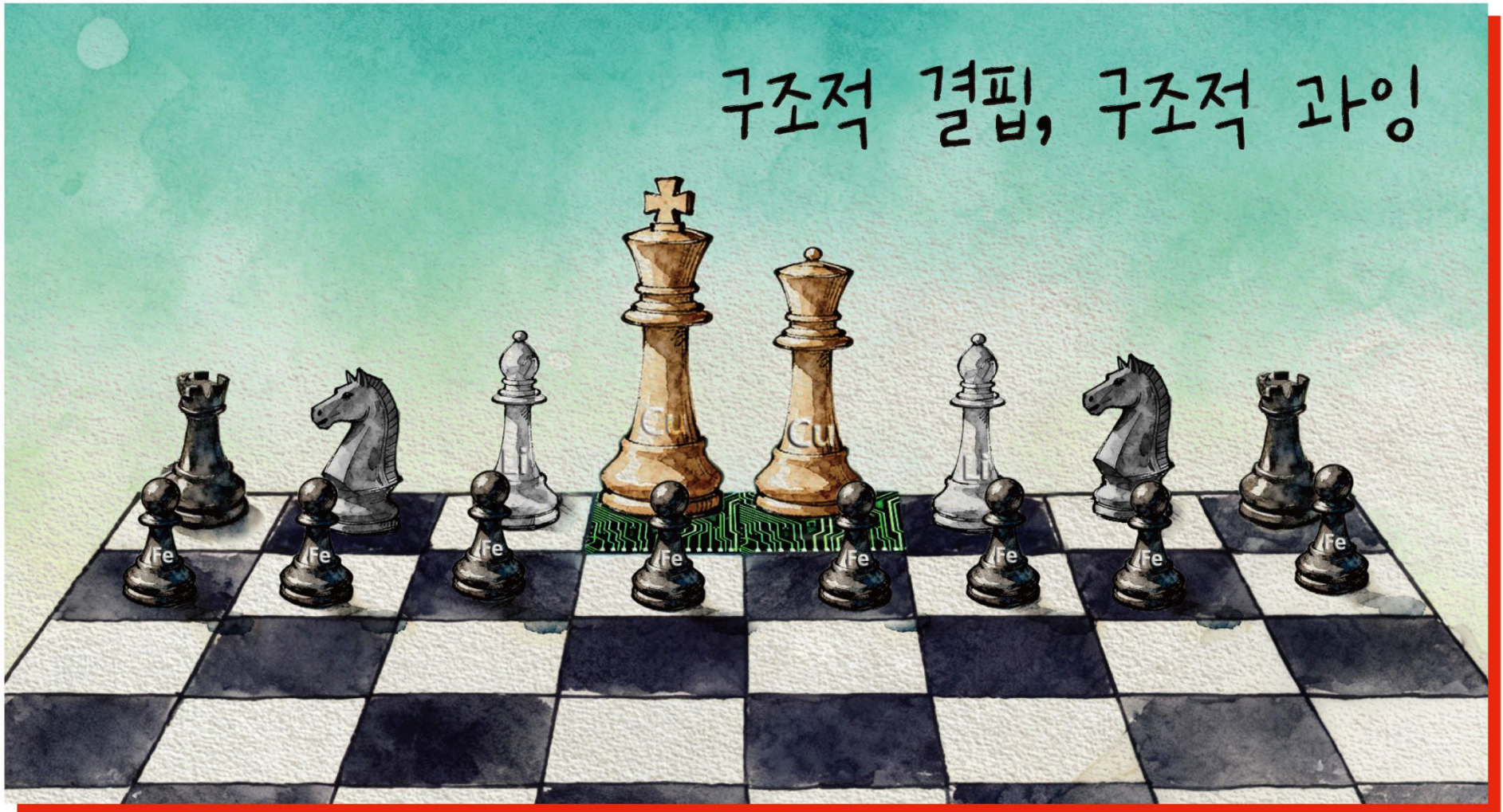


구조적 결핍, 구조적 과잉



Contents

Summary	4
Part 1. Cu: 전기의 금속, 구조적 결핍	7
Part 2. Fe: 구조적 공급과잉 속 기회 찾기	43
Part 3. Li: 저비용 공급의 그늘 속 조용한 반등	69
 기업분석	
LS (006260)	78
LS마린솔루션 (060370)	87
풍산 (103140)	89
Taseko Mines (TGB US)	93
현대제철 (004020)	94
POSCO홀딩스 (005490)	97



철강/금속 Overweight

Top Picks	투자판단	적정주가
LS (006260)	Buy	260,000원
LS마린솔루션 (060370)	Not Rated	-
Taseko Mines (TGB US)	Not Rated	-

1 Cu: 전기의 금속, 구조적 결핍

공급 차질 지속 → 2026년 공급 전망 대폭 하향

- 2024년 First Quantum Cobre Panama 광산 폐쇄, 2025년 Freeport Grasberg 사고 등 초대형 광산 리스크 연속 발생

TC 붕괴 → 2026 Benchmark TC 추가 하락 → 구리 가격 추가 상승 모멘텀 촉발 예상

- 이례적 현상: 2025년 역사적 최저점 Spot TC (-50\$/t 수준) 기록 중이며, 2026년 물량에 대해 0\$/t 선제적 협상
- 10월 LME 회의에서는 2026 Benchmark TC [0 ~ -15\$/t] 의 비관적 전망 제시

구리 수요는 지속 상향 조정 중

- 2025E 글로벌 구리 수요: 2,800만 톤 vs. 2030E 비전통 수요 1,400만 톤
- 전통적인 수요는 '경기민감형', 비전통 수요 산업(데이터센터, xEV, 재생에너지)은 구리 가격 상승 민감도 낮음

신규 공급을 끌어내려면 'Incentive Price' 필수

- 현재 Incentive Price \$10,000~12,000/t, 자본집약도 상승으로 지속 상향 전망
- 초과수요 시장에서 실질적인 가격 바닥은 Incentive Price

미국 관세 리스크 재점화

- 현재는 전기동(Refined Copper) 관세 부과 여부 결정을 2026년 6월 30일까지 미룬 상태
- 11월 6일 구리를 Critical Minerals에 포함, 2027년 25% 관세 부과 가능성 높아짐

Top Picks

- LS (006260): 주가에 영향을 미치는 모든 변수가 긍정적, f(NAV상장사, NAV비상장사, 상법 개정, 구리)
- LS마린솔루션 (060370): 그룹 내 가장 가파른 성장을 보여줄 회사, LS와 최고의 Pair
- Taseko Mines(TGB US): 캐나다, 미국 구리 광산 보유, 제일 싼 Pure 구리 광산주

2 Fe: 구조적 과잉 속 기회 찾기

- 올해 반덤핑 관세와 중국 감산 정책 모멘텀으로 2~3월, 7월 중 시장을 아웃퍼폼, 다만 YTD 기준으로는 코스피를 크게 하회하며 언더퍼폼
- 2023~2024년 시장의 초점은 중국 부양책이었지만, 2025년부터는 감산 정책으로 완전히 이동. 구조적으로 수요 회복이 어려운 상황(중국 미분양 부동산 재고 7.5조 위안), 감산만이 실질적 업황 개선의 유일한 해결책
- 14차 5개년계획(2026-2030) 건의안에는 산업구조조정 언급 부재했지만, 추가로 '철강산업 용량교체 이행방안 개정안' 발표. 과거 감산정책(2021)의 실패요인을 겨냥한 만큼, '26년 감산 강도 확대될 것으로 기대
- 2026년 추가 기대 요인은 1) 열연 반덤핑 관세로 인한 실적 개선 2) 무역환경 개선 3) 배당소득 분리과세 수혜
- 철강 업종에 대한 베타가 상대적으로 높고, P/B가 낮은 현대제철을 POSCO홀딩스보다 선호

3 Li: 저비용 공급의 그늘 속 조용한 반등

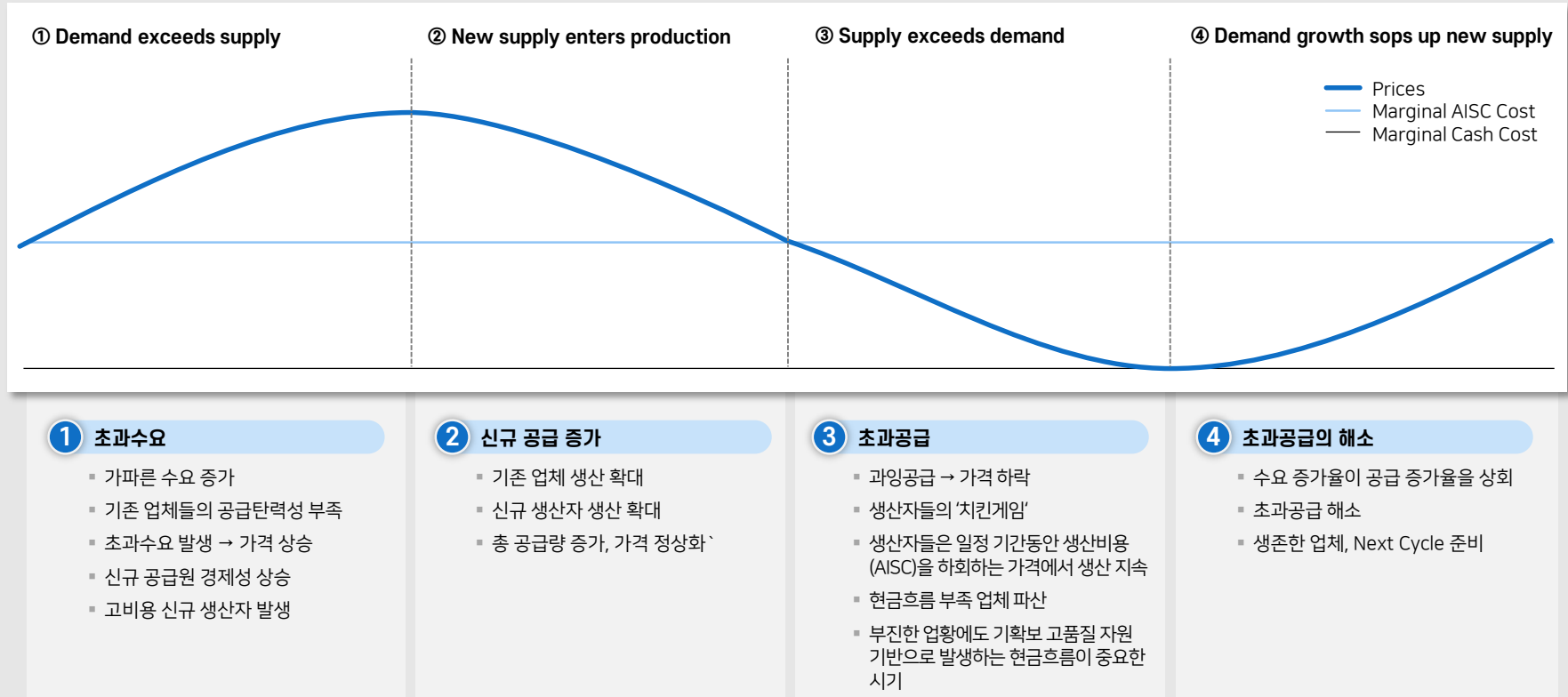
- 2025년 상반기 중국 중심의 BEV 판매 성장률이 확대되었음에도 리튬 가격은 지속 하락
- 그러나 7월 중국 정부의 공급 정책(감산·수출 제한)을 기점으로 반등, 가격 바닥 다지기에 성공
- 추가 모멘텀으로 미국 DoE의 Lithium America 지분 5% 워런트 취득, 예상보다 가파른 ESS 성장 등이 작용 중
- 리튬 가격의 구조적 상승을 위한 선행 조건은 "수요 증가율 > 공급 증가율"
 - 글로벌 리튬 생산능력 증가율, 2025년+31%, 2026년 +22%
 - 글로벌 BEV 판매 성장률, 2025년 +31%, ESS 신규 설치 성장률, 2025년 +23%~100%
- BEV와 ESS 수요 증가가 가팔라지는 현상은 중단기적으로 리튬 가격에 긍정적인 요인으로 작용
- 다만, 남미 중심 저비용 공급 확대가 지속, 리튬 Cost Curve 정체 요인으로 작용하는 점은 경계
- 중단기 리튬 가격은 기존 광산들의 장기한계비용(LRMC) 수준인 12,000\$/t를 상회하는 지점으로 향할 전망

Metal Price Cycle

2026 Outlook #12

철강/금속

Cash Cost 수준에서 저점 형성되는 광물 가격의 등락 Cycle. 수요 증가율이 공급 증가율을 초과하는 국면에서 가격 방향 전환



자료: Morningstar, 메리츠증권 리서치센터

기업분석



국내기업	투자판단	적정주가
LS (006260)	Buy	260,000원
LS마린솔루션 (060370)	Not Rated	-
풍산 (103140)	Not Rated	-
현대제철 (004020)	Buy	43,000원
POSCO홀딩스 (005490)	Buy	380,000원

해외기업	투자판단	블룸버그 평균TP
Taseko Mines (TGB US)	Not Rated	4.77 달러

LS (006260) 주가의 모든 변수가 긍정적, f (NAV_{상장사}, NAV_{비상장사}, 상법개정, Cu)

Analyst 장재혁
jaehyeok.jang@meritz.co.kr

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	260,000원
현재주가 (11. 10)	214,500원
상승여력	21.2%

KOSPI	4073.24pt
시가총액	67,997억원
발행주식수	3,170만주
유동주식비율	53.67%
외국인비중	17.93%
52주 최고/최저가	222,500원/85,200원
평균거래대금	386.5억원

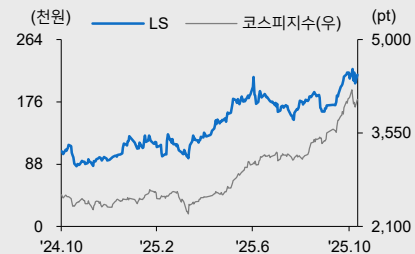
주요주주(%)

구자열 외 44 인	32.60
국민연금공단	13.31
미래에셋자산운용 외 4 인	5.07

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	24.8	58.4	85.7
상대주가	10.6	0.2	16.8

주가그래프



LS전선과 LSMnM을 3.4조원에 살 수 있다면

- (주)LS, 상장사 LS Electric(48.5%) 및 비상장 핵심 자회사 LS전선(92.3%), LSMnM(75.0%) 보유
- 현 시가총액 6.8조원. LS Electric 지분가치(약 3.4조원) 제외 시, LS전선과 LSMnM의 합산 가치가 3.4조원으로 평가
- 글로벌 초고압/해저케이블 공급 부족에 대응 중인 LS전선의 공격적 증설 및 성장성 감안 시 저평가 국면
- 2031년 준공 계획인 '서해안 HVDC 전력고속도로' 1단계(새만금-화성) 사업의 2026년 발주 기대

단기 실적의 긍정적 요인

- LSMnM: Cu TC 하락으로 동제련 부문 실적 우려, 반도체 업황 호조에 따른 고순도황산(PSA) 수요 확대에 황산 부문이 상쇄
- LS전선: 유럽형 지중케이블 내 고수익 HVDC 제품 비중 확대에 수익성 개선 요인

지배구조 개선 및 기타 주주가치 이슈

- 상법 개정(감사위원의 3%를 분리선출) 적용 시 소수주주의 이사 선임(최대 2명) 가능성 증대. 주주권 강화에 따라 시장이 우려하는 지주회사 고유의 리스크는 기존 대비 축소. 자사주 13.9% 보유 중이기에 자사주 의무소각 관련 수혜 또한 가능.
- 손자회사 Essex Solutions 코스피 상장 추진 중. NAV 산정 시 LSI&D 가치 반영은 2,480억원으로 전체 시가총액 영향 제한적

적정주가 230,000원 → 260,000원으로 상향 조정

- 당사는 (주)LS의 NAV Valuation에 LS Electric의 1개월평균 시가총액을 반영(기존 8.8조원 → 신규 11.1조원)
- LS Electric의 전일 종가 기준 시가총액(14.3조원) 그대로 반영한다면 적정주가는 280,000원 수준

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	24,480.7	899.7	436.0	13,539	-45.0	147,008	6.9	0.6	8.2	9.6	170.3
2024	27,544.7	1,072.9	237.3	7,371	-45.6	142,604	12.8	0.7	7.7	5.1	198.3
2025E	30,765.6	1,137.5	407.9	12,739	72.8	160,638	16.8	1.3	9.7	8.4	200.4
2026E	34,276.3	1,335.9	508.6	16,045	25.9	175,188	13.4	1.2	8.4	9.6	192.0
2027E	36,290.2	1,593.6	636.0	20,063	25.0	193,682	10.7	1.1	7.3	10.9	180.4

LS 주요 자회사 지분율

2026 Outlook #12

철강/금속

자회사	지분율 (%)	손자회사	지분율 (%)	간접지분율 (%)	비고
LS ELECTRIC	48.50	LS E-Mobility Solution	100.00	48.50	
		KOC전기	51.00	24.70	
		LS메탈	100.00	48.50	
		티라유텍	31.90	15.40	KOSDAQ 상장
LS 전선	92.30	LS 에코에너지	69.70	64.30	KOSDAQ 상장
		가온전선	81.60	75.30	KOSPI 상장
		LS 머트리얼즈	43.50	40.20	KOSDAQ 상장
		LS 마린솔루션	68.82	61.70	KOSDAQ 상장
		LS 이브이코리아	100.00		
		LS 그린링크	100.00		미국 해저케이블 법인
		지엔피	100.00		MV/LV 케이블 업체, 가온전선 자회사로 편입
		LS 빌드윈	100.00		지중케이블 시공업체, LS마린솔루션 자회사로 편입
LS MnM	75.10				2022.8.30. 전환사채 발행, 2024.12.03 전환청구 (전환대상: 지분 24.9%)
LS 아이앤디	94.50	Cyprus Investments (SPSX를 100% 보유)	100.00%	94.50%	Superior Essex (SPSX), 2개 자회사로 구성 1. Essex Solutions (구 Essex Furukawa Magnet Wire) - 미국 권선 업체. 전기차/하이브리드용 권선, 변압기용 권선이 주요제품 - 기존 Essex Furukawa Magnet Wire 에서, 2024년 8월 JV였던 후루카와전기 소유였던 잔여지분 절반을 모두 LS가 인수하면서 Essex Solutions로 리브랜딩 - KCGI미래에셋글로벌에너지ESG사모펀드, 제3자배정 유상증자(2025.1.6)를 통해 2억달러 투자 (10억달러 Valuation, 지분 20%) - 2025년 11월 7일 코스피 상장 예비심사 청구 2. Superior Essex ABL (SEABL) - 미국 통신선 업체. 광통신, 동통신선 제조 - SKS Credit이 2023년 5월 1.5억달러를 전환사채를 통해 투자(7.5억달러 Valuation, 지분 20%)
LS 엠트론	100.00				트랙터 제조업체
LS 이링크	50.00				EV 충전인프라 업체
LLBS	55.00				전구체 제조업체 (LS-엘애프 배터리솔루션)
LS 글로벌	100.00				

주: 상장사는 회색 음영, 상장 후보 업체는 푸른색 음영 처리

자료: QuantiWise, DART, LS, 메리츠증권 리서치센터

LS 적정주가, 230,000원 → 260,000원으로 상향

2026 Outlook #12

철강/금속

	구분		시가총액, 기업가치 (십억원)	지분율 (%)	할인율 (%)	적용 가치 (십억원)	비고
(주)LS Valuation	상표권 수익가치		423	100.0%	0.0%	423	20년간 상표권 수익 PV (WACC 5.55%)
	상장 자회사	LS일렉트릭	11,156	48.5%	40.0%	3,244	최근 1개월평균 시가총액
	비상장 자회사	LS 전선	4,350	92.3%	40.0%	2,409	LS전선 Valuation 참고
		LS MnM	2,478	75.1%	40.0%	1,117	2026E Peer PBR 평균 1.1배
		LS 엠트론	504	100.0%	40.0%	302	2Q25 장부가치
		LS 아이엔디	440	94.1%	40.0%	248	2Q25 장부가치
		기타	348	100.0%	40.0%	209	2Q25 장부가치
	소계					4,285	
	합계 (a)					7,952	
	순차입금 (b)					508	2Q25 별도 순차입금
	자사주 (c)					851	자사주 13.9%(447만주) * 시장가
	적정시가총액 (십억원) (a)-(b)+(c)					8,295	
	발행주식수 (주)					32,200,000	
적정 주가 (fair value, 원)					257,617		
적정 주가 ('0000 rounding, 원)					260,000		
현재 주가 (원)					214,500		
Upside (%)					21.2		
			가치 (십억원)	지분율	할인율	적용 가치	비고
LS전선 Valuation	상장 자회사	LS에코에너지	1,239	69.7%	50.0%	432	
		LS머트리얼즈	879	43.5%	50.0%	191	
		가온전선	1,295	81.6%	50.0%	528	
		LS마린솔루션	1,478	66.8%	50.0%	493	
						1,151	
	LS전선 (별도)					3,199	2027E 순이익 * 2027 Peer P/E 19배
	계					4,350	

Cable & CLV Peer Valuation

2026 Outlook #12

철강/금속

산업	기업명 (십억원)		Ticker	시가 총액 (조원)	%CHG		PER (배)				EPS Growth (%)				PBR (배)				EV/EBITDA				ROE (%)			
					1M	3M	24Y	25E	26E	27E	24Y	25E	26E	27E	24Y	25E	26E	27E	24Y	25E	26E	27E	24Y	25E	26E	27E
Cable	한국	LS	006260 KS	6.8	25.1	28.0	17.7	17.2	14.4	12.1	-47.3	32.8	19.4	19.5	1.4	1.4	1.3	1.2	9.3	10.0	8.6	7.5	7.9	7.9	9.8	11.4
		대한전선	001440 KS	4.7	51.4	49.3	56.8	68.0	39.5	33.6	-24.5	-14.7	72.3	17.7	4.6	3.0	2.7	2.5	31.2	29.3	22.3	18.5	7.8	4.5	7.2	7.6
		LS에코에너지	229640 KS	1.2	0.9	-7.0	41.0	28.7	27.3	20.9	625.4	32.4	5.2	30.4	7.0	5.9	5.0	4.0	24.8	18.0	17.3	13.1	19.4	22.2	19.9	21.4
		가온전선	000500 KS	1.3	47.4	20.7	21.4	-	-	-	7.7	-	-	-	1.9	-	-	-	23.8	-	-	-	8.2	-	-	-
	유럽	NEXANS	NEX FP	8.9	-4.4	-10.6	16.7	13.7	14.8	13.0	25.8	47.3	-7.6	14.4	2.9	2.5	2.3	2.0	8.4	6.4	6.1	5.4	17.8	22.8	15.6	16.0
		PRYSMIAN	PRY IM	42.1	-4.0	14.2	25.2	21.1	18.3	16.4	33.5	65.0	15.6	11.9	5.1	3.9	3.3	2.9	16.9	11.8	10.3	9.2	22.1	20.0	18.8	18.4
		NKT	NKT DC	8.6	-2.1	26.6	20.0	24.5	23.9	17.9	168.2	-31.8	2.3	33.7	2.9	2.7	2.4	2.1	14.0	12.0	11.6	8.7	15.8	10.9	10.2	12.0
	일본	Furukawa Elec	5801 JT	6.3	-0.9	15.9	23.2	17.4	14.7	13.1	385.7	14.5	17.8	12.3	1.9	1.8	1.6	1.5	11.0	9.9	8.7	8.1	8.8	10.8	11.4	11.5
		Sumitomo Ele c	5802 JT	45.2	33.0	53.5	28.5	20.5	19.1	17.6	22.7	17.2	7.2	8.5	2.1	1.9	1.8	1.7	10.2	9.8	8.8	8.1	7.5	9.6	9.7	10.0
	중국	장쑤 형통 광전	600487 CH	10.8	-5.3	25.9	18.8	16.3	13.7	12.0	28.9	16.2	19.0	13.7	1.9	1.7	1.5	1.4	-	9.9	8.5	7.2	10.0	10.2	11.0	11.5
		ZTT	600522 CH	12.0	-7.4	20.3	17.8	17.0	14.1	12.2	-10.0	22.4	20.4	15.8	1.6	1.6	1.4	1.3	-	8.5	6.9	5.3	9.3	9.2	10.2	10.7
CLV Operator	LS마린솔루션		060370 KS	1.5	12.1	1.4	-	86.1	74.0	43.0	-0.8	-24.7	16.5	71.7	-	5.1	4.9	4.5	-	55.2	52.9	39.8	-	6.1	6.7	10.3
	Subsea 7		SUBC NO	8.0	-10.1	-7.1	22.2	13.0	10.2	9.2	1260.0	106.2	27.8	10.3	1.3	1.3	1.3	1.2	5.8	4.1	3.5	3.1	5.8	9.8	12.8	13.9
	DEME Group		DEME BB	5.8	5.5	2.3	11.5	11.4	11.7	10.7	77.3	10.9	-2.1	8.7	1.6	1.5	1.4	1.2	5.4	4.5	4.4	3.9	14.6	13.5	11.8	11.9
	Technip FMC		FTI US	25.2	19.7	22.6	25.6	19.0	15.5	13.3	1407.7	15.0	23.0	16.2	5.5	5.2	4.4	3.6	12.7	9.3	8.1	7.4	23.5	29.1	31.4	31.4
	DOF Group		DOFG NO	3.5	0.8	2.7	13.5	6.1	5.7	5.7	-56.9	70.0	7.1	0.0	1.5	1.2	1.2	1.2	7.1	4.9	4.3	4.2	11.4	20.9	20.6	20.0

주: Bloomberg 컨센서스

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Cable & CLV Peer Earnings Consensus

2026 Outlook #12

철강/금속

산업	기업명		Ticker	시가 총액 (조원)	매출액 (십억원)				EBITDA (십억원)				영업이익 (십억원)				영업이익률 (%)				순이익 (십억원)				순이익률 (%)			
					24Y	25E	26E	27E	24Y	25E	26E	27E	24Y	25E	26E	27E	24Y	25E	26E	27E	24Y	25E	26E	27E	24Y	25E	26E	27E
Cable	한국	LS	006260 KS	6.8	27,545	29,997	31,601	33,156	1,569	1,538	1,795	2,028	1,088	1,076	1,283	1,506	3.9	3.6	4.1	4.5	237	384	519	654	0.9	1.3	1.6	2.0
		대한전선	001440 KS	4.7	3,291	3,609	3,910	4,179	144	156	204	249	115	121	156	192	3.5	3.4	4.0	4.6	70	68	118	139	2.1	1.9	3.0	3.3
		LS에코에너지	229640 KS	1.2	869	958	1,039	1,182	52	74	78	98	45	67	71	92	5.2	7.0	6.9	7.7	31	44	47	61	3.6	4.6	4.5	5.2
		가온전선	000500 KS	1.3	1,727	2,516	2,604	-	55	-	-	-	45	82	104	-	2.6	3.3	4.0	-	25	-	-	-	1.5	-	-	-
	유럽	NEXANS	NEX FP	8.9	12,612	11,790	12,047	12,501	1,077	1,398	1,422	1,540	757	991	981	1,095	6.0	8.4	8.1	8.8	412	780	601	690	3.3	6.6	5.0	5.5
		PRYSMIAN	PRY IM	42.1	25,126	33,089	35,418	37,592	2,470	4,109	4,557	4,947	1,719	3,159	3,544	3,933	6.8	9.5	10.0	10.5	1,076	1,935	2,241	2,511	4.3	5.8	6.3	6.7
		NKT	NKT DC	8.6	4,799	5,888	5,832	6,819	515	637	699	921	354	417	460	621	7.4	7.1	7.9	9.1	497	355	364	481	10.4	6.0	6.2	7.0
	일본	Furukawa Elec	5801 JT	6.3	10,997	11,521	11,854	12,232	808	908	1,015	1,093	431	512	598	685	3.9	4.4	5.0	5.6	305	366	431	484	2.8	3.2	3.6	4.0
		Sumitomo Elec	5802 JT	45.2	42,825	44,229	44,998	46,335	4,827	5,102	5,523	5,921	2,934	3,007	3,369	3,762	6.9	6.8	7.5	8.1	1,773	2,107	2,303	2,501	4.1	4.8	5.1	5.4
	중국	장쑤 형통 광전	600487 CH	10.8	11,381	13,898	15,525	17,246	1,033	1,162	1,322	1,479	708	741	880	1,032	6.2	5.3	5.7	6.0	525	638	756	884	4.6	4.6	4.9	5.1
		ZTT	600522 CH	12.0	9,118	11,094	12,330	13,463	784	1,044	1,248	1,469	526	800	969	1,127	5.8	7.2	7.9	8.4	538	696	841	977	5.9	6.3	6.8	7.3
CLV Operator		LS마린솔루션	060370 KS	1.5	130	186	211	351	21	24	25	33	12	15	17	25	9.5	7.9	7.9	7.0	13	13	16	25	10.1	7.0	7.4	7.1
		Subsea 7	SUBC NO	8.0	9,328	10,256	10,567	10,834	1,457	1,997	2,220	2,308	608	996	1,199	1,274	6.5	9.7	11.3	11.8	275	602	770	845	2.9	5.9	7.3	7.8
		DEME Group	DEME BB	5.8	6,033	7,113	7,265	7,597	1,106	1,424	1,398	1,474	522	645	628	677	8.7	9.1	8.6	8.9	425	507	498	553	7.1	7.1	6.9	7.3
		Technip FMC	FTI US	25.2	12,393	14,233	15,242	16,065	2,217	2,600	2,950	3,145	1,403	1,960	2,299	2,508	11.3	13.8	15.1	15.6	1,150	1,350	1,571	1,730	9.3	9.5	10.3	10.8
		DOF Group	DOFG NO	3.5	1,890	2,758	2,918	2,907	723	1,101	1,238	1,224	505	729	850	834	26.7	26.4	29.1	28.7	243	566	606	602	12.9	20.5	20.8	20.7

주: Bloomberg 컨센서스

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

LS 실적 Snapshot

2026 Outlook #12

철강/금속

(십억원)		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	2025E	2026E	2027E
실적 전망												
연결매출액		5,945.0	7,414.3	7,085.5	7,099.9	6,913.6	7,854.4	7,780.6	8,217.0	30,765.6	34,276.3	36,290.2
	LS MnM	2,521.9	3,187.6	3,279.6	3,127.2	2,830.7	3,663.1	3,565.9	3,971.2	14,030.8	16,612.4	17,257.4
	LS 전선	1,445.8	1,918.8	1,729.2	1,671.3	1,943.7	1,889.4	1,924.2	1,900.6	7,658.0	7,721.7	8,302.3
	LS 아이앤디	971.9	1,159.6	1,181.7	1,099.8	1,168.4	1,250.3	1,240.8	1,154.8	4,814.3	5,055.0	5,307.8
	LS 엠트론	285.8	291.0	256.0	222.6	347.9	332.8	275.2	239.3	1,195.1	1,207.1	1,219.2
	LS Electric	1,038.6	1,132.4	1,021.2	1,359.5	1,032.1	1,193.0	1,217.0	1,424.1	4,866.1	5,673.3	6,311.3
	기타, 연결조정	-319.1	-275.2	-382.3	-380.6	-409.2	-474.2	-442.4	-472.9	-1,798.7	-1,993.3	-2,107.8
연결영업이익		243.7	374.4	157.1	297.8	304.5	235.6	280.5	316.9	1,137.5	1,365.4	1,623.1
	LS MnM	45.1	118.5	29.4	124.5	74.6	-5.3	56.9	79.6	205.8	248.8	289.6
	LS 전선	73.0	81.6	73.4	46.5	83.1	82.5	81.5	86.8	333.8	378.8	512.6
	LS 아이앤디	14.1	59.7	-4.8	14.3	32.5	27.9	31.4	28.4	120.2	128.1	134.2
	LS 엠트론	17.9	12.1	3.7	-6.0	27.0	19.4	4.2	-0.4	50.2	28.0	36.8
	LS Electric	93.7	109.6	66.5	119.9	87.3	108.6	112.0	129.3	437.3	570.0	649.6
	기타, 연결조정	-0.1	-7.2	-11.1	-1.4	0.0	2.6	-5.6	-6.9	-9.9	11.6	0.2
영업이익률 (%)		4.1	5.1	2.5	4.0	4.5	3.1	3.7	3.9	3.8	4.0	4.5
	LS MnM	1.8	3.7	0.9	4.0	2.6	-0.1	1.6	2.0	1.5	1.5	1.7
	LS 전선	5.0	4.3	4.2	2.8	4.3	4.4	4.2	4.6	4.4	4.9	6.2
	LS 아이앤디	1.5	5.1	-0.4	1.3	2.8	2.2	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
	LS 엠트론	6.3	4.2	1.4	-2.7	7.8	5.8	1.5	-0.2	4.2	2.3	3.0
	LS Electric	9.0	9.7	6.5	8.8	8.5	9.1	9.2	9.1	9.0	10.0	10.3
세전이익		108.1	320.3	102.9	35.0	194.9	228.8	199.1	235.9	858.6	1,002.2	1,253.2
지배주주순이익		40.3	180.5	45.0	-28.4	87.0	100.2	101.0	119.7	407.9	508.6	636.0
지배주주순이익률 (%)		1.5	3.1	1.0	0.0	2.0	2.1	1.9	2.1	2.0	2.1	2.5
TC, 가격, 환율												
구리 TC (Blended)	(달러/톤)	78	63	58	59	59	14	1	0	19	0	-6
구리 가격	(달러/톤)	8,465	9,758	9,226	9,188	9,343	9,500	9,802	10,520	9,791	11,250	12,000
금 가격	(달러/oz)	2,036	2,283	2,405	2,652	2,744	3,180	3,360	3,910	3,298	3,613	3,818
은 가격	(달러/oz)	23.4	27.2	29.2	31.4	30.8	32.7	37.5	47.9	37.2	42.0	46.4
평균환율	(원/달러)	1,328	1,371	1,359	1,397	1,453	1,404	1,385	1,400	1,410	1,400	1,400

자료: QuantiWise, DART, 메리츠증권 리서치센터

LS전선 중장기 실적 전망

2026 Outlook #12

철강/금속

(십억원)			2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
LS전선 연결매출										
LS전선 (별도)	전력선사업부문		1,913	2,093	2,263	2,311	2,885	3,262	3,641	3,671
		해저케이블	479	470	500	520	1,090	1,467	1,846	1,876
		지중초고압	700	800	900	920	920	920	920	920
		부스덕트	200	267	274	311	315	315	315	315
		기타	534	556	589	560	560	560	560	560
	산업용전선부문		561	491	500	467	467	467	467	467
	중간재부문(나동선)		1,083	950	1,121	1,120	1,120	1,120	1,120	1,120
	통신사업부문		219	178	184	196	196	196	196	196
	소계		3,776	3,712	4,068	4,095	4,669	5,046	5,425	5,455
국내 종속기업			2,275	2,736	3,054	3,092	3,218	3,303	3,233	3,459
	기타		732	879	240	226	232	234	234	234
	LS마린솔루션		44	130	245	293	413	496	426	652
	가온전선(LSCUS 제외)		1,499	1,727	2,569	2,573	2,573	2,573	2,573	2,573
해외 종속기업			1,915	2,169	2,333	2,347	2,364	2,383	2,403	2,425
	LS VINA Cable & System Joint		725	857	971	969	967	967	967	967
	LS Cable & System Vietnam		218	273	283	300	318	337	357	379
	기타		971	1,040	1,079	1,079	1,079	1,079	1,079	1,079
연결조정			-1,749	-1,852	-1,796	-1,813	-1,948	-2,039	-2,102	-2,154
계			6,217	6,765	7,658	7,722	8,302	8,692	8,959	9,184

자료: QuantiWise, DART, 메리츠증권 리서치센터

LS전선 중장기 실적 전망

2026 Outlook #12

철강/금속

(십억원)			2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
LS전선 연결영업이익										
LS전선 (별도)	전력선사업부문		120	147	128	160	251	306	361	364
		해저케이블	48	47	50	52	136	191	247	250
		지중초고압		48	51	60	65	65	65	65
		부스덕트		32	33	37	38	38	38	38
		기타	72	20	-6	11	11	11	11	11
	산업용전선부문		11	18	23	14	14	14	14	14
	중간재부문(나동선)		9	13	21	17	17	17	17	17
	통신사업부문		6	-24	-17	-8	2	4	4	4
	소계		146	155	155	183	283	340	396	399
국내 종속기업			45	67	83	108	146	168	136	215
	기타		-5	9	-22	2	2	2	2	2
	LS마린솔루션		6	12	15	16	54	76	44	123
	가온전선(LSCUS 제외)		44	45	90	90	90	90	90	90
해외 종속기업			46	77	104	100	101	103	104	105
	LS VINA Cable & System Joint		34	35	54	48	48	48	48	48
	LS Cable & System Vietnam		-0	12	19	20	21	23	24	25
	기타		14	31	32	32	32	32	32	32
연결조정			-5	-24	-8	-13	-18	-21	-22	-25
계			233	275	334	379	513	590	614	695
LS전선(별도) 당기순이익, EBITDA										
EBITDA			208	236	239	283	383	464	520	523
당기순이익			62	91	451	99	173	214	254	253

자료: QuantiWise, DART, 메리츠증권 리서치센터

LS (006260 KS)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	24,480.7	27,544.7	30,765.6	34,276.3	36,290.2
매출액증가율(%)	40.0	12.5	11.7	11.4	5.9
매출원가	22,113.4	24,883.5	27,921.3	31,164.9	32,809.0
매출총이익	2,367.4	2,661.2	2,844.3	3,111.3	3,481.2
판매비와관리비	1,465.7	1,573.5	1,678.8	1,745.9	1,858.2
영업이익	899.7	1,072.9	1,137.5	1,335.9	1,593.6
영업이익률(%)	3.7	3.9	3.8	4.0	4.5
금융손익	-342.9	-275.5	-334.1	-329.3	-336.1
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	84.3	-231.2	55.2	-4.5	-4.3
세전계속사업이익	641.0	566.3	858.6	1,002.2	1,253.2
법인세비용	63.7	169.4	238.8	275.6	344.6
당기순이익	570.6	391.5	619.8	726.6	908.6
지배주주지분 순이익	436.0	237.3	407.9	508.6	636.0

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	11,617.6	12,938.3	14,760.5	15,666.3	16,740.5
현금및현금성자산	1,701.2	1,591.6	2,038.2	2,335.4	2,757.6
매출채권	3,292.2	3,986.1	4,070.4	4,265.7	4,475.0
재고자산	4,828.2	5,047.2	5,876.9	6,158.9	6,461.0
비유동자산	6,628.4	7,589.7	8,056.8	8,498.4	8,870.2
유형자산	4,362.4	5,179.2	5,677.5	6,116.0	6,491.8
무형자산	829.2	1,002.7	952.3	933.1	905.2
투자자산	749.0	753.4	784.9	807.2	831.0
자산총계	18,246.0	20,527.9	22,817.3	24,164.6	25,610.7
유동부채	8,631.6	10,546.2	11,659.8	11,910.0	12,178.0
매입채무	1,471.5	1,738.9	2,012.5	2,109.1	2,212.6
단기차입금	4,004.1	4,676.3	5,228.0	5,228.0	5,228.0
유동성장기부채	1,292.2	1,220.5	1,218.9	1,218.9	1,218.9
비유동부채	2,863.8	3,100.6	3,561.6	3,979.6	4,298.8
사채	1,209.9	1,375.4	0.0	0.0	0.0
장기차입금	992.3	1,025.8	2,653.3	3,053.3	3,353.3
부채총계	11,495.4	13,646.8	15,221.4	15,889.5	16,476.8
자본금	161.0	161.0	161.0	161.0	161.0
자본잉여금	377.1	57.4	168.7	168.7	168.7
기타포괄이익누계액	12.8	2.6	49.4	49.4	49.4
이익잉여금	4,320.8	4,477.3	4,819.6	5,280.8	5,867.1
비지배주주지분	2,016.9	2,289.3	2,503.7	2,721.6	2,994.2
자본총계	6,750.6	6,881.2	7,595.9	8,275.1	9,133.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	361.4	858.1	400.2	1,024.5	1,246.4
당기순이익(손실)	570.6	391.5	619.8	726.6	908.6
유형자산감가상각비	357.2	425.3	459.0	538.2	600.8
무형자산상각비	48.3	56.0	61.0	59.2	57.9
운전자본의 증감	-574.7	-308.3	-684.2	-299.5	-320.9
투자활동 현금흐름	-714.4	-890.9	-1,260.5	-1,093.9	-1,089.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-593.0	-886.3	-956.1	-976.7	-976.7
투자자산의 감소(증가)	-70.7	-4.4	-31.5	-22.3	-23.9
재무활동 현금흐름	372.2	-111.2	1,332.0	366.6	265.2
차입금증감	353.1	1,194.5	763.5	414.0	315.0
자본의증가	46.2	-319.6	111.3	0.0	0.0
현금의증가(감소)	29.9	-109.5	446.6	297.2	422.2
기초현금	1,671.3	1,701.2	1,591.6	2,038.2	2,335.4
기말현금	1,701.2	1,591.6	2,038.2	2,335.4	2,757.6

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	760,272	855,424	960,847	1,081,270	1,144,801
EPS(지배주주)	13,539	7,371	12,739	16,045	20,063
CFPS	45,270	53,905	53,380	60,469	70,536
EBITDAPS	40,532	48,269	51,763	60,989	71,052
BPS	147,008	142,604	160,638	175,188	193,682
DPS	1,600	1,650	1,733	1,819	1,910
배당수익률(%)	1.7	1.7	0.8	0.8	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	6.9	12.8	16.8	13.4	10.7
PCR	2.1	1.7	4.0	3.5	3.0
PSR	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
PBR	0.6	0.7	1.3	1.2	1.1
EBITDA(십억원)	1,305.1	1,554.3	1,657.4	1,933.4	2,252.3
EV/EBITDA	8.2	7.7	9.7	8.4	7.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.6	5.1	8.4	9.6	10.9
EBITDA이익률	5.3	5.6	5.4	5.6	6.2
부채비율	170.3	198.3	200.4	192.0	180.4
금융비용부담률	1.6	1.6	1.2	1.2	1.1
이자보상배율(x)	2.3	2.5	3.0	3.4	3.9
매출채권회전율(x)	7.4	7.6	7.6	8.2	8.3
재고자산회전율(x)	5.2	5.6	5.6	5.7	5.8

LS마린솔루션 (060370) 그룹 내 가장 가파른 성장을 보여줄 회사, LS와 최고의 Pair

Analyst **장재혁**
jaehyeok.jang@meritz.co.kr

Not Rated

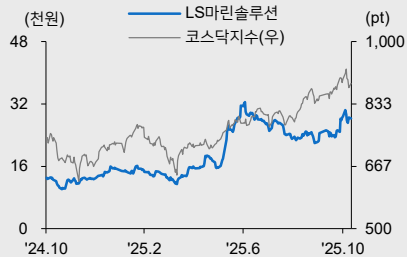
적정주가 (12개월)	-
현재주가 (11. 10)	28,300원
상승여력	-

KOSPI	888.35pt
시가총액	14,784억원
발행주식수	5,224만주
유동주식비율	29.60%
외국인비중	2.39%
52주 최고/최저가	32,450원/10,137원
평균거래대금	119.0억원

주요주주(%)	
LS전선	67.82
?	0.00
?	0.00

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	12.1	78.7	126.4
상대주가	8.4	45.4	89.5

주가그래프



LS전선이 지분 약 67%를 보유한 해저케이블/지중케이블 시공 업체

- 보유 선박으로 LS전선 또는 타 프로젝트의 해저케이블(LS마린솔루션)/지중케이블(연결자회사 빌드윈) 시공 업체
- **세계로**: 통신 케이블 전용. 케이블 탱크를 보유하여 포설 작업을 주로 수행
GL2030: 전력 케이블 전용. 포설 작업을 주로 수행. 적재용량 4,000t → 7,000t 업그레이드 후 2026년 재투입 예정
- **미래로**: 플랫폼선박. 케이블 탱크가 없어 포설은 불가능하고, 매설 작업만 전문으로 수행
- **신규 CLV**: 전력케이블 전용. 적재용량 13,000t, 2H28 투입 예정

CLV 업계의 메기

- 글로벌 전선 업체들의 불문율, '가장 큰 리스크는 수요의 과대평가'. 선제적 수주를 기반으로 하지 않은 생산능력 확장은 부재
- LS마린솔루션, 증자를 통한 과감한 CLV 투자, 2028년 하반기 도입 예정. 서해안 전력고속도로 프로젝트 투입 가능
- CLV 쇼티지와 수요 호황으로 가동률과 작업단가의 동반 상승은 매우 가파른 실적 성장 스토리를 현실화할 수 있음
- 1) 대규모 Capex가 필요한 고수익성 자산인 CLV를 부채 없이 보유 2) 보유현금과 선박금융을 활용한 추가 CLV 투자 여력

서해안 전력고속도로 HVDC 프로젝트의 최대 수혜

- 정부의 서해안 전력고속도로 계획, 1단계(새만금-서화성 224km)만으로 500MW급 풍력발전단지 5개 규모에 해당하는 HV케이블 및 시공 수요 창출 가능
(LS그룹 수주: 안마해상풍력-532MW, 거리 약 40km, 전선 1,610억원, 시공 약 940억원)
- '26년 중 진행될 것으로 예상되는 서해안 전력고속도로 프로젝트 입찰과 신규 선박 투자 등이 모멘텀으로 작용할 것으로 예상

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	52.2	-4.1	1.2	48	144.6	4,083	97.7	1.1	13.3	1.2	13.7
2021	29.9	-5.1	-3.2	-126	-364.8	3,959	-37.5	1.2	17.8	-3.2	10.8
2022	42.8	-6.6	-12.1	-474	275.5	3,769	-9.1	1.2	13.1	-10.8	7.0
2023	70.8	13.1	11.6	390	-182.2	4,113	24.6	2.3	12.7	9.5	19.7
2024	110.0	10.1	10.6	324	-16.8	6,239	40.1	2.1	22.9	4.5	8.5

LS마린솔루션 (060370)

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	52.2	29.9	42.8	70.8	110.0
매출액증가율(%)	-5.3	-42.8	43.2	65.4	55.4
매출원가	51.5	29.9	42.5	50.8	95.9
매출총이익	0.7	-0.0	0.3	20.0	14.1
판매비와관리비	4.8	5.1	6.9	6.9	4.0
영업이익	-4.1	-5.1	-6.6	13.1	10.1
영업이익률(%)	-7.9	-17.2	-15.4	18.5	9.1
금융손익	-4.7	0.4	2.5	1.4	2.8
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	10.8	0.6	-11.1	0.0	0.6
세전계속사업이익	2.0	-4.1	-15.2	14.5	13.5
법인세비용	0.8	-0.9	-3.1	2.9	2.9
당기순이익	1.2	-3.2	-12.1	11.6	10.6
지배주주지분 순이익	1.2	-3.2	-12.1	11.6	10.6
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	69.3	67.9	88.6	66.8	105.5
현금및현금성자산	19.9	56.7	70.1	34.2	53.9
매출채권	11.6	2.4	8.4	19.1	22.9
재고자산	0.4	1.3	1.7	1.9	1.6
비유동자산	47.5	42.5	31.7	80.0	148.6
유형자산	44.6	38.9	25.9	74.3	74.2
무형자산	0.3	0.2	0.1	0.5	0.4
투자자산	0.4	0.4	0.4	0.4	70.4
자산총계	116.8	110.4	120.3	146.7	254.1
유동부채	10.0	8.4	7.6	23.9	18.1
매입채무	5.9	6.2	6.9	10.1	5.4
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	4.1	2.4	0.3	0.2	1.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	14.0	10.7	7.9	24.1	19.8
자본금	21.9	21.9	25.9	25.9	32.7
자본잉여금	12.9	12.9	33.8	33.8	132.0
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	69.8	66.7	54.4	64.7	71.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	102.8	99.7	112.4	122.6	234.3

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동현금흐름	-1.6	10.3	1.7	17.1	-0.9
당기순이익(손실)	1.2	-3.2	-12.1	11.6	10.6
유형자산감가상각비	11.3	8.5	10.7	6.4	8.6
무형자산상각비	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1
운전자본의 증감	-5.6	6.9	-5.6	-5.7	-20.7
투자활동 현금흐름	20.5	26.5	-12.5	-51.9	-11.1
유형자산의 증가(CAPEX)	4.3	2.0	9.3	53.6	8.6
투자자산의 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	70.0
재무활동 현금흐름	-4.3	-0.8	24.2	-0.9	30.7
차입금증감	0.1	-1.9	-1.5	13.1	-1.1
자본의증가	-1.8	-1.6	-2.3	-0.1	1.4
현금의증가(감소)	14.6	36.8	13.4	-35.8	19.6
기초현금	5.3	19.9	56.7	70.1	34.2
기말현금	19.9	56.7	70.1	34.2	53.9
Key Financial Data					
	2020	2021	2022	2023	2024
주당데이터(원)					
SPS	2,075	1,187	1,673	2,374	3,376
EPS(지배주주)	48	-126	-474	390	324
CFPS	4,812	407	610	844	962
EBITDAPS	288	137	165	656	575
BPS	4,083	3,959	3,769	4,113	6,239
DPS	30	30	30	160	160
배당수익률(%)	0.6	0.6	0.7	1.7	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	97.7	-37.5	-9.1	24.6	40.1
PCR	1.0	11.6	7.1	11.4	13.5
PSR	2.2	4.0	2.6	4.0	3.8
PBR	1.1	1.2	1.2	2.3	2.1
EBITDA(십억원)	7.3	3.5	4.2	19.6	18.7
EV/EBITDA	13.3	17.8	13.1	12.7	22.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.2	-3.2	-10.8	9.5	4.5
EBITDA이익률	13.9	11.6	9.8	27.6	17.0
부채비율	13.7	10.8	7.0	19.7	8.5
금융비용부담률	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	-59.1	-513.0	-660.0	1,309.0	1,005.0
매출채권회전율(x)	6.1	4.3	7.9	5.1	5.2
재고자산회전율(x)	48.1	34.7	28.1	39.7	63.2

풍산 (103140) 신동 부문 잠재력과 밸류에이션 매력 유효

Analyst 장재혁
jaehyeok.jang@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가 (12개월)	-
현재주가 (11. 10)	102,300원
상승여력	-

KOSPI	4,073.24pt
시가총액	28,669억원
발행주식수	2,802만주
유동주식비율	59.45%
외국인비중	19.37%
52주 최고/최저가	165,000원/46,150원
평균거래대금	368.4억원

주요주주(%)

풍산홀딩스 외 4 인	38.02
국민연금공단	8.17

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-18.2	58.9	60.6
상대주가	-27.5	0.5	1.0

주가그래프



신동 부문 잠재력과 밸류에이션 매력 유효

- 3Q25 실적은 신동과 방산 부문 모두 부진. 다만 신동 부문의 부진 시기는 이미 지나갔으며, 2Q25~3Q25 방산부문 미국 관세로 인한 실적 하향조정이 있었던 만큼, 이제는 신동부문의 서프라이즈를 기대.
- 연초 벤치마크 TC 협상 시기 구리 가격 추가 상승 가능성이 높을 것으로 판단
- '27E P/E 10.2배로, 국내 방산 Peer P/E 16.7배, 미국 17.7배, 유럽 21.4배 대비 저평가

3Q25 Preview: 신동 부진은 예상범위, 예상 초과였던 미국 소구경탄 관세 타격

- 3분기 연결영업이익, 컨센서스(775억원)를 대폭 하회한 426억원을 기록. 다만, 대미 관세 비용의 불확실성이 해소됨.
- 별도-신동:** 3Q25 메탈게인 미발생, 4Q25에는 달러강세/구리 가격 상승/판매량 확대로 실적 개선 가능
- 별도-방산:** 3Q25 소구경탄 관세 120억원 발생, 납품 지연, 4Q25에는 관세 지속되나 이연된 매출 실현하여 실적 정상화
- 별도외-신동:** 3Q25 COMEX 가격 급락, 일시적 메탈 로스 발생, 4Q25 영업환경 안정화, 실적 정상화
- 별도외-방산:** 3Q25 풍산FNS 역대 최고 분기실적 달성, PMC는 시장 환경 부진으로 BEP 수준 예상
- 미국 관세로 인한 소구경탄 부문 부진을 제외하면 모두 회복 가능한 영역

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	4,373.0	231.6	175.1	6,250	-28.0	65,659	5.4	0.5	5.4	9.9	84.3
2023	4,125.3	228.6	156.4	5,582	-10.7	70,152	7.0	0.6	4.3	8.2	86.2
2024	4,554.4	323.8	236.1	8,423	50.9	78,479	5.9	0.6	4.5	11.3	86.3
2025E	5,101.9	291.2	200.3	7,146	-15.2	82,049	14.3	1.2	9.1	8.9	97.1
2026E	5,713.7	334.3	244.3	8,718	22.0	88,232	11.7	1.2	7.9	10.2	93.7

풍산 실적 Snapshot

2026 Outlook #12

철강/금속

			(단위)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	2024	2025E	2026E	2027E			
매출액				십억원	963.5	1,233.6	1,129.2	1,228.0	1,155.9	1,294.0	1,174.2	1,477.8	4,554.4	5,101.9	5,713.6	6,100.7		
	별도				십억원	715.0	977.6	829.7	980.3	826.4	1,014.0	871.4	1,210.0	3,502.6	3,921.8	4,531.1	4,846.3	
		신동 방산				십억원	540.6	639.7	558.0	585.1	622.8	668.6	644.5	733.9	2,323.4	2,669.9	3,155.1	3,346.3
						십억원	174.3	337.9	271.7	395.2	203.6	345.4	226.9	476.1	1,179.1	1,252.0	1,376.0	1,500.0
			내수 수출				십억원	79.1	111.4	104.2	173.5	118.3	147.7	113.3	339.8	468.2	719.1	700.0
					십억원	95.2	226.5	167.5	221.7	85.3	197.7	113.6	136.3	711.0	532.9	676.0	810.1	
	별도外					248.5	256.1	299.6	247.7	329.5	280.0	302.8	267.8	649.2	953.5	1,115.8	1,024.7	
		PMX Siam 기타				십억원	168.0	183.4	174.8	184.6	212.3	210.9	175.3	193.4	710.8	791.9	836.1	879.5
						십억원	74.9	75.0	82.8	78.3	88.6	80.0	90.1	84.0	311.0	342.7	357.7	362.9
			십억원	5.6	-2.3	42.0	-15.2	28.7	-10.9	37.3	-9.7	30.0	45.5	-11.2	11.9			
영업이익				십억원	54.2	161.3	74.4	33.9	69.7	93.6	42.6	85.3	323.8	291.2	334.3	366.8		
	별도				십억원	35.2	140.9	70.6	67.3	44.7	88.0	42.4	84.1	314.1	259.2	310.2	339.1	
		신동 방산				십억원	13.0	48.0	0.0	0.0	17.4	16.7	9.9	22.9	61.0	67.0	64.2	56.0
						십억원	22.2	92.9	70.6	102.8	27.3	71.2	32.4	61.2	288.5	192.0	246.0	283.0
			내수 수출				십억원	10.3	14.5	13.5	22.6	13.6	17.0	13.0	39.1	60.9	82.7	80.5
					십억원	11.9	78.4	57.1	80.2	13.7	54.2	19.4	22.1	227.7	109.3	165.5	203.7	
	별도外				십억원	19.0	20.4	3.7	-33.4	25.0	5.6	0.2	1.2	9.7	32.0	24.1	27.7	
					%	5.6	13.1	6.6	2.8	6.0	7.2	3.6	5.8	7.1	5.7	5.9	6.0	
영업이익률				%	5.6	13.1	6.6	2.8	6.0	7.2	3.6	5.8	7.1	5.7	5.9	6.0		
세전이익				십억원	50.1	151.9	62.7	53.6	57.8	77.4	40.7	79.9	318.3	255.8	309.8	343.8		
지배주주순이익				십억원	36.9	111.3	47.6	40.3	41.6	64.2	32.6	61.9	236.0	200.3	244.3	271.0		
지배주주순이익률				%	3.8	9.0	4.2	3.3	3.6	5.0	2.8	4.2	5.2	3.9	4.3	4.4		
판매량 (kt)																		
별도 - 신동				kt	45.6	48.1	41.7	43.2	44.4	47.0	45.4	48.0	178.6	184.8	195.4	192.8		
PMX				kt	16.1	16.3	15.0	15.4	16.7	17.1	14.7	15.1	62.8	63.7	62.4	0.0		
Siam				kt	6.3	5.9	6.2	5.7	6.2	5.8	6.2	5.7	24.1	23.8	23.6	0.0		
환율 - 분기평균				원/달러	1,328	1,371	1,359	1,397	1,453	1,404	1,385	1,410	1,364	1,413	1,386	1,400		
환율 - 1개월 래깅				원/달러	1,320	1,355	1,373	1,363	1,445	1,432	1,377	1,410	1,353	1,416	1,386	1,400		
LME 구리 - 분기평균				달러/톤	8,465	9,758	9,226	9,188	9,343	9,500	9,802	10,514	9,159	9,790	11,250	12,000		
LME 구리 - 1개월 래깅				달러/톤	8,381	9,428	9,303	9,311	9,094	9,454	9,772	10,351	9,106	9,668	11,173	11,962		

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

풍산 Peer Valuation

2026 Outlook #12

철강/금속

산업	국가	기업명	Ticker	시가총액 (조원)	PER				EPS Growth				PBR				EV/EBITDA				ROE			
					24Y	25E	26E	27E	24Y	25E	26E	27E	24Y	25E	26E	27E	24Y	25E	26E	27E	24Y	25E	26E	27E
금속 가공	한국	풍산	103140 KS	2.9	10.8	14.0	11.4	10.7	44.5	-18.9	23.1	6.4	1.3	1.2	1.2	1.1	7.1	8.8	7.3	6.6	12.8	9.1	10.6	10.5
	중국	Jiangxi Copper	358 HK	25.4	15.0	12.4	11.6	10.0	0.9	19.9	6.6	15.5	1.4	1.2	1.1	1.1	12.3	11.8	11.3	10.3	9.5	10.0	9.8	10.8
방산	한국	한화에어로스페이스	012450 KS	50.0	57.9	31.6	20.6	16.6	150.1	-37.7	53.4	23.8	11.9	5.5	4.4	3.6	34.6	14.7	11.9	9.9	21.9	22.4	24.6	24.4
		현대로템	064350 KS	22.8	59.2	27.3	20.5	15.7	142.1	91.6	33.7	29.9	11.1	7.5	5.6	4.2	43.0	18.9	13.9	10.3	20.6	32.7	31.1	29.6
		한국항공우주	047810 KS	9.9	45.1	42.3	26.3	19.6	-26.4	27.2	60.8	34.6	5.6	5.3	4.6	3.8	24.3	25.4	18.1	14.5	13.0	13.0	18.6	21.2
		LIG넥스원	079550 KS	9.2	48.3	28.9	21.9	16.5	21.4	36.5	31.5	33.0	7.8	6.3	5.1	4.1	30.0	18.3	14.0	10.6	16.9	23.6	25.1	26.4
		한화시스템	272210 KS	10.0	77.4	46.2	38.9	29.4	24.4	-55.6	18.8	32.3	4.5	2.8	2.6	2.4	29.0	32.1	20.5	16.6	6.0	7.1	7.3	8.7
	평균				55.1	34.3	23.0	17.6					8.2	5.7	4.7	3.8	31.2	20.9	15.4	11.8	16.8	19.7	22.8	24.0
	미국	Raytheon	RTX US	345.6	31.7	28.5	26.1	23.4	59.8	73.2	9.5	11.5	3.8	3.7	3.5	3.4	23.0	19.2	17.6	15.9	12.3	12.9	13.8	14.7
		Boeing	BA US	215.4	-	-	88.5	32.5	적확	적축	흑전	172.3	-	-	-	158.5	-	-	25.3	16.2	108.0	106.0	-37.6	1354.2
		Lockheed Martin	LMT US	154.5	17.2	20.6	15.6	14.7	-19.0	-0.7	31.7	6.6	15.9	18.3	15.8	13.0	12.5	13.4	11.3	10.9	92.1	85.6	108.8	106.5
		Northrop Grumman	NOC US	118.2	21.9	21.9	19.8	18.3	109.2	-8.3	10.2	8.3	5.6	5.1	4.8	4.5	15.9	15.7	14.5	13.6	25.5	24.0	25.2	25.5
		General Dynamics	GD US	136.2	25.5	22.6	20.1	18.4	13.8	11.1	12.3	9.3	4.2	3.8	3.6	3.4	17.5	15.8	14.4	13.4	17.2	18.1	18.9	19.7
		L3Harris	LHX US	79.2	22.2	27.4	23.1	20.5	22.3	33.9	18.7	12.8	2.9	2.8	2.7	2.6	16.3	16.3	14.9	14.1	12.2	9.9	11.8	13.6
		Oshkosh	OSK US	11.2	10.7	11.2	9.8	8.4	13.8	4.3	14.0	17.0	1.9	1.7	1.5	1.4	6.4	6.7	6.1	5.3	18.7	15.9	16.3	17.0
		Textron	TXT US	21.1	15.2	13.4	12.0	10.8	-5.0	39.5	12.1	11.1	2.2	2.0	1.8	1.7	10.6	9.2	8.6	7.8	15.2	14.3	15.0	15.6
	평균				20.4	21.2	19.5	17.7					3.7	3.5	3.3	4.8	14.6	14.1	13.5	12.6	30.1	28.5	16.8	33.2
유럽	유럽	AIRBUS	AIR FP	282.2	41.8	28.0	22.9	21.9	11.7	50.7	22.1	4.3	8.6	7.4	6.2	5.2	22.1	15.5	13.4	11.2	21.6	24.3	25.6	25.9
		SAFRAN	SAF FP	219.7	44.4	37.4	29.0	25.3	적전	흑전	29.0	14.5	10.4	10.2	8.6	7.3	26.5	19.4	16.9	15.0	23.1	32.4	32.6	31.8
		BAE Systems	BA/ LN	105.2	27.3	24.3	21.8	19.6	8.8	19.2	11.4	11.3	4.9	4.5	4.1	3.7	17.0	14.4	13.2	12.1	18.2	18.1	18.9	19.7
		THALES	HO FP	84.0	29.3	25.5	22.0	19.6	40.8	45.5	16.2	12.0	6.6	6.1	5.5	4.8	18.6	13.5	12.3	10.6	23.7	23.4	24.1	24.3
		DASSAULT	DSY FP	53.6	18.5	17.9	17.2	15.8	13.8	55.5	4.4	8.4	3.7	3.3	3.0	2.7	15.7	13.3	12.5	11.1	19.0	17.2	16.6	16.5
		RHEINMETALL	RHM GY	138.1	84.7	62.5	41.3	28.0	34.0	85.1	51.1	47.5	19.8	15.4	12.2	9.2	50.2	33.6	23.6	16.7	24.8	26.8	31.7	35.6
		LEONARDO	LDO IM	49.5	31.9	26.5	22.4	19.3	62.8	10.1	18.7	16.1	3.4	3.0	2.8	2.5	17.4	13.0	11.1	9.8	11.7	11.3	12.2	13.0
		Kongsberg Gruppen	KOG NO	31.6	42.8	31.4	27.7	24.2	35.7	43.5	13.2	14.8	11.9	10.2	8.9	7.6	29.9	21.3	18.2	15.8	29.4	33.9	34.3	33.7
	평균				36.3	28.9	24.3	21.6					7.7	7.0	6.0	5.2	21.9	16.2	14.4	12.7	21.7	23.7	24.9	25.3

주: Bloomberg 컨센서스 기준, 평균은 최고값과 최저값을 제외한 trimmean 값 사용
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

풍산(103140)

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	4,373.0	4,125.3	4,554.4	5,101.9	5,713.7
매출액증가율(%)	24.6	-5.7	10.4	12.0	12.0
매출원가	3,911.0	3,684.4	3,938.5	4,534.2	5,087.4
매출총이익	462.0	440.9	615.9	567.8	626.3
판매비와관리비	230.3	212.2	292.2	276.6	292.0
영업이익	231.6	228.6	323.8	291.2	334.3
영업이익률(%)	5.3	5.5	7.1	5.7	5.9
금융손익	-31.8	-35.4	-28.4	-38.1	-44.5
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.1	0.2	0.0
기타영업외손익	20.0	7.8	22.8	2.5	20.0
세전계속사업이익	219.8	201.1	318.3	255.8	309.8
법인세비용	44.5	44.7	82.3	55.6	65.5
당기순이익	175.3	156.4	236.1	200.3	244.3
지배주주지분 순이익	175.1	156.4	236.1	200.3	244.3
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	2,013.3	2,239.4	2,561.7	2,961.2	3,181.7
현금및현금성자산	154.8	407.9	345.2	299.9	349.8
매출채권	578.0	517.0	602.4	724.9	771.4
재고자산	1,204.3	1,227.3	1,458.7	1,755.4	1,867.9
비유동자산	1,382.1	1,421.2	1,534.9	1,571.9	1,606.7
유형자산	1,137.9	1,183.4	1,308.9	1,352.1	1,384.5
무형자산	11.5	12.4	12.6	17.8	17.6
투자자산	36.6	36.2	48.2	44.7	47.4
자산총계	3,395.3	3,660.6	4,096.6	4,533.1	4,788.4
유동부채	1,118.0	1,352.2	1,358.5	1,511.4	1,570.7
매입채무	98.9	182.8	185.3	223.0	237.3
단기차입금	539.5	327.9	392.8	472.0	472.0
유동성장기부채	131.2	143.0	196.0	113.2	113.2
비유동부채	435.1	342.5	538.8	722.3	745.0
사채	249.4	149.8	149.6	279.2	279.2
장기차입금	79.3	77.7	90.4	84.7	84.7
부채총계	1,553.1	1,694.7	1,897.3	2,233.7	2,315.7
자본금	140.1	140.1	140.1	140.1	140.1
자본잉여금	494.5	494.5	494.5	494.5	494.5
기타포괄이익누계액	32.9	39.0	96.6	64.4	64.4
이익잉여금	1,195.1	1,315.0	1,490.7	1,623.0	1,796.3
비지배주주지분	2.2	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,842.2	1,966.0	2,199.3	2,299.4	2,472.6

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업활동현금흐름	136.6	696.2	39.9	-8.3	257.8
당기순이익(손실)	175.3	156.4	236.1	200.3	244.3
유형자산감가상각비	92.8	90.2	89.0	92.6	101.1
무형자산상각비	2.0	0.6	0.6	0.3	0.3
운전자본의 증감	-110.1	454.4	-343.1	-225.0	-87.9
투자활동 현금흐름	-141.5	-136.8	-216.8	-173.7	-137.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-117.0	-136.1	-195.9	-174.7	-133.5
투자자산의 감소(증가)	-7.5	0.4	-12.0	3.7	-2.7
재무활동 현금흐름	30.2	-306.4	90.0	187.0	-70.4
차입금증감	63.5	-302.4	135.9	121.7	0.6
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	28.6	253.1	-62.7	-45.3	49.9
기초현금	126.3	154.8	407.9	345.2	299.9
기말현금	154.8	407.9	345.2	299.9	349.8
Key Financial Data					
	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	156,043	147,203	162,517	182,053	203,882
EPS(지배주주)	6,250	5,582	8,423	7,146	8,718
CFPS	13,991	12,907	17,411	14,352	15,832
EBITDAPS	11,645	11,395	14,751	13,706	15,547
BPS	65,659	70,152	78,479	82,049	88,232
DPS	1,000	1,200	2,600	2,600	2,600
배당수익률(%)	3.0	3.1	5.2	2.5	2.5
Valuation(Multiple)					
PER	5.4	7.0	5.9	14.3	11.7
PCR	2.4	3.0	2.9	7.1	6.5
PSR	0.2	0.3	0.3	0.6	0.5
PBR	0.5	0.6	0.6	1.2	1.2
EBITDA(십억원)	326.4	319.3	413.4	384.1	435.7
EV/EBITDA	5.4	4.3	4.5	9.1	7.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.9	8.2	11.3	8.9	10.2
EBITDA이익률	7.5	7.7	9.1	7.5	7.6
부채비율	84.3	86.2	86.3	97.1	93.7
금융비용부담률	0.7	1.0	0.8	0.8	0.7
이자보상배율(x)	7.1	5.8	8.6	7.5	8.4
매출채권회전율(x)	8.1	7.5	8.1	7.7	7.6
재고자산회전율(x)	3.7	3.4	3.4	3.2	3.2

Taseko Mines (TGB US) Pure 구리 광산주 x 미국내 생산 x 최저 멀티플

Analyst **장재혁**
jaehyeok.jang@meritz.co.kr

Not Rated

Bloomberg TP	4.77달러
현재주가 (11.10)	4.40달러
상승여력	8.43%
S&P500	6728.80pt
시가총액	1.58십억달러
유통주식비율	32.5%
52주 최고/최저가	4.84달러/1.67달러

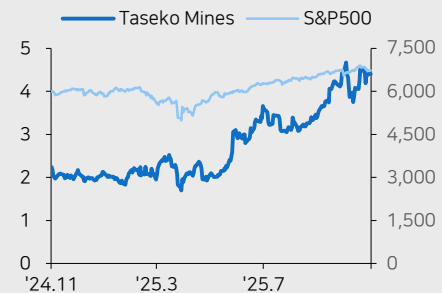
주요주주(%)

Capital Group Company	5.75
RENAISSANCE TECHNOLOGIES LLC	2.65
DIMENSIONAL FUND ADVISORS LP	2.43

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.2	117.8	84.1
상대주가	-3.0	98.2	70.4

주가그래프



캐나다와 미국에서 구리 광산을 개발·운영하는 중소형 광산 업체

- 캐나다 Gibraltar 광산(75% 보유, 운영 중): Capa 5.9만톤, '25E 4.5만톤 생산
- 미국 Florence 광산(100% 보유, 시운전 중): Capa 3.8만톤, 최대 2년간 Ramp-up 거쳐 2H27~2028 완전 가동 예정
- 현장침출(In-Situ Recovery, ISR) 저비용 공법으로 cash cost 낮지만, 미성숙 기술 및 지질학적 리스크 있음
- 캐나다 Yellowhrad 광산(100% 보유, 환경영향평가 이전): 2029년 이전 FID 목표, Capa 8~9만톤 예상

Refined Copper 'Made in USA', 미국내 구리 생산 수혜

- 11/6 구리도 DoE의 Critical Minerals(핵심광물)로 편입, IRA 45X(첨단제조세액공제)가 2033년까지 적용
- 추후 미국이 전기동에도 관세 부과 시 총 생산 Capa의 40%가 관세 수혜에 노출
- 자산의 100%가 캐나다와 미국에 위치, Peer 대비 정치적 불안정성과 로열티·세금 리스크로부터 자유로움

대형 광산업체는 실현 불가능한 높은 성장

- Florence pjt 정상 가동 시 연간 생산능력 5.9만톤에서 9.7만톤(+40%)으로 대폭 확대
- 다각화 대형 광산업체들과 달리 구리 가격에만 집중하는 구리 퓨어 플레이 가능
- 27E P/E 8.3배 (vs. peer 12.3배), EV/EBITDA 3.8배 (vs. peer 5.3배)

FY 기준 (백만CAD)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (달러) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (달러)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	525.0	125.1	82.7	-	-	-	-	-	5.9	20.9	40.3
2024	608.1	103.7	-13.4	-	-	-	-	-	8.3	-2.9	36.3
2025E	675.7	137.0	54.2	0.16	-	2.5	42.3	2.5	12.0	4.2	-
2026E	983.9	297.3	167.3	0.45	179.0	3.0	13.4	2.0	5.7	22.6	-
2027E	1,141.7	351.5	243.8	0.90	98.7	3.9	8.3	1.6	3.9	25.4	-

주: 전망치는 블룸버그 컨센서스 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

현대제철 (004020) 0.23배

Analyst **장재혁**
jaehyeok.jang@meritz.co.kr

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	43,000원
현재주가 (11. 10)	31,900원
상승여력	34.8%

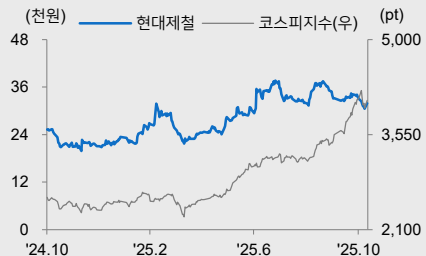
KOSPI	4,073.24pt
시가총액	42,569억원
발행주식수	13,345만주
유동주식비율	62.61%
외국인비중	23.55%
52주 최고/최저가	37,600원/19,900원
평균거래대금	162.0억원

주요주주(%)

기아 외 6 인	35.96
국민연금공단	9.43

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.0	29.9	32.4
상대주가	-13.1	-17.8	-16.8

주가그래프



철강 업황, 완만하게 반등 예상

- AD 관세로 인한 가격 상승 or 물량 개선 효과는 저가 수입재 재고가 소진되는 1Q26 이후 본격화될 전망
- 중국의 용량교체 이행 방안 확정, 경제공작회의 등을 지나면서 생산량 억제 기조 진입 시나리오도 긍정적 변수

무역 환경, 악화보다는 완화

- 유럽 쿼터 축소 및 관세 이슈는 국가별 양자협상 및 판매처 다변화를 통해 대응 가능한 수준
- 미국 철강 관세 또한 시간 소요되겠지만 2026년 하반기에는 정치환경 변화로 인해 우호적인 변화를 기대할 수 있음

‘26 P/B 0.23배, 부담없는 밸류에이션

- 영업 환경 개선으로 2026년 ROE 2.3%, 2027년 ROE 3.0% 달성 가시성이 확대
- Implied P/B Valuation (ROE-g)/(COE-g)를 활용한 적정 P/B는 0.29배(Rf 3.98, MRP 3.94, Beta 0.7)
- 3Q25 비우호적 영업환경에서도 별도기준 흑자전환 성공했으며, 향후 반덤핑관세 효과 본격화되며 실적 개선 가시성이 높음

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	25,914.8	798.3	461.2	3,456	-54.7	143,130	10.6	0.3	5.5	2.4	80.6
2024	23,226.1	159.5	-11.6	-87	-102.5	141,768	-241.7	0.1	6.1	-0.1	79.7
2025E	23,134.9	330.1	68.7	515	-691.5	142,949	61.9	0.2	5.5	0.4	79.3
2026E	23,928.9	797.5	445.7	3,340	548.4	145,550	9.6	0.2	4.4	2.3	78.5
2027E	24,364.2	982.5	584.7	4,381	31.2	148,945	7.3	0.2	4.0	3.0	77.2

현대제철 실적 Snapshot

2026 Outlook #12

철강/금속

주요 지표 (십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	2024	2025E	2026E
원/달러	1,329	1,371	1,358	1,400	1,453	1,401	1,386	1,400	1,365	1,410	1,400
판매량(천톤)											
고로 판매량	2,914	2,907	2,897	2,954	2,821	3,111	3,053	3,114	11,672	12,099	12,575
성장률(% QoQ, %YoY)	3.0	-0.2	-0.3	2.0	-4.5	10.3	-1.9	2.0	0.9	3.7	3.9
전기로 판매량	1,431	1,487	1,226	1,256	1,305	1,415	1,293	1,332	5,400	5,345	5,340
성장률(% QoQ, %YoY)	-9.4	3.9	-17.6	2.4	3.9	8.4	-8.6	3.0	-22.7	-1.0	-0.1
ASP(원/kg)											
봉형강류	1,079	1,059	1,039	1,038	1,025	1,004	1,001	1,001	1,055	1,008	1,001
성장률(% QoQ, %YoY)	-3.6	-1.9	-1.9	0.0	-1.3	-2.1	-0.3	0.0	-11.3	-4.5	-0.6
판재류	1,124	1,127	1,101	1,076	1,046	1,048	1,061	1,061	1,107	1,054	1,071
성장률(% QoQ, %YoY)	1.6	0.3	-2.3	-2.2	-2.8	0.2	1.2	0.0	-3.8	-4.8	1.6
스프레드(원/kg)											
봉형강류	600	597	601	615	626	622	619	617	603	621	617
성장률(% QoQ, %YoY)	-4.1	-0.5	0.7	2.3	1.9	-0.6	-0.5	-0.3	-7.5	3.0	-0.6
판재류	585	569	592	606	589	618	647	644	600	628	646
성장률(% QoQ, %YoY)	-3.1	-2.7	4.0	2.4	-2.8	4.8	4.7	-0.4	-6.3	4.6	2.9
별도 실적(십억원)											
매출액	4,819	4,852	4,463	4,483	4,290	4,680	4,533	4,637	18,618	18,139	18,814
매출액 성장률(% YoY)	-14.0	-17.3	-14.9	-8.5	-11.0	-3.5	1.6	3.4	-13.8	-2.6	3.7
영업이익	89.0	45.7	32.1	-151.8	-56.1	-7.5	47.1	107.0	15.0	90.5	598.6
영업이익률(%)	1.8	0.9	0.7	-3.4	-1.3	-0.2	1.0	2.3	0.1	0.5	3.2
영업이익 성장률(% YoY)	-74.0	-89.3	-83.1	적축	적전	적전	46.8	흑전	-97.7	504.6	561.4
연결 실적(십억원)											
매출액	5,948	6,041	5,624	5,613	5,563	5,946	5,734	5,891	23,226	23,135	23,929
매출액 성장률(% YoY)	-6.9	-15.4	-10.5	-8.1	-6.5	-1.6	2.0	5.0	-10.4	-0.4	3.4
영업이익	55.8	98.0	51.5	-45.8	-19.0	101.8	93.2	154.1	159.5	330.1	797.5
영업이익률(%)	0.9	1.6	0.9	-0.8	-0.3	1.7	1.6	2.6	0.7	1.4	3.3
영업이익 성장률(% YoY)	-83.3	-78.9	-77.4	적축	적전	3.9	80.8	흑전	-80.0	107.0	141.6
세전이익	7.6	55.0	-56.2	-65.9	-67.0	5.8	30.0	100.5	-59.5	69.4	614.7
지배순이익	31.5	-7.4	-17.6	-18.1	-55.1	33.8	17.1	72.9	-11.6	68.7	445.7
지배순이익률(%)	0.5	-0.1	-0.3	-0.3	-1.0	0.6	0.3	1.2	-0.1	0.3	1.9

자료: 현대제철, 메리츠증권 리서치센터

현대제철(004020)

2026 Outlook #12

철강/금속

Income Statement					
(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	25,914.8	23,226.1	23,134.9	23,928.9	24,364.2
매출액증가율(%)	-5.2	-10.4	-0.4	3.4	1.8
매출원가	23,782.3	21,832.2	21,526.8	21,825.5	22,069.0
매출총이익	2,132.5	1,394.0	1,608.1	2,103.4	2,295.2
판매비와관리비	1,334.2	1,234.5	1,278.0	1,305.9	1,312.7
영업이익	798.3	159.5	330.1	797.5	982.5
영업이익률(%)	3.1	0.7	1.4	3.3	4.0
금융손익	-278.6	-280.6	-189.5	-127.9	-119.7
증속/관계기업관련손익	4.9	12.4	0.5	0.0	0.0
기타영업외손익	7.5	49.3	-71.7	-54.9	-56.4
세전계속사업이익	532.1	-59.5	69.4	614.7	806.4
법인세비용	89.1	-68.3	-4.3	169.1	221.8
당기순이익	443.0	8.8	73.7	445.7	584.7
지배주주지분 순이익	461.2	-11.6	68.7	445.7	584.7
Balance Sheet					
(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	11,953.6	11,459.9	12,075.4	12,371.6	12,763.8
현금및현금성자산	1,385.8	1,295.6	2,209.8	2,277.2	2,500.1
매출채권	2,929.0	2,524.2	2,596.3	2,656.5	2,701.0
재고자산	6,279.3	6,290.6	5,757.3	5,890.8	5,989.6
비유동자산	23,265.3	23,283.9	22,871.6	23,041.4	23,190.3
유형자산	18,249.9	18,430.6	17,974.8	18,210.3	18,424.7
무형자산	1,437.5	1,401.6	1,311.3	1,224.9	1,144.2
투자자산	2,200.3	2,291.6	2,613.2	2,633.9	2,649.2
자산총계	35,218.8	34,743.8	34,947.0	35,413.0	35,954.1
유동부채	7,984.2	7,699.1	7,915.8	8,015.9	8,090.1
매입채무	1,329.5	1,466.8	1,539.7	1,575.4	1,601.8
단기차입금	1,288.6	1,215.7	1,416.3	1,416.3	1,416.3
유동성장기부채	2,552.0	2,363.9	2,181.1	2,181.1	2,181.1
비유동부채	7,738.7	7,711.2	7,535.5	7,554.3	7,568.2
사채	3,207.5	2,775.4	2,736.4	2,736.4	2,736.4
장기차입금	2,635.4	3,383.4	3,280.7	3,280.7	3,280.7
부채총계	15,722.8	15,410.2	15,451.3	15,570.2	15,658.3
자본금	667.2	667.2	667.2	667.2	667.2
자본잉여금	3,906.1	3,904.9	3,904.9	3,904.9	3,904.9
기타포괄이익누계액	1,000.0	1,058.7	1,244.5	1,244.5	1,244.5
이익잉여금	13,639.3	13,400.0	13,371.9	13,718.9	14,172.0
비지배주주지분	395.9	415.3	419.8	419.8	419.8
자본총계	19,496.0	19,333.6	19,495.7	19,842.7	20,295.9

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	1,948.4	1,777.1	3,223.0	2,167.3	2,344.9
당기순이익(손실)	443.0	8.8	73.7	445.7	584.7
유형자산감가상각비	1,554.9	1,620.6	1,698.4	1,724.5	1,745.6
무형자산상각비	87.4	89.8	92.6	86.4	80.7
운전자본의 증감	304.4	276.2	1,323.3	-83.4	-61.8
투자활동 현금흐름	-132.3	-1,502.8	-2,164.7	-2,005.3	-1,992.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-824.0	-1,672.3	-1,764.5	-1,960.0	-1,960.0
투자자산의 감소(증가)	-205.8	-86.9	-321.6	-20.7	-15.3
재무활동 현금흐름	-2,120.9	-353.9	-117.5	-96.4	-129.9
차입금증감	-1,941.5	-33.4	-150.9	2.3	1.7
자본의증가	0.0	-1.2	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-312.9	-90.1	914.0	67.5	222.9
기초현금	1,698.6	1,385.8	1,295.6	2,209.7	2,277.2
기말현금	1,385.8	1,295.6	2,209.7	2,277.2	2,500.1
Key Financial Data					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	194,197	174,049	173,365	179,316	182,578
EPS(지배주주)	3,456	-87	515	3,340	4,381
CFPS	17,968	14,460	15,739	19,330	20,831
EBITDAPS	18,289	14,013	15,895	19,547	21,049
BPS	143,130	141,768	142,949	145,550	148,945
DPS	1,000	750	750	1,000	1,000
배당수익률(%)	2.7	3.6	2.4	3.1	3.1
Valuation(Multiple)					
PER	10.6	-241.7	61.9	9.6	7.3
PCR	2.0	1.5	2.0	1.7	1.5
PSR	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
PBR	0.3	0.1	0.2	0.2	0.2
EBITDA(십억원)	2,440.6	1,870.0	2,121.1	2,608.4	2,808.9
EV/EBITDA	5.5	6.1	5.5	4.4	4.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.4	-0.1	0.4	2.3	3.0
EBITDA이익률	9.4	8.1	9.2	10.9	11.5
부채비율	80.6	79.7	79.3	78.5	77.2
금융비용부담률	1.6	1.8	1.6	1.5	1.5
이자보상배율(x)	1.9	0.4	0.9	2.2	2.7
매출채권회전율(x)	9.4	8.5	9.0	9.1	9.1
재고자산회전율(x)	4.0	3.7	3.8	4.1	4.1

POSCO홀딩스 (005490) 편해진 밸류에이션

Analyst 장재혁
jaehyeok.jang@meritz.co.kr

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	380,000원
현재주가 (11. 10)	303,500원
상승여력	25.2%

KOSPI	4,073.24pt
시가총액	245,632억원
발행주식수	8,093만주
유동주식비율	80.80%
외국인비중	29.09%
52주 최고/최저가	335,000원/230,500원
평균거래대금	896.1억원

주요주주(%)

국민연금공단	8.46
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	5.63
Alliance Bernstein LP	5.11

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	15.4	17.4	-5.2
상대주가	2.3	-25.7	-40.4

주가그래프



철강 업황, 완만하게 반등 예상

- AD 관세로 인한 가격 상승 or 물량 개선 효과는 저가 수입재 재고가 소진되는 1Q26 이후 본격화될 전망
- 중국의 용량교체 이행 방안 확정, 경제공작회의 등을 지나면서 생산량 억제 기조 진입 시나리오도 긍정적 변수

밸류에이션 부담 완화, 리튬 가격 반등 또한 긍정적

- 주요 자회사 포스코퓨처엠 시가총액 상승으로 모회사인 POSCO홀딩스의 밸류에이션 부담 완화
- 리튬 가격 또한 중국 공급측 정책 요인과 BEV, ESS 수요 확대에 의해 중단기 우상향할 전망

무역 환경, 악화보다는 완화

- 유럽 쿼터 축소 및 관세 이슈는 국가별 양자협상 및 판매처 다변화를 통해 대응 가능한 수준
- 미국 철강 관세 또한 시간 소요되겠지만 2026년 하반기에는 정치환경 변화로 인해 우호적인 변화를 기대할 수 있음

잔여 리스크, POSCO E&C

- 3Q25에 신안산선 복구비용 총당금 전액(2,800억 중 일부)을 인식했으나, 이는 기존 예상치보다 다소 적은 규모
- 4Q25에 2,300억원의 추가 비용이 예고되었음에도 불구하고, 내년 초 추가적인 비용 발생 가능성은 여전히 열어두어야 함

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	77,127.2	3,531.4	1,698.1	20,079	-44.9	640,653	24.9	0.8	7.7	3.2	69.2
2024	72,688.1	2,173.6	1,094.9	13,073	-34.9	670,435	19.4	0.4	6.2	2.0	68.3
2025E	69,383.8	2,297.8	783.9	9,636	-26.3	674,760	31.5	0.4	6.5	1.4	71.4
2026E	73,274.1	3,363.0	1,882.4	23,258	141.4	688,674	13.0	0.4	5.4	3.4	73.8
2027E	74,526.4	4,179.2	2,422.1	29,928	28.7	709,258	10.1	0.4	4.8	4.3	74.3

POSCO홀딩스 실적 Snapshot

2026 Outlook #12

철강/금속

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	18,052.0	18,509.7	18,321.4	17,805.1	17,436.8	17,555.6	17,261.0	17,130.4	72,688.1	69,383.8	73,274.1	74,526.4
철강	15,444.0	15,449.0	15,669.0	15,639.0	14,963.0	14,879.0	14,730.0	14,735.4	62,201.0	59,307.4	61,553.9	62,920.7
POSCO (별도)	9,519.8	9,276.6	9,478.7	9,281.4	8,968.0	8,947.1	8,797.0	8,808.7	37,556.5	35,520.8	36,845.7	37,658.6
POSCO 外	5,924.2	6,172.4	6,190.3	6,357.6	5,995.0	5,931.9	5,933.0	5,926.7	24,644.5	23,786.5	24,708.2	25,262.1
Green Infra	14,153.0	14,768.0	14,202.0	13,749.0	13,326.0	13,490.0	13,215.0	12,905.0	56,872.0	52,936.0	56,058.8	55,711.5
친환경소재	1,156.0	947.0	966.0	761.0	930.0	764.0	1,000.0	848.8	3,830.0	3,542.8	4,003.8	5,201.4
포스코퓨처엠	1,138.4	915.5	922.8	723.3	845.4	660.9	874.8	684.7	3,700.0	3,065.8	2,978.8	3,666.8
기타(리튬 등)	17.6	31.5	43.2	37.8	84.6	103.1	125.2	164.2	130.1	139.2	924.9	1,434.6
영업이익	583.0	752.0	743.2	95.4	568.4	607.2	639.0	483.2	2,173.6	2,297.8	3,363.0	4,179.2
철강	339.1	497.0	466.0	334.0	449.9	610.0	656.0	617.5	1,636.1	2,333.5	3,006.7	3,347.9
POSCO (별도)	295.1	418.4	438.0	321.6	345.9	513.4	584.7	546.6	1,473.1	1,990.6	2,650.7	2,983.9
POSCO 外	44.0	79.0	28.0	12.0	104.0	97.0	71.0	70.9	163.0	342.9	356.0	364.0
Green Infra	340.0	429.0	449.0	108.0	307.0	230.0	145.0	77.3	1,326.0	759.3	1,250.7	1,463.4
친환경소재	6.0	-28.0	-53.0	-203.0	-98.0	-144.0	-42.0	-99.6	-278.0	-383.6	-262.6	159.8
포스코퓨처엠	37.9	2.7	1.4	-41.3	17.2	0.8	66.7	0.9	0.7	85.5	77.7	101.6
기타(리튬 등)	-31.9	-30.7	-54.4	-161.7	-115.2	-144.8	-108.7	-100.5	-278.7	-469.1	-340.3	58.2
영업이익률 (%)	3.2	4.1	4.1	0.5	3.3	3.5	3.7	2.8	3.0	3.3	4.6	5.6
세전이익	732.5	719.5	691.3	-892.2	510.0	227.7	518.2	-110.3	1,251.2	1,145.6	2,884.8	3,712.1
당기순이익	607.8	546.2	496.8	-703.3	344.2	83.9	387.2	-110.3	947.6	705.0	2,091.5	2,691.2
지배주주순이익	540.7	529.9	452.7	-428.4	302.3	159.9	421.0	-99.2	1,094.9	783.9	1,882.4	2,422.1
지배주주순이익률 (%)	3.0	2.9	2.5	-2.4	1.7	0.9	2.4	-0.6	1.5	1.1	2.6	3.3
환율 (원/달러)	1,329	1,371	1,358	1,400	1,453	1,401	1,386	1,400	1,364	1,410	1,410	1,410

자료: POSCO홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

POSCO홀딩스(005490)

2026 Outlook #12

철강/금속

Income Statement					
(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	77,127.2	72,688.1	69,383.8	73,274.1	74,526.4
매출액증가율(%)	-9.0	-5.8	-4.5	5.6	1.7
매출원가	70,710.3	67,275.2	63,976.0	66,428.1	66,515.7
매출총이익	6,416.9	5,412.9	5,407.7	6,846.0	8,010.7
판매비와관리비	2,885.5	3,239.4	3,109.9	3,483.0	3,831.5
영업이익	3,531.4	2,173.6	2,297.8	3,363.0	4,179.2
영업이익률(%)	4.6	3.0	3.3	4.6	5.6
금융손익	-372.3	130.9	-949.8	-298.2	-287.2
종속/관계기업관련손익	269.7	-256.5	327.8	350.1	350.1
기타영업외손익	-793.7	-796.8	-530.3	-530.0	-530.0
세전계속사업이익	2,635.2	1,251.2	1,145.6	2,884.8	3,712.1
법인세비용	789.3	303.6	440.6	793.3	1,020.8
당기순이익	1,845.9	947.6	705.0	2,091.5	2,691.2
지배주주지분 순이익	1,698.1	1,094.9	783.9	1,882.4	2,422.1
Balance Sheet					
(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	46,212.3	44,029.9	44,593.1	47,858.5	50,557.7
현금및현금성자산	6,670.9	6,767.9	7,137.4	8,608.5	10,873.5
매출채권	11,015.3	10,821.6	10,411.5	11,081.6	11,232.7
재고자산	13,825.5	14,143.5	13,607.5	14,483.3	14,680.8
비유동자산	54,733.1	59,374.3	59,108.3	59,615.7	60,562.9
유형자산	35,206.3	39,846.8	41,981.4	42,877.9	43,668.8
무형자산	4,714.8	4,774.8	4,830.9	4,938.9	5,049.4
투자자산	8,422.6	8,015.1	7,394.5	6,897.3	6,943.1
자산총계	100,945.4	103,404.2	103,701.4	107,474.1	111,120.6
유동부채	21,861.5	22,779.7	23,000.4	23,722.6	23,885.5
매입채무	5,782.8	6,159.1	5,925.7	6,307.1	6,393.1
단기차입금	4,959.3	5,733.1	6,093.5	6,093.5	6,093.5
유동성장기부채	5,999.9	5,382.7	5,684.9	5,684.9	5,684.9
비유동부채	19,420.0	19,174.1	20,212.4	21,927.6	23,476.1
사채	10,430.0	10,064.1	9,637.8	10,387.8	11,137.8
장기차입금	4,581.1	4,817.5	6,052.0	6,802.0	7,552.0
부채총계	41,281.5	41,953.8	43,212.7	45,650.1	47,361.6
자본금	482.4	482.4	482.4	482.4	482.4
자본잉여금	1,663.3	1,648.9	1,605.5	1,605.5	1,605.5
기타포괄이익누계액	66.3	1,079.1	312.9	312.9	312.9
이익잉여금	53,857.5	53,658.4	53,309.5	54,435.6	56,101.5
비지배주주지분	5,483.1	6,056.1	5,878.4	6,087.6	6,356.7
자본총계	59,663.9	61,450.4	60,488.7	61,824.0	63,759.1

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	6,167.7	6,663.7	6,747.7	5,320.1	6,695.3
당기순이익(손실)	1,845.9	947.6	705.0	2,091.5	2,691.2
유형자산감가상각비	3,346.5	3,530.8	3,771.7	4,015.1	4,120.6
무형자산상각비	498.2	453.7	423.7	412.1	422.3
운전자본의 증감	-1,087.3	336.9	1,709.5	-837.2	-188.9
투자활동 현금흐름	-7,388.2	-4,486.8	-8,391.3	-4,611.0	-5,178.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-6,745.2	-7,669.7	-6,548.7	-4,911.5	-4,911.5
투자자산의 감소(증가)	-10.5	151.1	948.5	847.2	304.3
재무활동 현금흐름	-178.6	-2,301.7	2,142.7	761.9	747.9
차입금증감	1,902.0	-124.6	1,821.5	1,518.1	1,504.1
자본의증가	262.5	-14.4	-43.4	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-1,382.4	97.0	369.5	1,471.0	2,265.0
기초현금	8,053.3	6,670.9	6,767.9	7,137.4	8,608.5
기말현금	6,670.9	6,767.9	7,137.4	8,608.5	10,873.5
Key Financial Data					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	911,979	867,853	852,893	905,368	920,841
EPS(지배주주)	20,079	13,073	9,636	23,258	29,928
CFPS	93,127	78,723	73,560	92,412	103,907
EBITDAPS	87,217	73,523	79,817	96,255	107,769
BPS	640,653	670,435	674,760	688,674	709,258
DPS	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
배당수익률(%)	2.0	3.9	3.3	3.3	3.3
Valuation(Multiple)					
PER	24.9	19.4	31.5	13.0	10.1
PCR	5.4	3.2	4.1	3.3	2.9
PSR	0.5	0.3	0.4	0.3	0.3
PBR	0.8	0.4	0.4	0.4	0.4
EBITDA(십억원)	7,376.1	6,158.0	6,493.2	7,790.2	8,722.1
EV/EBITDA	7.7	6.2	6.5	5.4	4.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.2	2.0	1.4	3.4	4.3
EBITDA이익률	9.6	8.5	9.4	10.6	11.7
부채비율	69.2	68.3	71.4	73.8	74.3
금융비용부담률	1.3	1.4	1.5	1.5	1.6
이자보상배율(x)	3.5	2.1	2.2	3.0	3.6
매출채권회전율(x)	7.4	6.7	6.5	6.8	6.7
재고자산회전율(x)	5.3	5.2	5.0	5.2	5.1

Compliance Notice

- 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생 할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

[기업] 향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
[산업] 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	87.8%
중립	11.7%
매도	0.6%

2025년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

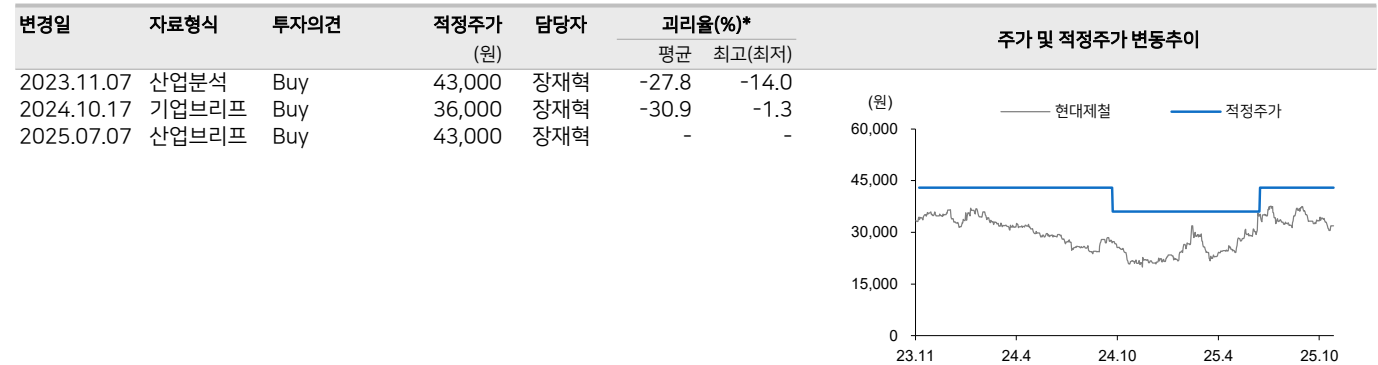
LS (006260) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2023.11.07	산업분석	Buy	120,000	장재혁	-26.4	-7.8	
2024.03.19	산업분석	Buy	130,000	장재혁	-14.1	-4.0	
2024.04.16	기업브리프	Buy	150,000	장재혁	-10.7	7.7	
2024.05.17	기업브리프	Buy	190,000	장재혁	-19.4	-1.3	
2024.07.11	기업브리프	Buy	210,000	장재혁	-43.2	-11.3	
2025.06.30	기업브리프	Buy	220,000	장재혁	-20.1	-4.1	
2025.10.20	기업브리프	Buy	230,000	장재혁	-8.4	-3.3	
2025.11.11	산업브리프	Buy	260,000	장재혁	-	-	

현대제철 (004020) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



POSCO홀딩스 (005490) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

