

[철강/비철금속(Neutral)]

New Normal 자원 패권 전쟁의 시대



CONTENTS

Summary	3
I . Macro	5
II . 비철금속/귀금속	11
III . 철강	44
IV . 기업분석	63
고려아연 (010130)	
POSCO홀딩스 (005490)	



Summary

Summary

Macro : 반등을 기대하기 쉽지 않은 환경

- 26년 하반기 Macro 환경은 중립. 글로벌 긴축 기조가 강하나 22년과는 달리 금리는 충분히 높은 상황이기에 『금리 발작 → 상품 가격 급락』 가능성은 낮음. 또한 추가적인 지정학적 리스크가 불거지지 않는 한 달러 역시 중립적. 미국 외 타 지역 역시 금리 인상 가능성이 높기 때문
- 다만 중동 전쟁 이후 불거진 인플레이션 우려로 당분간 고금리 기조는 유지될 것. 고금리/고물가 환경은 상품 가격과 소재 업종에 좋다고는 볼 수 없음
- 빅테크 AI 과잉 투자 우려 및 사모 신용 리스크 등 펀더멘털 외 요인도 상품 시장의 불확실성을 증폭시키는 요인

비철금속: 공급 차질 및 자원 민족주의 본격화

- 26년 가장 주지해야 할 사실은 리튬, 니켈, 알루미늄 등 대표적 '공급 과잉' 품목이 주요 생산국의 생산/수출 통제 및 생산 차질 등으로 '공급 부족'으로 전환되었다는 점. 하반기 금리 상승 등 긴축 기조에도 이같은 공급 감소 요인이 가격을 지지할 것
- 희토류 역시 지속 강세가 전망됨. 희토류에 대한 중국 수출 통제는 더욱 강화되고 있는 반면, 중국 外 국가 투자는 수요 대비 현저히 부족하기 때문. 광산 보다는 자석 등 하공정 설비가 더욱 부족. 구리는 중장기 긍정적 전망에도, 가동 중단 광산의 생산 정상화 및 미국 관세 부과 전 가수요 종료로 타 품목 대비 상승 모멘텀은 덜 할 것

철강: 상반기 Cost 상승으로 강세. 하반기 반등은 쉽지 않을 전망

- 연초 관세 및 운임 상승 등으로 중국을 포함한 글로벌 철강 가격은 상반기 강세. 그러나 하반기 상승 모멘텀은 부재
- 하반기 중국 업황은 여전히 어려울 것. 전방 산업 회복 가능성이 낮고, 가동률 상승 Risk도 여전. 특히 무역 규제 강화에도 감산 보다는 충분한 수출 여력을 보유 중. 반제품까지 고려하면 26년 중국 철강 수출 감소폭은 전년비 5% 내외에 불과. 냉연 등 판재류는 과다한 공급으로 역사적 최고 수준의 재고
- 큰 변화 없는 수요에도 관세 부과 이후 수입 철강재 급감으로 미국 철강 가격은 강세 시현 중. 다만 가동률이 상승하고 있고, 국제 가격 대비 지나치게 높아 하반기에는 상승 탄력 둔화될 전망. 다만 최근 Rig Count 증가 등 수요 회복이 예상되는 강관류는 판재류 대비 양호한 흐름 보일 것

최선희주 고려아연: 철강 보다는 비철금속 등 전략적 광물에 대한 투자가 유망

- 업종 투자 의견 Neutral 유지. 모멘텀 없는 Macro 환경에도 공급 차질 및 자원 민족주의 본격화로 주요 비철금속 및 희토류 등은 지속적으로 강세를 보일 것. 이에 전략 광물 매출 비중이 높고, 분리/제련 경쟁력이 돋보이는 고려아연이 최선희주. 2차전지 소재 부문 턴어라운드가 예상되는 POSCO홀딩스가 차선희주



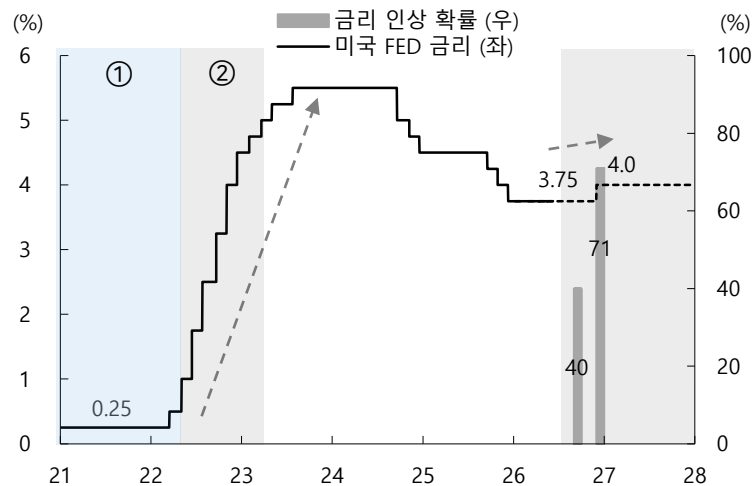
I . Macro

크게 조정 받을 이유도 없지만..

1. 금리 '인상' 폭은 크지 않을 것이다

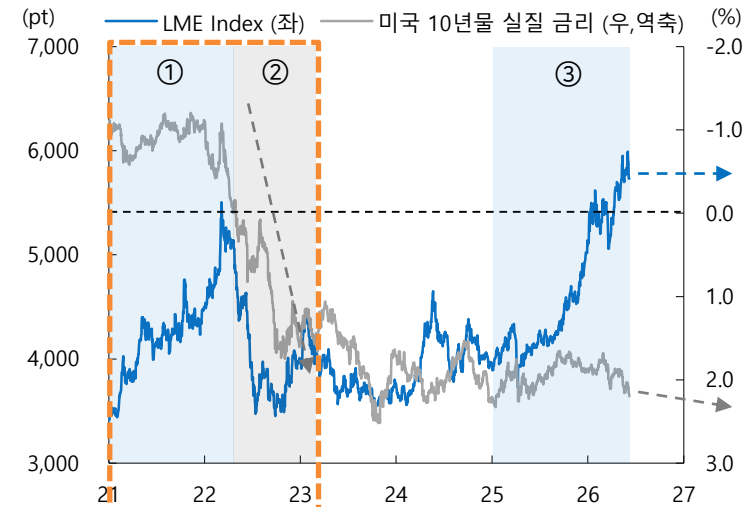
- ① 20~21년 Covid-19 + 22년 러/우 전쟁 발발 이후 에너지 가격 폭등 등 인플레이션 우려가 확산되면서 각국 중앙 은행은 긴축 기조 전환. ② 이에 금리가 큰 폭으로 상승하면서 상품 가격도 큰 폭 하락
- ③ 그러나 22년과 달리 이미 금리는 높은 수준. 향후 금리 상승 폭은 크지 않음.
- ① 처럼 과격한 긴축에 따른 급락 가능성은 없다는 의미

<그림 1> 미국 기준 금리 전망치 및 금리 인상 확률



자료 CME, iM증권 리서치본부

<그림 2> LME Index 와 실질 금리 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림 3> 달러 Index와 무역정책 불확실성 추이



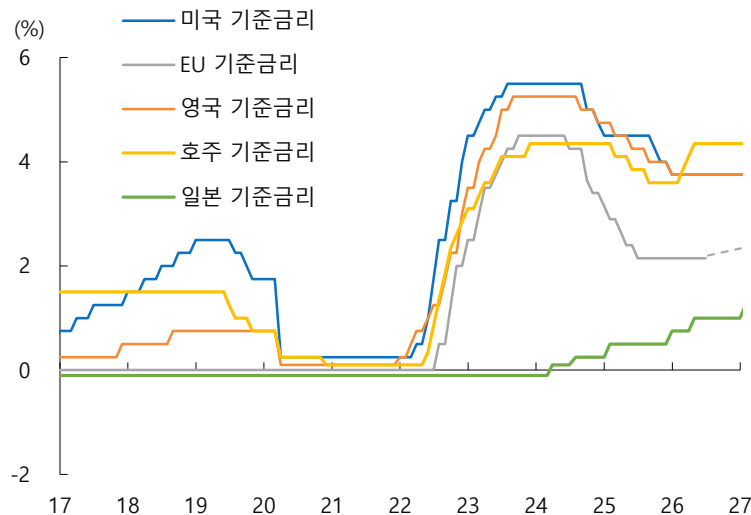
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

크게 조정 받을 이유도 없지만..

2. 달러 강세 가능성도 낮다

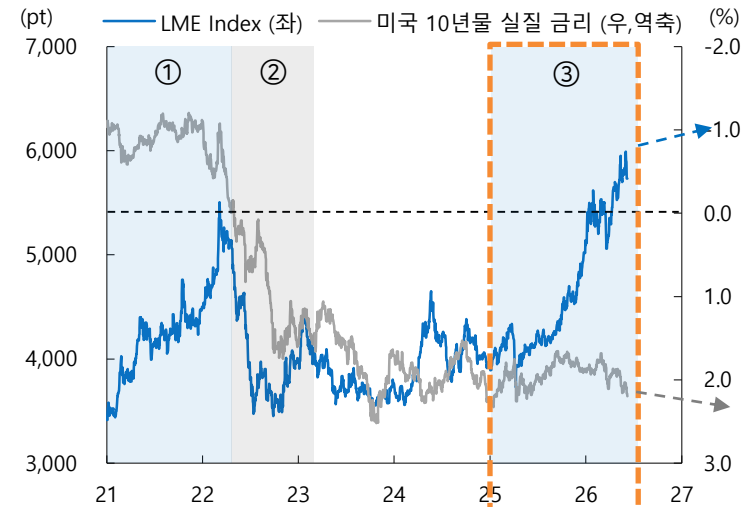
- ③ 25년 상품 가격 Rally는 금리가 아닌 달러 약세가 주도. 약세 배경은 1) 관세 전쟁 리스크 소멸, 위험 자산 선호 현상 확산: 중국의 희토류 등 전략적 광물의 무기화에 따른 미국의 관세 전쟁 패배, 글로벌 무역 분쟁은 확산되지 않을 것이라는 시장의 확신, 2) Sell America 기조, 트럼프 금리 인하 압박
- 26년 하반기 달러 방향성은 중립. 달러 강세 요인 [미국 고용/경기 지표 호조 및 연준의 최근 금리 정책으로 확산]과 약세 요인 [EU, 일본 등 주요 국가 긴축으로 전환, ② 엔화/유로화 강세 전망: 엔화의 경우 일본은 이미 인플레이션 국면에 진입했고. 이에 금리도 지속 상승]의 충돌

<그림 4> 주요 통화 정책 추이



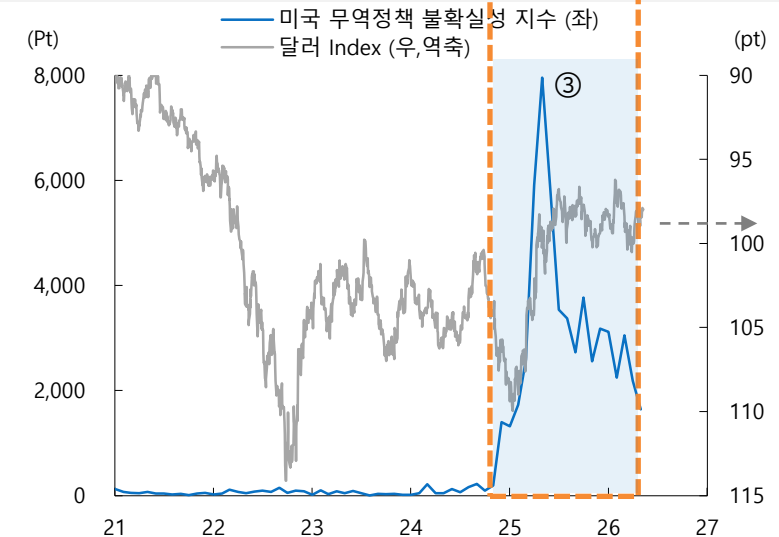
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림 5> LME Index 와 실질 금리 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림 6> 달러 Index와 무역정책 불확실성 추이



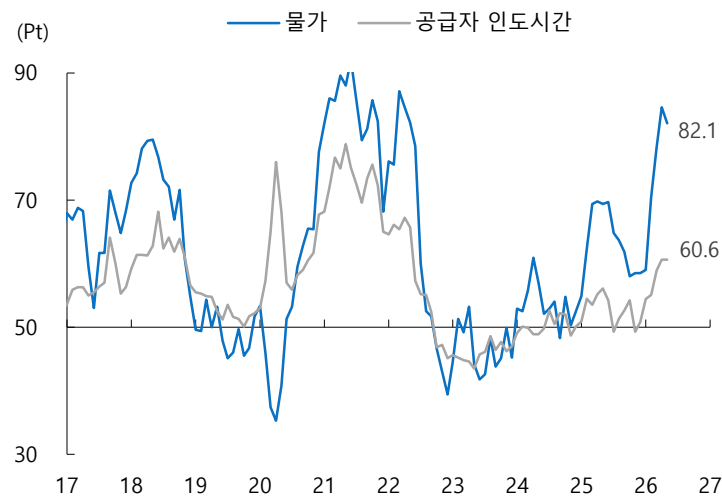
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그다지 우호적이지도 않다

가시지 않은 인플레이션 우려

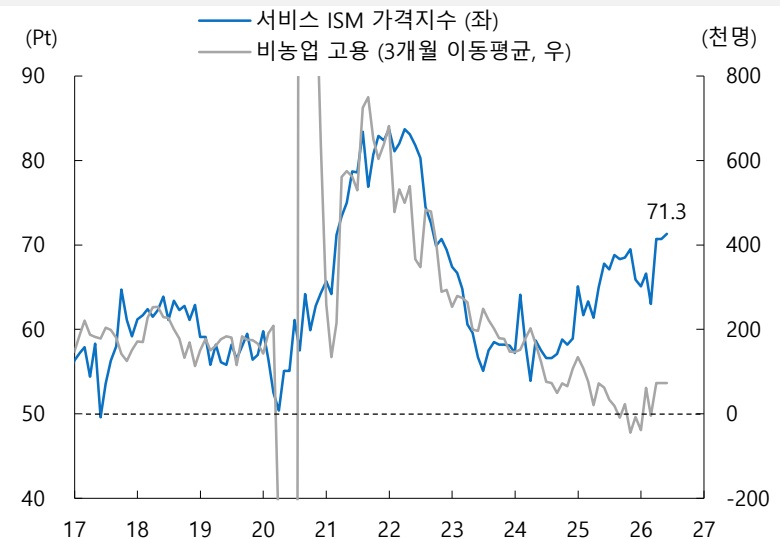
- 4월 이후 ISM 제조업 지수 중 Price 수치 가파른 상승. 물가 우려 재확산
- 에너지 수급 문제는 당분간 지속될 것이기에 인플레이션 우려는 일정 기간 지속될 것

<그림 7> ISM 제조업 지수 세부 항목: 물가 지수와 공급자 인도 시간 지수



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림 8> ISM 서비스업 지수 중 물가 지수와 비농업 고용[3MA] 추이



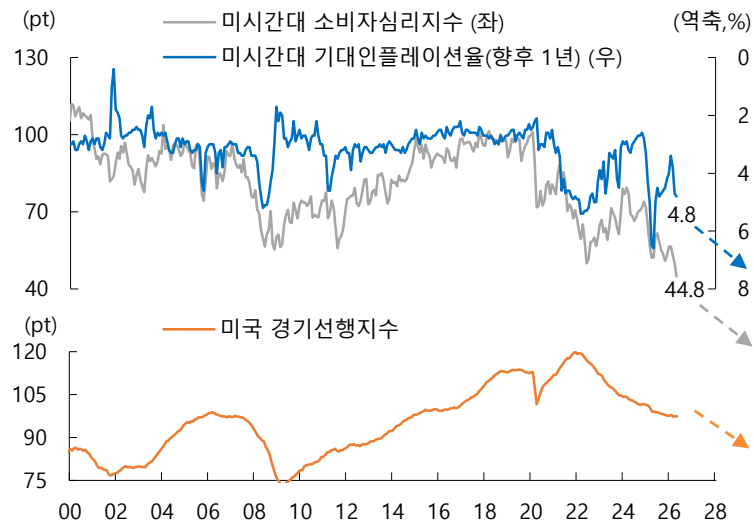
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그다지 우호적이지도 않다

강한 경기 모멘텀도 기대하기 어려움

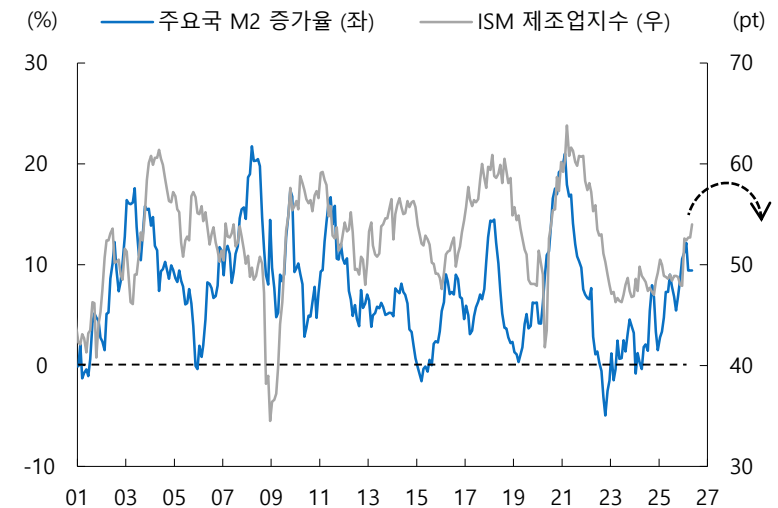
- 최근 고용/경기 지표 호조를 보이고 있으나 **인플레이션 확산 및 이로 인한 긴축 기초 소비 심리 및 경기가 의미있는 반등을 보이기는 어려움**

<그림 9> 미국 소비자 심리지수, 기대 인플레이션율과 경기선행지수



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림 10> 주요국 M2 증가율과 ISM 제조업 지수



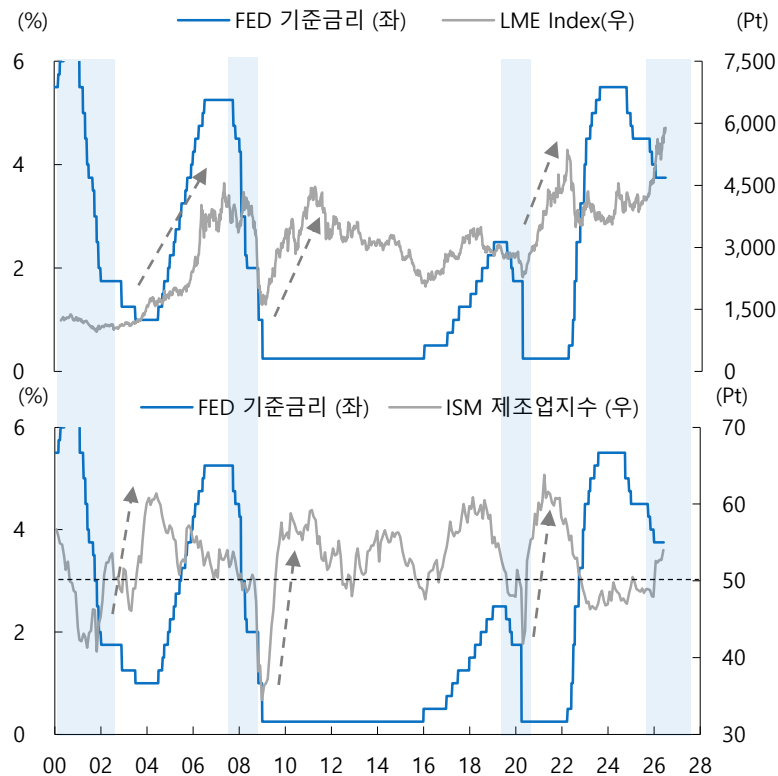
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그다지 우호적이지도 않다

추세적 반등 구간이 아니다

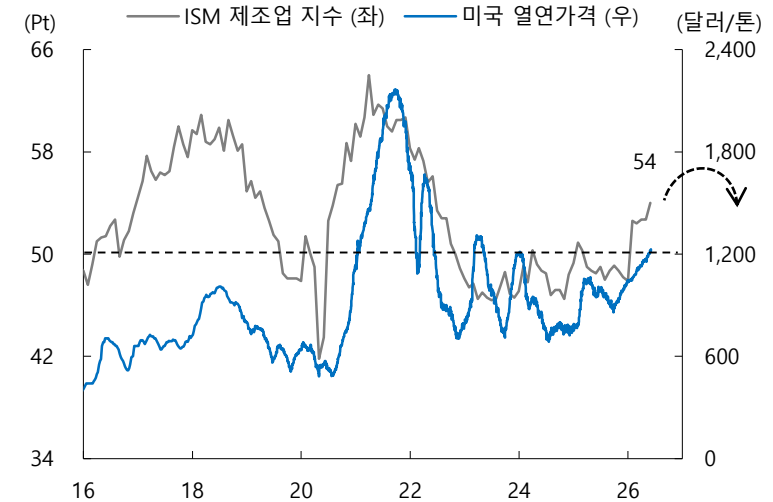
- 이같은 경기 둔화 국면에는 소재 가격의 추세적 반등을 기대할 수 없음
- 추가적으로 빅테크의 AI 과잉 투자 우려 및 사모 신용 리스크 등 펀더멘털 외 요인은 불확실성 증폭 요인

<그림 11> 기준금리와 LME Index, ISM 제조업 지수 추이



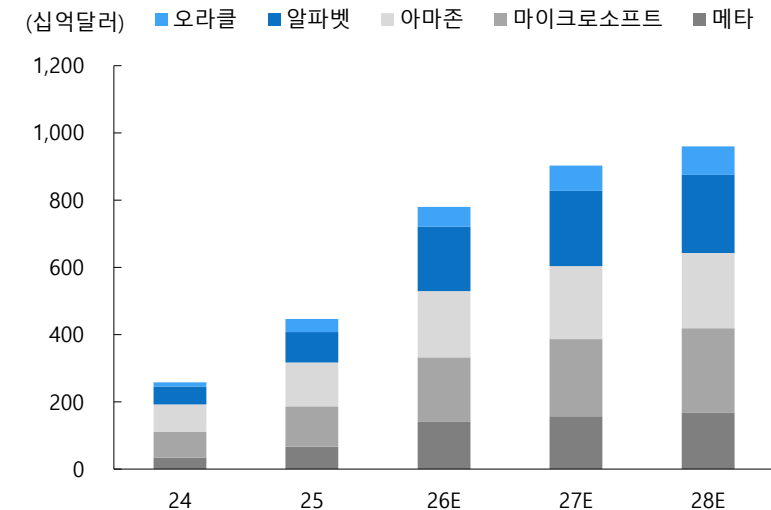
자료 Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림 12> 미국 ISM 제조업 지수 및 열연가격 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림 13> 빅테크 CAPEX 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부



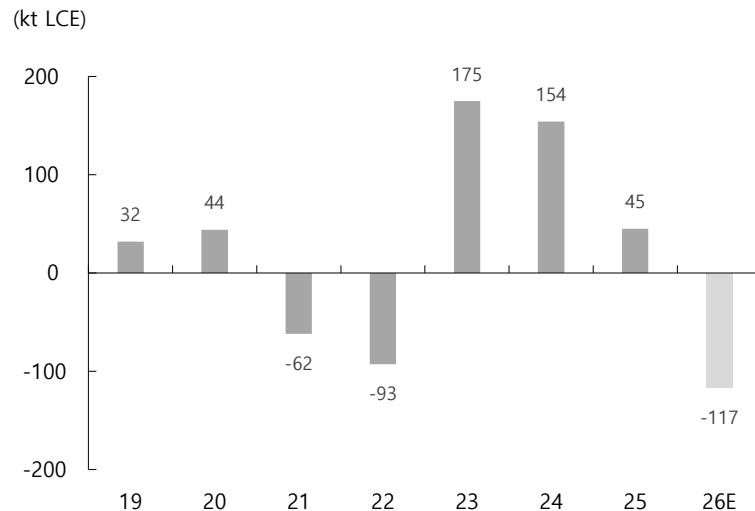
II . 비철금속/귀금속

1. 리튬

공급 과잉에서 공급 부족으로

- 대표적 공급 과잉 품목인 리튬 수급은 최근 공급 부족으로 전환
- 기존 ESS向 수요 호조 [30년까지 연평균 17% 성장 전망]에 기인한 리튬 수요 호조는 물론, 최근 리튬 광산 [경암형 리튬] 생산량이 당초 기대치에 미치지 못하고 있기 때문
- 정광 공급 부족 여파로 [탄산리튬 - 리튬 정광 (스포듀민)] 스프레드도 축소. 최근 약세 구간에서 스포듀민 하락 폭이 탄산 리튬 대비 크지 않았기 때문

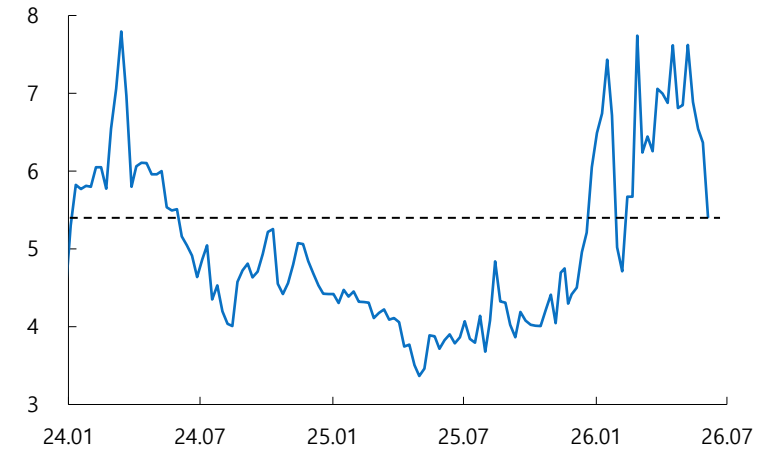
<그림 14> 글로벌 리튬 수급 밸런스 [= 공급-수요] 및 전망



자료: iM증권 리서치본부

<그림 15> 탄산리튬 - 스포듀민 스프레드 추이

(천달러/톤LCE)

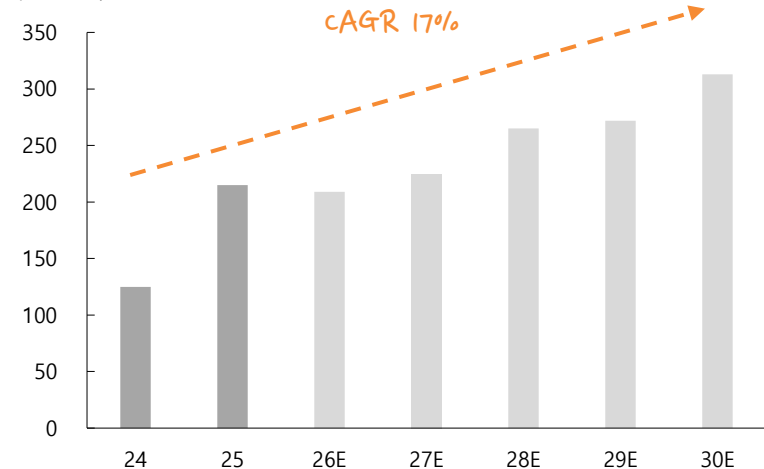


주: 스프레드 = 탄산리튬 가격 - 스포듀민 가격 x 7.5

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림 16> ESS향 리튬 수요량 추이

(천톤LCE)



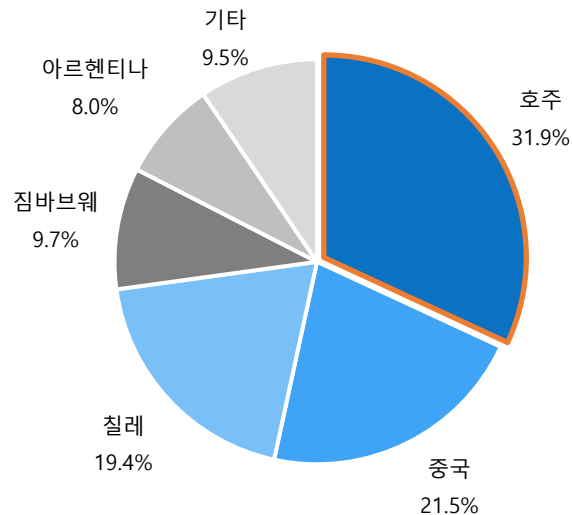
자료: S&P Global, iM증권 리서치본부

1. 리튬

경암형 리튬, 생산 차질 확산

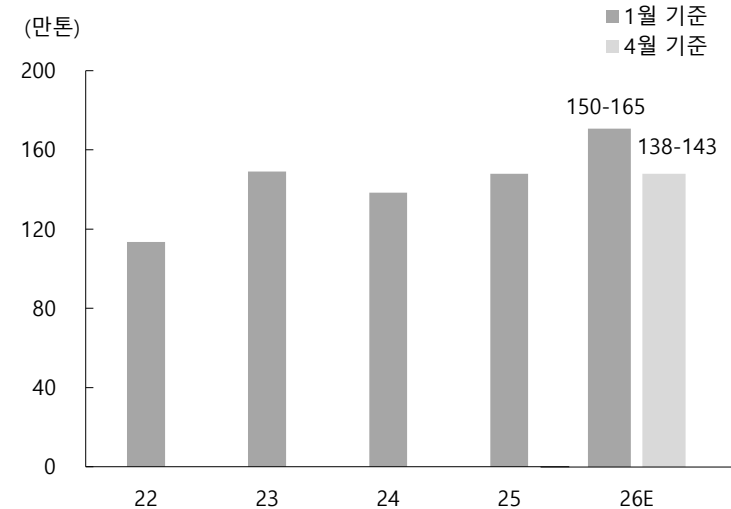
- 리튬 생산의 약 60%를 차지하는 경암형 리튬 생산 차질 확산. 문제는 가장 원가 경쟁력이 있는 호주 리튬 콤플렉스에서도 생산 차질 및 투자 취소/지연이 확산되고 있다는 점. 이는 경암형 리튬 전반에 대한 공급 불확실성으로 확대
- 26년 4월 세계 최대 규모인 그린부시스 [IGO Limited] 광산은 『1) CGP3 초기 수율 확보 실패 등 기술적 이슈, 2) Albermarle 등 파트너사의 재고 조정』의 이유로 스포듀민 생산 가이드نس 하향. 참고로 그린부시스 정광을 원료로 수산화리튬을 생산할 계획이었던 Albermarle의 Kemerton 공장은 비가동 [총 5만톤/Train 1,2] 중이거나 전면 투자 취소 [5만톤 / Train 3,4]

<그림 17> 글로벌 리튬 생산량 국가별 비중



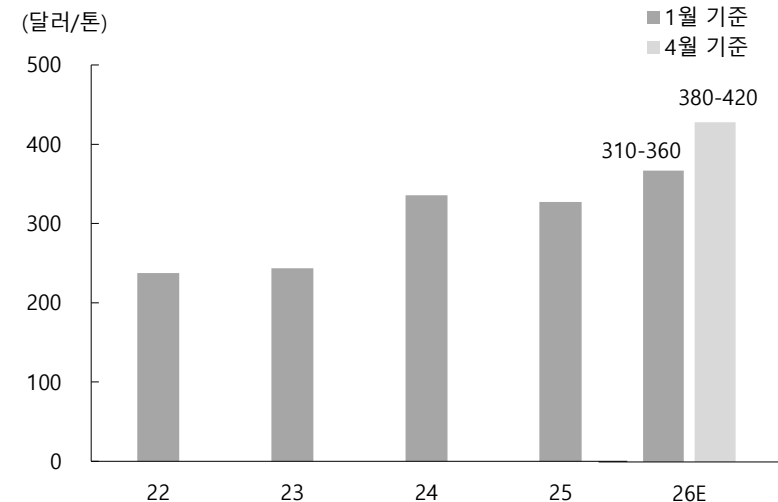
주: 매장량 기준
자료: USGS, iM증권 리서치본부

<그림 18> IGO Greenbushes 스포듀민 생산량 및 가이드نس 추이



자료: IGO, iM증권 리서치본부

<그림 19> IGO Greenbushes 스포듀민 Cash Cost 추이



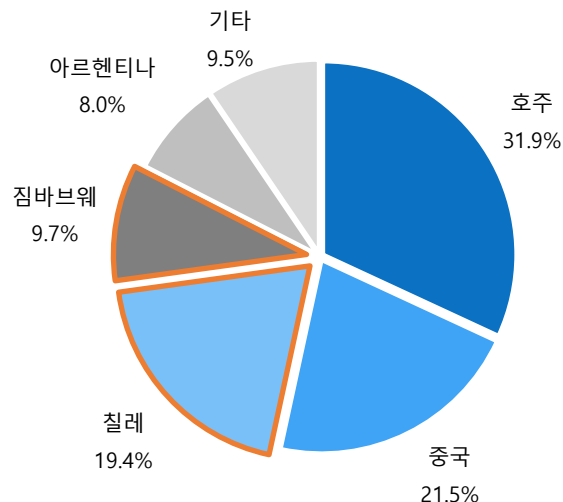
자료: IGO, iM증권 리서치본부

1. 리튬

주요 생산국의 자원 민족 주의 강화

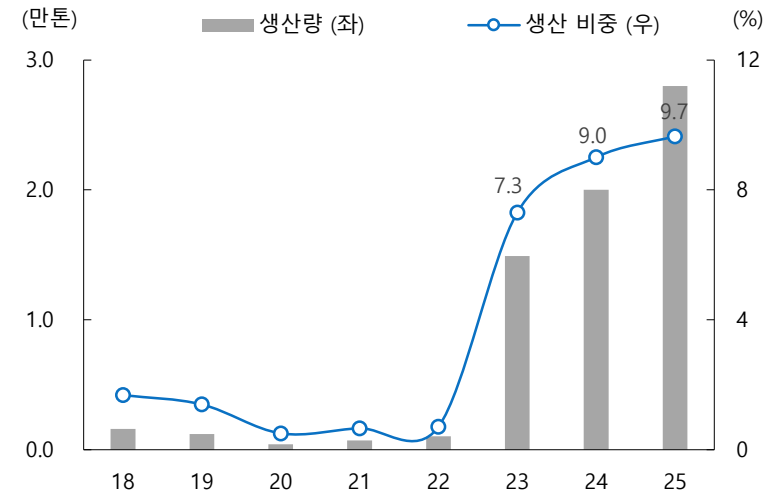
- 중국의 2번째 리튬 정광 수출국인 짐바브웨 [세계 5위 리튬 생산국]의 수출 통제 강화. 짐바브웨 정부는 당초 27년 초로 예정 되어있던 정광 수출 금지 조치를 26년 2/26 기습 단행. 이후 26년 4월 조건부 쿼터제 [짐바브웨 내 리튬 공장 건설 계획을 제출한 기업에게만 수출 쿼터 지급] 및 100% 수출세 부과 발표
- 칠레 [세계 3위 리튬 생산국] 국유화 조치 본격화: 1) 국영 구리 생산기업 Codelco와 SQM [아타카마 염호 채굴권 보유] 합작법인 출범. Codelco가 경영권 [합작법인 지분 50%+1주] 보유, 2) Albermarle [아타카마 염호 채굴권 43년 만료]에게도 SQM 모델 압박 중

<그림 20> 글로벌 리튬 생산량 국가별 비중



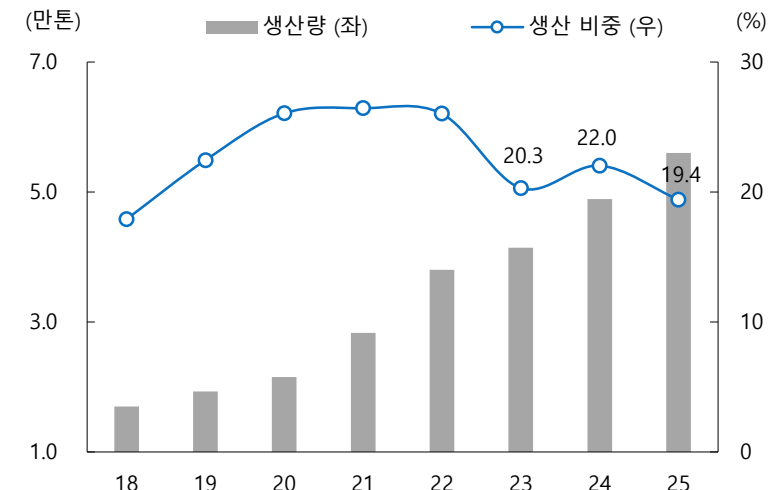
주: 매장량 기준
자료: USGS, iM증권 리서치본부

<그림 21> 짐바브웨 리튬 생산량 및 글로벌 시장 점유율



자료: USGS, iM증권 리서치본부

<그림 22> 칠레 리튬 생산량 및 글로벌 시장 점유율



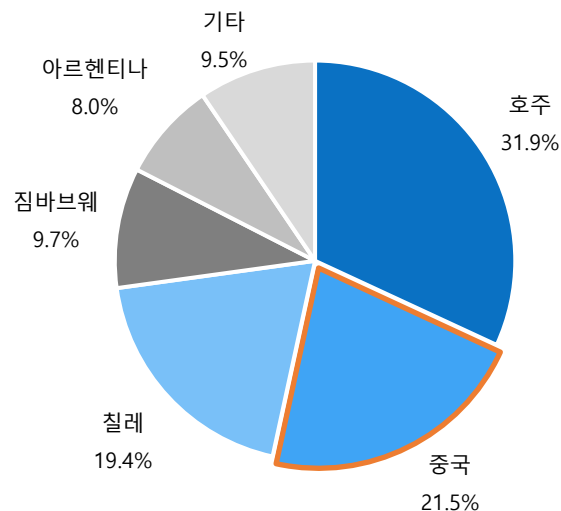
자료: USGS, iM증권 리서치본부

1. 리튬

중국, 무분별한 증산 기조 규제 중

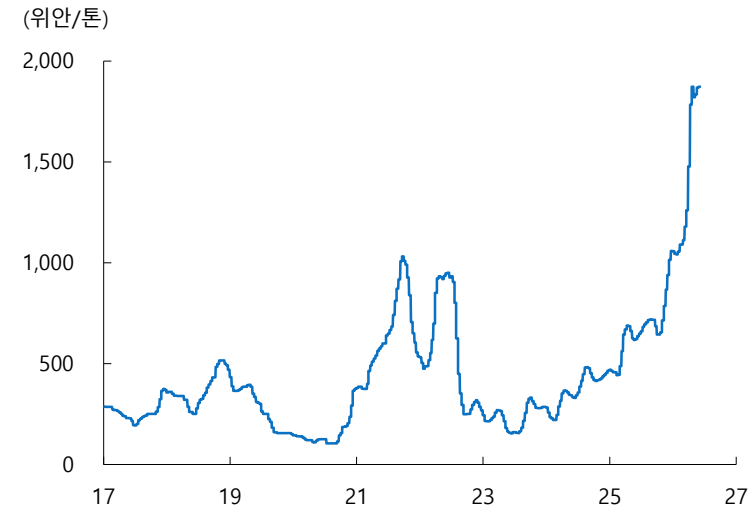
- 중국 리튬 제련업체, 수익성 둔화로 가동률 압박. 핵심 원료인 스포듀민 및 황산 가격 강세로 리튬 제련업체 수익성 악화 중. 황산은 경암형 리튬 생산 [Acid Roasting]에 있어 필수적 부원료
- Lepidolite 광산에 대한 중국 정부의 환경 규제 강화. Lepidolite 광산은 낮은 품위에 따른 높은 원가는 물론, 생산 시 발생하는 탈륨, 불소 등 중금속, 슬래그 등 극심한 환경 문제 유발. 참고로 Lepidolite는 품위가 낮아 탄산리튬 1톤 생산시 약 20~30톤의 슬래그 발생. 최근 CATL 젠샤위 광산의 재가동 시기가 늦어지고 있는 것도 환경 문제로 인허가가 지연되고 있기 때문

<그림 23> 글로벌 리튬 생산량 국가별 비중



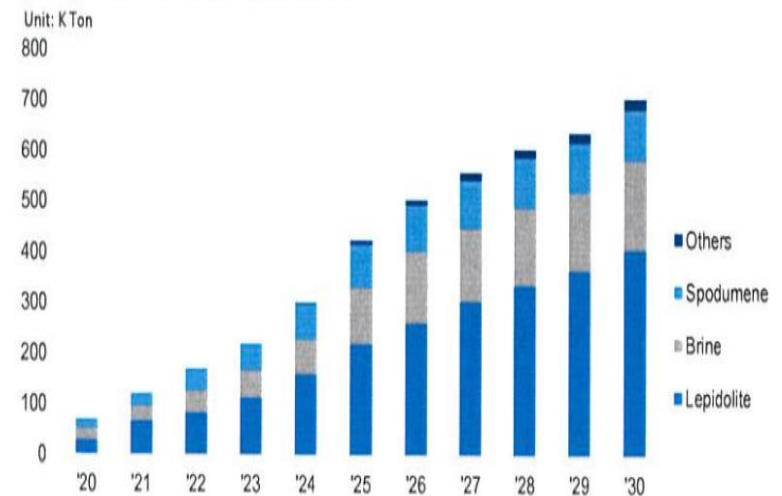
주: 매장량 기준
자료: USGS, iM증권 리서치본부

<그림 24> 중국 내수 황산 가격 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림 25> 중국 리튬 생산량 추이 및 전망 [주요 원료별 구분]



자료: iM증권 리서치본부

2. 희토류/희소금속

중동 전쟁 / AI 투자 확산과 희토류 랠리

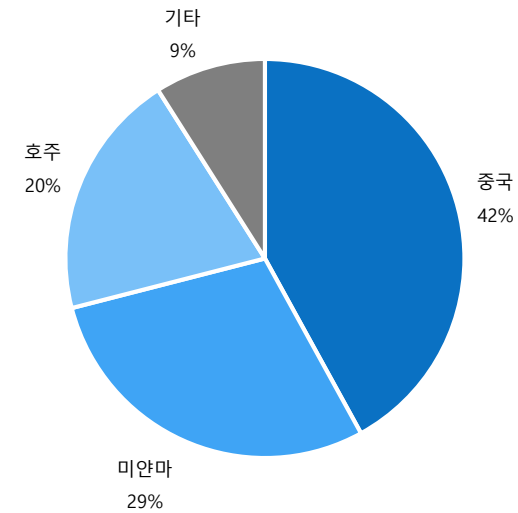
- AI 광풍으로 **이트륨 가격 급등**. 이트륨은 반도체 노광 공정에서 EUV 반사경의 특수 유리를 코팅하는데 사용

<그림 26> 이트륨 가격 추이



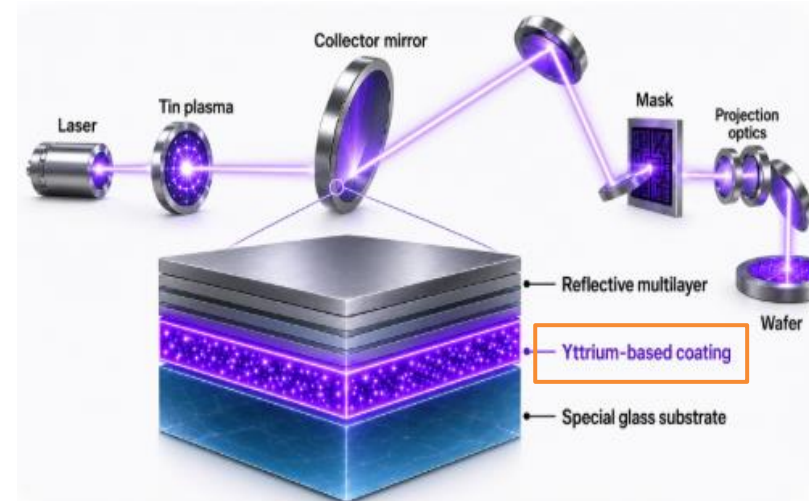
자료: KOMIS, iM증권 리서치본부

<그림 27> 이트륨 생산 국가별 비중 [2021년 현재]



자료: EU 집행위원회, iM증권 리서치본부

<그림 28> EUV 공정에 필수적으로 사용되는 희토류



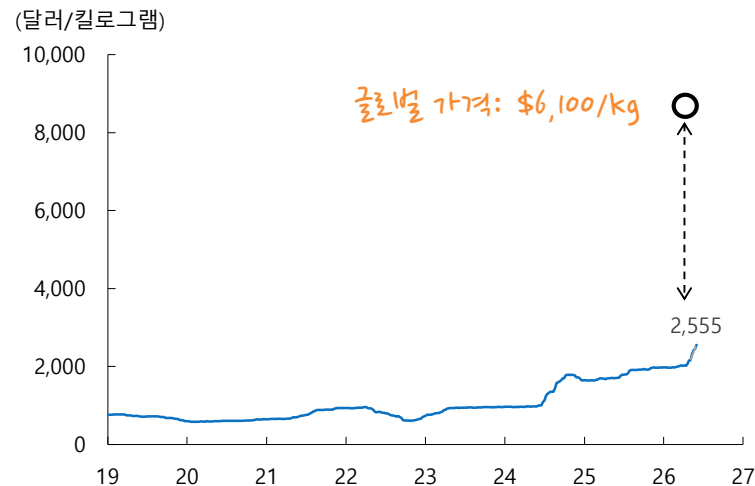
자료: iM증권 리서치본부

2. 희토류/희소금속

중동 전쟁 / AI 투자 확산과 희토류 랠리

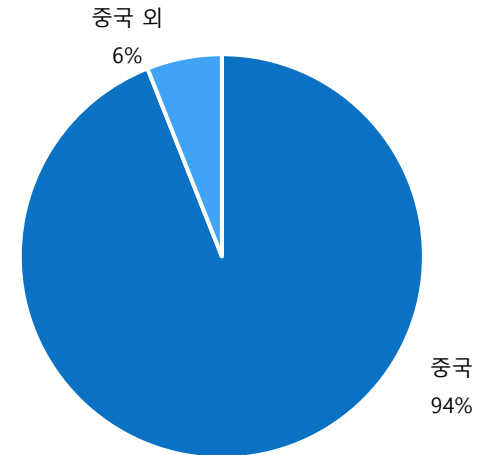
- **게르마늄**은 광섬유에 가장 많이 쓰이나, 최근 들어 적외선 광학, 반도체/태양전지 등에서 중요성 부각되기 시작
- 적외선 광학에서는 열을 감지하는 렌즈 및 센서에 사용. 반도체에서는 빛이나 열 신호를 전기 신호로 변환하는 센서와 소자에 주로 사용
- 고려아연: 울산 온산 제련소에 1,400억원 투입해 게르마늄 공장 [연 10~12만톤] 건설 중 . 28년 상반기 가동 예정

<그림 29> 게르마늄 가격 추이



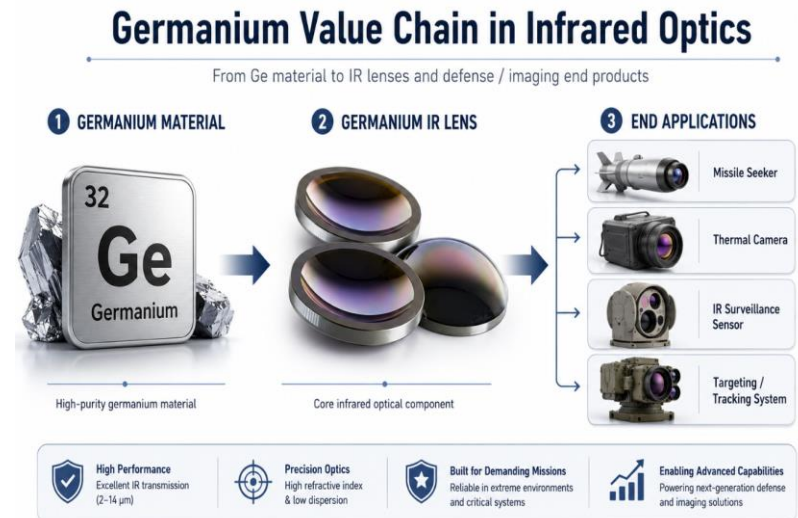
자료: KOMIS, iM증권 리서치본부

<그림 30> 게르마늄 메탈 중국 생산 비중



자료: BGS, iM증권 리서치본부

<그림 31> 군사용 장비의 렌즈에 쓰이는 게르마늄



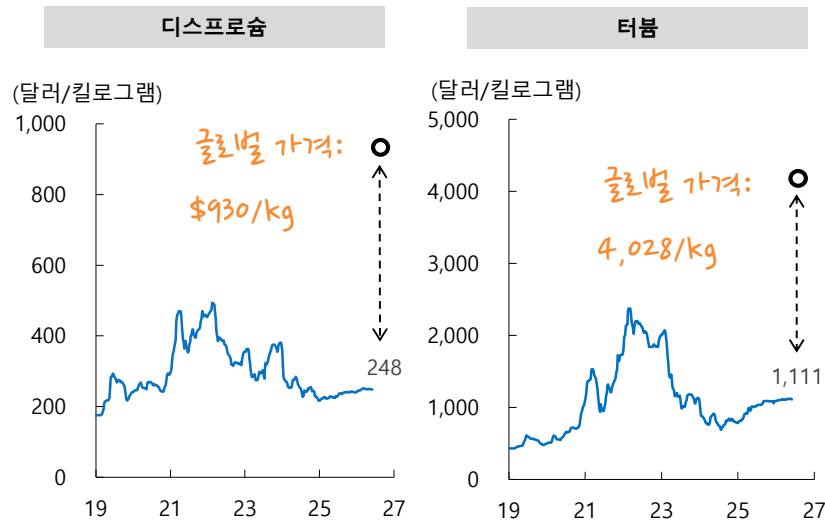
자료: iM증권 리서치본부

2. 희토류/희소금속

중동 전쟁 / AI 투자 확산과 희토류 랠리

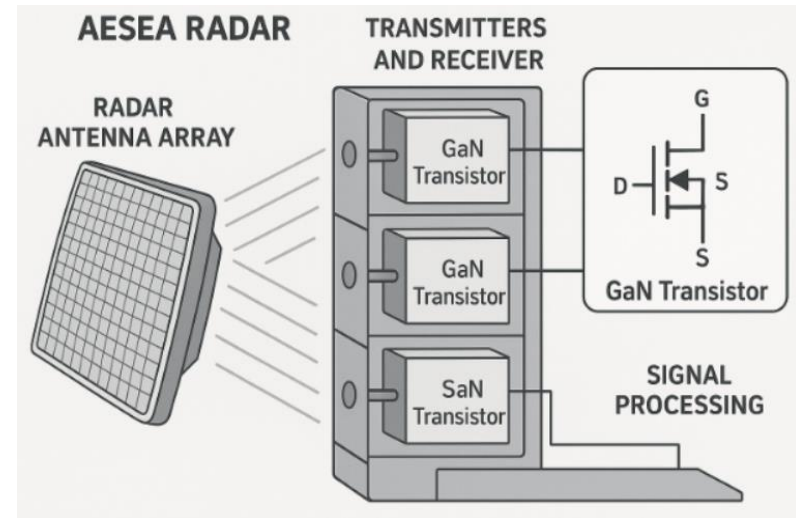
- 디스프로슘/터븀은 액추에이터 및 레이더/미사일/소나 등에 쓰이는 고성능/고내열성 영구 자석에 필수적 원료
- 갈륨은 방위 산업에 쓰이는 질화갈륨 [GaN] 반도체 수요 증가 및 중동 알루미늄 생산 차질로 강세. 참고로 갈륨은 보크사이트 제련 과정에서 90% 이상 생산
- 고려아연: 온산 제련소 560억 규모 투자해 갈륨 회수 공정 신설. 28년 상반기 가동 목표, 연 15.5톤 생산 규모

<그림 32> 디스프로슘, 터븀 가격 추이



자료: KOMIS, iM증권 리서치본부

<그림 33> AESEA 레이더와 질화갈륨[GaN] 반도체



자료: iM증권 리서치본부

<그림 34> 갈륨 가격 추이



자료: KOMIS, iM증권 리서치본부

2. 희토류/희소금속

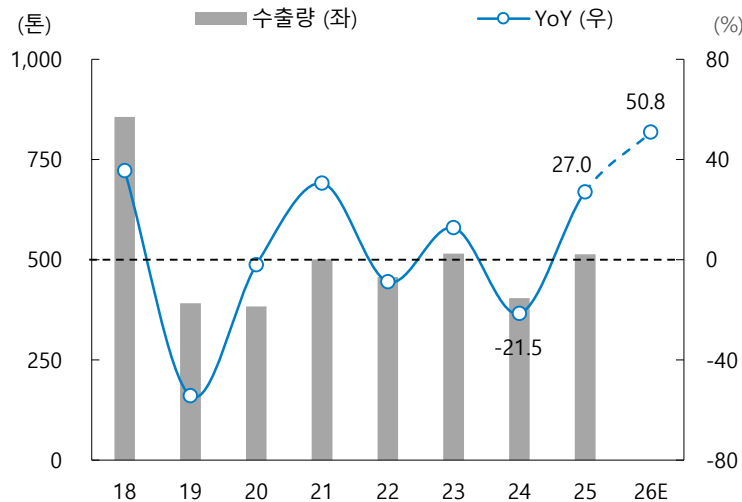
중국 희토류 수출 통제는 더욱 강화

- 중국은 25년 10월 2차 희토류 규제안 발표: 홀뮴 [Ho], 에르븀 [Er], 툴륨 [Tm], 유로븀 [Eu], 이터븀 [Yb]을 추가, 총 12종의 중희토류 모두를 수출 통제 리스트에 포함하고 0.1% 역외 적용 규칙 도입

* **0.1% 역외 적용 규칙**: 해외에서 만들어진 제품이라도 중국산 희토류 원자재가 차지하는 비중이 0.1% 이상이거나 중국 기술이 들어갔을 경우 중국 정부의 공식 허가를 받아야 함

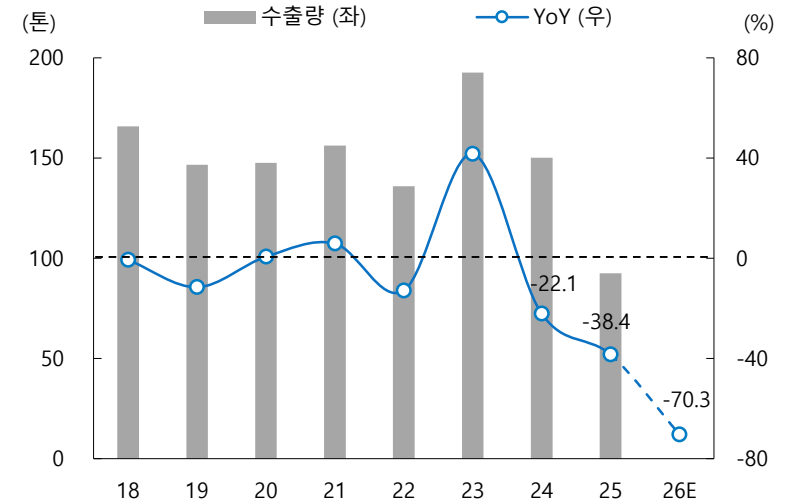
- 중국은 2차 규제안을 26년 11월까지 유예. 다만 25년 4월 발표된 1차 규제 대상 품목 [디스프로슘 등 7개 품목]의 수출 통제는 진행 중
- 최근 중국 희토류 수출 증가는 상대적으로 수급이 용이한 디디뮴 [NdPr], 세륨 등 경희토류 중심. 중희토류 수출은 여전히 감소 중

<그림 35> 중국 NdPr 수출량 및 전년비 증가율



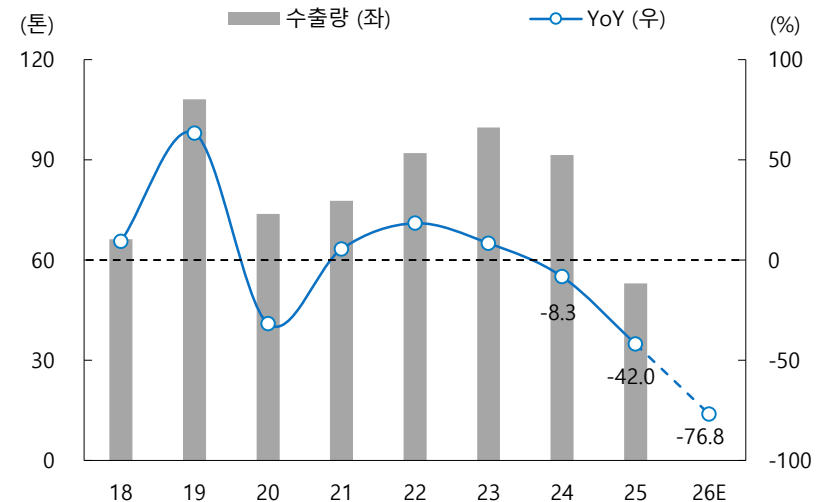
주: 26년은 4월까지 누계
자료: Wind, iM증권 리서치본부

<그림 36> 중국 디스프로슘 산화물 수출량 및 전년비 증가율



주: 26년은 4월까지 누계
자료: Wind, iM증권 리서치본부

<그림 37> 중국 터븀 산화물 수출량 및 전년비 증가율



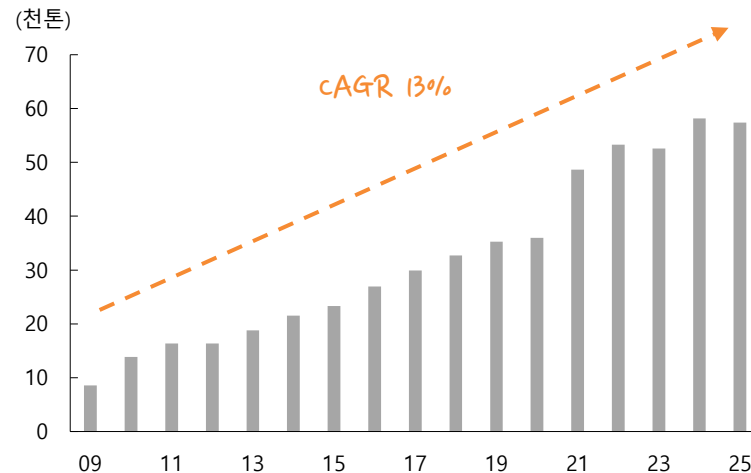
주: 참고로 터븀이 디스프로슘 대비 효율이 높으나 가격이 비쌌. 네오디뮴 대비 디스프로슘은 약 4배, 터븀은 약 20배에 달함. 26년은 4월까지 누계
자료: Wind, iM증권 리서치본부

2. 희토류/희소금속

여전히 강력한 중국의 희토류 독점

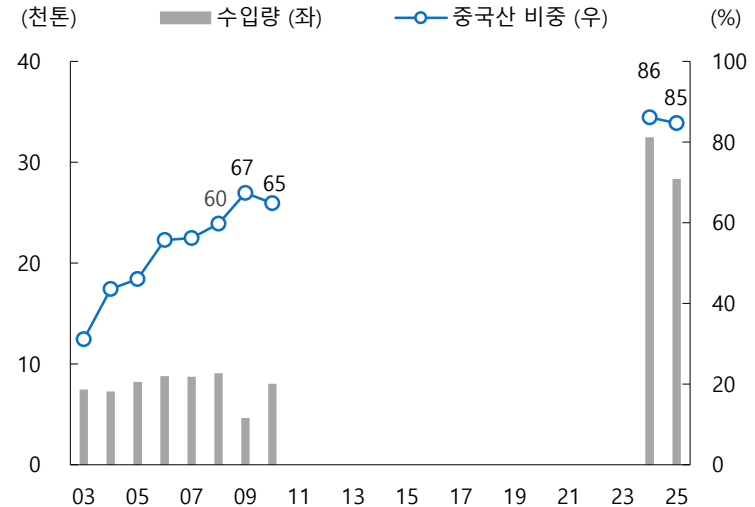
- 주요 국가의 국산 희토류 의존도는 절대적. 특히 희토류 최종 제품인 영구 자석의 경우 여전히 의존도가 높음. 핵심 원료 [중희토류] 수출 통제를 통해 최종 제품 장악력은 더욱 강화되고 있음
- 미국 자급률은 향후 점진적 상승: MP Materials가 NdPr 산화물 생산을 시작했고, 현재 자석 전구체 제품 [Magnetic precursor products] 생산 시작. 영구 자석 매출은 26년 하반기 예정
- EU는 미국과는 달리, 영구 자석 생산 업체 [바쿰슈멜체 등] 공장은 있으나, 현재 상업 생산 중인 희토류 광산은 없는 상황. 이에 역내 영구 자석 업체는 희토류 산화물 및 메탈을 수입에 의존

<그림 38> 중국 영구 자석 수출량 추이



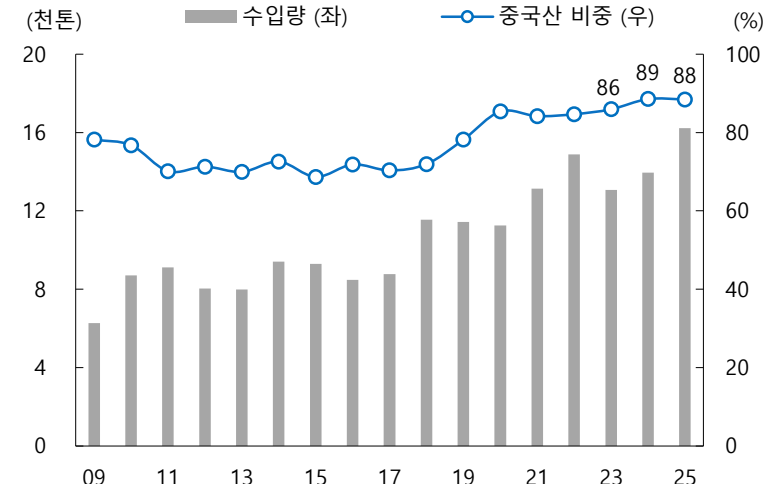
자료: UN, iM증권 리서치본부

<그림 39> 미국의 영구자석 수입량 및 중국산 비중



자료: UN, iM증권 리서치본부

<그림 40> 독일의 영구자석 수입량 및 중국산 비중



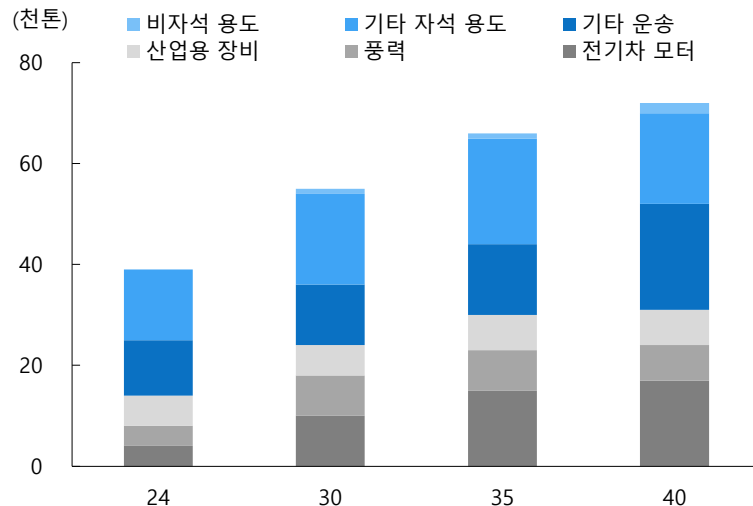
자료: UN, iM증권 리서치본부

2. 희토류/희소금속

중국 희토류 독점은 당분간 지속될 것

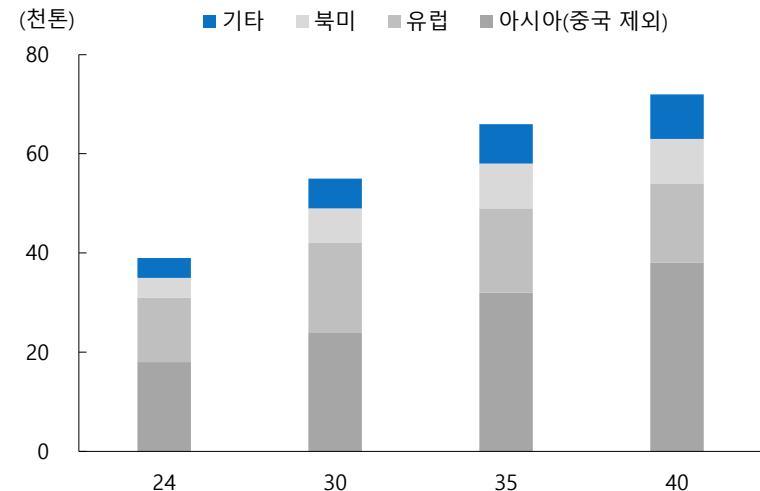
- IEA에 따르면 중국 외 기준 자석용 희토류 수요는 현재 4만톤에서 2040년 7만톤으로 증가. 전기차 보급 확대가 수요 증가를 견인
- 지역별로는 아시아 지역이 가장 큰 폭으로 증가

<그림 41> 중국 외 지역 자석용 희토류 수요 전망_용도별



자료: IEA, iM증권 리서치본부

<그림 42> 중국 외 지역 자석용 희토류 수요 전망_지역별



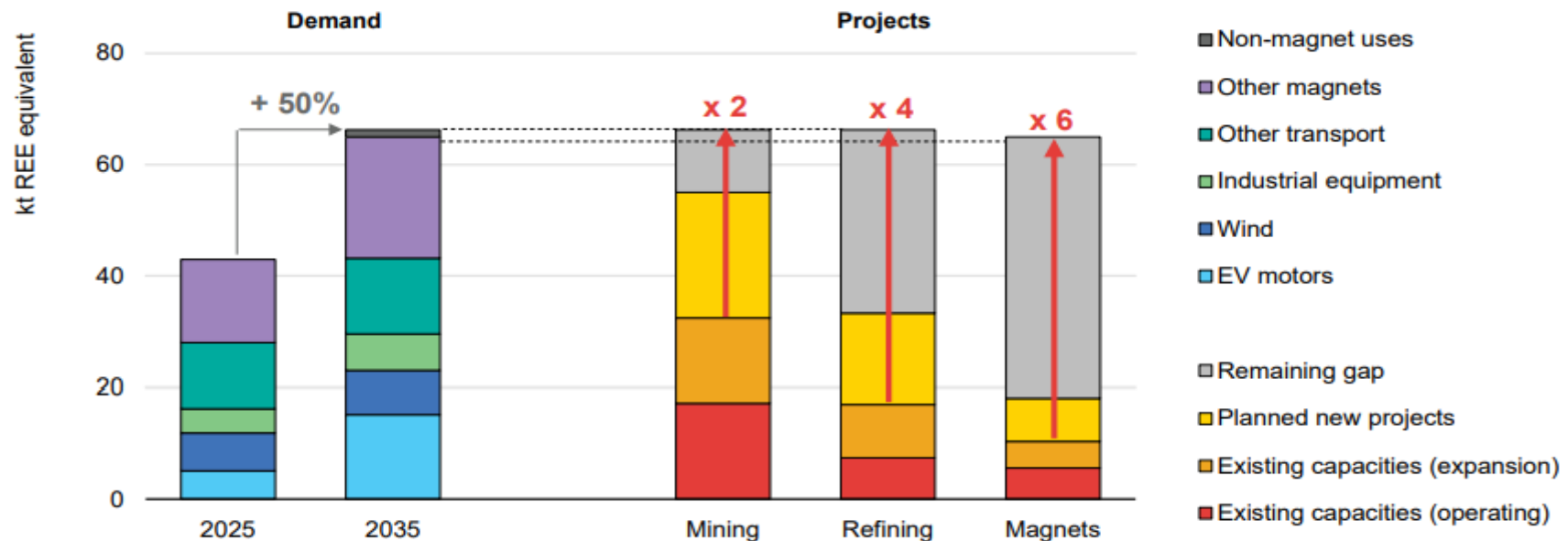
자료: IEA, iM증권 리서치본부

2. 희토류/희소금속

중국 외 지역, 여전히 수요 대비 모자란 투자

- 중국과 미얀마 외 지역은 수요 대비 채굴의 45%, 정련의 20%, 자석의 14%만을 자체적 충당
- 설비 확장 계획을 반영하더라도, 35년 중국 외 지역의 자급률은 채굴 약 50%, 정련 25%, 자석은 20%를 하회
- 수요 충족을 위해서는 기존 계획 외에 **채굴 2배, 정련 4배, 자석 6배 수준의 추가적인 생산능력 확대 필요**

<그림 43> 2035년 수요 충족을 위한 필요 투자 규모 [중국 외 지역]



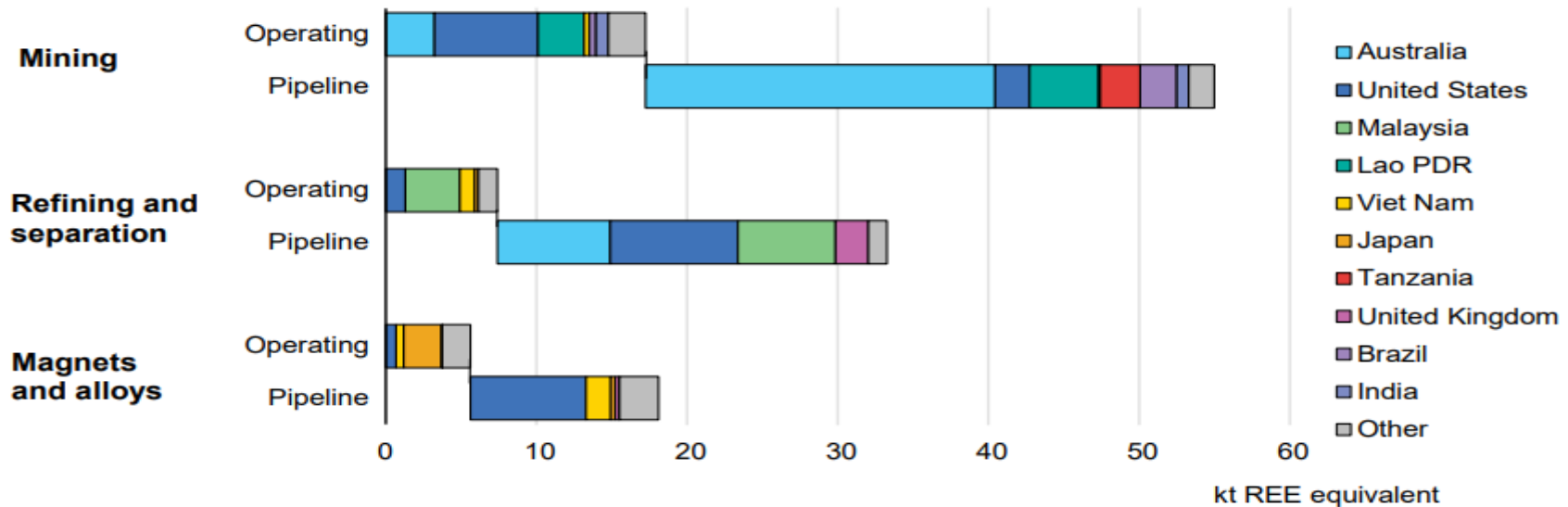
자료: IEA, iM증권 리서치본부

2. 희토류/희소금속

하공정으로 갈수록 중국 外 지역의 자급률은 하락

- 문제는 『채굴 → 정련/분리 → 자석 제조』의 공정 중 후공정으로 갈수록 생산 능력이 더욱 부족해진다는 점
- 특히 자석 제조의 경우 35년 기준 1.8만톤 수준의 생산능력으로, 예상 수요 [6만톤] 대비 크게 부족한 상황
- 이는 중국 外 지역이 완성된 희토류 정련/분리 기술[ex 중국 계단식 용매 추출법]을 갖추지 못했고, 정련/분리 시 파생되는 폐기물 등 환경 문제에 대한 명확한 해결 방안이 없기 때문
- 이같은 점을 감안하면 당분간 중국의 희토류 독점 구도는 당분간 지속될 것

<그림 44> 2035년 자석용 희토류 생산능력 예측 규모 [중국 外 지역]



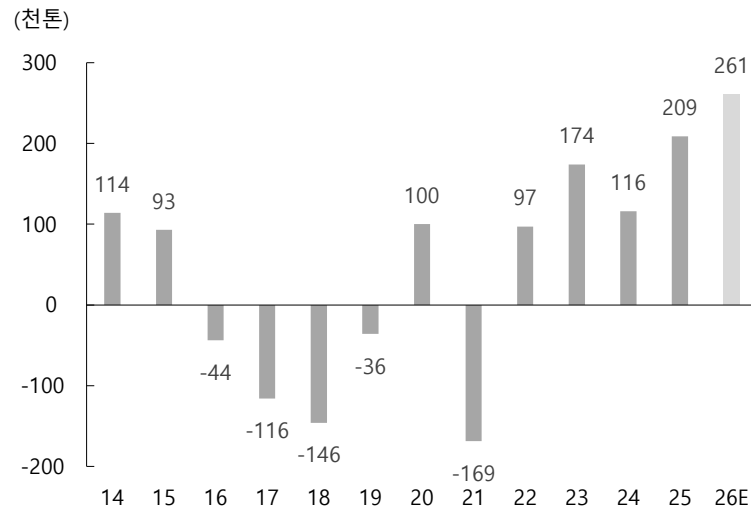
자료: IEA, iM증권 리서치본부

3. 니켈

공급 과잉에서 공급 부족의 시대로

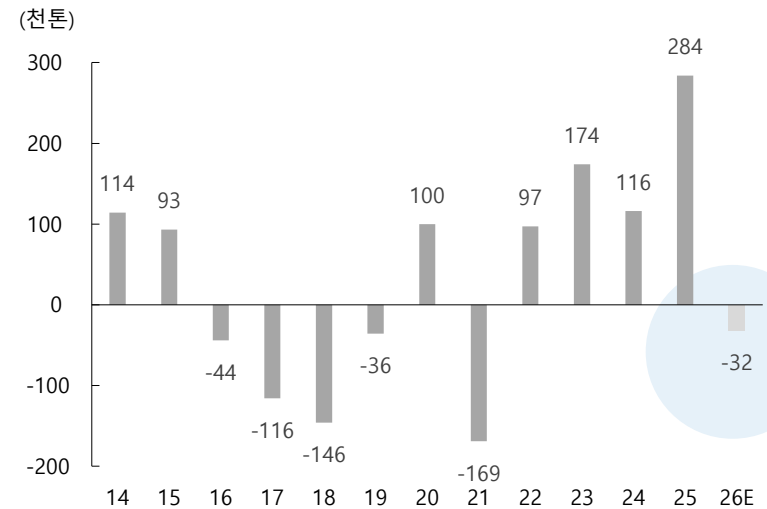
- 최근 글로벌 니켈 [Primary Nickel] 수급은 공급 과잉에서 공급 부족으로 전환
- 인도네시아의 인위적인 공급 통제 효과

<그림 45> [25년 10월 전망] 니켈 수급 Balance [= 공급 - 수요]



자료: INSG, iM증권 리서치본부

<그림 46> [26년 4월 전망] 니켈 수급 Balance [= 공급 - 수요]



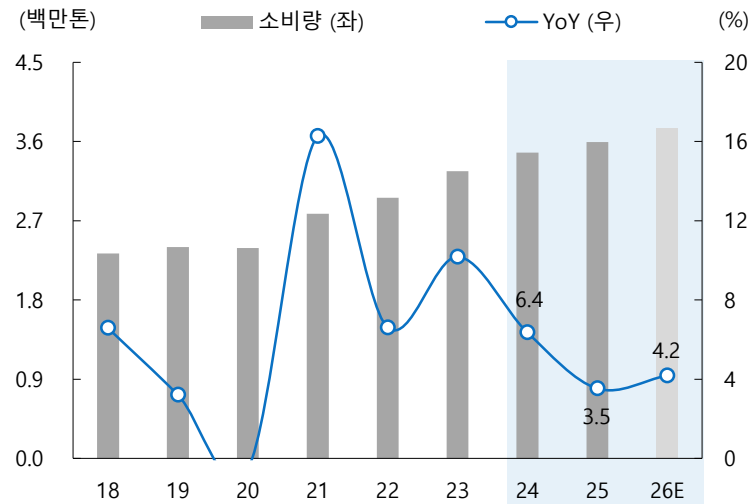
자료: INSG, iM증권 리서치본부

3. 니켈

수요 전망은 그다지 좋지 못한 상황에서..

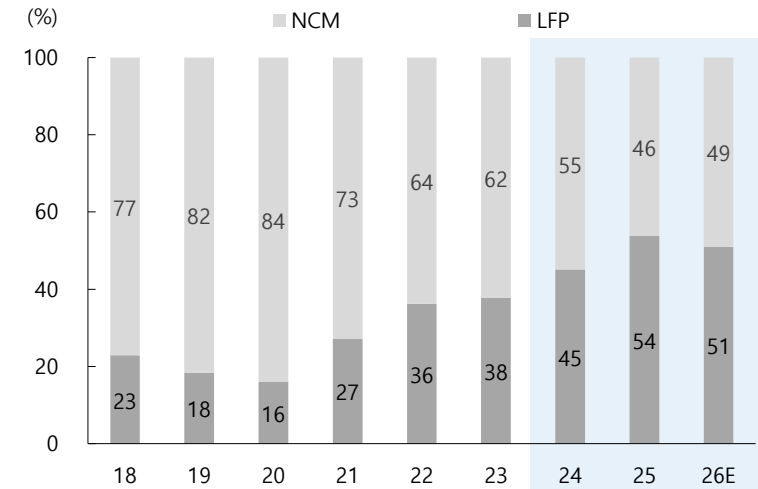
- 니켈 수요 성장율은 LFP 점유율 확대와 더불어 지속적 둔화. 수요 전망 치는 역시 하향 조정
- 가격 경쟁력을 장착한 LFP가 ESS에도 우선적으로 차용되면서 니켈 수요 기대감은 높지 않은 상황

<그림 47> 글로벌 니켈 소비량 변화 추이



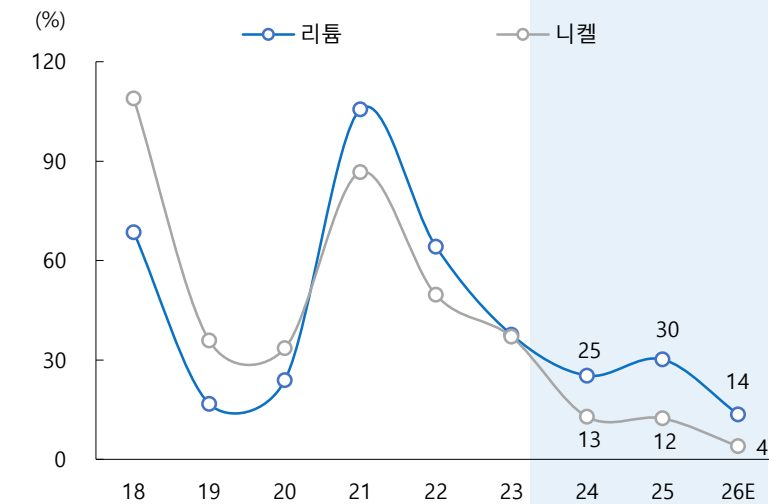
자료: INSG, iM증권 리서치본부

<그림 48> EV용 배터리별 공급 비중 추이



주: 26년 수치는 1분기 기준
자료: SNE, iM증권 리서치본부

<그림 49> EV용 배터리용 소재 소비량 YoY 추이



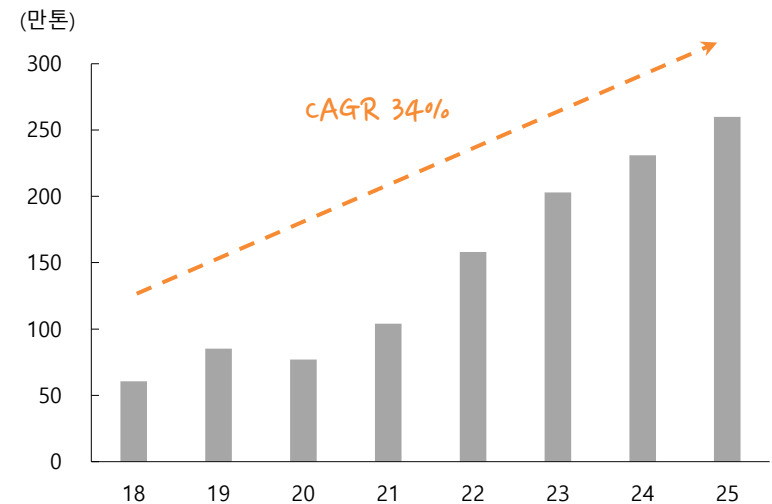
자료: SNE, iM증권 리서치본부

3. 니켈

생산은 증가하여 공급 과잉이 불가피했으나 ...

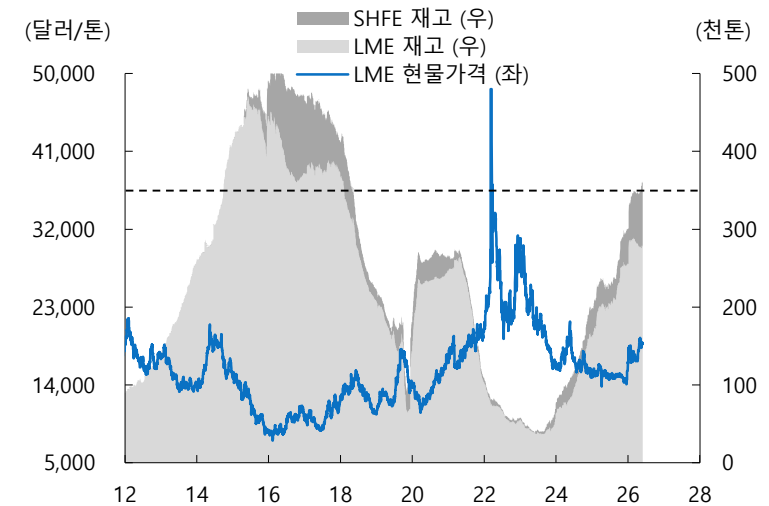
- 이같은 상황에서 인도네시아가 저순도 니켈을 원료로 한 MHP [HPAL 공정: 고압산침출] 및 Nickel Matte [RKEF 공정] 와 같은 반제품으로 배터리용 니켈 [Class 1 니켈]으로 활용하면서 인도네시아발 니켈 생산량 급증
- 여기에 러/우 전쟁 이후 러시아산 니켈 퇴출에 따른 재고 공백을 중국산 니켈이 대체하면서 거래소 재고도 급증
- [수요 모멘텀 둔화 + 공급 증가]로 니켈은 구조적 공급 과잉으로 전환

<그림 50> 인도네시아 니켈 생산량 추이



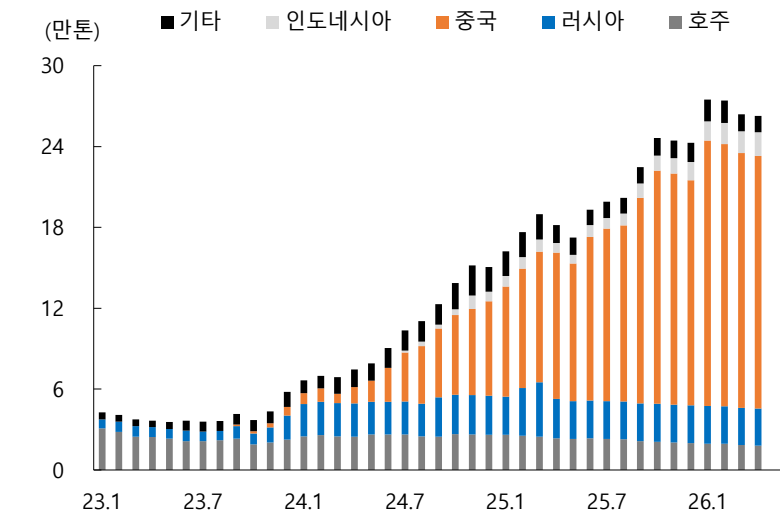
자료: USGS, iM증권 리서치본부

<그림 51> LME 니켈 가격과 주요 거래소 재고 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림 52> LME 니켈 재고 국가원천 [Origin] 구분



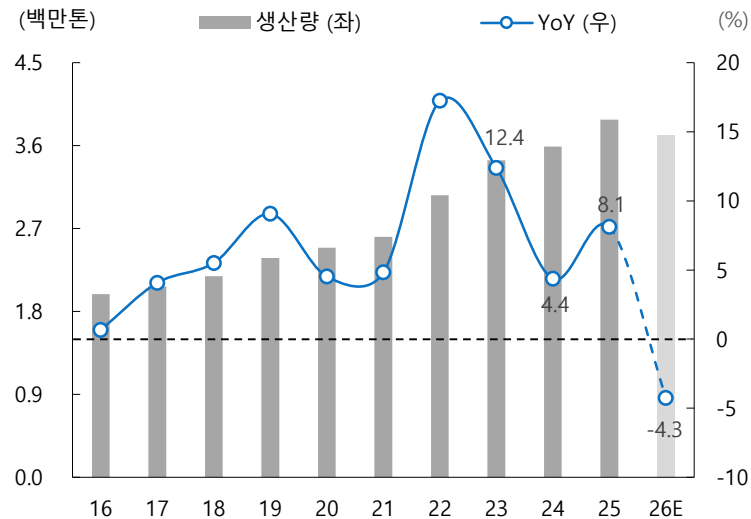
자료: LME, iM증권 리서치본부

3. 니켈

인도네시아發 수급 통제 본격화

- 그러나 인도네시아 정부가 26년 RKAB [연간 광산 작업 및 예산 계획]의 대폭 개편을 통해 본격적 공급을 통제하기 시작
- 1) 26년 니켈 생산 쿼터 2.5억~2.6억톤으로 전년비 30% 축소, 2) 3년 단위로 운영되던 승인 시스템을 1년 단위로 단축, 3) 니켈 가격 급등 시 막대한 이익을 얻는 기업으로부터 추가적인 세금을 걷는 Windfall Tax [횡재세] 도입 추진, 4) 현재 누진세로 운용되고 있는 NPI 등 반제품에 대한 수출세 인상 움직임
- 여기에 황산 가격 폭등으로 인도네시아 니켈 생산 차질. HPAL공정에서 MHP 1톤 생산을 위해 12톤의 황이 소요되기 때문

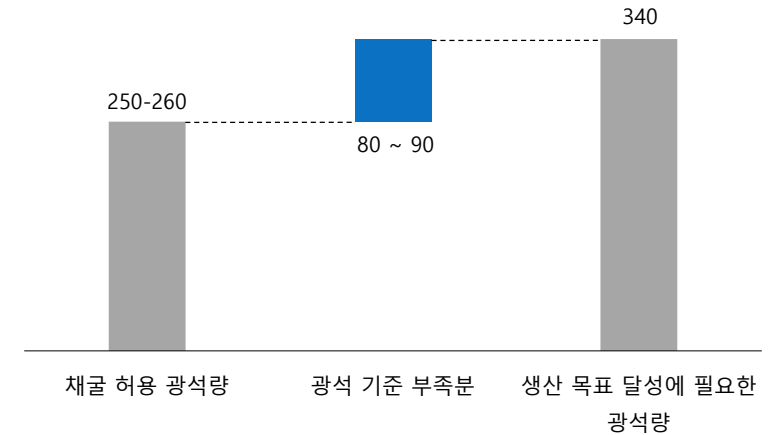
<그림 53> 글로벌 니켈 생산량 전망 및 YoY 증가율



자료: INSG, iM증권 리서치본부

<그림 54> 26년 인도네시아 니켈 광석 수급 Balance

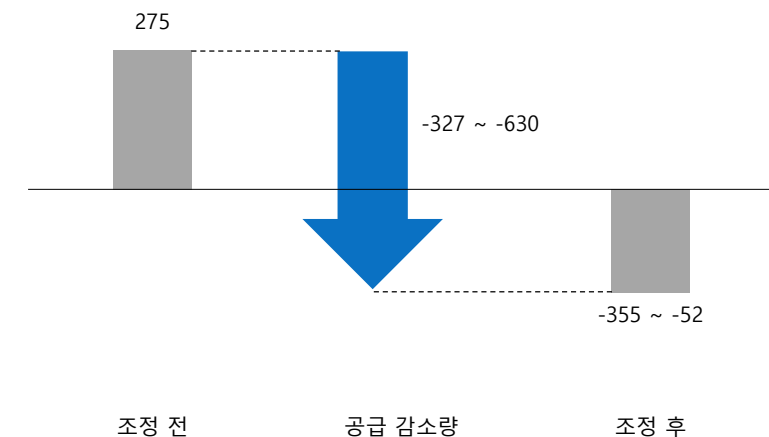
(백만톤)



자료: Norilsk Nickel, iM증권 리서치본부

<그림 55> 26년 글로벌 니켈 수급 Balance [= 공급 - 수요]

(천톤)



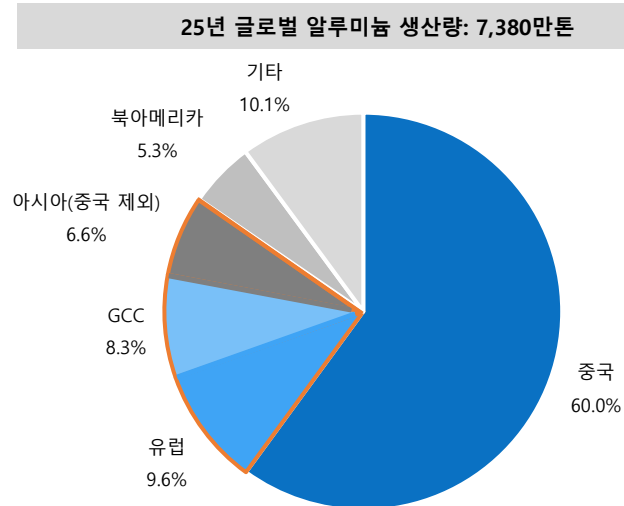
자료: Norilsk Nickel, iM증권 리서치본부

4. 알루미늄

중동 전쟁으로 대규모 수급 차질 발생

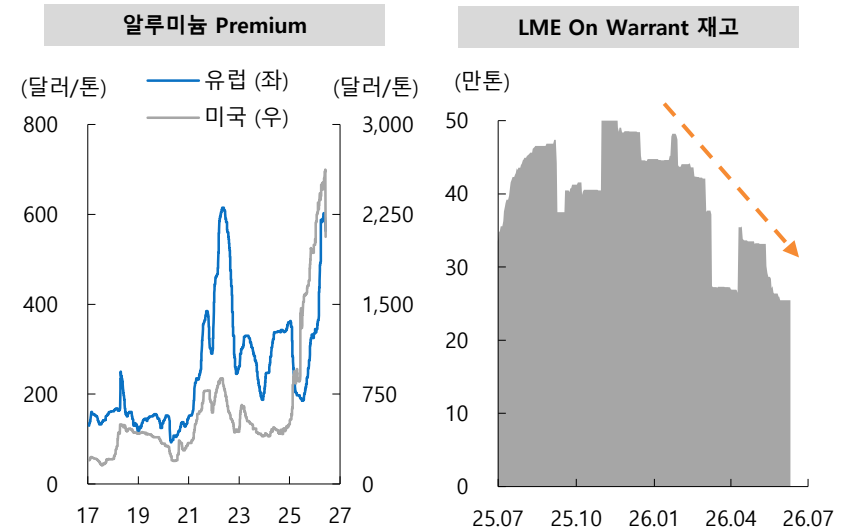
- 금번 중동 전쟁 발발로 대규모 수급 차질 발생. **중동 지역은 글로벌 알루미늄 생산량의 약 8% 점유**
- 글로벌 5위 업체인 EGA [연산 2.5백만톤]의 Al Taweelah [연산 1.60만톤] 공장은 최대 12개월 생산 중단. 생산능력의 19%에 해당하는 라인 3개 가동 중단 중인 바레인 Alba [연산 160만톤] 역시 이란 공습으로 현재 피해 규모 파악 중
- LNG 등 에너지 비용 상승으로 유럽 등 생산 원가 급등. **알루미늄은 에너지 집약도가 매우 높은 품목**

<그림 56> 글로벌 알루미늄 국가별 생산량 비중



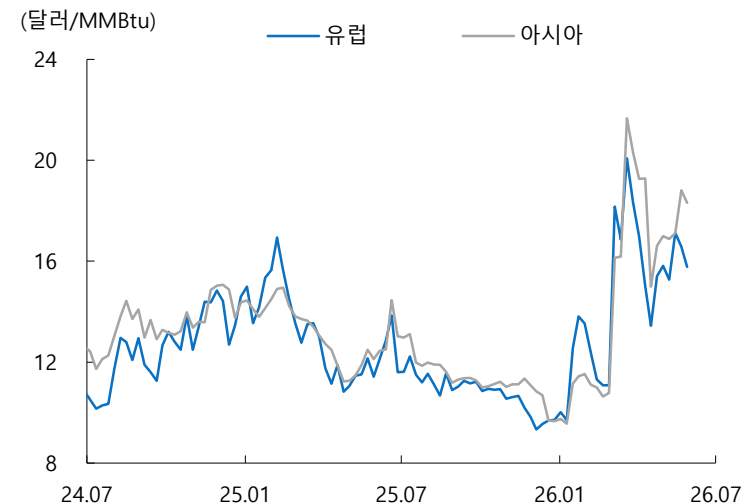
주: GCC(Gulf Cooperation Council, 걸프협력이사회). 사우디, UAE, 카타르 등
자료: International Aluminum, iM증권 리서치본부

<그림 57> 알루미늄 premium 및 LME On Warrant 재고 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림 58> 지역별 LNG 가격 추이



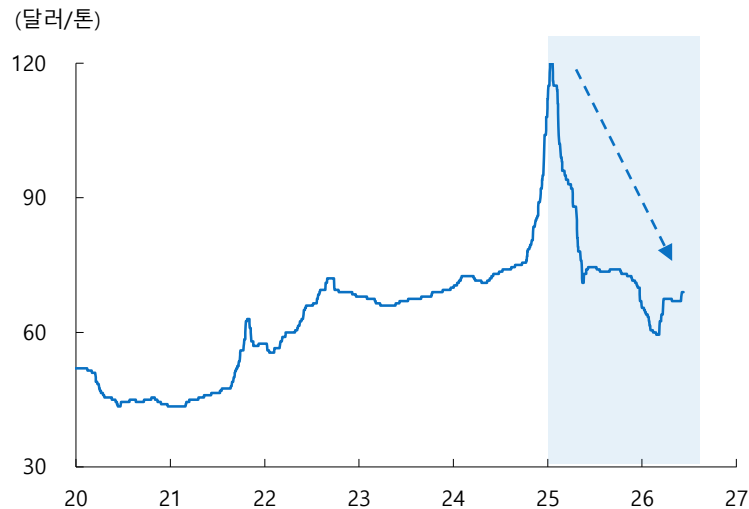
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

4. 알루미늄

임박한 기니의 보크사이트 수출 제한

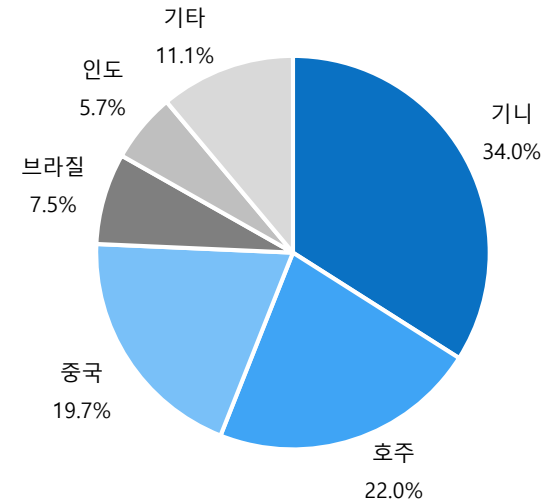
- 글로벌 1위 생산국인 기니의 보크사이트 수출량 증가로 보크사이트 가격 하락. 이에 기니 정부는 26년 6월 보크사이트 구체적 수출 규제 방안 발표 예정. 참고로 수출 쿼터 및 차등 관세 [제련소 건설 계획이 있고 자금을 집행하는 기업과 그렇지 않은 기업] 등이 시행될 전망
- 궁극적으로는 자국 내 알루미나 정련, 알루미늄 제련 설비를 건설하여 자체 알루미늄 공급 체인을 구축할 계획. 인도네시아 니켈과 비슷한 정책 기조

<그림 59> 보크사이트 가격 추이



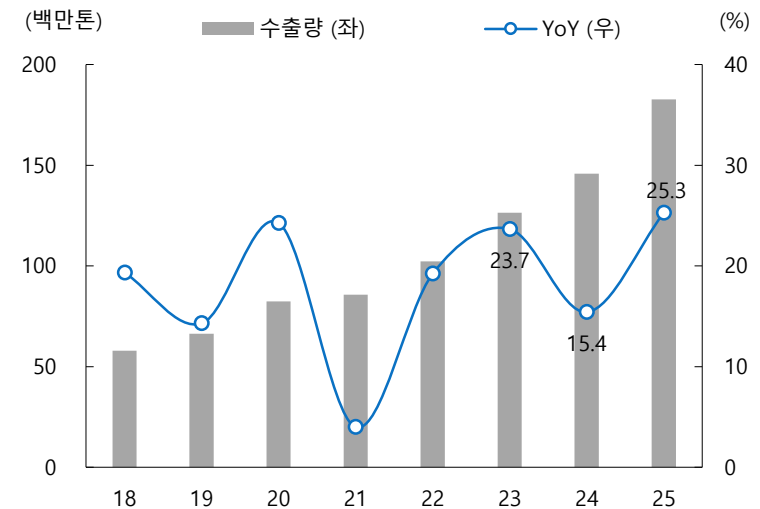
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림 60> 글로벌 보크사이트 생산량 국가별 비중



자료: USGS, M증권 리서치본부

<그림 61> 기니 보크사이트 수출량 추이 및 YoY 증감률



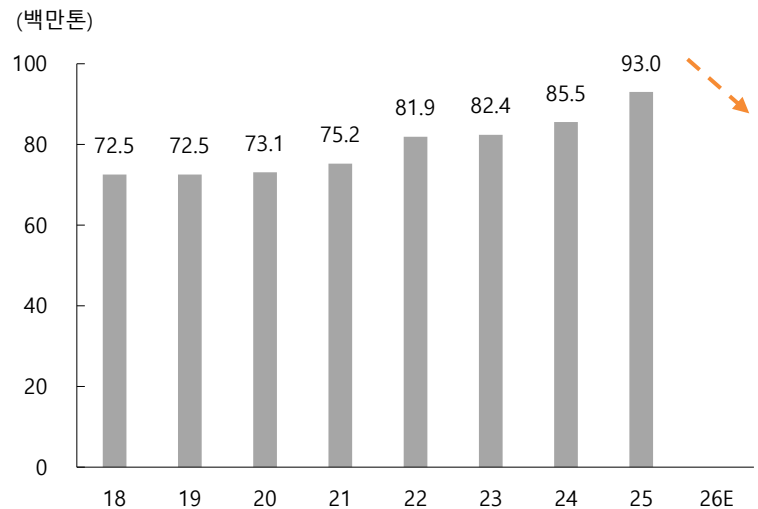
자료: 기니 광업부, iM증권 리서치본부

4. 알루미늄

기니의 수출 통제 → 중국 알루미늄 생산 차질

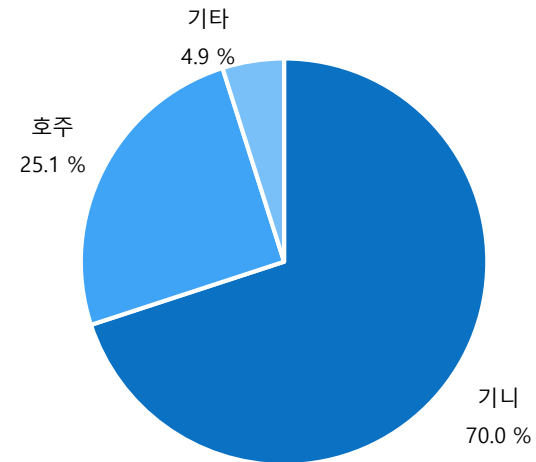
- 중국의 보크사이트 수입량은 기니산을 중심으로 22년부터 급증, 25년 중국 보크사이트 수입량 중 기니산 비중은 무려 70%에 달함
- 25년 중국 알루미늄 생산량 중 기니산 보크사이트를 원료로 사용한 비중은 60~70% 정도로 추정
- 기니의 보크사이트 수출 통제는 중국 알루미늄 원료 수급 차질을 시사. 참고로 2위인 호주산의 경우 매년 정체되는 흐름

<그림 62> 중국 알루미늄 생산량



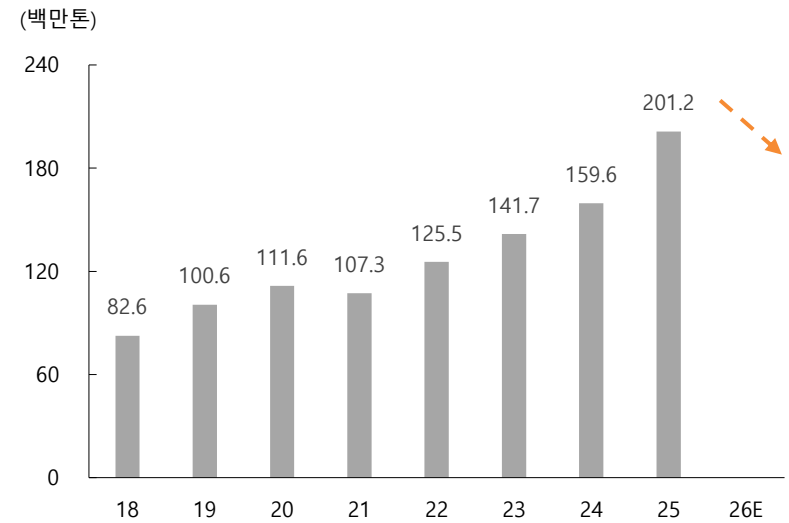
자료: USGS, iM증권 리서치본부

<그림 63> 중국 보크사이트 수입량 국가별 비중



자료: WITS, iM증권 리서치본부

<그림 64> 중국 보크사이트 수입량 추이



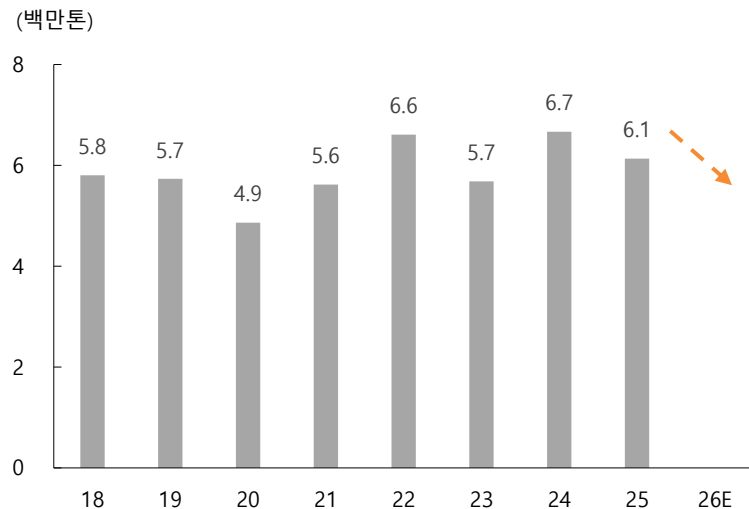
자료: WITS, iM증권 리서치본부

4. 알루미늄

중국발 알루미늄 공급 과잉도 점진적으로 해소될 것

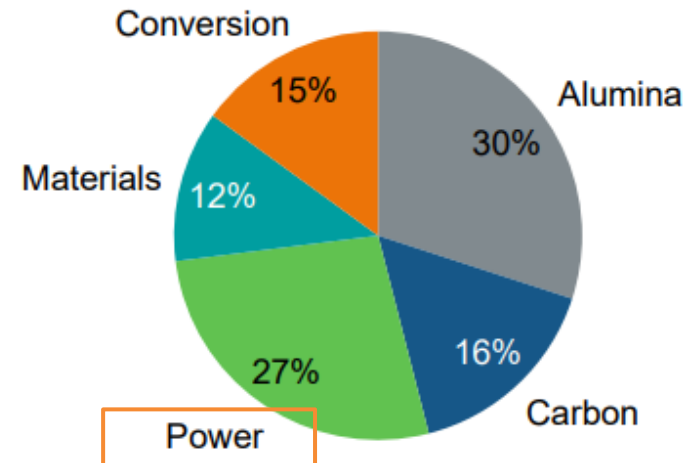
- 중국발 알루미늄 공급 과잉은 『1) 기니 수출 통제에 의한 핵심 원료인 보크사이트 확보 난항, 2) 중국 정부의 생산량 상한제 [연 4,500만톤] 등 강력한 생산 통제: 높은 에너지 집약도 및 과다 이산화탄소 [석탄 화력 발전 전제 1톤 생산시 약 11~12톤] 배출』 등으로 점진적으로 해소될 전망
- 중국 공급 과잉 축소는 알루미늄 수출 둔화로 이어질 것. 참고로 중동 전쟁에 따른 생산 차질로 최근 중국 알루미늄 수출은 증가 추세

<그림 65> 중국 연도별/월별 알루미늄 수출량 추이



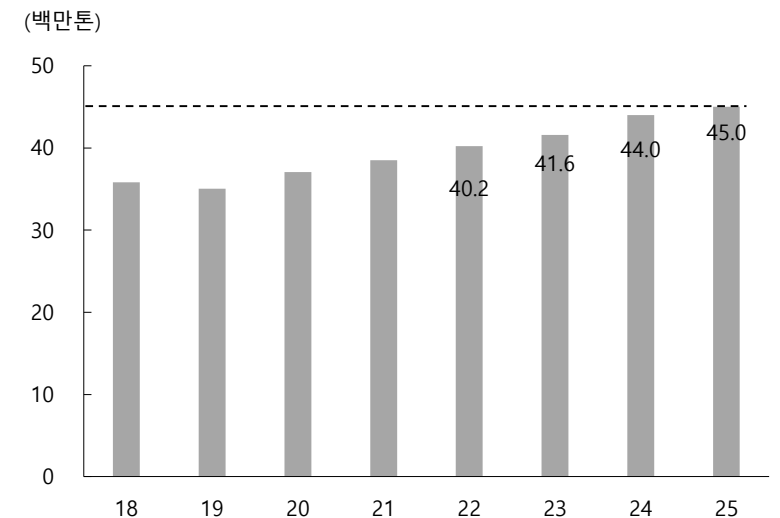
자료: CEIC, iM증권 리서치본부

<그림 66> 알루미늄 원가 구조: 전력비 비중이 높다



자료: Alcoa, iM증권 리서치본부

<그림 67> 중국 알루미늄 생산량 추이



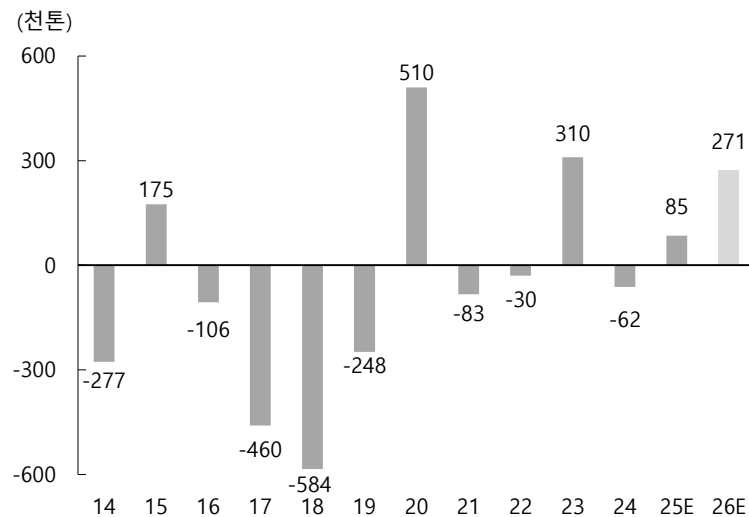
자료: 중국국가통계국, iM증권 리서치본부

5. 아연

최근 공급 부족으로 전환

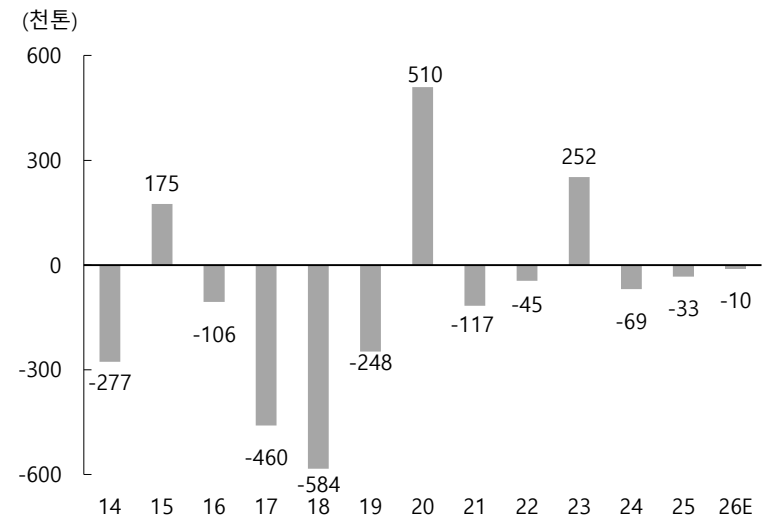
- 26년 글로벌 아연 수급은 공급 차질 등으로 당초 공급 과잉 전망에서 최근 공급 부족으로 전환
- 하반기에도 전력 단가 급등에 따른 페루 아연 수급 불안 등 공급 차질은 쉽게 해소되지 않을 것

<그림 68> [25년 10월 전망] 아연 수급 Balance [= 공급 - 수요]



자료: ILZSG, iM증권 리서치본부

<그림 69> [26년 4월 전망] 아연 수급 Balance [= 공급 - 수요]



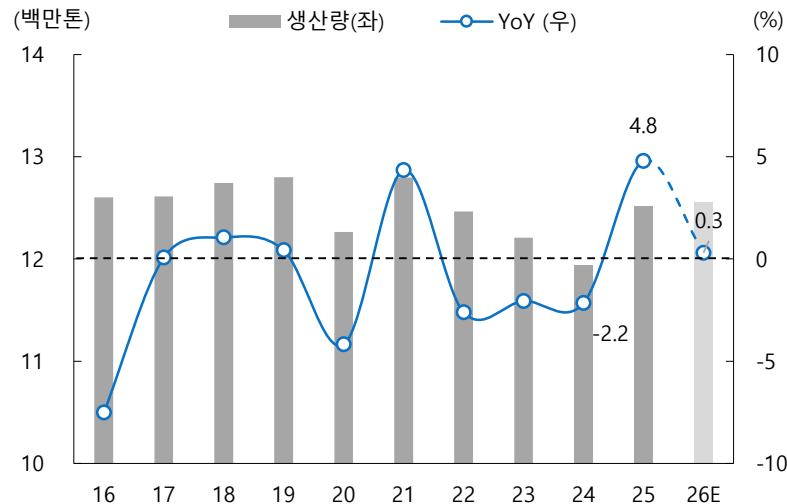
자료: ILZSG, iM증권 리서치본부

5. 아연

타이트한 수급 원인 1) 예상치 못한 광산 공급 차질

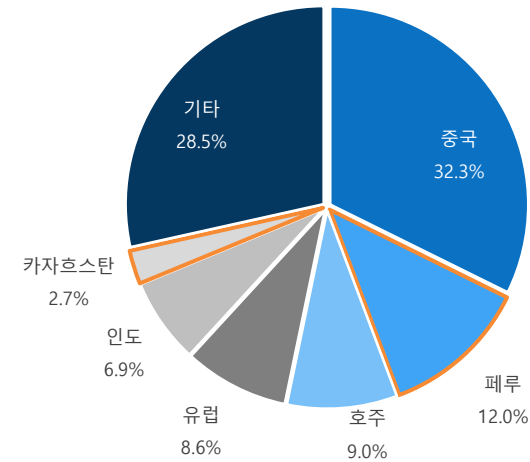
- **예상치 못한 광산의 공급 차질:** 1) 26년 3월 지진 발생으로 스웨덴 Garpenberg [Boliden] 광산 당초 가이드스 [10.7만톤] 대비 30% 하향, 3) 페루 Antamina [Glencore/Teck] 생산량 가이드스 하향: 3월 Camisea 가스관 사고 이후 전력 수급 불안으로 페루 정부 에너지 비상 사태 선언, 3) Red 중동 분쟁으로 Mehdiabad 등 이란 주요 광산의 중국으로 정광 수출 차질
- **기존 광산의 품위 저하 등에 따른 생산량 감소:** Red Dog [Teck Resources] 등
- **부산물 가격 강세로 인한 타이트한 수급:** 희소 금속 가격 강세가 타이트한 정광 수급 견인

<그림 70> 글로벌 아연 정광 생산량 및 YoY 증감률



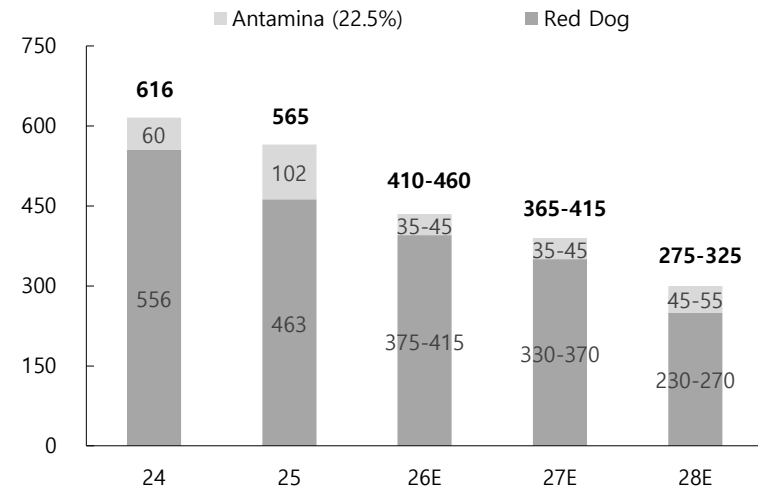
자료: ILZSG, iM증권 리서치본부

<그림 71> 글로벌 아연 정광 생산량 국가별 비중



자료: ILZSG, iM증권 리서치본부

<그림 72> Teck Resources 주요 광산 아연 정광 생산량



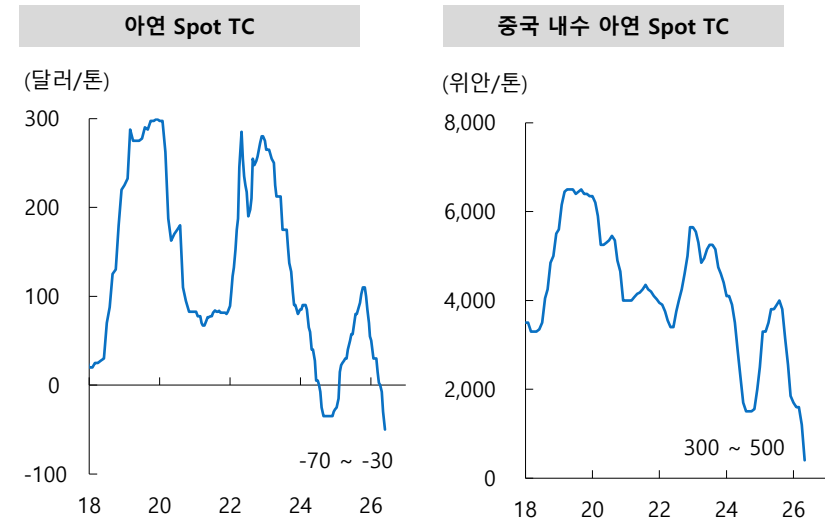
주: Antamina 생산량은 Teck 지분율만큼 해당
자료: Teck Resources, iM증권 리서치본부

5. 아연

타이트한 수급 원인 2) 메탈 생산 차질

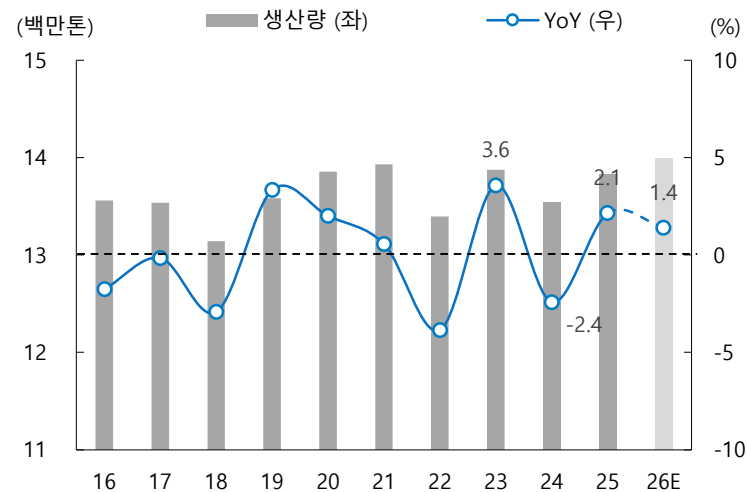
- 제련업체의 수익성 악화 및 감산: 정광 수급 차질로 TC [제련수수료, Treatment Charge] 급락
- 사고 발생에 따른 생산 차질 ; 1) 5/5 Kazzinc [Glencore] 아연 제련 복합 단지 [연산 약 30만톤] 폭발 사고, 2) 페루 Cajamarquilla [Nexa Resources] 아연 제련소 [연산 33만톤] 화재 발생

<그림 74> 아연 Spot TC 추이



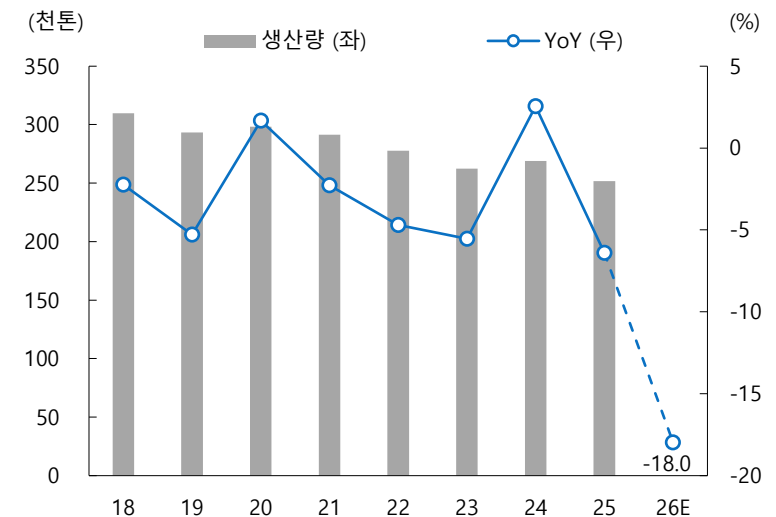
자료: iM증권 리서치본부

<그림 73> 글로벌 아연 메탈 생산량 및 YoY 증감률



자료: ILZSG, iM증권 리서치본부

<그림 75> Kazzinc [Glencore] 아연 제련소 생산량 추이



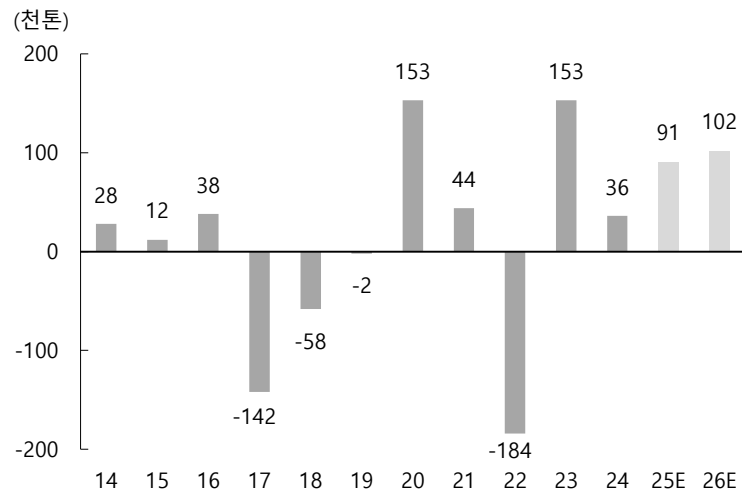
자료: Glencore, iM증권 리서치본부

6. 연

큰 변화 없는 수급

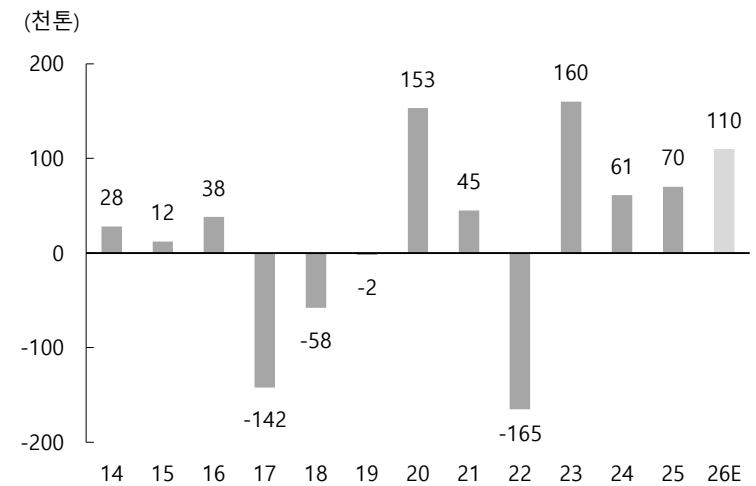
- 연 수급은 현 수준을 유지할 것
- 당초 우려 대비 수요도 양호하고 공급 역시 정광 부족 및 TC 하락에 따른 수익성 악화로 크게 늘어나기 어렵기 때문

<그림 76> [25년 10월 전망] 글로벌 연 수급 Balance [= 공급 - 수요]



자료: ILZSG, iM증권 리서치본부

<그림 77> [26년 4월 전망] 글로벌 연 수급 Balance [= 공급 - 수요]



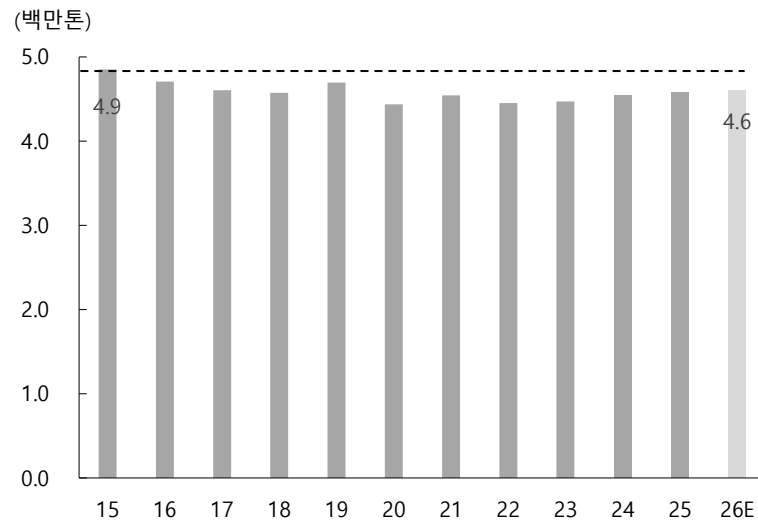
자료: 자료: ILZSG, iM증권 리서치본부

6. 연

늘어나기 어려운 공급 1) 정광

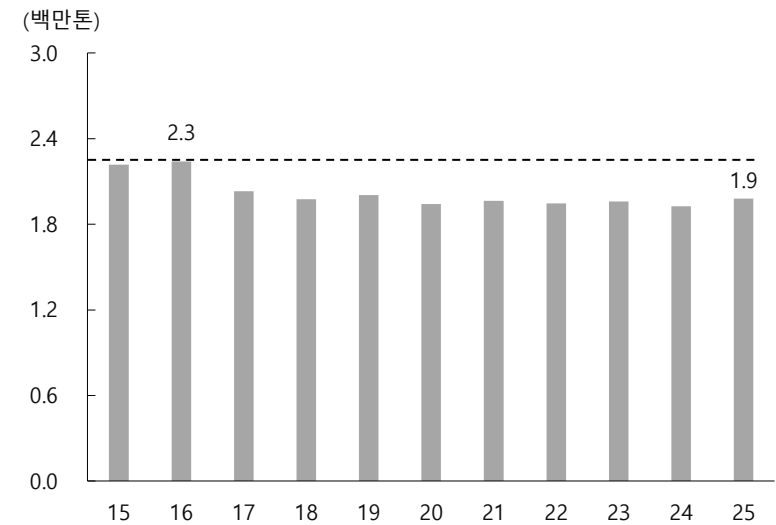
- 글로벌 연 정광 생산량은 최근 10년간 정체. 환경 문제 및 NEV 침투율 상승에 따른 수요 둔화 우려로 신규 광산 투자가 활발히 이루어지지 않았기 때문

<그림 78> 글로벌 연 정광 생산량



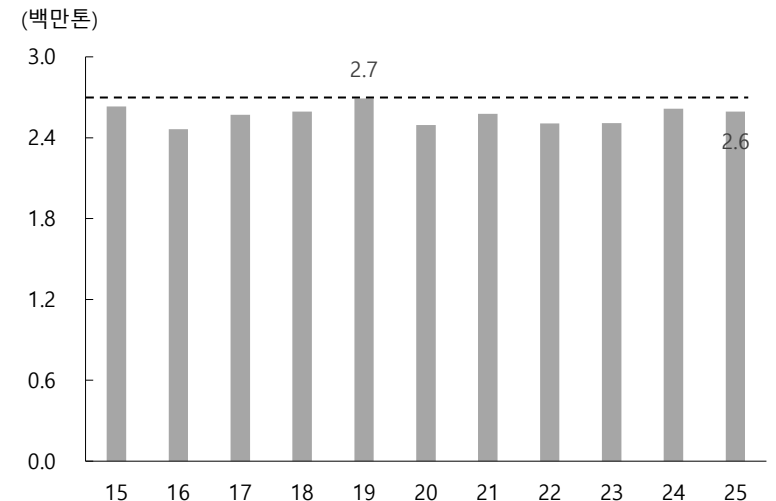
자료: ILZSG, iM증권 리서치본부

<그림 79> 중국 연 정광 생산량



자료: ILZSG, iM증권 리서치본부

<그림 80> 중국 외 지역 연 정광 생산량



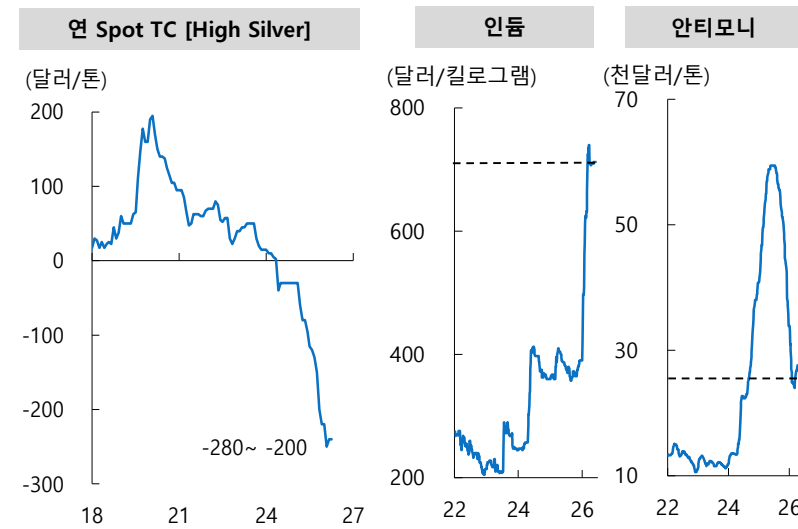
자료: ILZSG, iM증권 리서치본부

6. 연

늘어나기 어려운 공급 2) 메탈

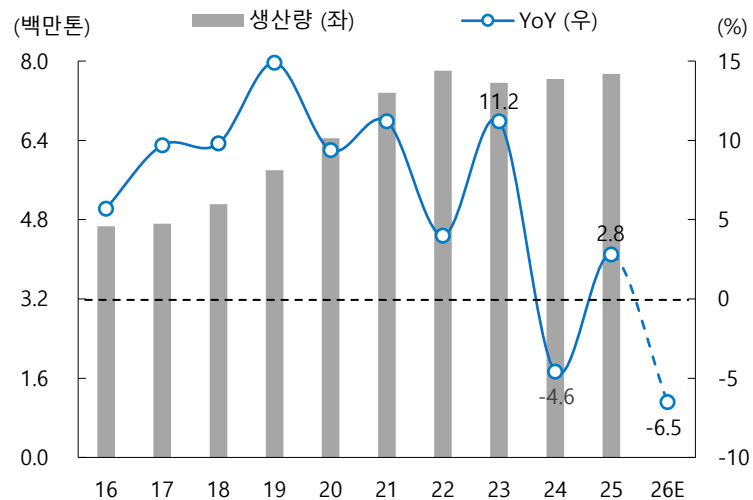
- 글로벌 최대 생산업체인 중국 메탈 생산량 둔화 불가피: 1) 타이트한 정광 수급에 따른 TC 악화. TC 악화는 폐배터리를 원료로 하는 재생연 [Secondary Lead] 업체 수익성에 치명적, 2) 중국 ICE 수요 둔화
- 참고로 중국은 최근 재생연 업체 위주로 연 생산 능력을 확장. 최근 TC 약세는 중국 업체에 치명적

<그림 82> 연 Spot TC 및 희소 금속 가격 추이



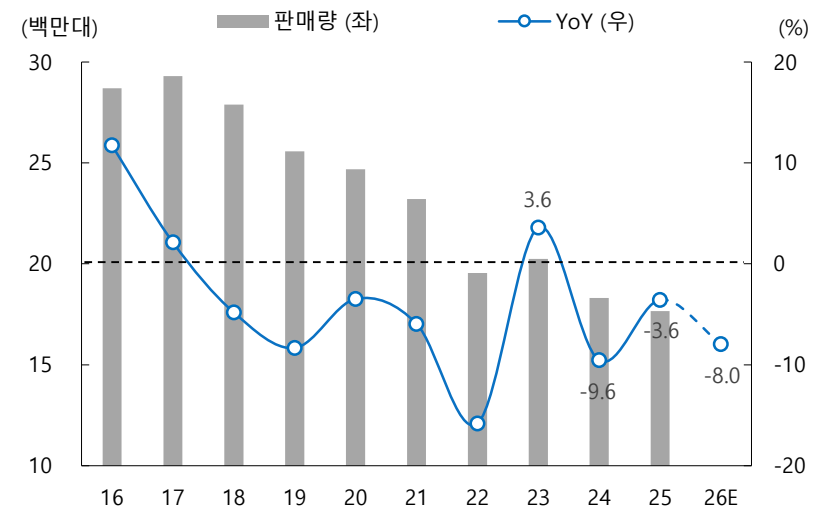
자료: iM증권 리서치본부

<그림 81> 중국 연 생산량 및 YoY 증감률



주: 26년은 4월까지 누계
자료: 중국국가통계국, iM증권 리서치본부

<그림 83> 중국 ICE 판매량 및 YoY 증감률



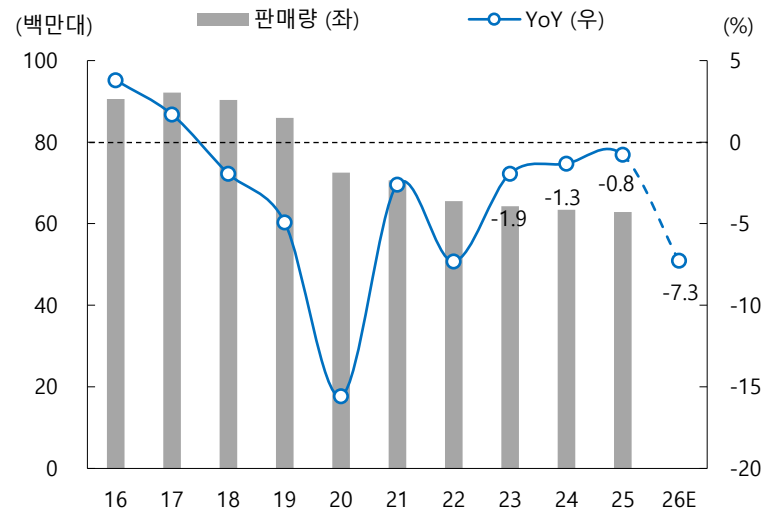
주: 26년은 3월까지 누계
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

6. 연

수요도 큰 변화 없음

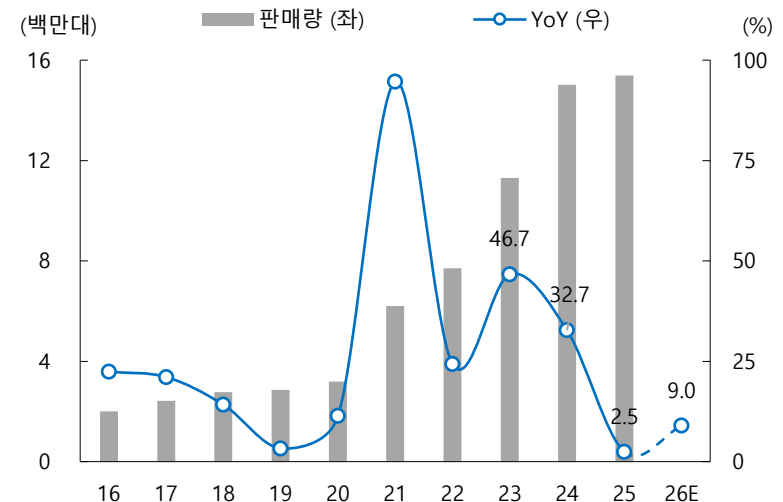
- NEV 침투율 상승으로 궁극적으로 연 수요는 감소하겠으나, 단기 큰 변화는 없을 전망
- 이는 ICE 차량의 SLI [Starting, Lighting and Ignition, 시동용] 배터리 사용량 감소에도 HEV/PHEV 차량의 보조 배터리 사용량이 증가하기 때문. HEV와 PHEV는 차량의 전장화 수준 [센서, ECU 등 전자 제어 장치의 고도화]이 높아. 시동 기능만을 주로 전담하던 ICE 보다 더 안정적인 대기 전력을 지속적으로 공급해야 하므로 큰 용량의 12V 납축전지가 필요
- 통상 ICE에는 대당 평균 12~15kg, HEV에는 대당 13~18kg의 연이 사용. 참고로 순수 EV에는 대당 3~5kg 수준의 소량 연이 사용

<그림 84>글로벌 ICE 판매량 및 YoY 증감률



주: 26년은 3월까지 누계
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

<그림 85>글로벌 HEV+PHEV 판매량 및 YoY 증감률



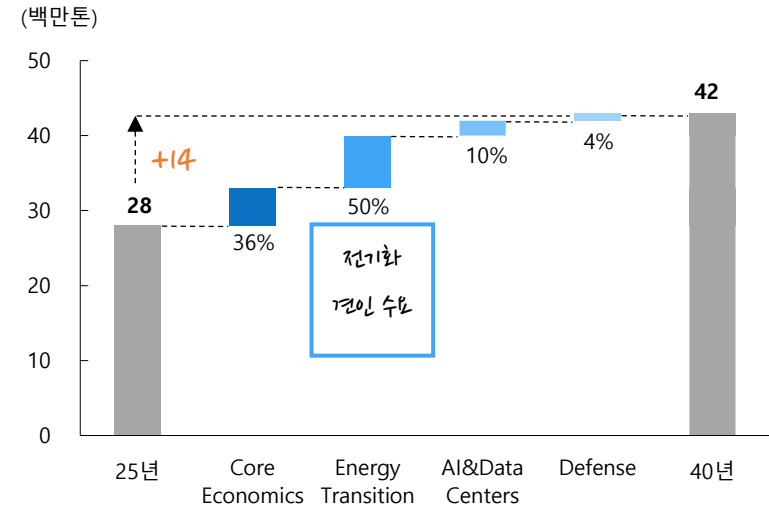
주: 26년은 3월까지 누계
자료: Marklines, iM증권 리서치본부

7. 구리

중장기 수급은 긍정적이나...

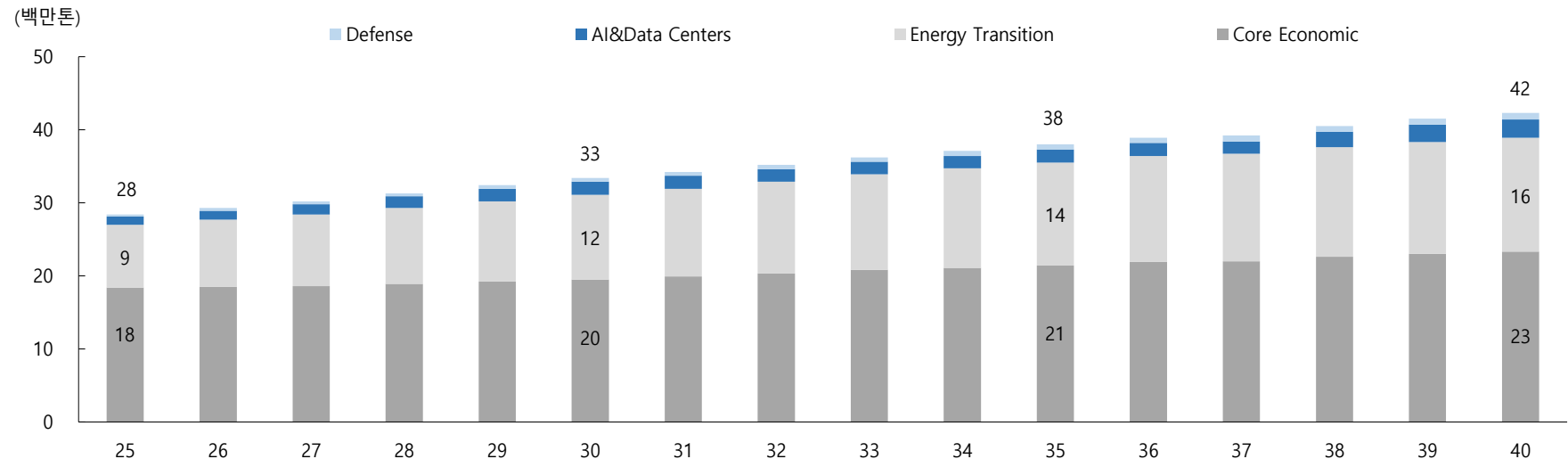
- 구리는 범용 광물 중 유의미한 수요 증가가 전망되는 유일한 품목. 전기 동 수요는 25년 약 28백만톤에서 40년 42백만톤으로 증가 [연평균 3% 성장]. 에너지 전환 [NEV, ESS, 신재생에너지] 분야가 수요를 견인
- 공급이 이같은 수요 증가를 커버하지 못할 것이라는 전망도 다수. 품위 저하는 물론, 최근 Codelco의 El Teniente 광산 [연산 40~45만톤, 현재 70~75% 수준만 가동 중] 사례 등 칠레 등 주요 산지에서 노후화 및 지반 약화 등에 따른 생산 차질 사례가 빈번하기 때문

<그림 86> 부문별 세계 구리 수요 전망 [25년 vs 40년]



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림 87> 글로벌 주요 전기동 수요 및 전망 : 부문별 추이



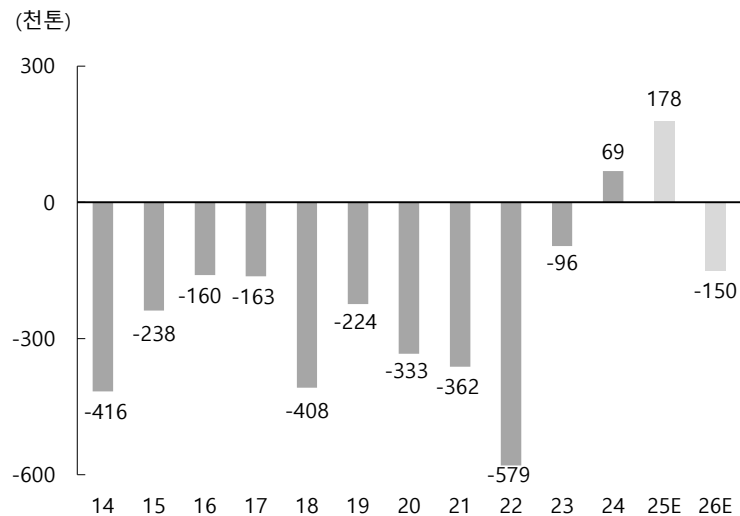
자료: S&P Global, iM증권 리서치본부

7. 구리

다만 단기적으로는 조정 국면 진입

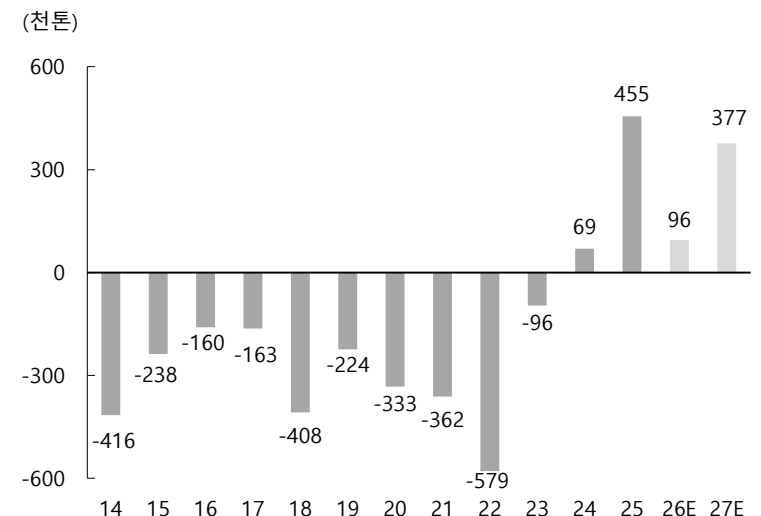
- 26년 하반기는 잠시 쉬어가는 국면
- 미국 관세 부과로 인한 가수요 소멸은 물론, 25년 하반기 이후 집중적으로 발생했던 공급 차질 이슈가 점차 해소되기 때문

<그림 88> [25년 10월 전망] 전기동 수급 Balance [= 공급 - 수요]



자료: ILZSG, iM증권 리서치본부

<그림 89> [26년 4월 전망] 전기동 수급 Balance [= 공급 - 수요]



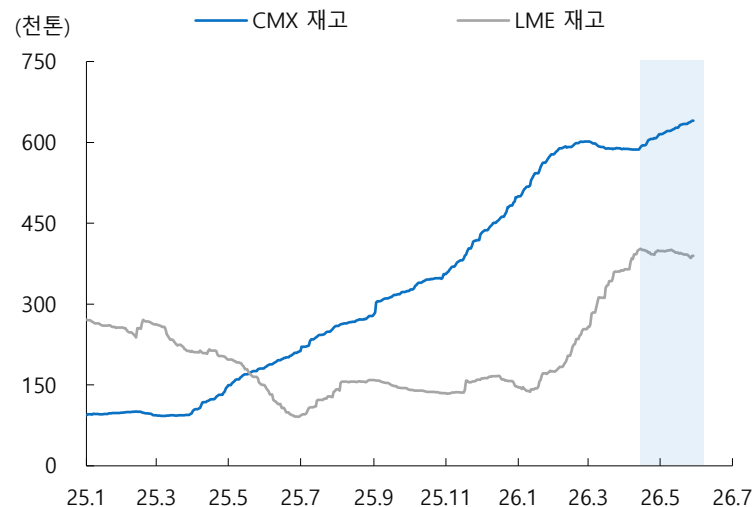
자료: ILZSG, iM증권 리서치본부

7. 구리

하반기 수급은 점진적으로 완화될 것

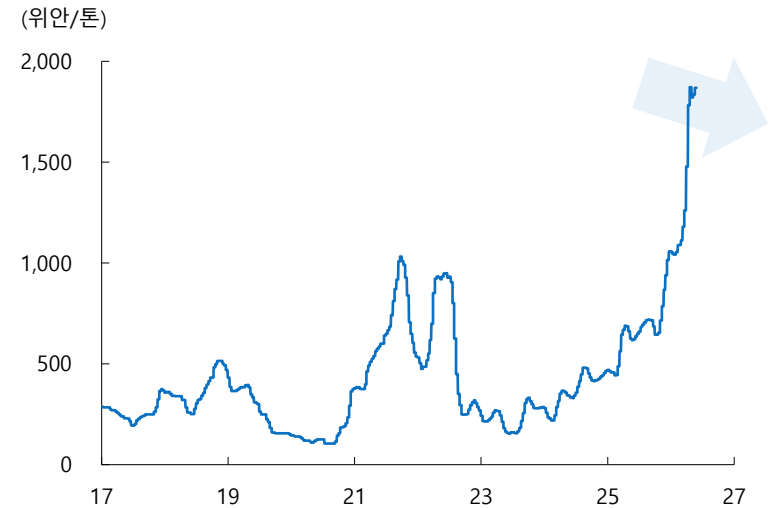
- 하반기 수급은 점진적으로 완화될 전망
- 첫째, 미국 관세 부과 전 가수요 효과 소멸. 최근 전기동 가격 강세는 미국 정부가 27년 전기동 메탈에 15% 관세를 부과한다는 루머. 6월 30일 [미국 정부의 관세 유예기간 종료일] 전후에 확정될 전망
- 둘째, 중동 종전에 따른 황산 수급 개선. 이에 따른 구리 생산 정상화. 참고로 전세계 구리 생산량의 17%가 바로 산화광 및 저품위 광석에 황산을 투여, 침출하여 추출하는 SX-EW [습식제련, Solvent extraction and electrowinning]

<그림90> 거래소별 전기동 재고 추이



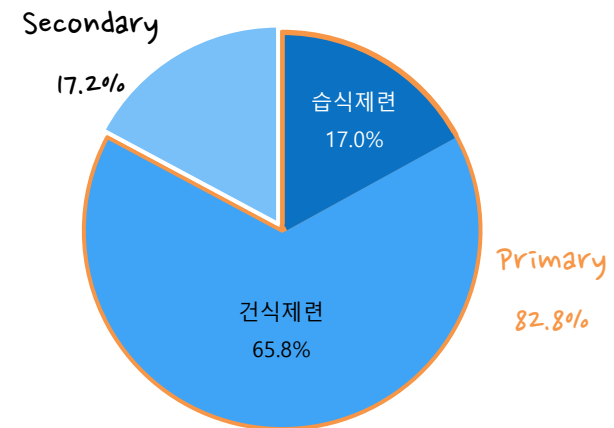
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림 91> 중국 내수 황산 가격 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림 92> 전세계 구리 원료 및 생산 방식별 구분



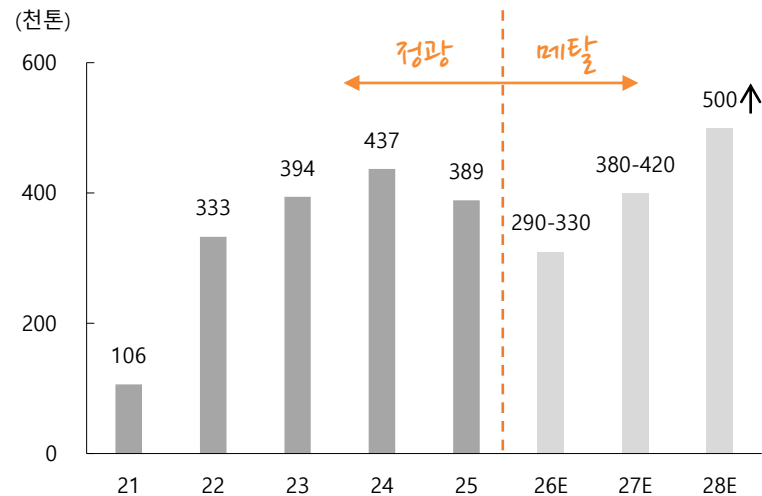
자료: ICSG, iM증권 리서치본부

7. 구리

하반기 수급은 점진적으로 완화될 것

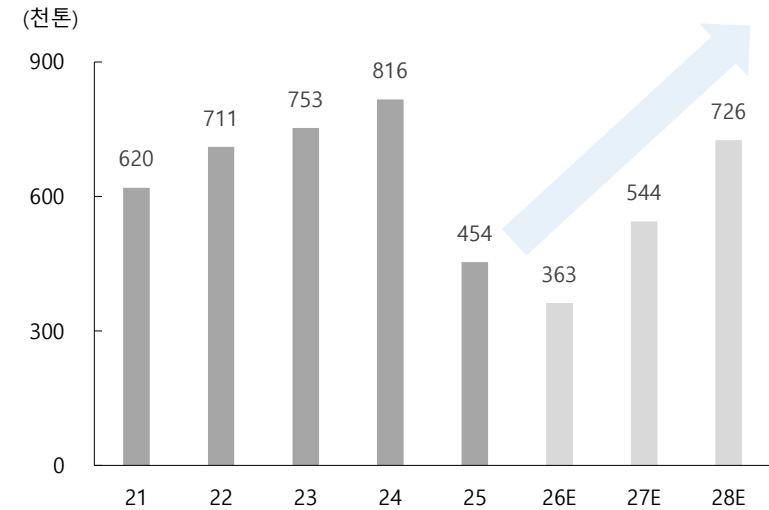
- 셋째, 25년 9월 가동을 중단했던 인도네시아 Grasberg 광산 [연산 약 70만톤] 생산 정상화. Freeport Mcmoran는 27년 말 [26년 하반기 가동률 65%. 27년 중반 약 80%] 까지 생산 정상화 천명
- 넷째, 25년 5월 지진 및 침수로 조업 중단했던 콩고의 Kamo-a-Kakula 광산 생산 점진적 회복. 완전 정상화 시점은 28년이나 생산량은 26년 하반기를 바닥으로 점진적 증가. 현재 지반 보강 및 새 Pillar 배치 등 복구 작업 중

<그림 93> Kamo-a-Kakula 광산 생산량 및 향후 가이드언스 추이



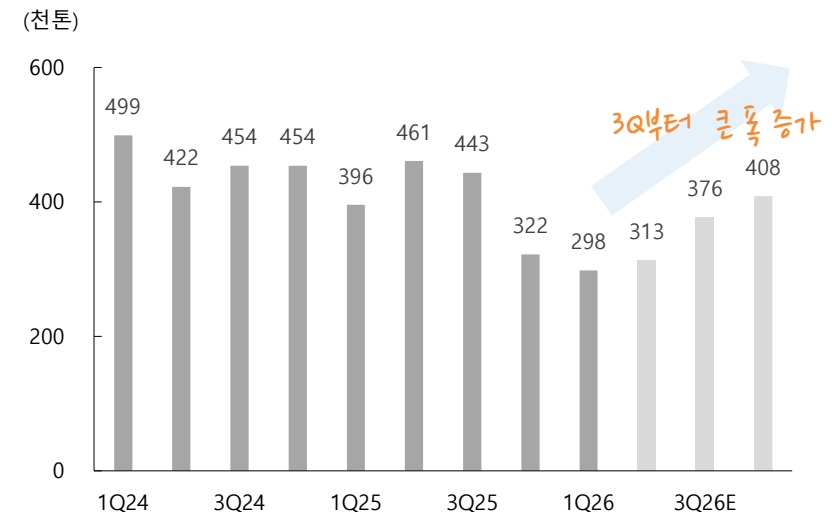
자료: Ivanhoe Mines, iM증권 리서치본부

<그림 94> Grasberg 광산 연간 구리 생산량 추이 및 전망



자료: FCX, iM증권 리서치본부

<그림 95> Freeport Mcmoran 분기별 구리 생산량 및 가이드언스



자료: FCX, iM증권 리서치본부

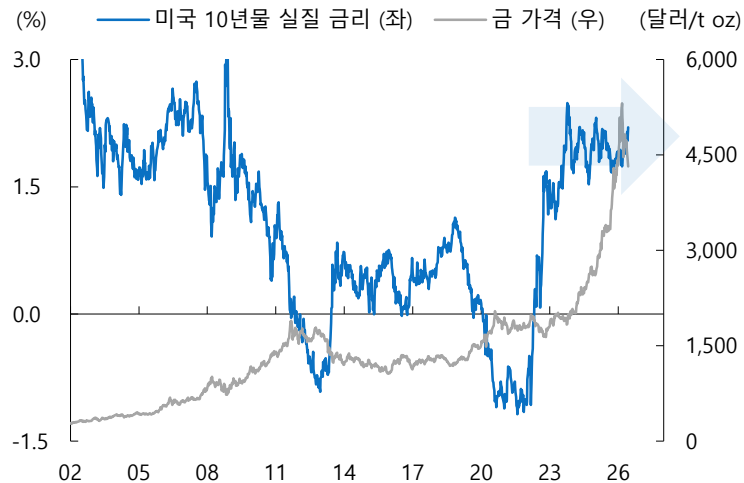
8. 귀금속

비철금속 대비 낮은 매력도

- 하반기에는 귀금속이 비철금속 대비 매력도가 낮아 보임

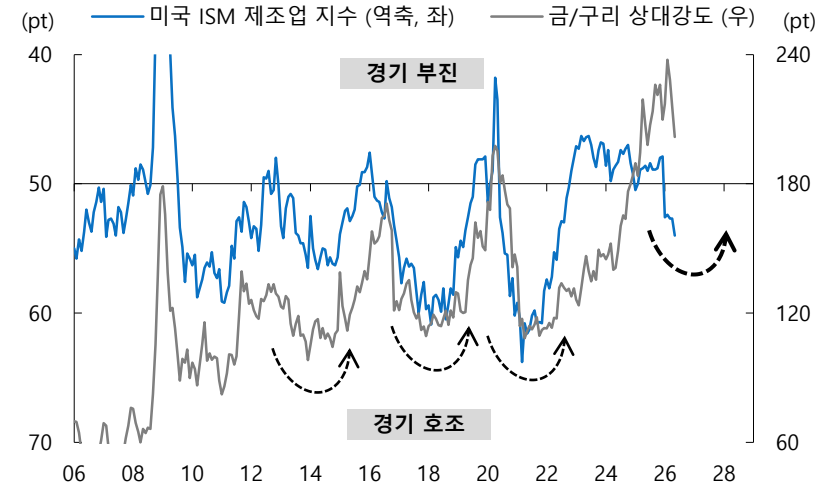
- 가장 큰 이유는 다수의 비철금속이 공급 차질 및 인위적 공급 통제 등으로 당초 예상 대비 수급이 개선되었기 때문. 반면 금/은의 경우 명확한 실물 수급 개선 요인이 부재. 오히려 인도 금/은 수입 관세 인상 [6% → 16%] 등 수요 둔화 움직임만 나타남. 참고로 인도 금 소비량은 세계 2위
- 둘째, 금 가격과 실질 금리는 역의 상관 관계를 보이는데 인플레이션 우려 확산으로 상반기 대비 금리 상승 가능성이 높아짐
- 다만 경기 둔화 및 비트 코인 급락 등에 따른 안전 자산 선호 등 가격 급락 가능성은 제한적

<그림 96> 미국 10년물 실질 금리와 금 가격 추이 [장기 시계열]



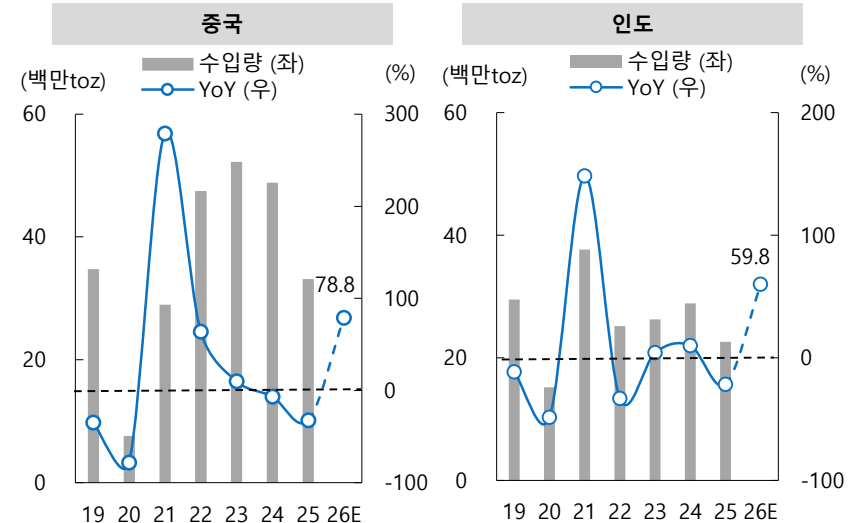
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림 97> ISM 제조업 지수와 금/구리 상대 강도 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림 98> 중국/인도 연도별 금 수입량 및 전년비 증감률



주: 26년은 4월까지 누계

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부



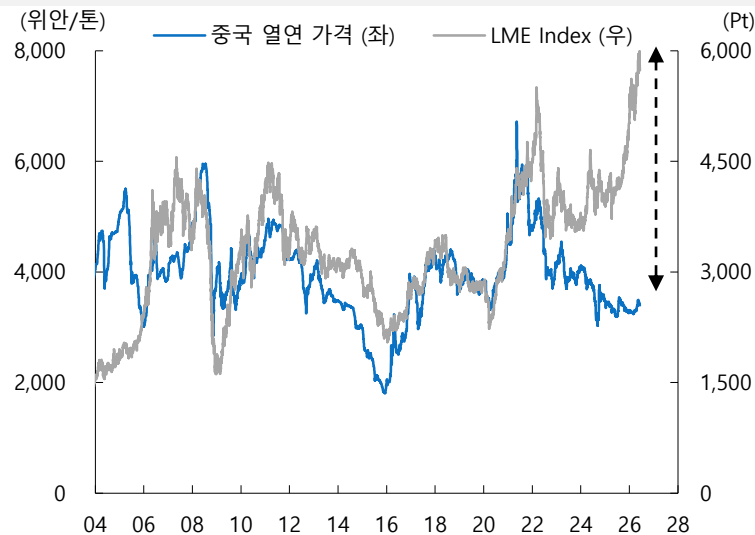
III. 철강

26년 상반기 철강 가격 강보합

1. 주요 상품 중 가장 덜 오른 품목

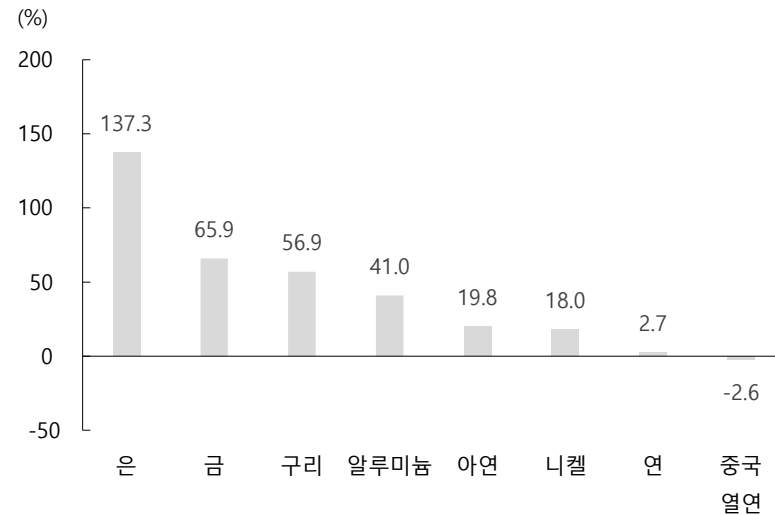
- 중국 철강 가격은 가장 덜 오른 품목, 1) 가장 경기가 부진한 중국 비중이 높고, 2) 공급 차질 등 수급 이슈가 없었기 때문. 참고로 대부분의 비철금속은 최근 공급 차질 이슈가 있었음
- 이에 트리거가 있을 경우 단기 반등 가능성은 언제나 열려 있다는 의미

<그림 99> LME Index와 중국 열연 가격 추이



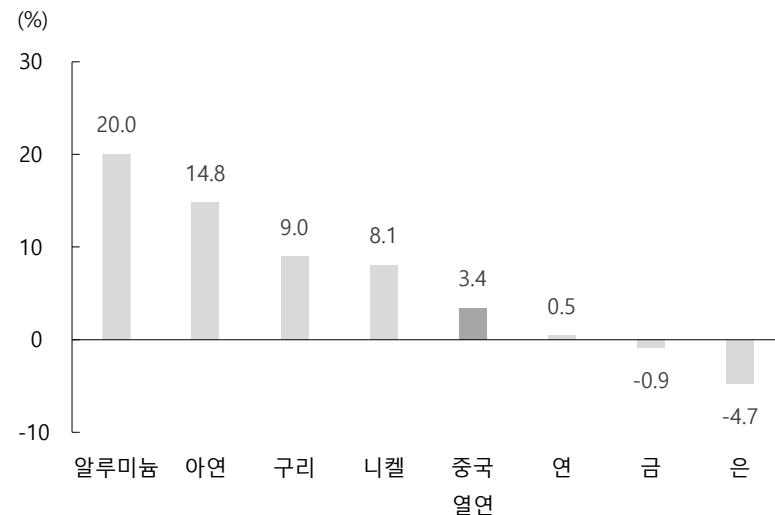
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림 100> 25년 ~ 현재 주요 상품의 연초 대비 상승률



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림 101> 26년 ~ 현재 주요 상품의 연초 대비 상승률



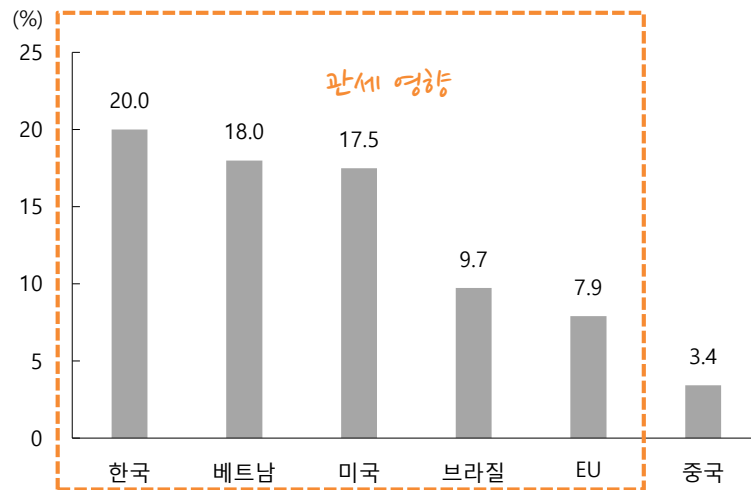
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

26년 상반기 철강 가격 강보합

2. 관세 효과 + Cost Push 본격화

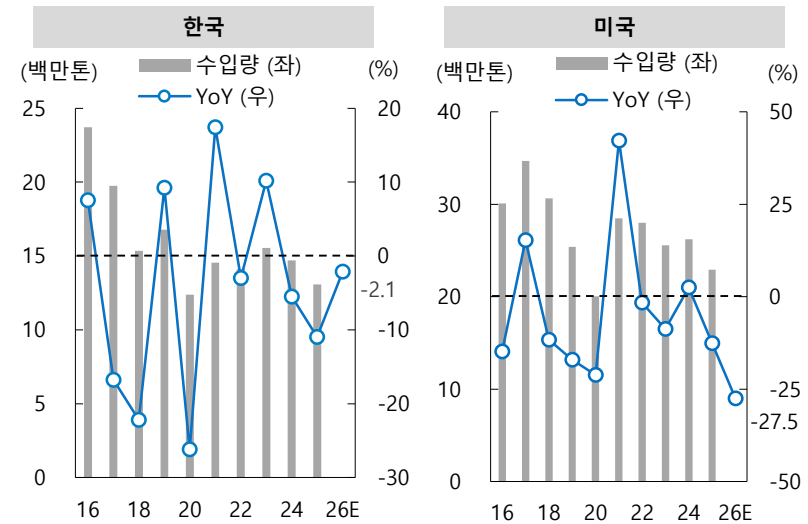
- 최근 다음 사안이 철강 가격 상승 트리거로 작용하고 있음
- 구체적으로 「1) 한국을 포함한 전방위적 관세 효과, 2) 선임 및 에너지 비용 등 Cost Push, 3) 전후 복구 수요 및 에너지 투자 확대 등 향후 수요 기대감」의 세 가지로 요약
- 다만 이는 수요가 아닌 공급 이슈라는 측면에서 근본적 한계. 비우호적 매크로 환경 및 중국 업황 개선 가능성이 낮다는 점도 추세적 반등을 어렵게 하는 요인

<그림 102> 26년 ~ 지역별 열연 가격 상승률



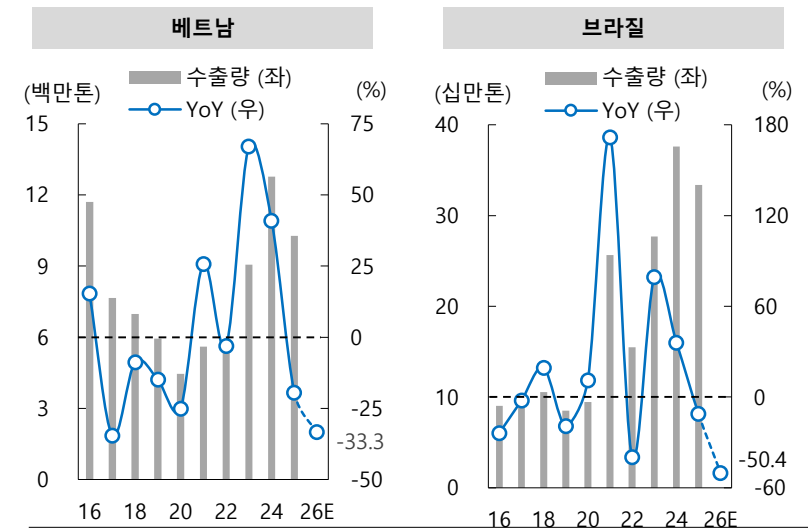
주: 6월 9일까지 가격
자료: Bloomberg, M증권 리서치본부

<그림 103> 한국, 미국 철강재 수입량 및 YoY 증감률



주: 26년 수치는 5월까지 누계
자료: 한국철강협회, 미국 국제무역청, iM증권 리서치본부

<그림 104> 중국의 주요국 철강재 수출량 및 Y-Y 증감률



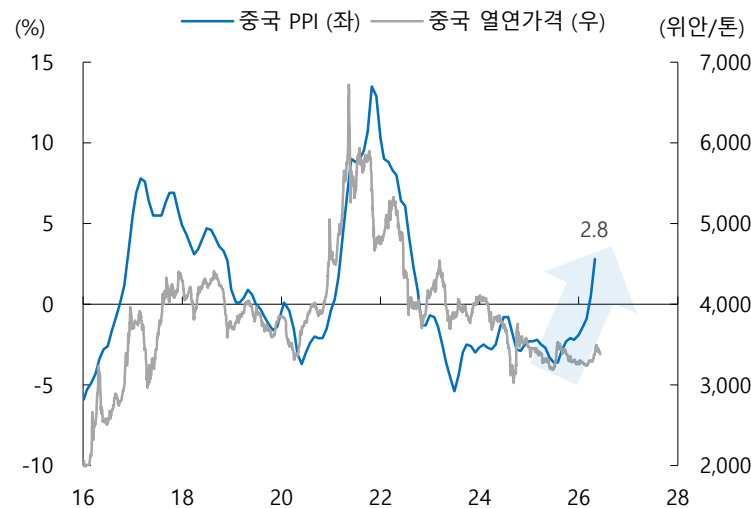
주: 26년 수치는 5월까지 누계
자료: CEIC, iM증권 리서치본부

[중국] 상반기 '소폭' 나아지는 흐름을 보였으나..

1. 2분기 초 반등 기대감이 높아졌으나...

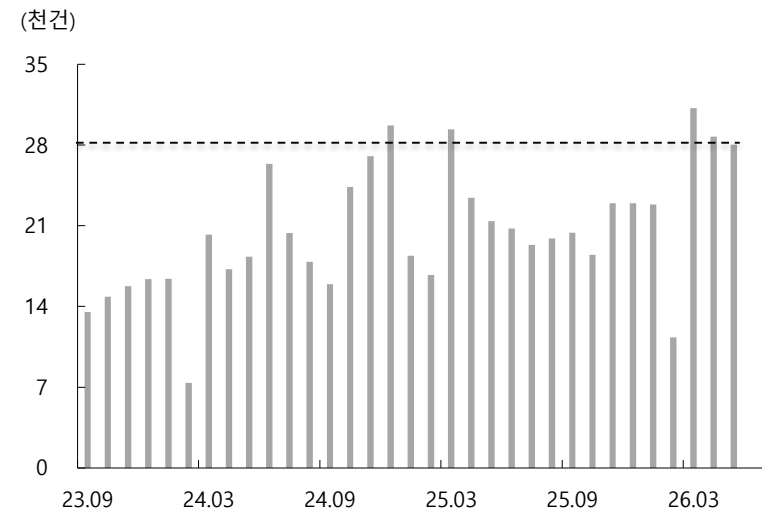
- 2분기 초 중국 내수 열연 가격 반등과 더불어 업황 반등 기대감이 높아짐
- PPI의 (+) 반등 및 상하이 등 일부 1선 도시에서의 주택 거래량 증가 등 일부 긍정적 시그널

<그림 105> 중국 PPI와 열연 가격 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림 106> 중국 상하이 중고 주택 거래건수

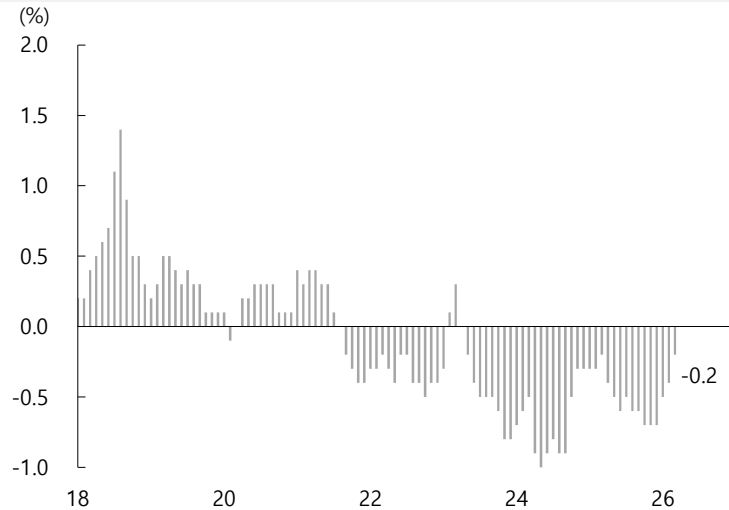


자료: iM증권 리서치본부

[중국] 상반기 '소폭' 나아지는 흐름을 보였으나..

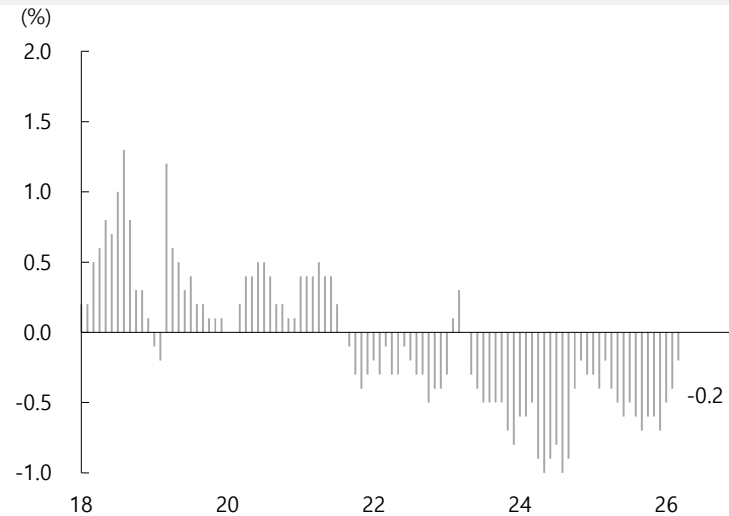
2. 부동산 하락세 진정. 1선 도시 가격은 (+) 전환

<그림 107> 중국 70개 도시 중고 주택 가격 전월비 변동률: **전체평균**



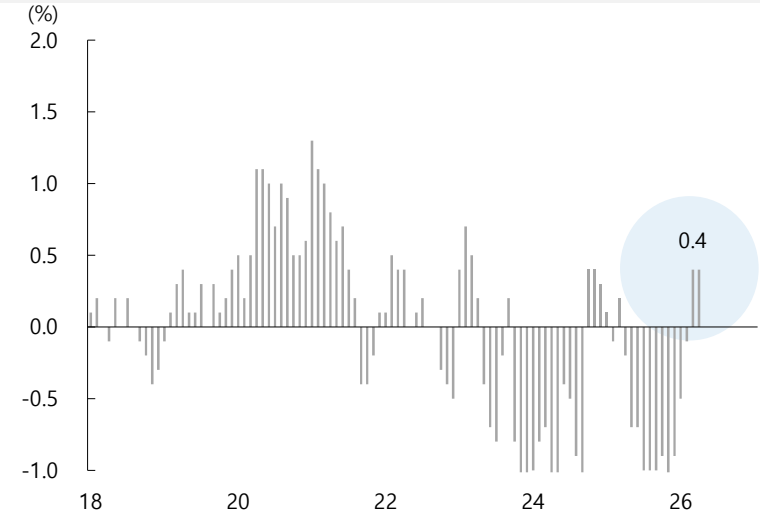
자료: CEIC, iM증권 리서치본부

<그림 108> 중국 70개 도시 중고 주택 가격 전월비 변동률: **2선 도시**



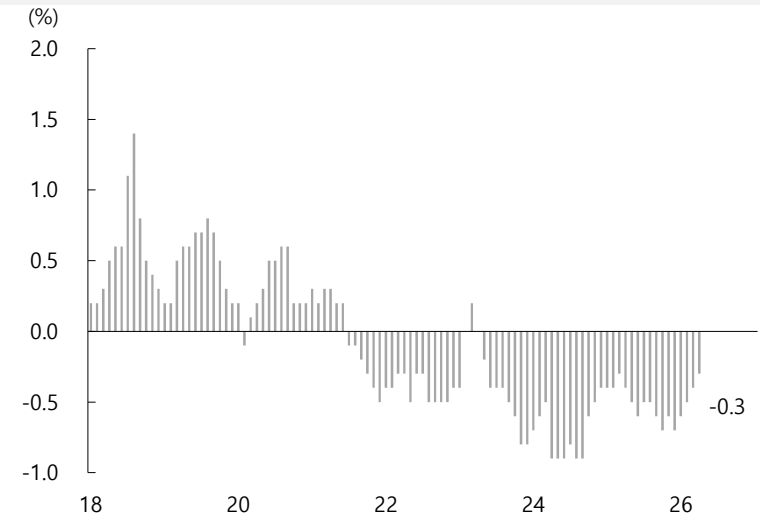
자료: CEIC, iM증권 리서치본부

<그림 109> 중국 70개 도시 중고 주택 가격 전월비 변동률: **1선 도시**



자료: CEIC, iM증권 리서치본부

<그림 110> 중국 70개 도시 중고 주택 가격 전월비 변동률: **3선 도시**



자료: CEIC, iM증권 리서치본부

[중국] 상반기 '소폭' 나아지는 흐름을 보였으나..

3. 누적된 감산으로 봉형강 재고 급감

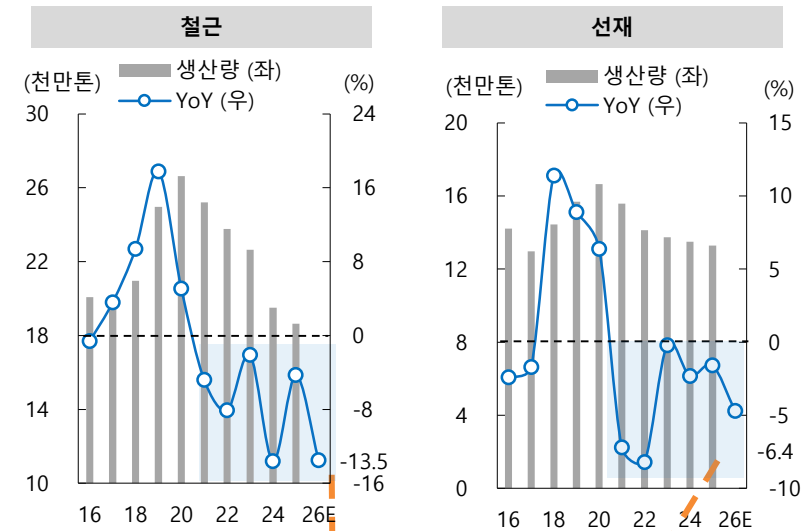
- 부동산 부진에도 중국 봉형강 수급 상황은 대체로 양호. 부동산 부진에 따른 감산이 몇 년간 누적되면서 시중 유통 재고도 역사적 최저치 수준
- 상품 시장의 전반적 강세 분위기에 계절적 성수기 등 감안하면 단기 강보합 전망

<그림 111> 중국 내수 철근 가격 추이



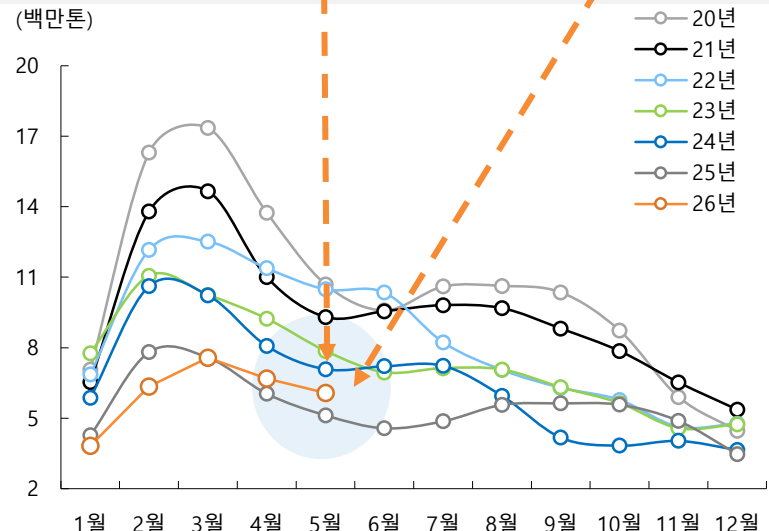
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림 112> 중국 봉형강류 생산량 전년비 증가율 [누적 기준]



주: 26년 수치는 4월까지 누계
자료: 중국국가통계국, iM증권 리서치본부

<그림 113> 중국 봉형강류 [철근+선재] 유통 재고 추이



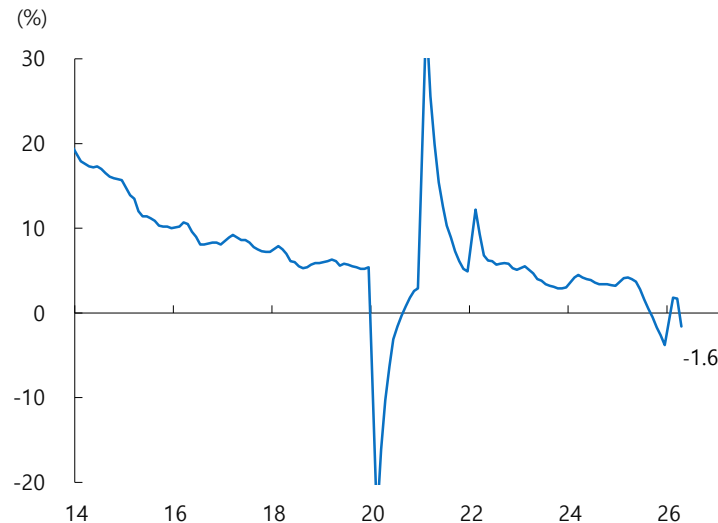
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

[중국] 그러나 업황은 여전히 한계

1. 주요 전방산업 지표 재차 악화

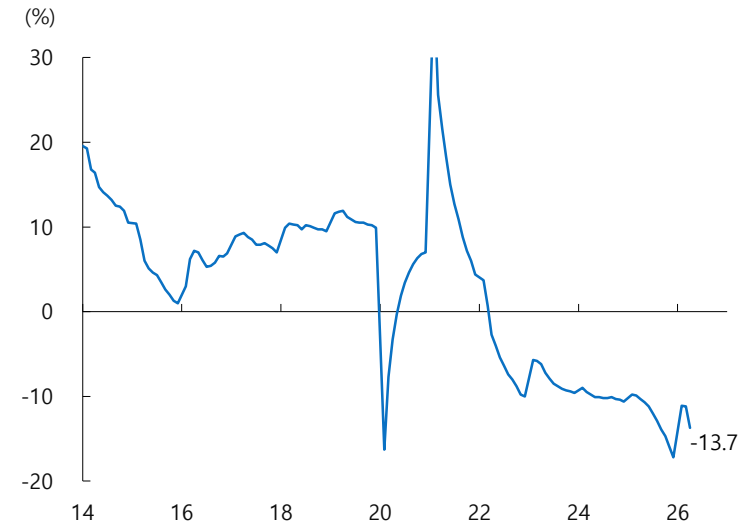
- 3월 개선되었던 중국 고정자산 및 인프라 투자는 재차 둔화
- 특히 인프라 투자 확연한 둔화세. 인프라 투자는 지금까지의 과잉 투자 및 지방 정부 재정 악화 등으로 개선은 거의 불가능

<그림 114> 중국 고정자산 투자 전년비 증가율 추이 [누적기준]



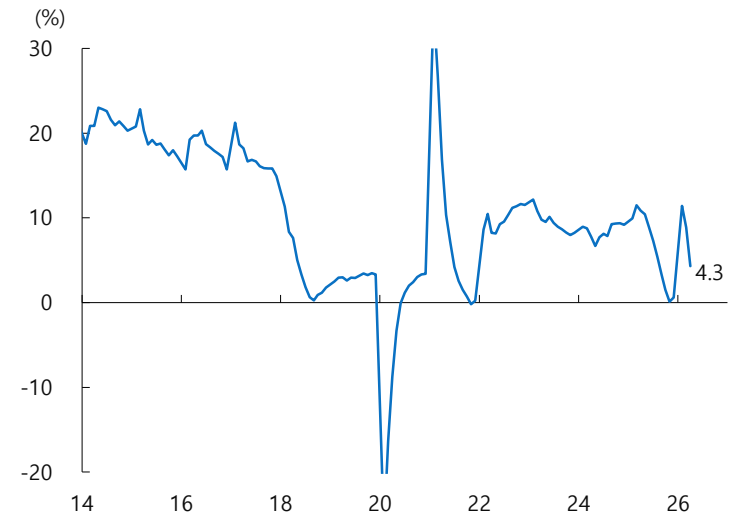
자료: Wind, iM증권 리서치본부

<그림 115> 중국 부동산 투자 전년비 증가율 추이 [누적기준]



자료: Wind, iM증권 리서치본부

<그림 116> 중국 인프라 투자 전년비 증가율 추이 [누적기준]



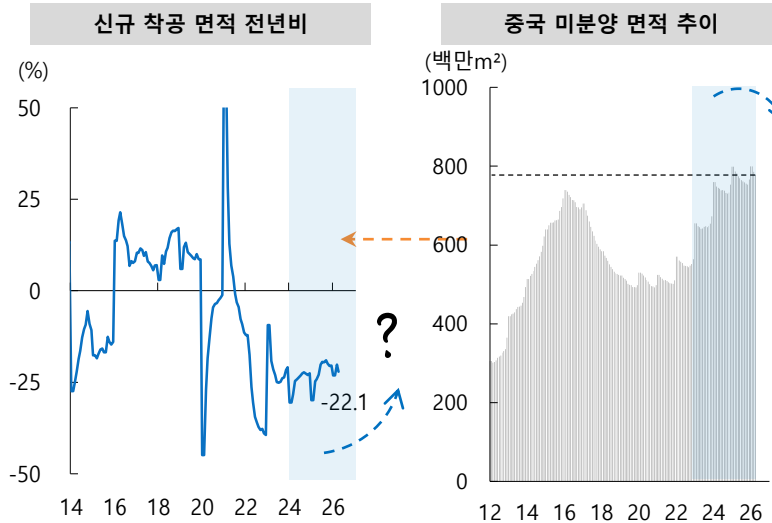
자료: Wind, iM증권 리서치본부

[중국] 그러나 업황은 여전히 한계

2. 부동산 개선은 불가능

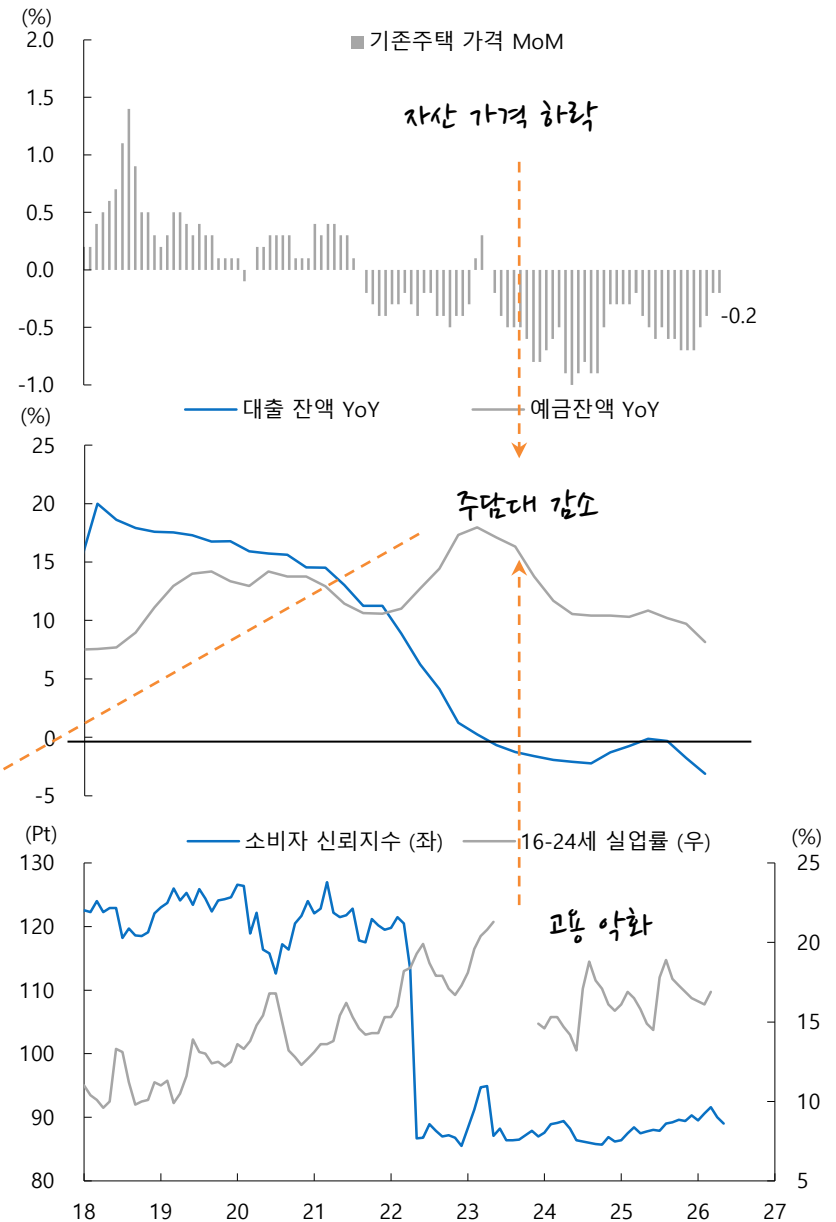
- 금액이 아닌 실물 지표는 여전히 부진. 26년 1~3월 신규 착공면적은 전년대비 감소 폭을 확대했고, 중국 미분양 면적은 역사적 최고치 경신. 중국의 부동산향 철강 수요는 여전히 부진한 상황
- 집을 살 여력이 없는 가계 : 보유 자산 가격은 하락하고 있고, 고용은 여전히 심각. 저축을 늘리고 대출은 줄이는 긴축 기조 지속
- 집을 지을 수 없는 건설사: 악성 재고 [미분양 주택]가 줄어들지 않는 상황에서 추가로 신규 주택을 지을 수 없음

<그림 117> 26년에도 부동산 반등은 쉽지 않아 보인다



자료: CEIC, Wind, iM증권 리서치본부

<그림 118> 자산가격 하락, 고용 악화로 주택 구매 억제 요인이다



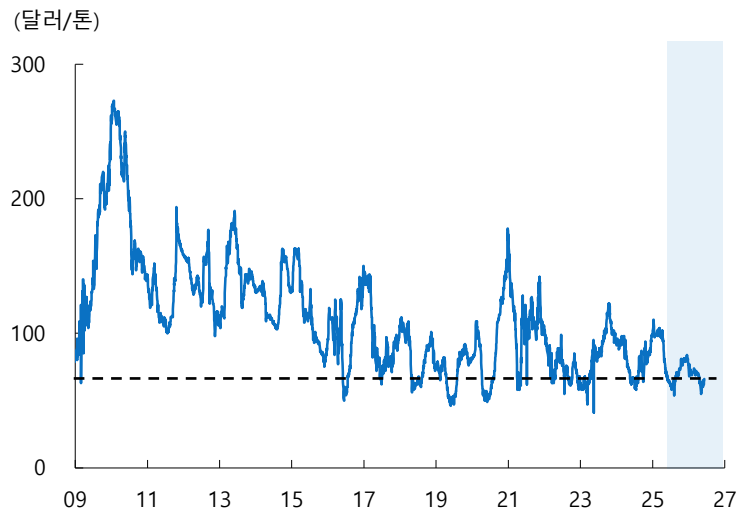
자료: Bloomberg, Wind, iM증권 리서치본부

[중국] 그러나 업황은 여전히 한계

3. 좋지 않은 판재류 수급 1) 냉연도금류

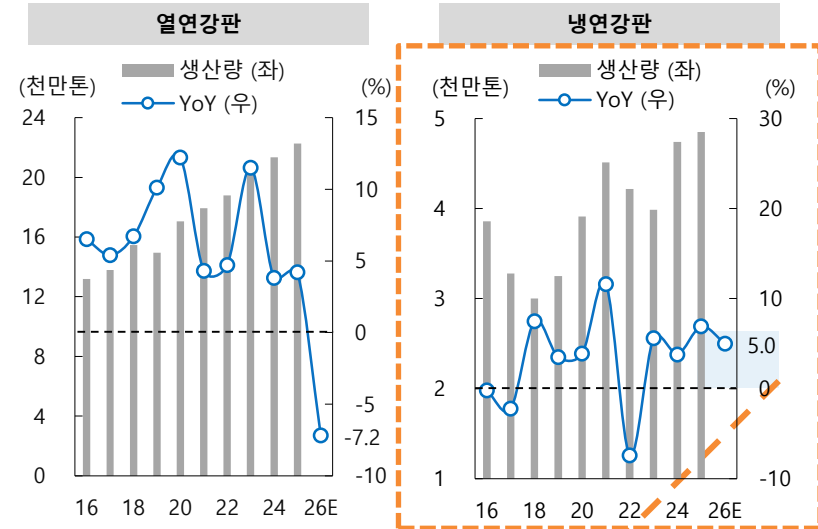
- 중국의 냉연도금류 수급은 여전히 부정적. 타 제품과는 달리 여전히 생산량이 증가하고 있고, 이에 재고 상황 역시 좋지 않음
- 냉연도금류 수급 악화 배경은 1) 그 동안 고급화 전략 등으로 하공정 증설이 많았고, 2) 단순 압연 mill 등 중소형 철강사의 비중이 높은데다, 3) 이에 수익성 악화에도 변동비만 커버하면 가동하는 움직임이 일상화 되었기 때문
- 열연 하공정 제품이 수급이 좋지 않은 상황에서 상공정 제품 가격이 지속 상승하기는 불가능

<그림 119> 중국 냉연-열연강판 가격 스프레드



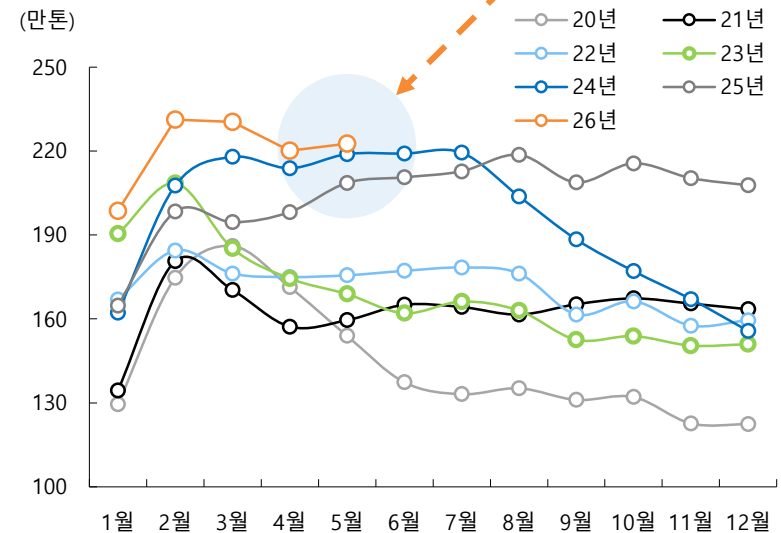
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림 120> 중국 판재류 생산량 전년비 증가율 [누적 기준]



주: 26년 수치는 3월까지 누계
자료: 중국국가통계국, iM증권 리서치본부

<그림 121> 중국 냉연강판 유통 재고 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

[중국] 상반기 '소폭' 나아지는 흐름을 보였으나..

3. 좋지 않은 판재류 수급 2) 열연

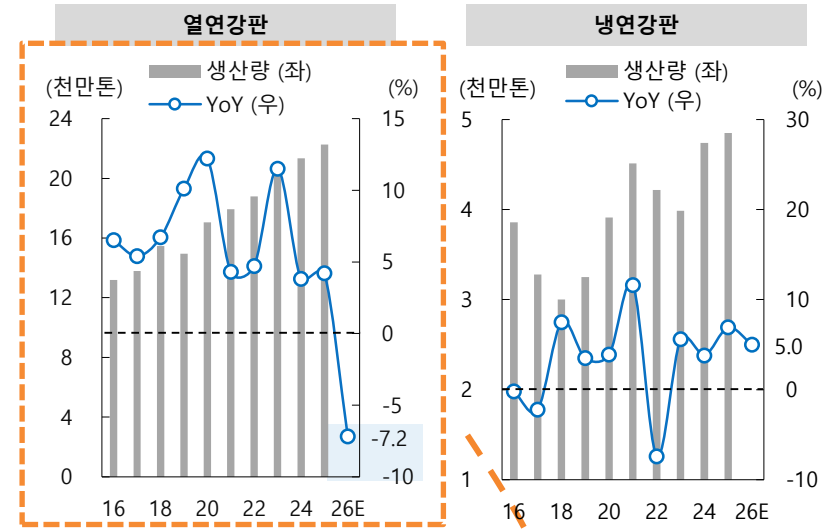
- 열연의 경우 과거 대규모 증산 기조에서 26년 감산 기조. 수요 부진은 물론 관세 등 무역 장벽 강화로 수출 환경이 악화되었기 때문
- 그러나 최근 감산에도 불구하고, 재고는 여전히 역사적 최고 수준. 수급 개선을 견인하기에 감산 규모가 충분치 않음을 시사

<그림 122> 중국 내수 열연 가격 추이



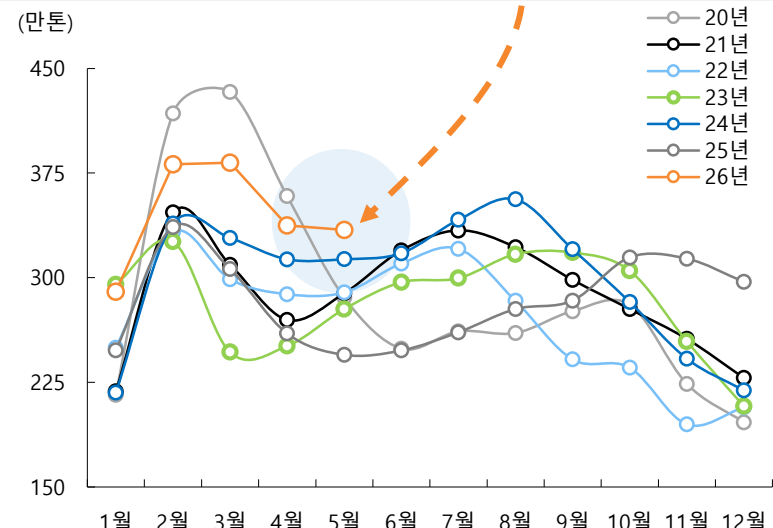
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림 123> 중국 판재류 생산량 전년비 증가율 [누적 기준]



주: 26년 수치는 4월까지 누계
자료: 중국국가통계국, iM증권 리서치본부

<그림 124> 중국 열연강판 유통 재고 추이



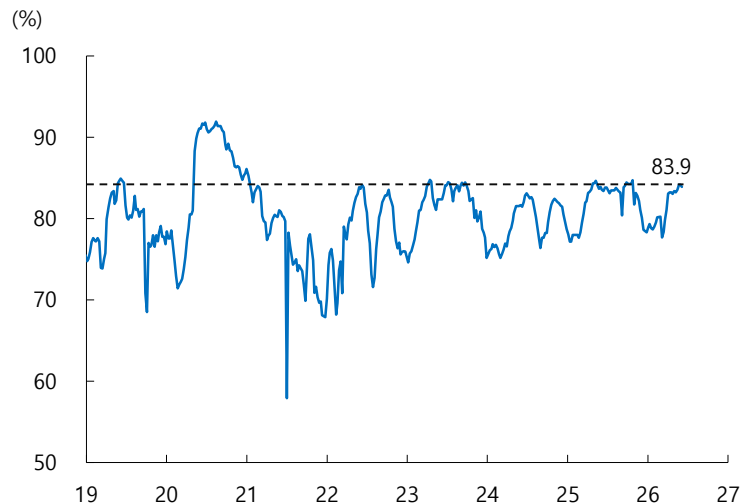
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

[중국] 그러나 업황은 여전히 한계

4. 가동률 상승 Risk

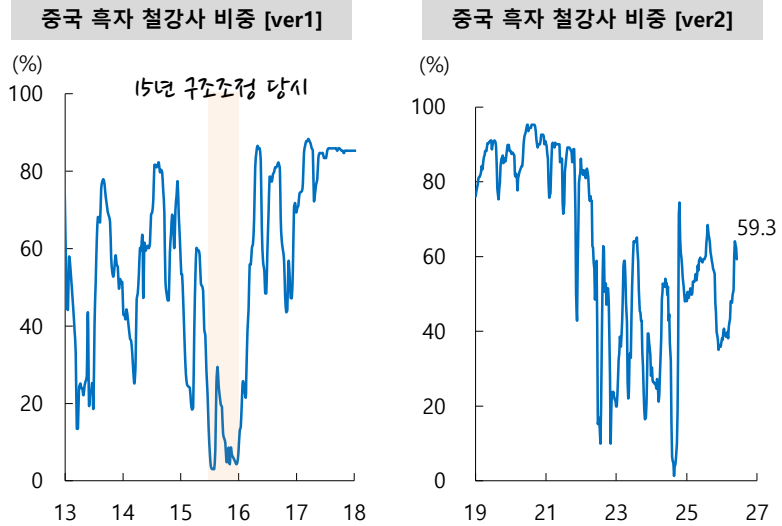
- 중국 철강산업의 고질적 병폐인 가동률 상승 Risk는 여전
- 나쁘지 않은 수익성 및 수출 물량 감소 등 철강사의 내수 물량 확대 유인은 점차 높아지고 있는 상황
- 후술하겠지만 글로벌 무역 장벽 강화는 중국의 유의미한 감소 보다는 무역 장벽이 낮은 타 지역 수출 및 [철강 제품이 아닌] 반제품 등 수출 증가로 나타나고 있음.

<그림 125> 중국 Survey 가동률 추이



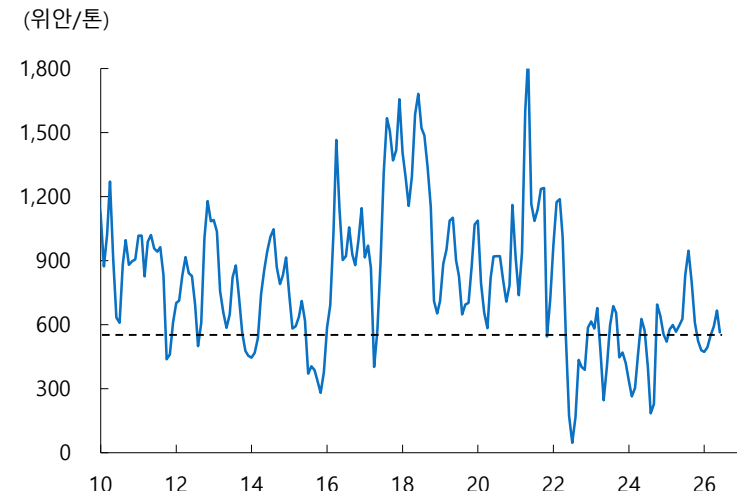
자료: Wind, iM증권 리서치본부

<그림 126> 중국 철강사 수익성은 최악이라고 볼 수 없다



자료: Wind, iM증권 리서치본부

<그림 127> 중국 내수 열연강판 Roll-Margin 추이



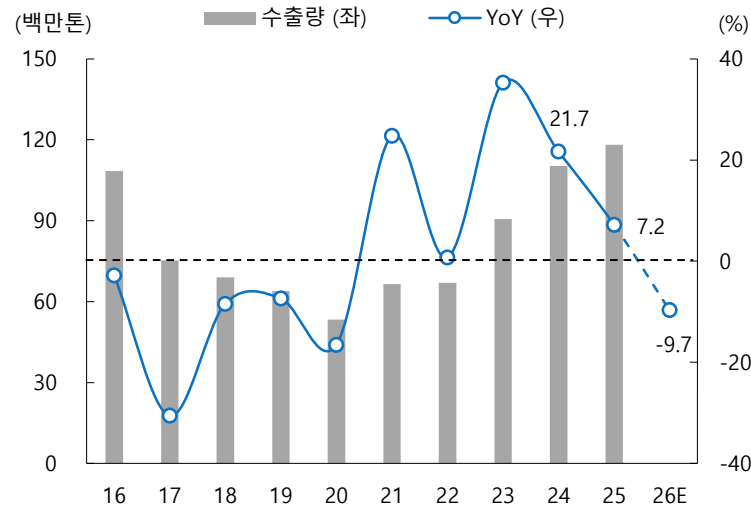
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

[중국] 여전히 위협적인 수출

반제품 수출까지 고려한다면...

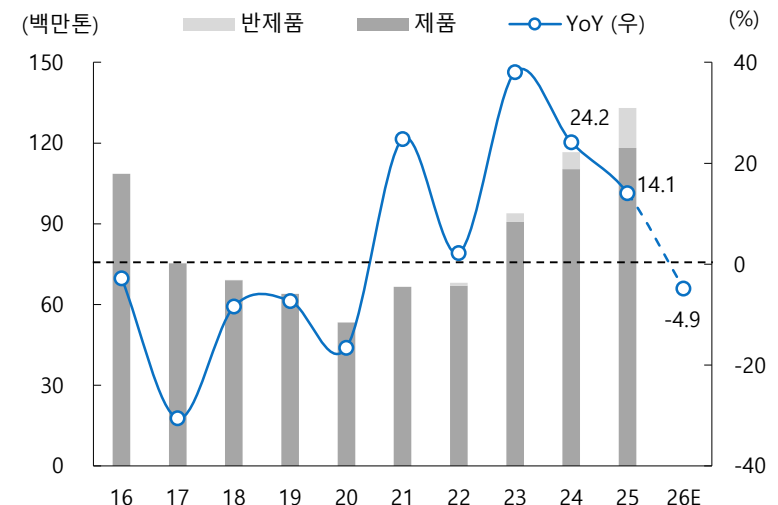
- 중국 철강 제품 수출량은 26년 4월 기준 전년비 9.7% 감소. 그러나 슬래브, 빌렛 등 수출량까지 감안하면 실제 감소폭은 5% 내외
- 이는 중동 전쟁 발생에 따른 이란의 튀르키예 / 동남아로 반제품 수출 공백을 중국산 반제품이 대체했기 때문

<그림 128> 중국 철강 제품 수출량 및 전년비 증감률



주: 26년은 1~4월까지의 누적 수치
자료: CEIC, iM증권 리서치본부

<그림 129> 중국 철강 [제품+반제품] 수출량 및 전년비 증감률



주1: 반제품은 슬래브와 빌렛
주2: 26년은 1~4월까지의 누적 수치
자료: CEIC, iM증권 리서치본부

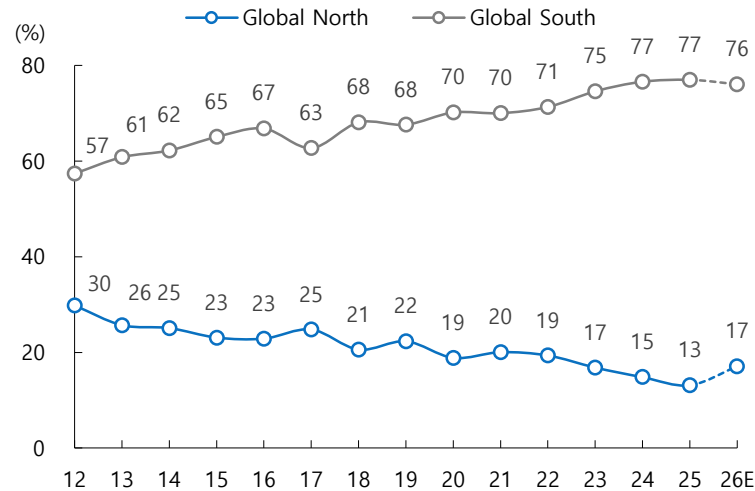
[중국] 여전히 위협적인 수출

Global South 중심으로 감소.

- 중국, 베트남/브라질 등 주요 수출 지역의 관세 장벽 및 중동 전쟁으로 Global South向 물량이 전년비 큰 폭 감소
- Global North向 물량은 전년비 유사. 다만 Global South向 물량이 줄면서 비중은 확대

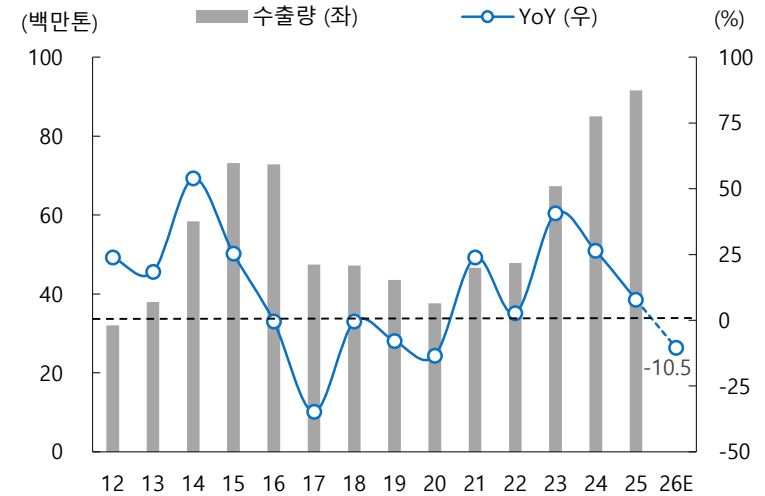
* Global North는 북미, EU, 한국, 대만, 일본, 오세아니아, Global South는 ASEAN10, 중동, 아프리카, 중남미, 인도, 튀르키예, CIS를 의미

<그림 130> 중국 철강 수출량 Global South, Global North 비중 추이



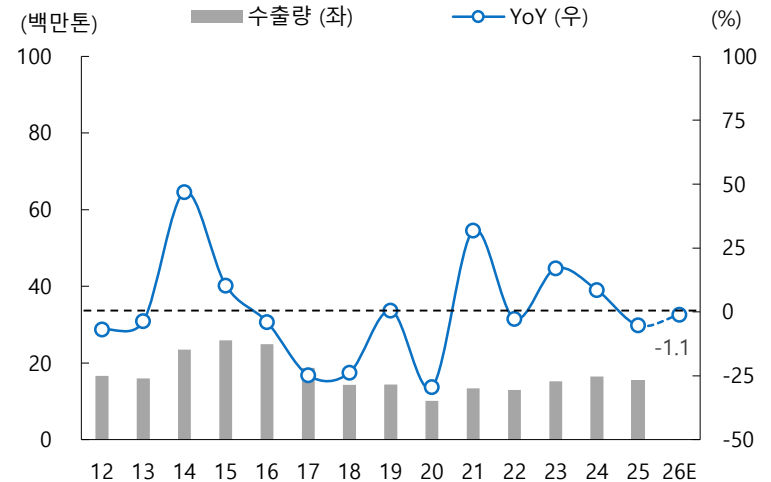
주: 26년 수치는 1~4월 누계수치
자료: CEIC, iM증권 리서치본부

<그림 131> 중국 Global South向 철강재 [수출량 + YoY 증감률]



주: 26년 수치는 1~4월 누계수치
자료: CEIC, iM증권 리서치본부

<그림 132> 중국 Global North向 및 철강재 [수출량 + YoY 증감률]



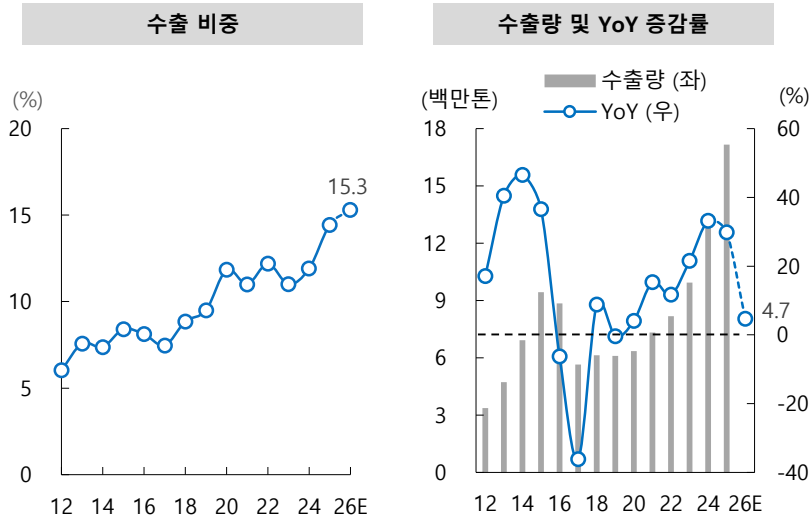
주: 26년 수치는 1~4월 누계수치
자료: CEIC, iM증권 리서치본부

[중국] 여전히 위협적인 수출

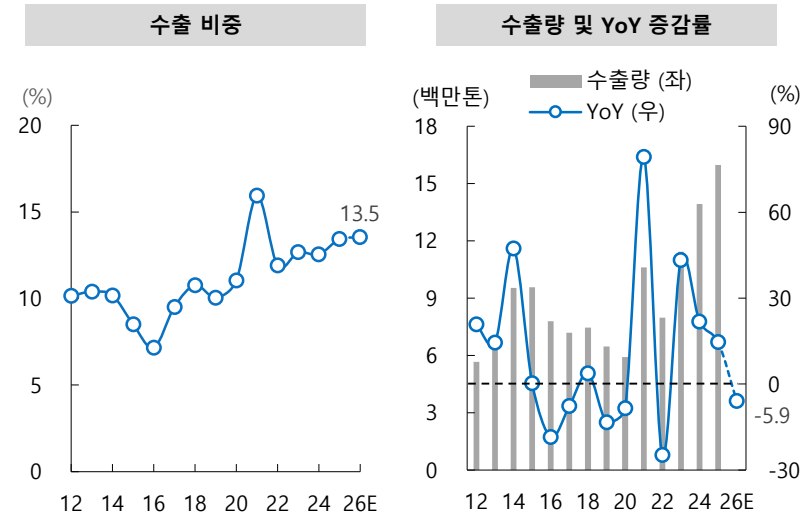
Global South: 아프리카向 수출 지속 증가 중

- 브라질 등 무역 장벽 강화로 중남미 수출向 감소했으나 아프리카向 수출 확대 등으로 이를 일정 상쇄
- 참고로 아프리카는 동남아에 이어 중국의 두번째 수출 지역
- 중동向 수출량 감소는 전쟁에 따른 일시적 요인. 종전 이후 재차 회복될 전망. 사우디 등 중동에 대한 중국의 영향력은 지속 확대 중

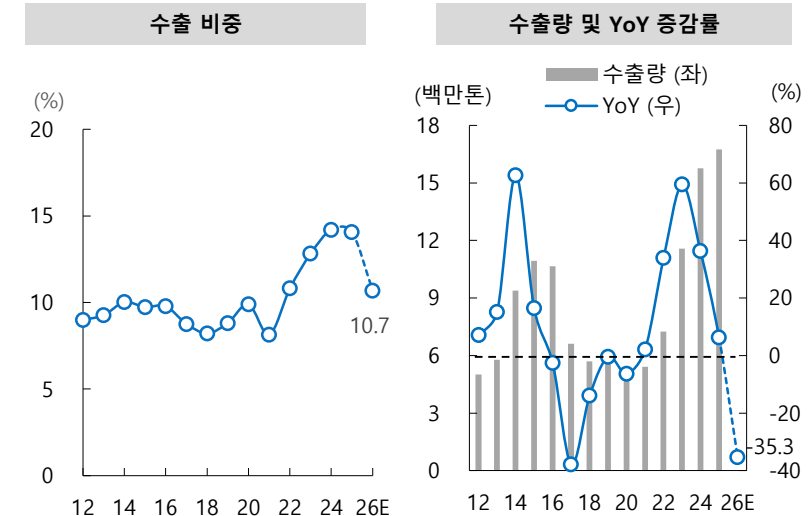
<그림 133> 중국 아프리카向 철강재 수출 비중 및 [수출량+YoY 증감률]



<그림 134> 중국 중남미向 철강재 수출 비중 및 [수출량+YoY 증감률]



<그림 135> 중국 중동向 철강재 수출 비중 및 [수출량+YoY 증감률]

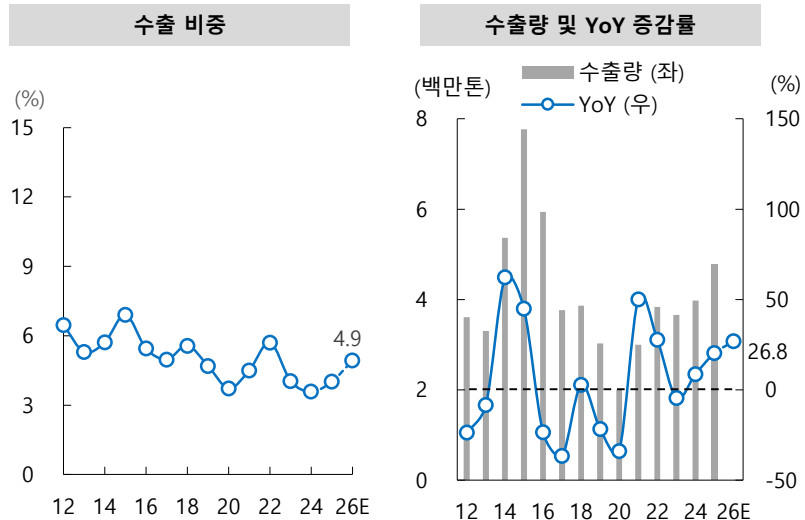


[중국] 여전히 위협적인 수출

Global North: EU向 증가가 주도

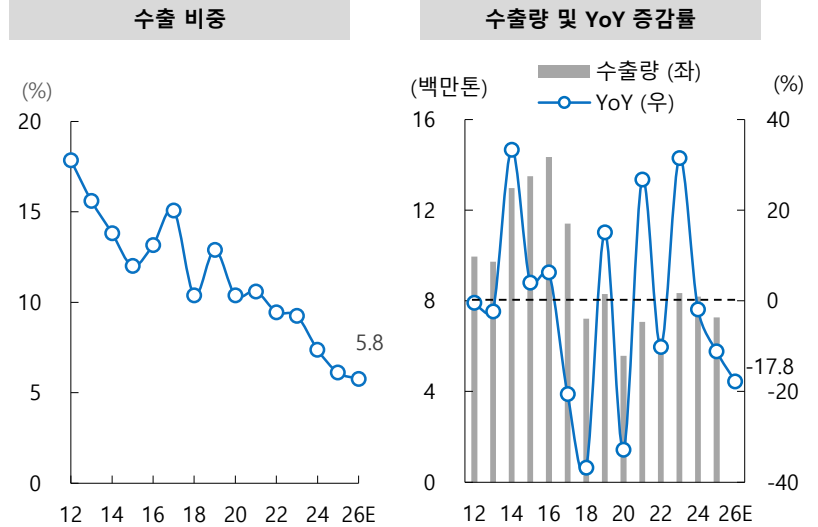
- 비중은 크지 않으나 24년 이후 중국의 EU向 수출 물량은 증가. 이는 국가별 할당량이 없는 **중국**이 글로벌 쿼터에서만 경쟁하는 불이익에도 불구하고, 압도적 가격 경쟁력으로 수출을 늘렸다는 의미
- 다만 6년 7월 이후 쿼터 축소로 중국의 EU 수출량 역시 감소할 것
- 중국 철강사의 동남아 일부, 중동 및 아프리카, EU 글로벌 쿼터 등으로의 수출은 큰 장애가 없는 상황

<그림 136> 중국 EU向 철강재 수출 비중 및 [수출량+YoY 증감률]



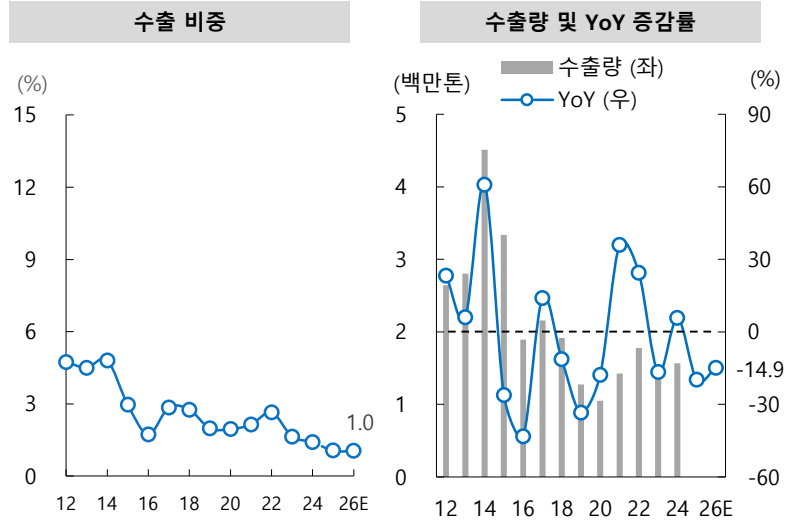
주: 26년 수치는 1~4월 누계수치
자료: CEIC, iM증권 리서치본부

<그림 137> 중국 한국向 철강재 수출 비중 및 [수출량+YoY 증감률]



주: 26년 수치는 1~4월 누계수치
자료: CEIC, iM증권 리서치본부

<그림 138> 중국 북미向 철강재 수출 비중 및 [수출량+YoY 증감률]



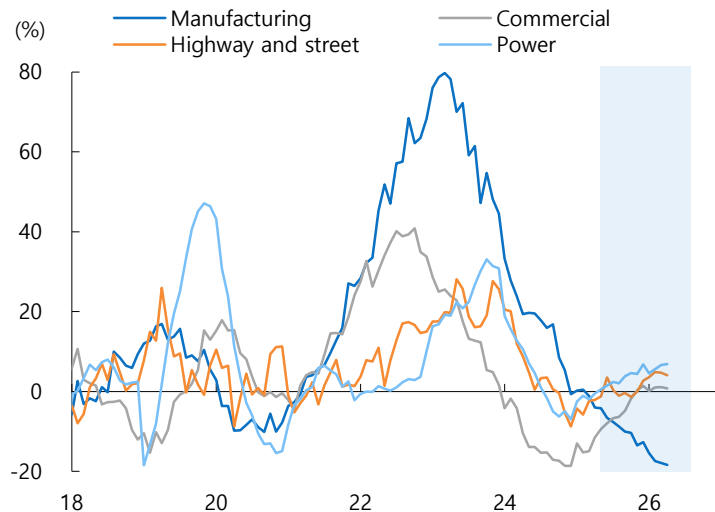
주: 중동은 UAE, 사우디아라비아, 이스라엘 외 11개국, 26년 수치는 1~4월 누계수치
자료: CEIC, iM증권 리서치본부

[미국] 좋은 흐름을 보이고 있으나..

전방 산업은 중립적

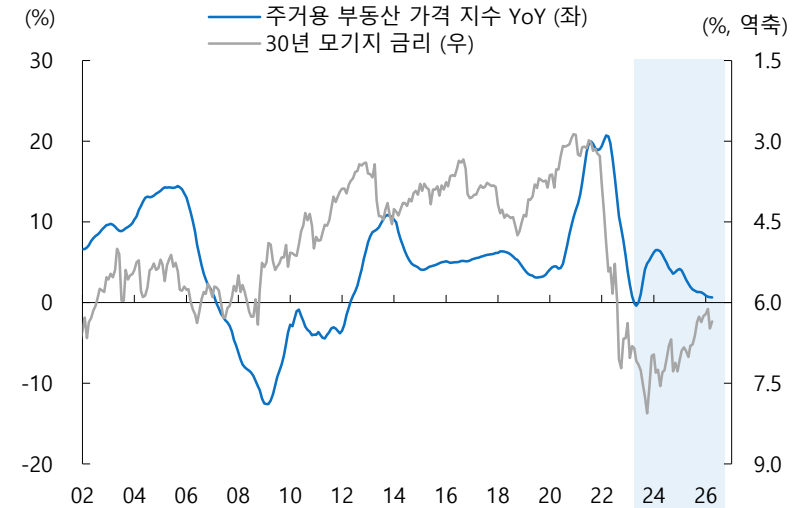
- 26년 미국 건설 투자는 부문별 상이한 흐름을 보이거나 대체로 중립적. 참고로 건설 투자는 미국 철강 수요의 30% 내외
- 비거주용 건설 투자 부문: 일반 제조 분야 [Manufacturing]는 Chips법 및 IRA 시행으로 대규모 공장 착공을 진행했던 24년을 정점으로 감소 중. 다만 Power 부문 [AI 데이터 센터 및 전력망 확충] 및 도로항만 등 인프라 투자 증가가 이를 일정 상쇄
- 주거용 건설 투자: 금리 인하 종료로 「당분간 주거용 주택 가격 횡보 → 주거용 건설 투자 둔화」를 의미

<그림 139> 미국 비주거용 건설 투자 증가율 : 세부 항목 구분



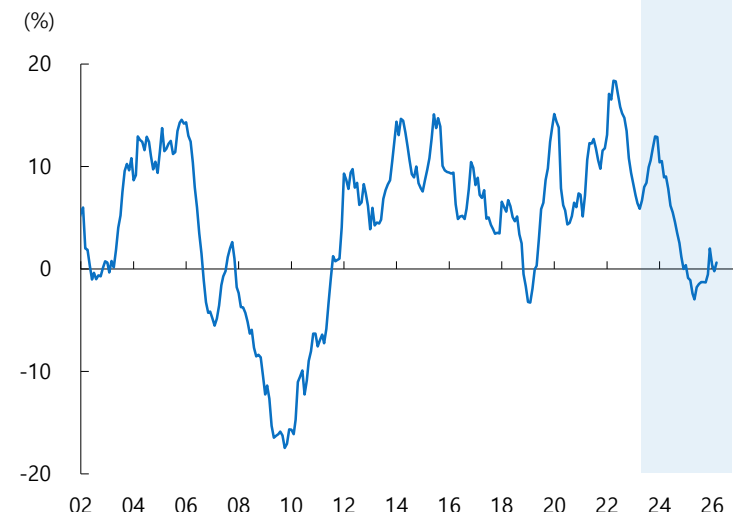
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림 140> 미국 모기지 금리와 주거용 가격 지수 전년비 증가율



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림 141> 미국 주거용 건설 투자 전년비 증가율



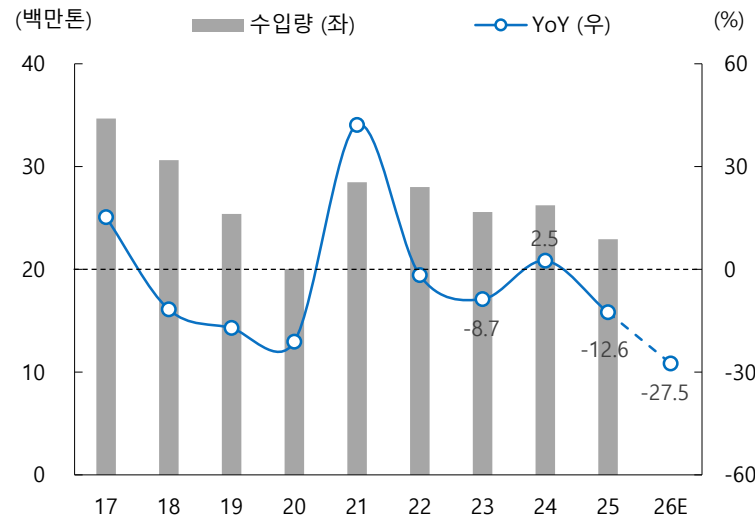
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

[미국] 좋은 흐름을 보이고 있으나..

수입량 감소가 최근 강세 배경

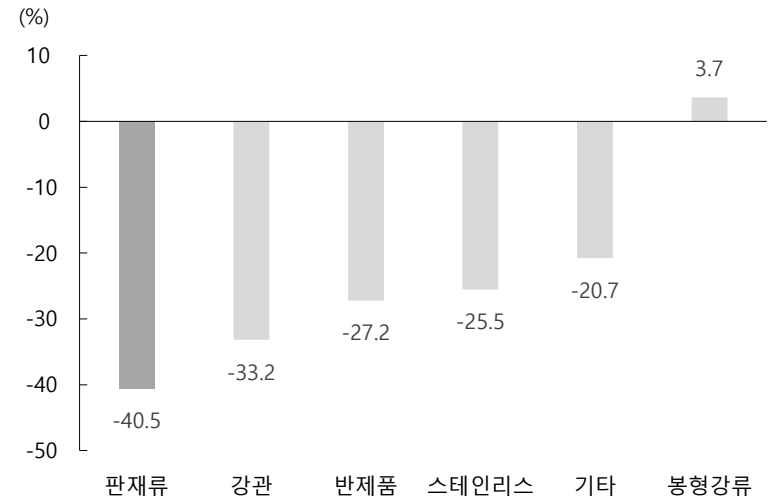
- 미국 25년 중반 관세 부과 이후 철강재 수입량 급감
- 열연 등 판재류 수입량이 가장 큰 폭으로 감소. 그 다음에는 강관

<그림 142> 미국 철강재 연도별 수입량 및 YoY 증감률



주: 26년 수치는 1~5월 누계수치
자료: 미국 국제무역청, iM증권 리서치본부

<그림 143> 미국 26년 1~5월 품목별 수입량 YoY 증감률



자료: 미국 국제무역청, iM증권 리서치본부

<그림 144> 미국 26년 1~5월 판재류 품목별 수입량 YoY 증감률



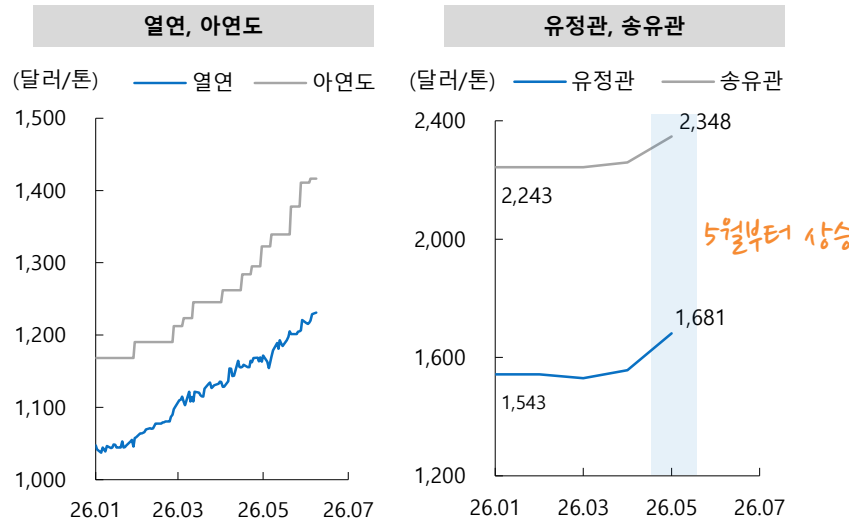
자료: 미국 국제무역청, iM증권 리서치본부

[미국] 좋은 흐름을 보이고 있으나..

가동률 상승 + 지나치게 높은 가격은 부담

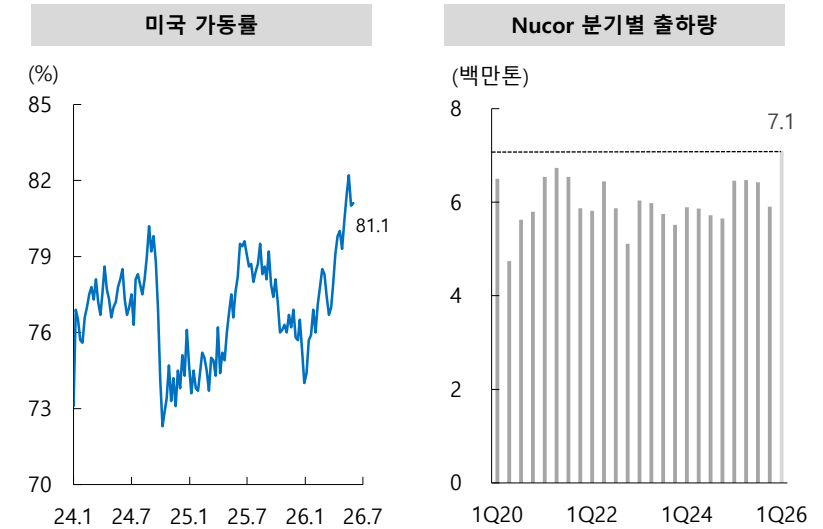
- 특정 품목의 Spot 시장에서의 가용성 부족으로 인한 강세에도 불구하고, 최근 가격 강세 기조는 하반기 둔화될 것. 가동률이 상승 중이고, 고금리 지속에 따른 경기 둔화 가능성도 높기 때문
- 미국 정부도 이같은 현물 부족 현상 해소 노력 중. 미국 정부는 캐나다/멕시코를 대상으로 미국 내 생산 설비를 확충할 경우 철강/알루미늄 관세를 면제하는 방법 제시
- 참고로 5월 이후 강관 가격 상승은 종전 이후에도 고유가 기조가 지속될 것이라는 시장의 기대 반영. 실제 Rig Count도 증가하고 있는 만큼 하반기 미국 강관 가격은 타 품목 대비 양호한 흐름을 보일 것

<그림 145> 26년 이후 미국 주요 철강 가격 추이



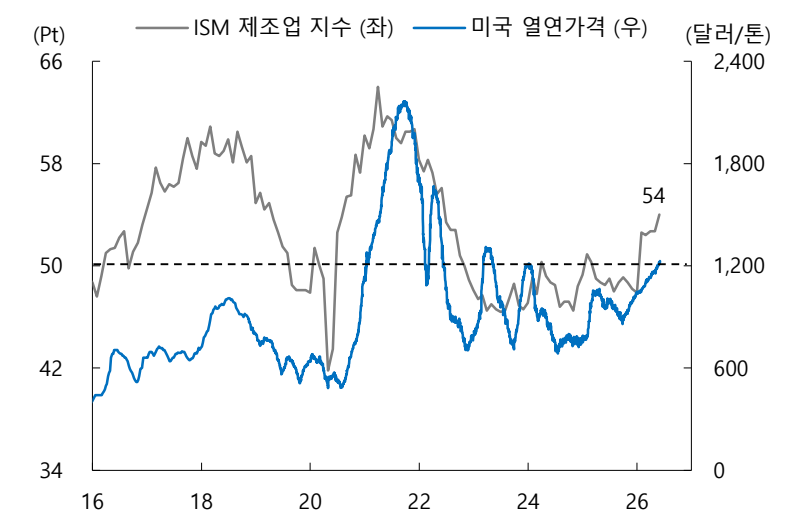
자료: iM증권 리서치본부

<그림 146> 미국 가동률과 Nucor의 분기별 출하량 추이



자료: Bloomberg, Nucor, iM증권 리서치본부

<그림 147> 미국 ISM 제조업지수와 열연강판 가격 추이



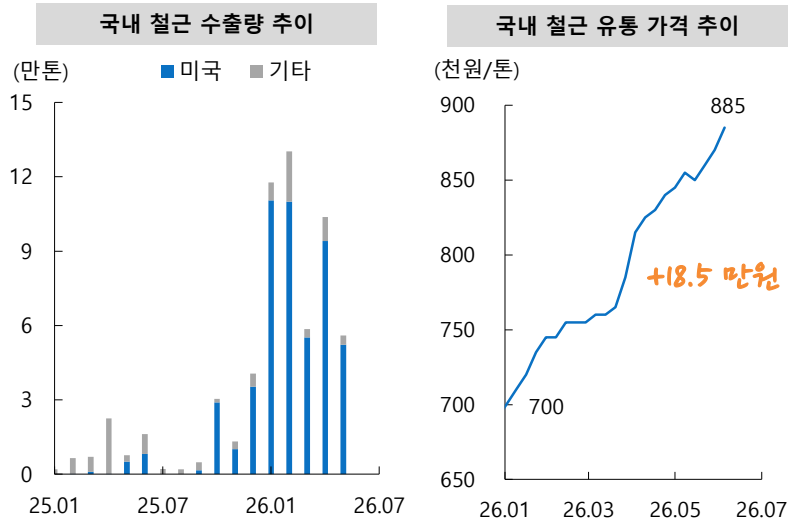
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

[국내] 봉형강, 추세적 개선은 어려움

주택 둔화 vs SOC / 산업 클러스터 투자 증가

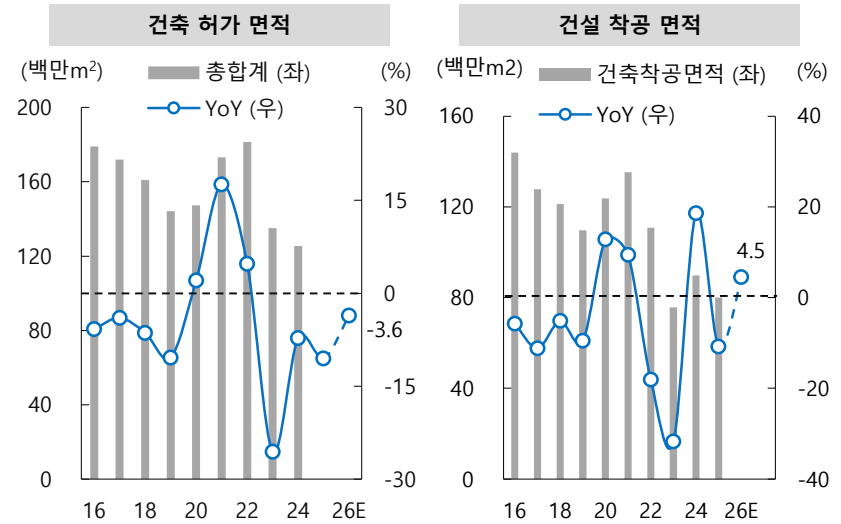
- 최근 철근 등 봉형강 가격이 유통向 중심으로 강세를 보이고 있으나 지속 여부는 불투명. 이미 많이 오른데다, 건설 업황 개선에 시간이 필요
- 첫째, **가격 급등 및 수익성 개선은 유통 및 미국向 수출에만 국한**. 여기에 최근 스크랩 가격 강세 및 후술할 건설 부진 등을 감안하면 지속/확산 여부 불투명 둘째, 『수주 → 허가 → 착공 → 기성』의 사이클 지연은 **당분간 지속**. 착공은 26년 증가했으나 건설 비용 상승 및 공기 지연 등으로 기성으로 이어지는데 시간이 필요하고, **준공 후 미분양 문제도 해소되기 않고 있기 때문**. 착공 선행 지표인 허가도 여전히 정체. 셋째, SOC 예산 확대 및 반도체 클러스터 투자 등 긍정적 요인에도 공사비 증가 및 주택 수요 억제 정책 등 부정적 요인도 상당수

<그림 148> 중량 A 스크랩 가격 및 철근 유통 가격 추이



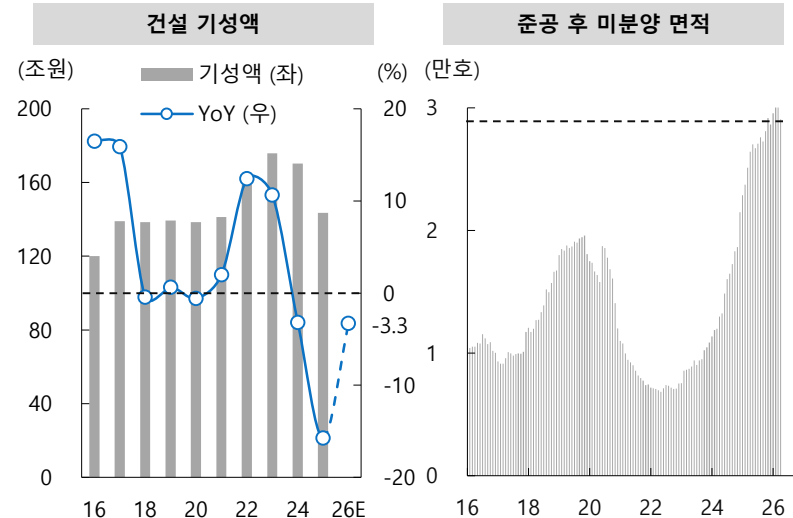
주) 국내 철근 유통 가격은 SD400 현금이 기준
자료: 스틸데일리, iM증권 리서치본부

<그림 149> 국내 건축 허가 면적 / 착공 면적 및 YoY 증감률



자료: 통계청, iM증권 리서치본부

<그림 150> 국내 건설 기성액, 준공 후 미분양



자료: 통계청, iM증권 리서치본부



IV. 기업분석

고려아연(010130)

자원 민족주의의 시대

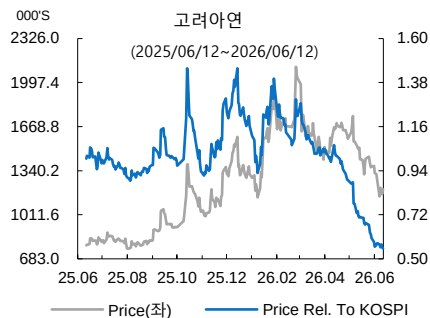
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	1,700,000원(하향)
증가(2026.06.12)	1,201,000원
상승여력	41.5 %

Stock Indicator

자본금	116십억원
발행주식수	2,087만주
시가총액	25,068십억원
외국인지분율	28.1%
52주 주가	759,000~2,115,000원
60일평균거래량	37,016주
60일평균거래대금	54.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-20.6	-28.3	-20.9	53.4
상대수익률	-26.9	-73.8	-115.8	-124.8



[투자포인트]

- 동사와 같은 소재 기업은 경기 호조에 따른 기대 인플레이션 상승하거나 달러가 약세일 때 『상품 가격 상승 → 실적 호조 → valuation 상향』이 나타남. 공급 충격으로 발생한 인플레이션 우려로 긴축 가능성이 높아진 현 시기는 동사 주가에 우호적 환경은 아님
- 그럼에도 동사를 여전히 업종 최선호주로 추천함. 첫째, 비우호적 매크로 환경에도 공급 차질 및 자원 민족주의 확산으로 [철강과는 달리] 주요 비철금속 가격 [아연, 연, 니켈, 알루미늄, 희소금속]은 견조한 흐름을 보일 전망. 둘째, 원/달러 환율 상승. 참고로 환율 10원 상승 시 동사 영업이익은 150억원 증가하는 효과. 셋째, 이같은 견조한 금속 가격 및 환율 급등으로 역대 최고 수준의 견조한 실적 [26.2Q 연결 영업이익 [6,170억원, -17.2% QoQ]은 당분간 지속될 전망. 넷째, 희소금속 생산업체로서의 전략적 가치. 참고로 미국 정부는 최근 MP Materials, USA Rate earth 등 주요 희토류 업체에 대한 지분 투자에 나서고 있음
- 동사에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 170만원 [기존 195만원] 제시. 목표주가는 12개월 Forward BPS 675,318원에 Target 2.5x를 적용하여 산출 [12개월 Forward 예상 ROE 11.3%]. Target PBR 2.5x는 [경영권 이슈가 다소 진정되었던] 26년 평균 수준이며, 비우호적 Macro 환경을 반영하여 valuation 배수를 하향 [기존 PBR 3.0x]. 향후 핵심 광물 생산 업체로의 전략적 위상은 견고해질 것

FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	16,588	23,282	21,716	22,303
영업이익(십억원)	1,232	2,425	2,029	2,093
순이익(십억원)	775	1,515	1,460	1,430
EPS(원)	38,514	65,776	63,254	61,951
BPS(원)	524,015	642,599	686,224	728,546
PER(배)	34.2	18.3	19.0	19.4
PBR(배)	2.5	1.9	1.8	1.6
ROE(%)	8.5	11.8	9.5	8.8
배당수익률(%)	1.5	2.1	2.1	2.1
EV/EBITDA(배)	16.2	9.2	10.6	11.8

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

〈표 1〉 고려아연 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 별도 기준)

(십억 원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2026E
매출액	2,389	2,461	2,609	3,075	10,534	4,295	4,050	3,820	3,956	16,121
영업이익	273	266	235	405	1,180	693	522	459	481	2,155
영업이익률	11.4%	10.8%	9.0%	13.2%	11.2%	16.1%	12.9%	12.0%	12.2%	13.4%

자료: 고려아연, iM증권 리서치본부

〈표 2〉 고려아연 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억 원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2026E
매출액	3,833	3,825	4,160	4,770	16,588	6,072	5,894	5,560	5,757	23,282
영업이익	271	259	273	429	1,232	746	617	527	535	2,425
세전이익	239	423	99	269	1,029	518	525	527	535	2,104
지배주주순이익	163	331	72	209	775	355	384	385	391	1,515
영업이익률	7.1%	6.8%	6.6%	9.0%	7.4%	12.3%	10.5%	9.5%	9.3%	10.4%
세전이익률	6.2%	11.1%	2.4%	5.6%	6.2%	8.5%	8.9%	9.5%	9.3%	9.0%
지배주주순이익률	4.2%	8.7%	1.7%	4.4%	4.7%	5.8%	6.5%	6.9%	6.8%	6.5%

자료: 고려아연, iM증권 리서치본부

〈표 3〉 고려아연 수익추정 변경 요약 (K-IFRS 연결 기준)

(십억 원)	신규추정(a)		기존추정(b)		GAP(a/b-1)	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2025E	2026E
매출액	23,282	21,716	22,980	20,888	1.3%	4.0%
영업이익	2,425	2,029	2,289	1,934	5.9%	4.9%
세전이익	2,104	1,997	2,052	1,943	2.6%	2.8%
지배주주순이익	1,515	1,460	1,476	1,420	2.6%	2.8%
영업이익률	10.4%	9.3%	10.0%	9.3%	0.5%p	0.1%p
세전이익률	9.0%	9.2%	8.9%	9.3%	0.1%p	-0.1%p
지배주주순이익률	6.5%	6.7%	6.4%	6.8%	0.1%p	-0.1%p

자료: 고려아연, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산		12,069	11,818	12,785	11,224
현금 및 현금성자산		3,451	2,590	4,107	2,319
단기금융자산		1,044	626	639	651
매출채권		1,195	1,592	1,489	1,528
재고자산		6,221	6,848	6,387	6,560
비유동자산		8,326	11,289	12,447	17,050
유형자산		5,365	5,371	9,473	14,070
무형자산		1,171	1,156	1,142	1,128
자산총계		20,396	23,108	25,232	28,274
유동부채		6,128	3,447	3,267	3,334
매입채무		2,339	2,677	2,497	2,565
단기차입금		3,047	28	28	28
유동성장기부채		81	81	81	81
비유동부채		3,084	4,584	5,884	7,884
사채		1,596	1,096	396	396
장기차입금		1,073	3,073	5,073	7,073
부채총계		9,212	8,031	9,151	11,218
지배주주지분		10,938	14,833	15,840	16,817
자본금		116	127	127	127
자본잉여금		4,443	7,265	7,265	7,265
이익잉여금		6,543	7,492	8,387	9,252
기타자본항목		-163	-51	61	173
비지배주주지분		246	244	242	240
자본총계		11,184	15,077	16,082	17,056

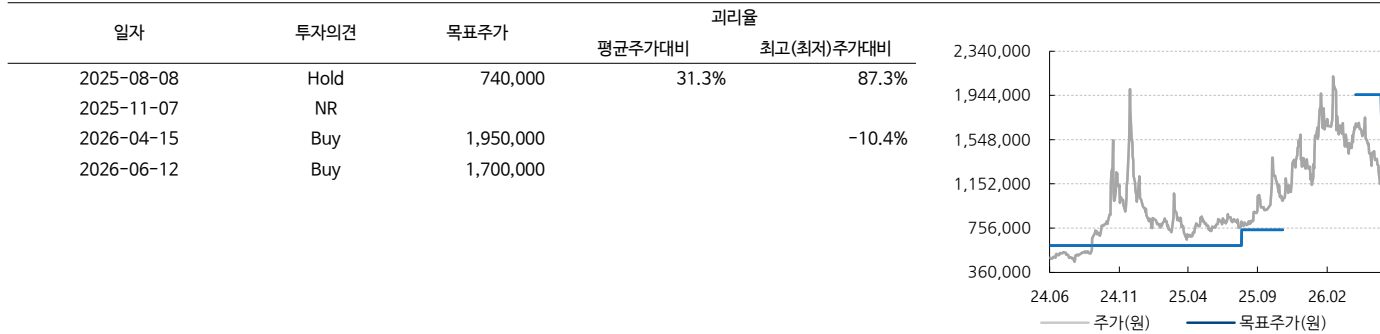
현금흐름표	(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름		-628	1,077	2,255	1,702
당기순이익		770	1,512	1,458	1,428
유형자산감가상각비		351	393	398	404
무형자산상각비		12	14	14	14
지분법관련손실(이익)		50	20	20	20
투자활동 현금흐름		-441	-3,020	-2,549	-5,000
유형자산의 처분(취득)		-886	-500	-5,500	-5,000
무형자산의 처분(취득)		-49	-	-	-
금융상품의 증감		-220	-2,950	2,950	0
재무활동 현금흐름		3,675	882	711	1,411
단기금융부채의증감		-145	-3,019	-	-
장기금융부채의증감		1,150	1,500	1,300	2,000
자본의증감		2,834	2,834	-	-
배당금지급		-4	-4	-4	-4
현금및현금성자산의증감		2,557	-861	1,516	-1,787
기초현금및현금성자산		894	3,451	2,590	4,107
기말현금및현금성자산		3,451	2,590	4,107	2,319

자료 : 고려아연, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
매출액		16,588	23,282	21,716	22,303
증가율(%)		37.6	40.4	-6.7	2.7
매출원가		14,786	20,160	19,015	19,526
매출총이익		1,802	3,123	2,701	2,777
판매비와관리비		570	698	672	684
연구개발비		-	-	-	-
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		1,232	2,425	2,029	2,093
증가율(%)		70.3	96.8	-16.3	3.1
영업이익률(%)		7.4	10.4	9.3	9.4
이자수익		62	80	119	74
이자비용		205	136	175	235
지분법이익(손실)		50	20	20	20
기타영업외손익		-24	-69	-	-
세전계속사업이익		1,029	2,104	1,997	1,956
법인세비용		259	592	539	528
세전계속이익률(%)		6.2	9.0	9.2	8.8
당기순이익		770	1,512	1,458	1,428
순이익률(%)		4.6	6.5	6.7	6.4
지배주주귀속 순이익		775	1,515	1,460	1,430
기타포괄이익		112	112	112	112
총포괄이익		882	1,624	1,570	1,540
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

주요투자지표		2025	2026E	2027E	2028E
주당지표(원)					
EPS		38,514	65,776	63,254	61,951
BPS		524,015	642,599	686,224	728,546
CFPS		56,507	83,472	81,117	80,029
DPS		20,000	25,000	25,000	25,000
Valuation(배)					
PER		34.2	18.3	19.0	19.4
PBR		2.5	1.9	1.8	1.6
PCR		23.3	14.4	14.8	15.0
EV/EBITDA		16.2	9.2	10.6	11.8
Key Financial Ratio(%)					
ROE		8.5	11.8	9.5	8.8
EBITDA이익률		9.6	12.2	11.2	11.3
부채비율		82.4	53.3	56.9	65.8
순부채비율		11.7	7.0	5.2	27.0
매출채권회전율(x)		15.9	16.7	14.1	14.8
재고자산회전율(x)		3.3	3.6	3.3	3.4

고려아연 투자 의견 및 목표주가 변동 추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자 의견]

종목추천 투자등급

종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 종가 대비 해당 종목의 예상 목표 수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가 대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가 대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가 대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액 기준 산업별 시장 비중 대비 보유 비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중 확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중 축소)

[투자 비율 등급 공시 2026-03-31 기준]

매수
88.2%

중립(보유)
11.8%

매도
-

POSCO홀딩스(005490)

자회사 호조가 주가를 지지할 전망

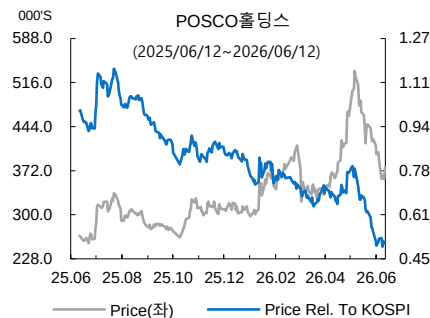
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	480,000원(하향)
종가(2026.06.12)	377,000원
상승여력	27.3 %

Stock Indicator

자본금	482십억원
발행주식수	7,924만주
시가총액	29,874십억원
외국인지분율	31.6%
52주 주가	253,500~535,000원
60일평균거래량	495,700주
60일평균거래대금	211.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-21.3	8.5	18.0	42.0
상대수익률	-27.6	-37.0	-76.9	-136.2



[투자포인트]

- 26년 하반기는 동사에 쉽지 않은 시기가 될 것. 첫째, 고물가로 인한 글로벌 긴축 분위기 확산은 소재 기업에 비우호적인 환경, 긴축 시기에서는 전반적 경기 둔화는 물론, 철광석 등 소재 가격 하락 가능성도 높아지기 때문 둘째, 본업인 철강 산업 개선이 여전히 어렵다는 점. 글로벌 무역 장벽 강화로 수출 수익성 둔화가 불가피 하고, 가장 영향력이 큰 중국의 업황 부진이 지속될 것이기 때문
- 그럼에도 동사는 업종 내 투자 대안이 될 수 있을 것. 첫째, 2차 전지 소재 산업 개선. 1) 중국 Lepidolite 광산에 대한 환경 규제 강화, 2) ESS向 수요 증가, 3) 호주 경암형 리튬 공급 차질 등으로 타이트한 리튬 공급이 전망되기 때문. 4) 글로벌 6위 리튬 생산국가인 짐바브웨의 정광 수출 규제, 칠레 염호 국유화 등 강화되는 자원 민족주의는 리튬 가격의 강력한 지지 요인. 이에 포스코아르헨티나 등 리튬 생산 법인의 의미있는 실적 개선이 전망됨. 둘째, 에너지 가격 강세에 기반한 포스코인터내셔널 등 자회사 실적 호조, 셋째, 여전히 부진한 수요에도 불구하고, 열연/후판 등에 대한 무역 규제로 내수 시장 수익성이 나아졌다는 점
- 동사에 대한 투자의견 Buy을 유지하나 목표주가 48만원 [기존 54만원]으로 하향. 목표주가 하향은 철강 부문 둔화 및 긴축 구간에서의 소재 업종의 valuation 하락 등을 반영, 철강 부문 Target PBR을 하향 [기존 0.6x → 0.5x]했기 때문. 본업 보다는 자회사 업황/실적 개선이 업황을 견인할 전망

FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	69,095	72,434	73,093	73,776
영업이익(십억원)	1,827	2,904	3,001	3,242
순이익(십억원)	658	1,582	1,656	1,799
EPS(원)	8,085	19,553	20,465	22,222
BPS(원)	688,597	703,979	720,273	738,324
PER(배)	37.7	19.3	18.4	17.0
PBR(배)	0.4	0.5	0.5	0.5
ROE(%)	1.2	2.8	2.9	3.0
배당수익률(%)	3.3	2.7	2.7	2.7
EV/EBITDA(배)	6.2	6.5	6.7	6.5

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

〈표 1〉 POSCO홀딩스 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2026E
매출액	17,437	17,556	17,261	16,841	69,095	17,876	18,091	18,275	18,192	72,433
영업이익	568	607	639	13	1,827	707	719	819	658	2,903
세전이익	510	228	518	-149	1,107	757	433	684	503	2,377
지배주주순이익	302	160	421	-225	658	467	298	471	347	1,583
영업이익률	3.3%	3.5%	3.7%	0.1%	2.6%	4.0%	4.0%	4.5%	3.6%	4.0%
세전이익률	2.9%	1.3%	3.0%	-0.9%	1.6%	4.2%	2.4%	3.7%	2.8%	3.3%
지배주주순이익률	1.7%	0.9%	2.4%	-1.3%	1.0%	2.6%	1.6%	2.6%	1.9%	2.2%

자료: POSCO홀딩스, iM증권 리서치본부

〈표 2〉 POSCO홀딩스 수익추정 변경 요약 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	신규추정(a)		기존추정(b)		GAP(a/b-1)	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2025E	2026E
매출액	72,433	73,093	72,336	72,640	0.1%	0.6%
영업이익	2,903	3,001	3,288	3,443	-11.7%	-12.8%
세전이익	2,377	2,407	2,950	2,897	-19.4%	-16.9%
지배주주순이익	1,583	1,656	1,976	1,994	-19.9%	-16.9%
영업이익률	4.0%	4.1%	4.5%	4.7%	-0.5%p	-0.6%p
세전이익률	3.3%	3.3%	4.1%	4.0%	-0.8%p	-0.7%p
지배주주순이익률	2.2%	2.3%	2.7%	2.7%	-0.5%p	-0.5%p

자료: POSCO홀딩스, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산		43,484	44,271	42,932	43,272
현금 및 현금성자산		7,050	6,933	5,245	5,227
단기금융자산		8,906	8,282	8,365	8,449
매출채권		13,562	14,179	14,300	14,426
재고자산		13,624	14,283	14,413	14,547
비유동자산		61,709	65,336	68,231	70,603
유형자산		42,293	45,690	48,557	50,891
무형자산		5,494	5,401	5,319	5,245
자산총계		105,192	109,607	111,163	113,875
유동부채		23,132	24,441	24,554	24,669
매입채무		5,107	5,354	5,402	5,453
단기차입금		7,432	8,432	8,432	8,432
유동성장기부채		4,641	4,641	4,641	4,641
비유동부채		19,683	21,383	21,383	22,383
사채		9,818	10,818	10,818	11,818
장기차입금		6,556	7,256	7,256	7,256
부채총계		42,815	45,824	45,937	47,052
지배주주지분		55,730	56,975	58,294	59,755
자본금		482	482	482	482
자본잉여금		1,685	1,685	1,685	1,685
이익잉여금		53,177	54,004	54,904	55,946
기타자본항목		385	804	1,222	1,641
비지배주주지분		6,648	6,808	6,932	7,068
자본총계		62,378	63,783	65,226	66,822

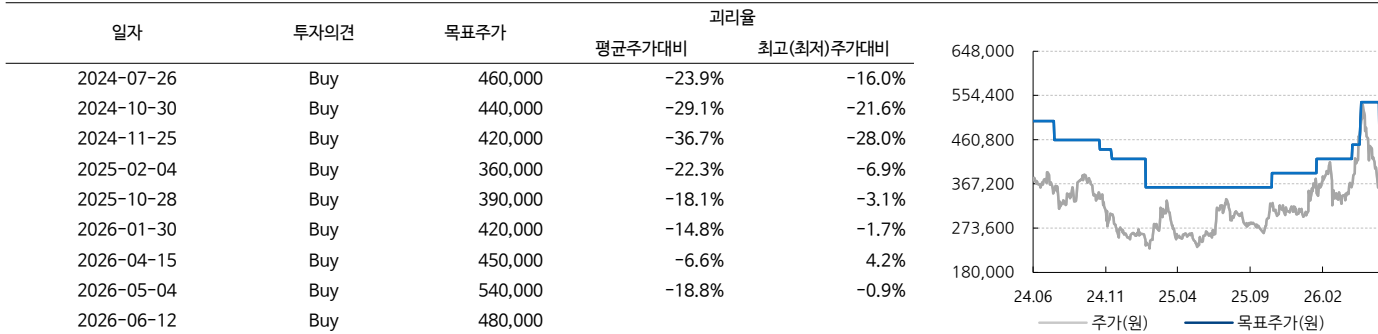
현금흐름표	(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름		4,572	6,480	7,604	7,774
당기순이익		504	1,743	1,781	1,934
유형자산감가상각비		3,693	3,613	3,644	3,676
무형자산상각비		466	492	483	474
지분법관련손실(이익)		350	150	150	150
투자활동 현금흐름		-6,687	-6,408	-6,614	-6,115
유형자산의 처분(취득)		-5,451	-7,010	-6,510	-6,010
무형자산의 처분(취득)		-568	-400	-400	-400
금융상품의 증감		-530	39	39	39
재무활동 현금흐름		2,403	2,868	168	1,168
단기금융부채의증감		2,159	1,000	-	-
장기금융부채의증감		235	1,700	-	1,000
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-438	-438	-438	-438
현금및현금성자산의증감		282	-117	-1,688	-18
기초현금및현금성자산		6,768	7,050	6,933	5,245
기말현금및현금성자산		7,050	6,933	5,245	5,227

자료 : POSCO홀딩스, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
매출액		69,095	72,434	73,093	73,776
증가율(%)		-4.9	4.8	0.9	0.9
매출원가		63,929	66,434	66,986	67,409
매출총이익		5,166	6,000	6,108	6,367
판매비와관리비		3,339	3,096	3,107	3,125
연구개발비		195	205	207	208
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		1,827	2,904	3,001	3,242
증가율(%)		-15.9	58.9	3.3	8.0
영업이익률(%)		2.6	4.0	4.1	4.4
이자수익		533	509	455	457
이자비용		1,091	1,190	1,190	1,226
지분법이익(손실)		350	150	150	150
기타영업외손익		-382	34	-50	-50
세전계속사업이익		1,107	2,377	2,407	2,613
법인세비용		602	635	626	679
세전계속이익률(%)		1.6	3.3	3.3	3.5
당기순이익		504	1,743	1,781	1,934
순이익률(%)		0.7	2.4	2.4	2.6
지배주주귀속 순이익		658	1,582	1,656	1,799
기타포괄이익		419	419	419	419
총포괄이익		923	2,161	2,200	2,353
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

주요투자지표		2025	2026E	2027E	2028E
주당지표(원)					
EPS		8,085	19,553	20,465	22,222
BPS		688,597	703,979	720,273	738,324
CFPS		59,215	70,272	71,447	73,492
DPS		10,000	10,000	10,000	10,000
Valuation(배)					
PER		37.7	19.3	18.4	17.0
PBR		0.4	0.5	0.5	0.5
PCR		5.2	5.4	5.3	5.1
EV/EBITDA		6.2	6.5	6.7	6.5
Key Financial Ratio(%)					
ROE		1.2	2.8	2.9	3.0
EBITDA이익률		8.7	9.7	9.8	10.0
부채비율		68.6	71.8	70.4	70.4
순부채비율		20.0	25.0	26.9	27.6
매출채권회전율(x)		5.2	5.2	5.1	5.1
재고자산회전율(x)		5.0	5.2	5.1	5.1

POSCO홀딩스 투자 의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자 의견]

종목추천 투자등급

종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 종가 대비 해당 종목의 예상 목표 수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가 대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가 대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가 대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액 기준 산업별 시장 비중 대비 보유 비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자비율 등급 공시 2026-03-31 기준]

매수
88.2%

중립(보유)
11.8%

매도
-