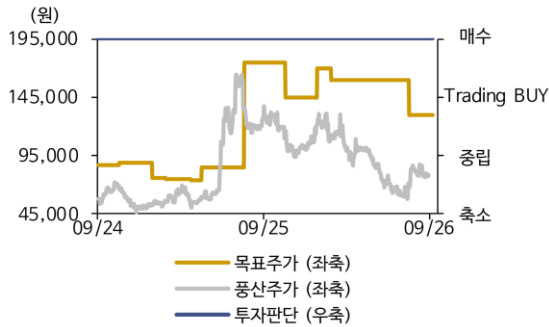


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2024년 05월 14일	매수	460,000	(26.9)	(13.5)
2024년 11월 13일	매수	370,000	(32.1)	(23.1)
2025년 05월 14일	6개월경과		-	-
2025년 05월 14일	매수	340,000	(27.8)	(20.7)
2025년 08월 13일	매수	320,000	(27.4)	(24.4)
2025년 11월 12일	매수	290,000	(27.0)	(21.0)
2026년 01월 19일	매수	260,000	(18.0)	(10.4)
2026년 04월 07일	매수	280,000	(26.0)	(12.0)
2026년 08월 12일	매수	260,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자 의견 및 목표주가 추이

풍산(103140)

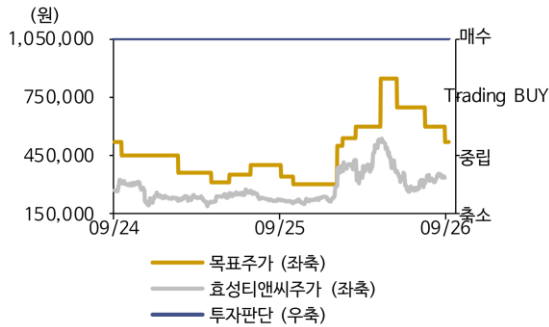


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2024년 07월 29일	매수	87,000	(29.9)	(17.1)
2024년 11월 01일	매수	89,000	(38.8)	(24.8)
2025년 01월 13일	매수	76,000	(28.9)	(25.8)
2025년 02월 12일	매수	75,000	(17.8)	(7.5)
2025년 04월 08일	매수	74,000	(25.5)	(19.9)
2025년 05월 02일	매수	85,000	26.0	94.1
2025년 08월 04일	매수	175,000	(29.9)	(21.3)
2025년 11월 03일	매수	145,000	(28.7)	(16.6)
2026년 01월 12일	매수	170,000	(28.7)	(22.8)
2026년 02월 12일	매수	160,000	(45.4)	(18.4)
2026년 08월 03일	매수	130,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자 의견 및 목표주가 추이

효성티앤씨(298020)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2024년 05월 17일	매수	520,000	(36.9)	(21.2)
2024년 10월 02일	매수	450,000	(42.6)	(29.2)
2025년 02월 04일	매수	360,000	(37.5)	(31.5)
2025년 04월 18일	매수	310,000	(24.6)	(17.7)
2025년 05월 28일	매수	350,000	(27.2)	(21.6)
2025년 07월 14일	매수	400,000	(42.4)	(34.1)
2025년 09월 19일	매수	340,000	(37.3)	(35.3)
2025년 10월 16일	매수	300,000	(24.8)	(2.3)
2026년 01월 21일	매수	500,000	(24.3)	(21.0)
2026년 02월 02일	매수	540,000	(26.2)	(21.2)
2026년 03월 03일	매수	600,000	(31.5)	(11.5)
2026년 04월 27일	매수	850,000	(47.7)	(37.1)
2026년 06월 02일	매수	700,000	(56.9)	(48.5)
2026년 08월 03일	매수	600,000	(44.3)	(40.8)
2026년 09월 16일	매수	520,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 박광래, 조상훈, 이진명, 김명주)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.
- ◆ 본 자료에 표지이미지는 생성형 AI로 제작 후, 편집 디자인하여 활용되었습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2026년 09월 14일 기준)

매수 (매수)	94.40%	Trading BUY (중립)	2.24%	중립 (중립)	3.36%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------