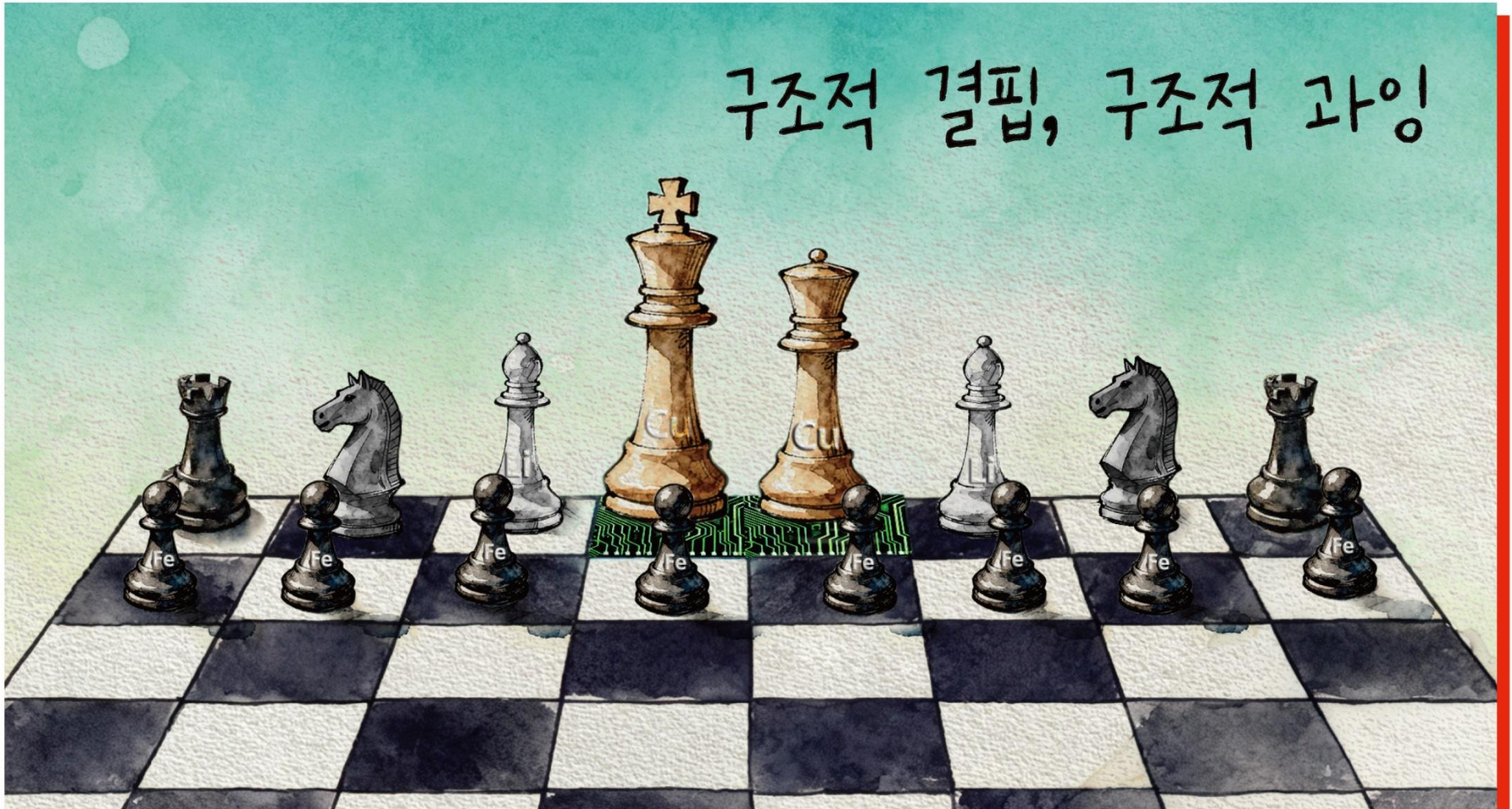


2026 Outlook #12. 철강/금속

Analyst 장재혁 jaehyeok.jang@meritz.co.kr

Industry Insight 2025. 11. 11

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

Summary

철강/금속

구조적 결핍, 구조적 과잉

Overweight

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

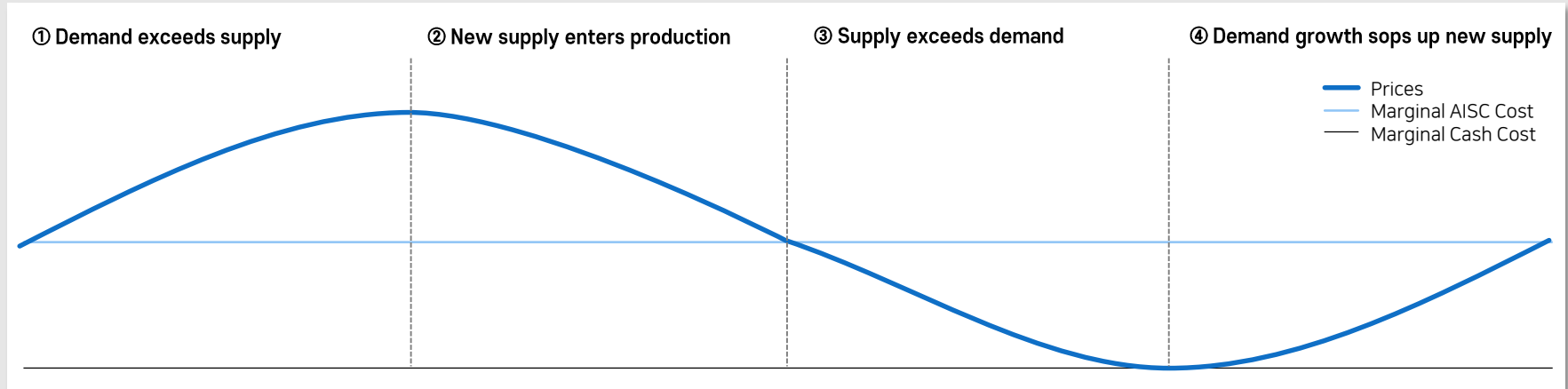
- 2025년 상반기 중국 중심의 BEV 판매 성장률이 확대되었음에도 리튬 가격은 지속 하락
- 그러나 7월 중국 정부의 공급 정책(감산·수출 제한)을 기점으로 반등, 가격 바닥 다지기에 성공
- 추가 모멘텀으로 미국 DoE의 Lithium America 지분 5% 워런트 취득, 예상보다 가파른 ESS 성장 등이 작용 중
- 리튬 가격의 구조적 상승을 위한 선행 조건은 "수요 증가율 > 공급 증가율"
 - 글로벌 리튬 생산능력 증가율, 2025년+31%, 2026년 +22%
 - 글로벌 BEV 판매 성장률, 2025년 +31%, ESS 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



① 초과수요

- 가파른 수요 증가
- 기존 업체들의 공급탄력성 부족
- 초과수요 발생 → 가격 상승
- 신규 공급원 경제성 상승
- 고비용 신규 생산자 발생

② 신규 공급 증가

- 기존 업체 생산 확대
- 신규 생산자 생산 확대
- 총 공급량 증가, 가격 정상화

③ 초과공급

- 과잉공급 → 가격 하락
- 생산자들의 '치킨게임'
- 생산자들은 일정 기간동안 생산비용 (AISC)을 하회하는 가격에서 생산 지속
- 현금흐름 부족 업체 파산
- 부진한 업황에도 기확보 고품질 자원 기반으로 발생하는 현금흐름이 중요한 시기

④ 초과공급의 해소

- 수요 증가율이 공급 증가율을 상회
- 초과공급 해소
- 생존한 업체, Next Cycle 준비

자료: Morningstar, 메리츠증권 리서치센터

Part. 1

Cu: 전기의 금속, 구조적 결핍



2025 Review: 더 누적된 공급 차질, 2026년까지 이어질 전망

2026 Outlook #12

철강/금속

- 1Q25: Cobre Panama발 정광 부족, TC/RC 붕괴가 제련소 감산을 강제
- 2Q25: 칠레 정전, Kakula 침수, 캐나다 산불, 각종 기계 고장 등 수많은 중소형 차질 누적
- 3Q25: Grasberg(인도네시아), El Teniente(칠레), Quebrada Blanca(칠레) 등 초대형 광산 공급차질 추가 발생
- 4Q25: ICSG, 2026년까지 이어지는 심각한 공급부족 공식화, 글렌코어의 캐나다 Horne 제련소 영구 폐쇄(30만톤) 결정

월	기업	국가	광산	Annual Capa	공급차질 규모	상세내용
24년~	First Quantum	파나마	Cobre Panama	40만톤	~40만 톤 (연간)	2024년 말 광산 폐쇄 조치 2025년 내내 지속, 정광 시장 대란의 근본 원인
1월~	CSPT (중국 제련소 구매 팀)	중국	N/A (제련소)			Cobre Panama 광산 폐쇄 여파로 TC/RC 붕괴. 5~10% 감산 담합
2월	Codelco, BHP 외	칠레	Chuquibambata, El Teniente, Spence 등	~150만 톤	~4.5만 톤 (2월 칠레 전체)	칠레 전국적인 대규모 정전으로 핵심 광산 지대 운영 일시 중단 (월평균 44만 톤 대비 39.5만 톤 생산)
3월	Kazakhmys	카자흐스탄	East Zhezkazgan	~10만 톤 (추정)	일 600톤 규모	광부 사망 사고로 인한 작업 중단 및 안전 점검
4월	KGHM	칠레	Sierra Gorda	~8만 톤		작업자 사망 사고로 일시 중단되었으나, 4개 라인 중 3개 운영 지속
	Antamina JV (BHP, Glencore 등)	페루	Antamina	~45만 톤	규모 미상 (단기)	광산 사고로 인한 섯다운 후 4월 24일부터 점진적 재개
5월	Ivanhoe Mines	콩고	Kamoa-Kakula	~50만 톤 이상	약 15만톤	지진으로 침수, 작업 중단. 2025년 생산량 52-58만톤 → 37-42만톤
6월	Teck Resources	칠레	Carmen de Andacollo	~6만 톤	~4,000-5,000톤	SAG 밀(분쇄기) 기계 고장으로 약 1개월 생산 중단
	Hudbay Minerals	캐나다	Snow Lake (Lalor)	~15만 톤 (복합)	~3.5만 톤 (추정)	대규모 산불로 인한 강제 대피 및 작업 차질 (6월 초 중단, 9월 초 완전 재개)
7월	China Gold Group	중국	Wunugetushan	~10만 톤	~1.2만 톤 (추정)	격판(Baffle) 붕괴 사고로 47일간 생산 중단 (9월 9일 재개)
	Newmont	캐나다	Red Chris	~3.5만 톤	일시 중단	작업자 3명 지하 고립 사고로 운영 중단 및 구조 작업
8월	Codelco	칠레	El Teniente	~37만 톤	~5.4만 톤	지진으로 인한 6명 사망 사고 발생, 지하 일부 구역 폐쇄 및 2025년 생산량 31.6만 톤으로 하향
9월	Capstone Copper	칠레	Mantoverde	~5만 톤	3,000-4,000톤	볼 밀 모터 2개 고장으로 4주간 수리, 생산 차질
	Freeport-McMoRan	인도네시아	Grasberg	~75만 톤	~26.2만 톤 (2025년)	Freeport-McMoRan 운영, 인도네시아 Grasberg 광산 대규모 토사 유출 사고, 2025년 생산량, 75만톤 → 48.8만톤, 2026년 생산량 73만톤 → 50만톤, 글로벌 생산량 25만톤 즉시 중발
	Teck Resources	칠레	Quebrada Blanca (QB2)	~22만 톤	~8만 톤 (2026년)	Teck Resources 운영, 칠레 Quebrada Blanca 생산 중단 연장, 2026년 생산량 28-31만톤 → 20-23.5만톤
	Hudbay Minerals	페루	Constancia	~11만 톤	영향 없음 (공식)	리마 지역 소요 및 시위로 공장 일시 폐쇄 및 비필수 인원 대피
10월	Glencore	캐나다	Horne 제련소	30만톤	영구 폐쇄	캐나다 환경 규제 강화로 설비 개선 Capex 비용 과다, 제련소 영구 폐쇄 결정

자료: 각 사 및 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

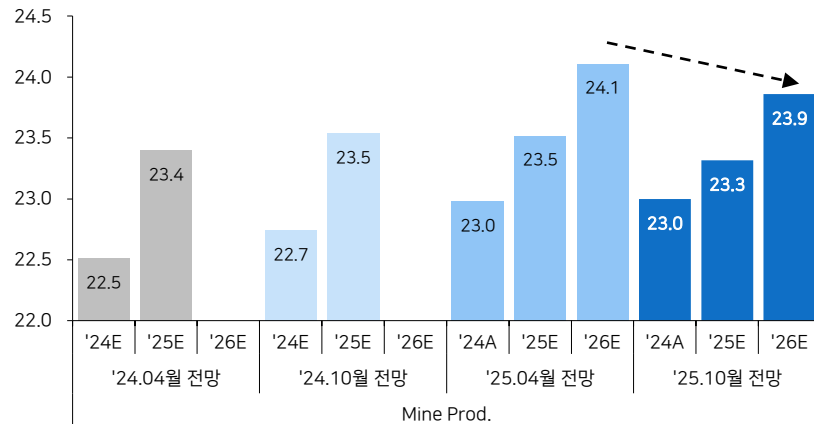
ICSG Copper Outlook: 공급과잉 → 초과수요

2026 Outlook #12
철강/금속

- ICSG는 매년 4월, 10월 전세계 구리 시장 전망 자료 발표
- 2025년 전세계 구리 광산 생산량 증가율을 기존(4월) YoY +2.3% 에서 10월 YoY +1.4%로 하향 조정
- 2025년 8-9월 발생했던 Grasberg(인도네시아), El Teniente(칠레), Quebrada Blanca(칠레) 등 초대형 광산 공급차질이 주요 원인

전세계 구리 광산 생산량 전망치 하향 조정

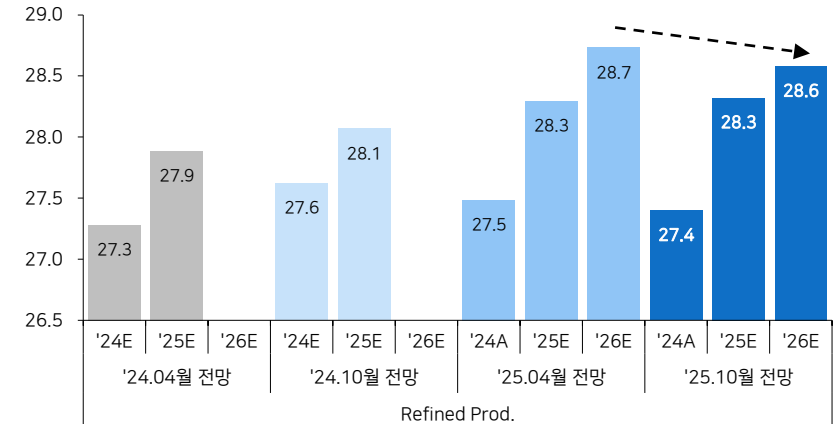
(백만톤 Cu)



자료: ICSG, 메리츠증권 리서치센터

전세계 구리 제련소 생산량 전망치 하향 조정

(백만톤 Cu)



자료: ICSG, 메리츠증권 리서치센터

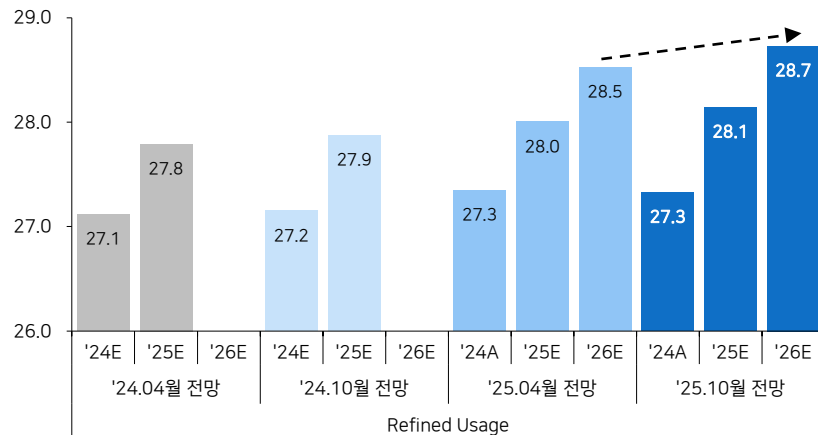
ICSG Copper Outlook: 공급과잉 → 초과수요

2026 Outlook #12
철강/금속

- 공급 전망은 축소된 반면, 수요 전망은 상향 조정
- 2025년 (공급 과잉 축소): 정련 구리 시장의 공급 과잉(Surplus) 전망치를 기존 약 28만 9천 톤에서 약 17만 8천 톤으로 크게 축소
- 2026년 (공급 부족 전환): 2026년에는 약 15만 톤 규모의 공급 부족(Deficit)이 발생할 것으로 전망을 수정

수요 전망치는 지속적인 상향 조정

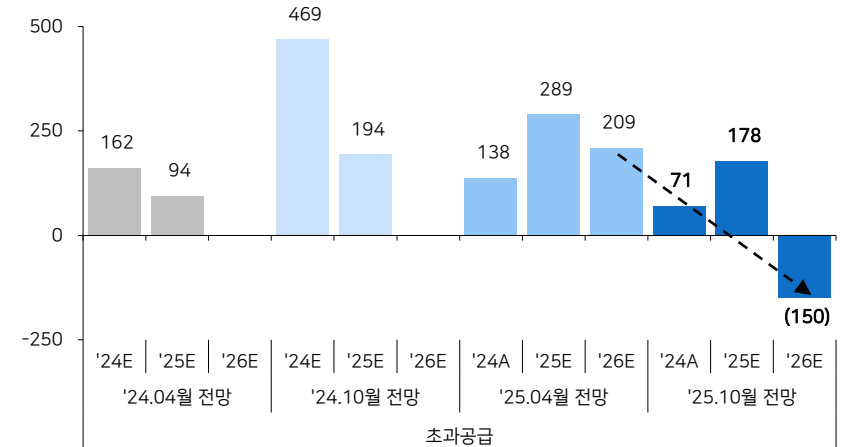
(백만톤 Cu)



자료: ICSG, 메리츠증권 리서치센터

따라서, 2025년 공급과잉은 축소, 2026년은 공급부족으로 전환

(천톤 Cu)



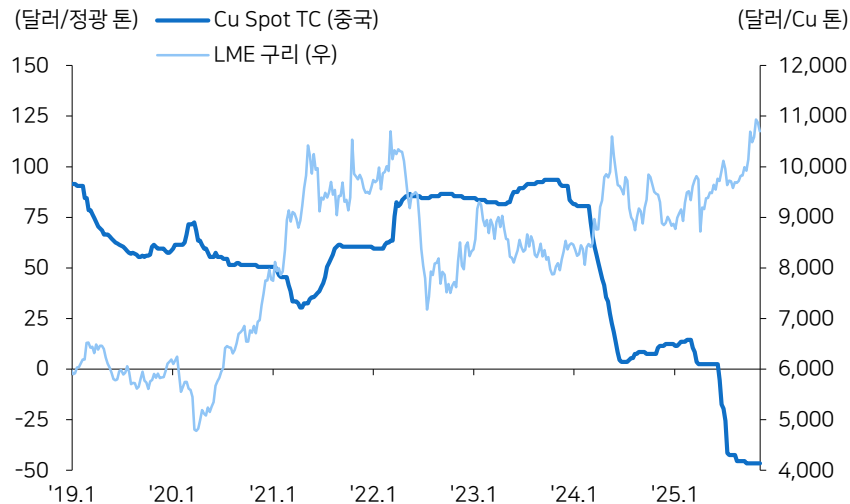
자료: ICSG, 메리츠증권 리서치센터

[TC/RC] 낮은 제련수수료(TC), 정광 공급부족 지속을 의미

2026 Outlook #12
철강/금속

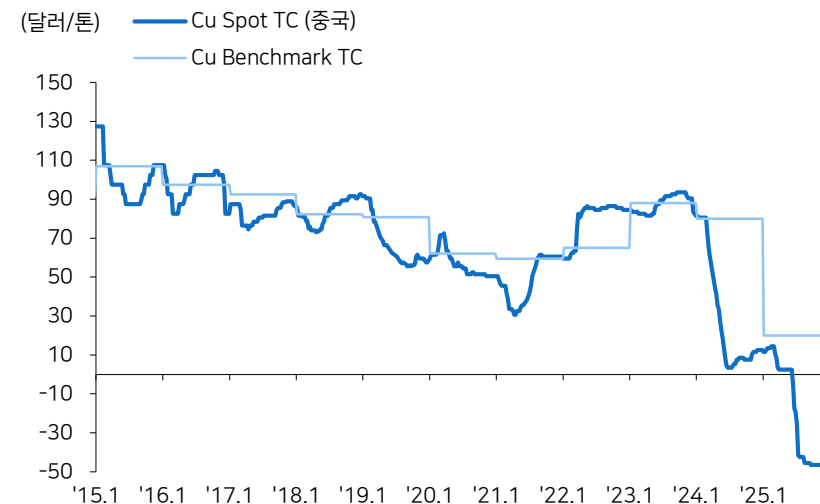
- 제련수수료(Treatment Charge): **광산 업체**가 제련소에게 원재료인 정광을 판매할 때 지급하는 수수료
- 즉, **제련소**가 광산업체로부터 원재료인 정광을 구매할 때 **할인받는 금액**
- TC ↑ = 제련업체가 원재료 구매 시 할인받는 금액 ↑ = 제련업체 매출원가 ↓ = 광산업체 판매가격 ↓
- TC ↓ = 제련업체가 원재료 구매 시 할인받는 금액 ↓ = 제련업체 매출원가 ↑ = 광산업체 판매가격 ↑
- TC가 낮게 유지되는 상황: 정광 공급부족이 유지되고 있으며 광산 업체가 제련 업체 대비 협상력 우위를 점하고 있는 것으로 해석 가능

낮은 제련수수료(TC), 정광 공급부족 지속을 의미, 가격과는 역방향 움직임



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

연말 TC 수준에 근접하여 매년초 협상으로 결정되었던 Benchmark TC



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

[TC/RC] 급락한 TC, 구리 산업에 이례적 현상 속출

2026 Outlook #12
철강/금속

- **Spot TC/RC 시장 붕괴:** 벤치마크 협상에 앞서, 현물(Spot) 시장 TC는 이미 2025년 중반부터 마이너스(-) 영역으로 진입, 일부 입찰에서는 톤당 -\$100 수준의 TC 보고
- **LME Week (2025년 10월) 논의:** 2026년 Benchmark TC \$-15 ~ \$0 전망, 제련소 입장에서 “최상의 결과가 \$0”이라는 전망 또한 공유
- **Antofagasta ‘\$0’ 계약 (2025년 6월):** 칠레 광산업체 Antofagasta, 중국 제련소와 2026년 생산 물량의 절반에 대해 TC/RC \$0 합의
- **Freeport-McMoRan 이탈 선언:** 2026년 계약부터 기존의 단일 벤치마크 시스템을 따르지 않고 ‘Floor-Cap System’ 도입 노력. 이는 제련소의 생존을 보장하고 과도한 시장 변동성을 줄이기 위한 새로운 가격 책정 모델.

Codelco CEO, “Benchmark TC 의미없다”

Smelter survival and unprecedented benchmark dominate copper concentrate agenda for LME Week 2025

October 13, 2025

By Sally Zhang and Julianne Raboca

The copper concentrates benchmark faces historic uncertainty as market participants gather for LME Week 2025, with potential for negative treatment and refining charges and growing regional divergence shaping the next phase of copper pricing.

자료: Fastmarkets, 메리츠증권 리서치센터

일부 제련소와 광산, 이미 '25년 중순 '26년 TC를 0\$/t 수준으로 합의

China's copper smelters win better-than-expected \$0 processing fee from Antofagasta, sources say

By Lewis Jackson, Amy Lv and Hongmei Li

June 27, 2025 3:43 PM GMT+9 · Updated June 27, 2025



Some Chinese smelters have agreed to process copper from Chilean miner Antofagasta for **no charge, a record low for the industry**, but the outcome was better than expected for the smelters, already suffering losses.

Antofagasta has agreed to set copper concentrate processing fees at \$0 per metric ton and 0 cents per pound, four sources with the knowledge of the matter told Reuters on Friday.

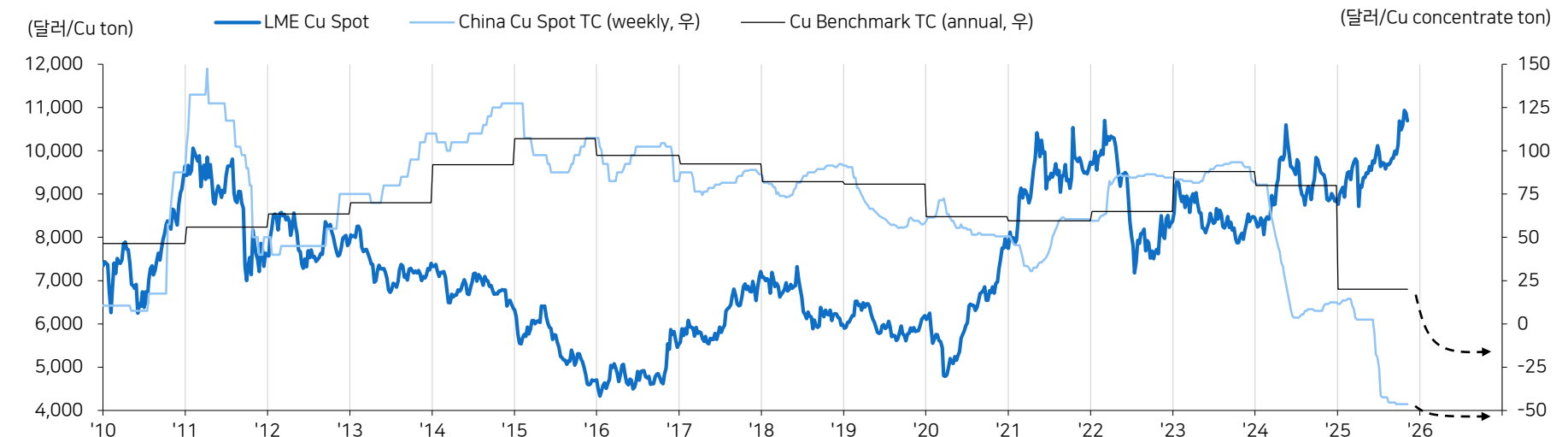
자료: Reuters, 메리츠증권 리서치센터

[TC/RC] 2026년 Benchmark TC의 하향 협상, 구리 가격 상승 모멘텀

2026 Outlook #12
철강/금속

- 2006년 이후 Benchmark TC 하락 총 8회 발생, TC 하락과 동시에 구리 가격도 하락했던 해는 2008년 금융위기와 2018년 두 차례에 불과.
- 동기간 Benchmark TC가 약 20\$/t 이상 큰 폭으로 하락했던 시기는 총 네 번. 해당 시기 모두 구리 가격은 예외없이 상승
2007년 (90 \$/t → 60 \$/t), 2010년 (75 \$/t → 46.5 \$/t), 2020년 (80.8 \$/t → 62 \$/t), 2025년 (80\$/t → 20\$/t)
- 기존에는 '24년 중단되었던 파나마 코브레 광산 운영 재개 등 대규모 광산의 공급확대를 우려했으나, 오히려 글로벌 대형 광산들의 공급차질이 '26년까지 지속될 것으로 확인.

Benchmark TC ↓, 협상력: 광산업체 > 제련소, 구리 가격 ↑



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

[수요] 불변의 법칙, 전력 수요와 구리 수요는 동반 성장

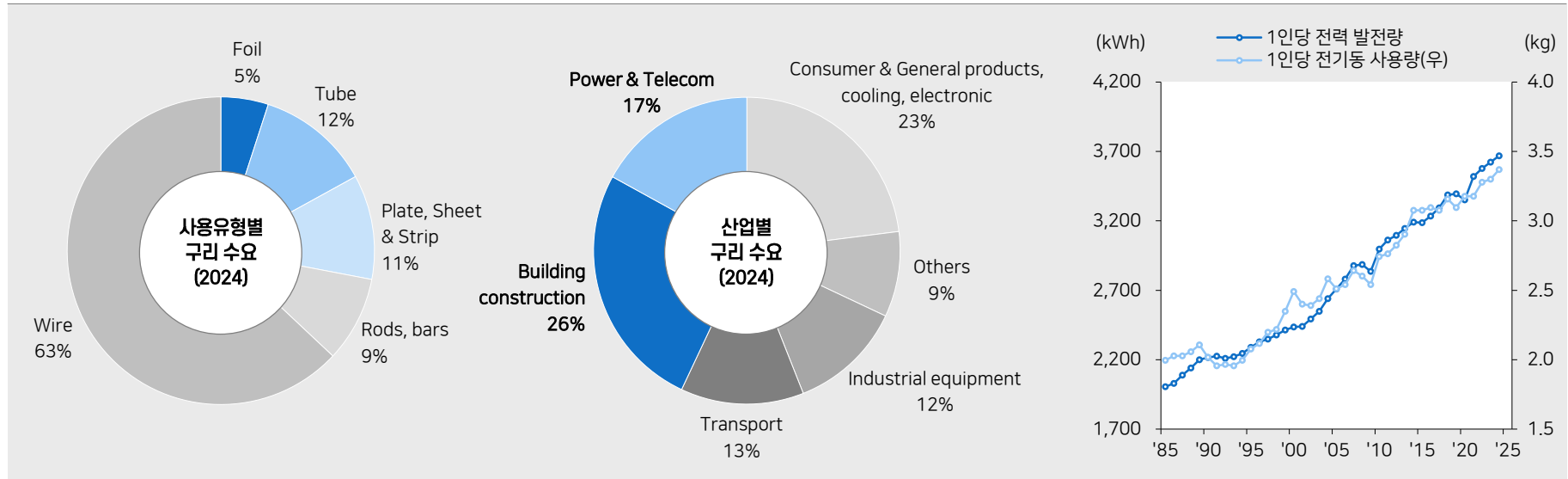
2026 Outlook #12
철강/금속

- 구리는 산업 전반에 널리 사용되는 중요한 금속이자, '전기화'에 필요한 핵심적인 광물
- 은 다음으로 전열·전도성이 뛰어나 전력의 전송과 분배에 핵심적인 역할 수행. 일부 대체 가능한 알루미늄 제외, 실질적 대체재 부재
- 산업별 구리 수요, 건설(26%)과 전력&통신망(17%) 수요가 지배적
- 사용 형태별 구리 수요, 전선이 64%로 지배적

전기의 상징 광물 구리, 산업별 수요는 전력망 및 건설이 우세, 사용유형별 수요는 전선이 우세.

구리의 수요는 인류의 전력 발전량 성장과 동행해왔던 역사.

BEV·데이터센터로 인한 선진국 전력 수요 증가와 신흥국의 산업화·도시화로 인한 전력 수요 증가와 함께 구리 수요 또한 동반 성장 가능



자료: ICSG, OurWorldData, 메리츠증권 리서치센터

[수요] 비전통 구리 수요, Bottom-up 접근

2026 Outlook #12

철강/금속

2025년 글로벌 구리 수요 2,800만톤 vs. 2030년 글로벌 구리 비전통 수요 1,400만톤

		단위	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	비고
AI 데이터센터 구리 수요	TSMC CoWoS Wafer Capa	천장/월	-	35	68	95	112	129	148	170	'28년 이후 YoY +15% 가정
		천장/년	108	264	618	978	1,242	1,445	1,662	1,911	
	AI GPU 생산량 (a)	백만개	5.8	14.3	33.4	52.8	67.1	78.0	89.7	103.2	장당 약 60개의 AI Chip 생산 CoWoS Capa의 90%가 AI Chip에 사용된다고 가정 (Nvidia 70%, AMD/Broadcom/기타 20%)
	GPU 평균 최대출력 (b)	W	550	700	850	1,000	1,150	1,300	1,450	1,600	신제품 소비전력 트렌드 반영 A100(400W), H100(700W), B200(1,000W)
	연간 신규 데이터센터 용량	GW	3.2	10.0	28.4	52.8	77.1	101.4	130.1	165.1	생산량 (a) * 평균 최대출력 (b)
	구리 사용량	t/MW	27	27	27	27	27	27	27	27	Microsoft 시카고 데이터센터(2009), MW당 27톤 사용
	소계	천톤	87	269	766	1,426	2,082	2,738	3,513	4,457	
자동차 수요	BEV	백만대	9.8	11.3	15.1	18.1	21.7	26.1	31.3	37.5	26년부터 YoY +20% 적용
	HEV	백만대	7.8	9.5	11.0	12.6	14.5	16.7	19.2	22.1	26년부터 YoY +15% 적용
	PHEV	백만대	4.1	6.3	7.4	8.5	9.7	11.2	12.9	14.8	26년부터 YoY +15% 적용
	ICE	백만대	66.0	62.6	62.6	56.9	50.1	42.1	32.7	21.6	
	소계	백만대	87.7	89.8	96.1	96.1	96.1	96.1	96.1	96.1	
자동차 구리 수요	BEV	천톤	689	792	1,055	1,266	1,520	1,824	2,188	2,626	대당 구리 수요: BEV 80kg, HEV 60kg, PHEV 40kg, ICE 20kg (CDA, Mining Technology, ICA, CME Group)
	HEV	천톤	303	371	429	493	567	652	750	862	
	PHEV	천톤	239	368	427	491	565	650	747	859	
	ICE	천톤	1,418	1,346	1,346	1,222	1,077	905	703	465	
	소계 (ICE 제외)	천톤	1,231	1,531	1,911	2,251	2,652	3,125	3,685	4,347	
신재생에너지 신규 설치	태양광	GW	437	566	633	678	725	779	827	888	Bloomberg NEF
	육상풍력	GW	91	95	105	96	102	112	122	132	
	해상풍력	GW	23	32	41	42	46	48	47	53	
신재생에너지 구리 수요	태양광	천톤	2,185	2,830	3,165	3,390	3,625	3,895	4,135	4,440	1MW당 5t 수요 가정 (EIA 4.1 t/MW, CDA 5.5 t/MW)
	육상풍력	천톤	329	340	379	346	368	404	439	475	1MW당 3.6t 수요 가정 (IEA 4.5 t/MW, CDA 3.5 t/MW)
	해상풍력	천톤	187	256	327	337	371	385	378	427	1MW당 8t 수요 가정 (IEA)
	소계	천톤	2,700	3,426	3,870	4,073	4,363	4,684	4,952	5,343	
비전통 구리 수요		천톤	4,018	5,227	6,547	7,750	9,097	10,548	12,150	14,148	

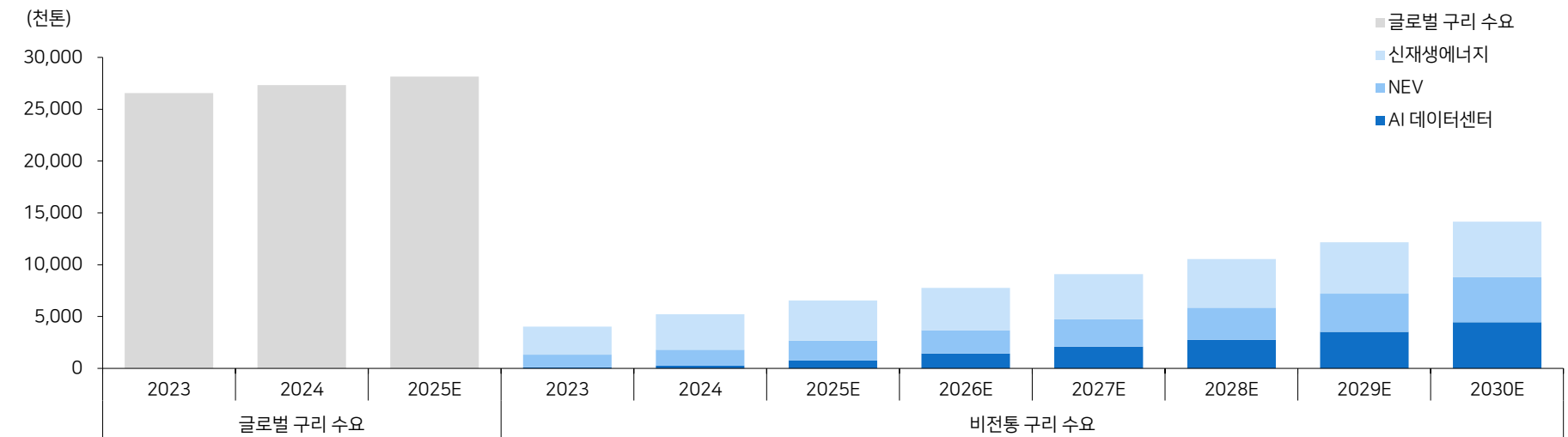
자료: Bloomberg, IEA, EIA, CDA, ICA, CME, 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

[수요] '25E 글로벌 수요 2,800만톤 vs '30E 비전통 수요 1,400만톤

2026 Outlook #12
철강/금속

- 2025년 예상되는 비전통 구리 수요(xEV, 태양광발전, 해상/육상풍력, AI 데이터센터)는 총 656만톤 수준으로 추정
- 이는 연간 총 구리 수요 2,800만톤의 23.4%에 해당
- 2030년까지 비전통 구리 수요의 증분은 약 760만톤 수준으로 추정
- 지난 75년간 글로벌 구리 수요 CAGR 3.1% > 최근 15년간 CAGR 1.9% < 향후 CAGR 점차 **상향조정 예상**

완만하게 성장했던 글로벌 구리 수요, 상대적으로 가파르게 증가할 것으로 예상되는 비전통 구리 수요



자료: Bloomberg, IEA, EIA, CDA, ICA, CME, ICSG, 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

[수요] 비전통 수요의 가격 비탄력성

2026 Outlook #12
철강/금속

- 구리 가격이 톤당 10,000달러 15,000달러로 50% 폭등하는 시나리오를 가정해도, 각 산업의 총 비용 대비 구리 비용의 비중 변화는 미미
- 비전통 수요 산업(데이터센터, EV/자동차, 재생에너지)은 구리 가격 상승에 대한 민감도가 상대적으로 낮아, 수요 증가가 지속될 가능성이 높음
- 전통적인 구리 수요(건설, 가전)는 경기 침체 시 수요가 둔화하는 '경기 민감형' 수요
- 하지만 AI, xEV, 신재생에너지로 대표되는 '비전통 수요'는 구조적 수요 변화를 일으킬 수 있음

구리 가격 +1,000달러/톤 → 투자비용 민감도: 데이터센터 +0.27%, 자동차 가격 +0.07%, 태양광발전 +0.45%, 육상풍력 +0.18%, 해상풍력 +0.16%

Cu 가격 변동 (달러/톤)	데이터센터 (1GW) 가정: 1MW당 27톤 사용			자동차 가정: 대당 35kg 사용			태양광 (1GW) 가정: 1MW당 5톤 사용			육상풍력 (1GW) 가정: 1MW당 3.6톤 사용			해상풍력 (1GW) 가정: 1MW당 8톤 사용		
	총비용 (백만달러)	Cu 값 변동 (백만달러)	총비용 대비 (%)	ASP (달러)	Cu 값 변동 (달러)	총비용 대비 (%)	총비용 (백만달러)	Cu 값 변동 (백만달러)	총비용 대비 (%)	총비용 (백만달러)	Cu 값 변동 (백만달러)	총비용 대비 (%)	총비용 (백만달러)	Cu 값 변동 (백만달러)	총비용 대비 (%)
+1,000	10,000	+27	+0.27	50,000	+35	+0.07	1,100	+5	+0.45	2,000	+3.6	+0.18	5,000	+8	+0.16
+2,000	10,000	+54	+0.54	50,000	+70	+0.14	1,100	+10	+0.91	2,000	+7.2	+0.36	5,000	+16	+0.32
+3,000	10,000	+81	+0.81	50,000	+105	+0.21	1,100	+15	+1.36	2,000	+10.8	+0.54	5,000	+24	+0.48
+4,000	10,000	+108	+1.08	50,000	+140	+0.28	1,100	+20	+1.82	2,000	+14.4	+0.72	5,000	+32	+0.64
+5,000	10,000	+135	+1.35	50,000	+175	+0.35	1,100	+25	+2.27	2,000	+18	+0.90	5,000	+40	+0.80

주: 데이터

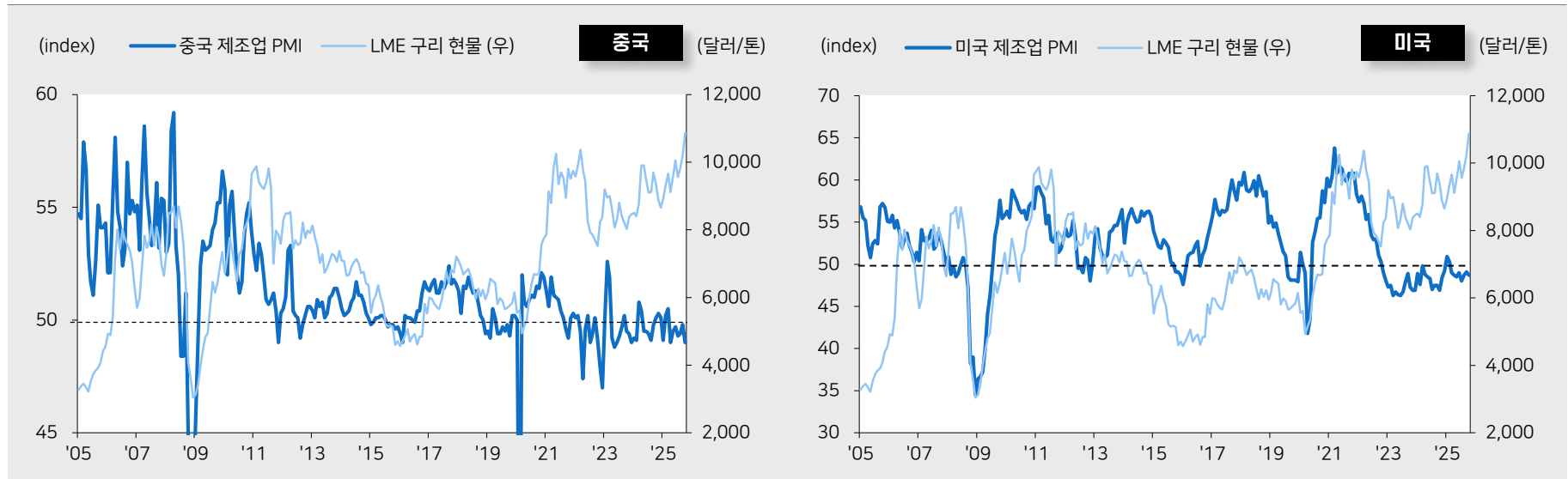
자료: Bloomberg, IEA, EIA, CDA, ICA, CME, ICSG, 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

[수요] Doctor Copper → Electric Copper

2026 Outlook #12
철강/금속

- ‘닥터 코퍼’, 구리 수요가 건설, 제조업 등 전반적인 실물 경제의 건강 상태를 가장 먼저 반영한다는 의미. 구리 가격을 보면 세계 경제를 진단할 수 있는 경제 지표의 역할을 수행해왔음.
- 데이터센터, 에너지 등 비전통 수요는 구리 가격이 올라도 투자를 멈출 수 없는 영역. 경기 동행 수요가 아니라, 가격과 무관하게 발생하는 구조적 수요.

제조업 경기 지표와 구리 가격의 디커플링



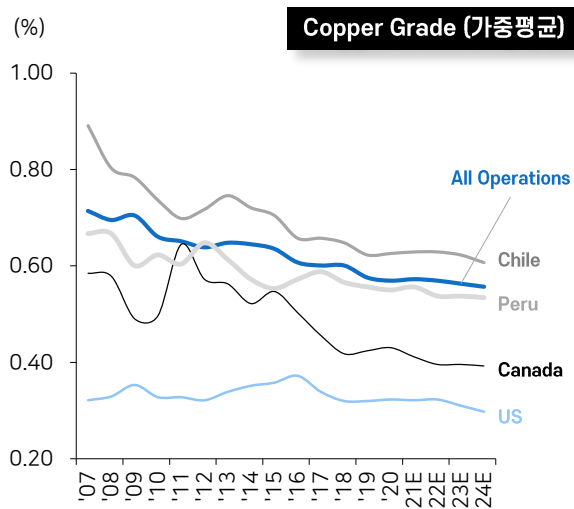
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

[공급] 공급 측에서는 Capex 소극적이며 생산비용 상승 구간

2026 Outlook #12
철강/금속

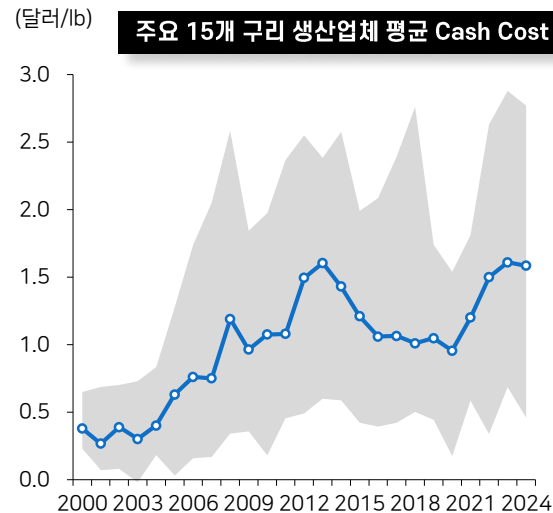
- 주요 업체들의 Capex는 2020년 이후 점진적 상승 중이나 2010년대의 증설 시기에 비해서는 낮은 수준. 생산능력 확대는 제한적이며 유지보수/공정 합리화/R&D 또는 환경오염 저감 관련 지출로 예상
- 구리 광석의 지속적 품위 하락은 공급 감소와 비용 상승을 유발하는 구조적 공급측 요인
정광 품위뿐 아니라 귀금속 등 기타 물질의 품위 또한 낮아지는 추세
- 낮은 회수율, 높은 임금/에너지 비용 등으로 구리 Cash Cost는 지속 상승 중

구리 광석 등급은 점차 하락, 비용 상승을 유발



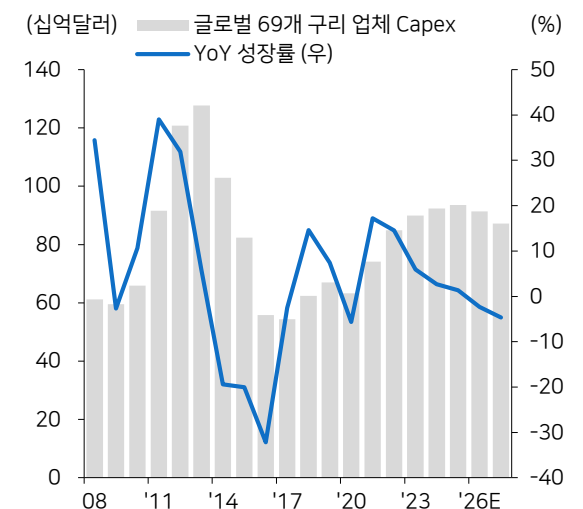
자료: CRU, 메리츠증권 리서치센터

COVID19 이후 Cash Cost 상승



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

유의미한 증산으로 보기 어려운 Capex 규모



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

[공급] Capital Intensity, Incentive Price 주목

 2026 Outlook #12
 철강/금속

- 구리 시장을 분석할 때 C1, AISC, LPMC보다 **자본 집약도(Capital Intensity)와 유인 가격(Incentive Price)에 집중해야 하는 이유**
- 현재 구리 시장의 병목은 광산의 운영보다는 신규 투자, 즉 새로운 공급원
 현재 구리 시장 가격은 SRMC (90 percentile C1 기준 \$6,614/t), AISC(\$4,034/t)를 상회.
 이는 현존 광산 대부분이 견고한 현금흐름을 창출하고 있음을 의미
- 구조적 공급부족이 발생했을 때, 브라운필드와 그린필드 신규 투자를 통해서 이를 충족해야 함
 따라서 신규 투자와 관련된 주요 지표인 '자본집약도(Capital Intensity)'와 '유인 가격(Incentive Price)'에 주목

광산의 비용 프레임워크

비용 항목	Formula	핵심 질문	시장에서의 역할
C1 (Cash Cost)	(채광비 + 처리비 + 현장 G&A + 운송비 + TC/RC) - 부산물 수익	지금 당장, 현장에서 현금이 남는가?	단기 생산 중단(Shutdown) 가격. 가격이 이보다 낮으면, 생산할수록 현금 손실이 발생
AISC (All-in Sustaining Cost)	C1 + 지속유지 Capex (노후 장비 교체, 현장 탐사, 환경 복구 총당금 등)	광산이 망가지지 않고 계속 운영될 수 있는가?	현존 광산의 실질적 손익분기점. 가격이 이보다 낮으면, 광산은 노후화되며 장기 생존이 불가능
SRMC (Short-Run Marginal Cost)	비용곡선 90~95%ile 생산자의 C1 또는 AISC	수요를 충족하기 위해 필요한 '가장 비싼' 광산의 비용은 얼마인가?	단기/중기 시장 가격의 하한선. 시장 가격은 이 한계 비용 수준에서 지지.
LRMC (Long-Run Marginal Cost)	AISC + 투자자본의 요구수익 (= Sunk Capital × WACC / 연간 생산량)	이 기존 광산이 경제적으로 '성공한' 투자였는가?	현존 산업의 '경제적' 지속가능 가격. 가격이 이보다 낮으면, 산업 전체가 자본비용을 회수하지 못하고 있음을 의미.
Capital Intensity (자본 집약도)	초기 총 투자비 (Initial Capex) / 연간 생산능력 (tpa)	연간 생산능력 1톤을 확보하는 데 초기 자본이 얼마 드는가?	신규 투자의 '진입 장벽' 그 자체. 이 수치가 높을수록 신규 공급이 어렵고, 유인 가격(Incentive price) 상승
Incentive Price (유인 가격)	NPV(P) = 0을 만족하는 장기 실현 가격 (P) (프로젝트 DCF 기반)	미래에 얼마를 벌 것으로 예상해야 새 광산을 짓겠는가?	그린필드 신규 공급의 FID(투자 결정) 트리거. 시장 가격이 이 가격을 넘어 장기간 유지될 것이라는 전망이 있어야 신규 투자 발생

자료: 메리츠증권 리서치센터

[공급] 유인 가격 (Incentive Price): 신규 공급의 '손익분기점'

- **유인 가격(Incentive price):** 그린필드 투자를 유인하는 장기 균형 가격
 - = 약 16년 뒤 생산을 시작할 신규 프로젝트의 초기 투자비(Initial Capex)를 정당화할 수 있는 장기 균형 가격
 - = 특정 프로젝트의 전체 수명 주기에 걸친 현금흐름할인(DCF) 모델에서 순현재가치(NPV)를 0으로 만드는 가격 P

$$NPV(P) = \sum_{t=1}^n \frac{(\text{연간수익}(P) - \text{Opex} - \text{Capex} - \text{Tax})}{(1 + WACC)^t} - \text{Initial Capex} = 0$$

- 할인율(WACC)은 프로젝트의 위험(지정학적, 기술적)을 반영한 회사의 '요구 수익률(IRR)'
- 가장 최근, 업계와 조사기관에서는 10,041 ~ 12,000달러/톤 수준을 Incentive Price의 범위로 언급

광산의 비용 프레임워크: Cu 사례

비용 항목	2025년 추정 범위 (달러/lb)	2025년 추정 범위 (달러/t)	비고
C1 (Cash Cost)	1.65 - 1.95	3,638 - 4,300	Teck 2025년 가이드런스. 부산물 수익이 차감된 순현금 비용
AISC (All-in Sustaining Cost)	1.83	4,034	Wood Mackenzie 2025년 글로벌 평균 전망치 (C1 + Sustaining Capex). 부산물 가격 강세로 2024년 대비 소폭 하락
SRMC (Marginal Cash Cost)	~3.00	6,614	S&P Global 2025년 기준 90th percentile C1. 가격의 단기 하한선 역할.
Incentive Price (유인 가격)	4.55	10,041 ~ 12,000	CRU (Teck 2Q25 IR Presentation) 2025년 신규 프로젝트 유인 가격 추정치. 신규 공급(Greenfield)을 유도하기 위한 손익분기점 가격.
LRMC (Long-Run Marginal Cost)	-	-	2025년 기준 LRMC(90th percentile AISC + 자본수익). 개념적으로 SRMC(3.00\$/lb)보다는 높으며, 신규 한계 공급 비용이라는 점에서 유인 가격(4.55\$/lb)과 유사하거나 이에 근접.

자료: 각 사 및 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

[공급] 구리 Incentive Price P* 의 주요 변수 파악

2026 Outlook #12

철강/금속

Incentive Price를 '비용과 판매량의 함수'로 분해하는 과정

$$NPV(P^*) = \sum_{t=1}^n \left(\frac{(P^* * Q_t - Opex_t - Capex_t - Tax_t)}{(1 + WACC)^t} \right) - Initial Capex = 0$$

$$P^* = \frac{\left(Initial Capex + \sum_{t=1}^n \left(\frac{(Opex_t + Capex_t + Tax_t)}{(1 + WACC)^t} \right) \right)}{\left(\sum_{t=1}^n \left(\frac{Q_t}{(1 + WACC)^t} \right) \right)}$$

$$P^* = \frac{(\text{총비용의 현재가치 (PV of Total Costs)})}{(\text{총 할인 판매량 (PV of Total Quantity)})}$$

변수	변수 값이 증가할 때...	P* 의 변화	해석
Initial Capex (초기 투자비)	비용 증가	↑ 증가	총비용(분자)이 커지므로, 이를 회수하기 위한 가격이 상승
Opex (운영비용)	비용 증가	↑ 증가	총비용(분자)이 커지므로, 이를 회수하기 위한 가격이 상승
Capex (자본적 지출)	비용 증가	↑ 증가	총비용(분자)이 커지므로, 이를 회수하기 위한 가격이 상승
Tax (세금)	비용 증가	↑ 증가	총비용(분자)이 커지므로, 이를 회수하기 위한 가격이 상승
Q (판매량)	매출 증가	↓ 감소	총 할인 판매량(분모)이 커짐. 즉, 더 많은 수량에 비용을 배분할 수 있으므로, 단위당 가격은 낮아져도 됨
WACC (할인율)	할인율 증가	↑ 증가	WACC가 높아지면 미래 판매량(Q_t)의 현재가치가 크게 감소하지만, 초기 투자비는 그대로. 즉, 더 적은 가치의 미래 판매량으로 고정된 초기 투자비를 회수해야 하므로 가격이 상승해야 함

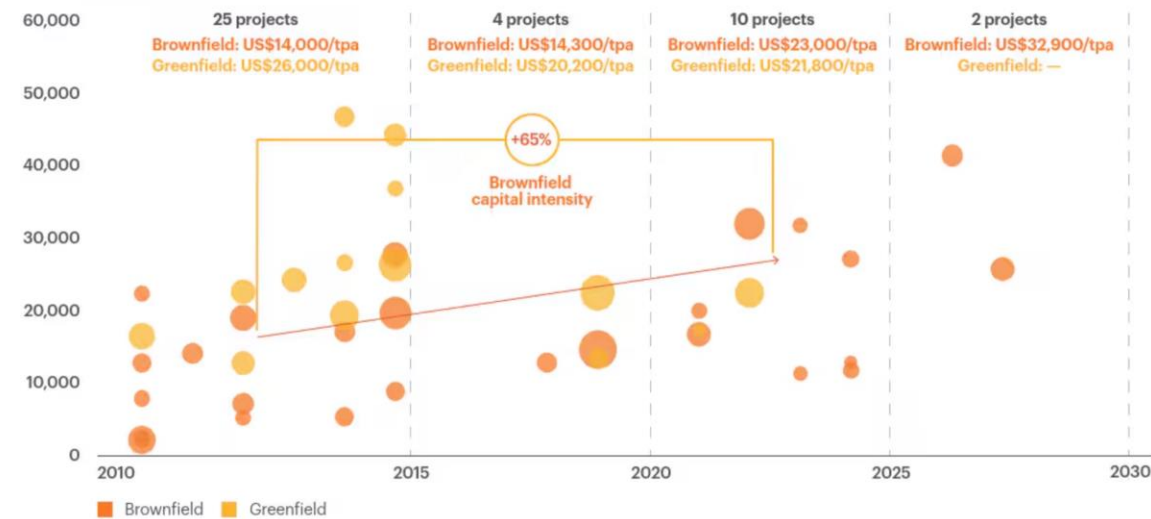
자료: 메리츠증권 리서치센터

[공급] 자본집약도(Capital Intensity) ↑ → 신규공급의 손익분기점 ↑

2026 Outlook #12
철강/금속

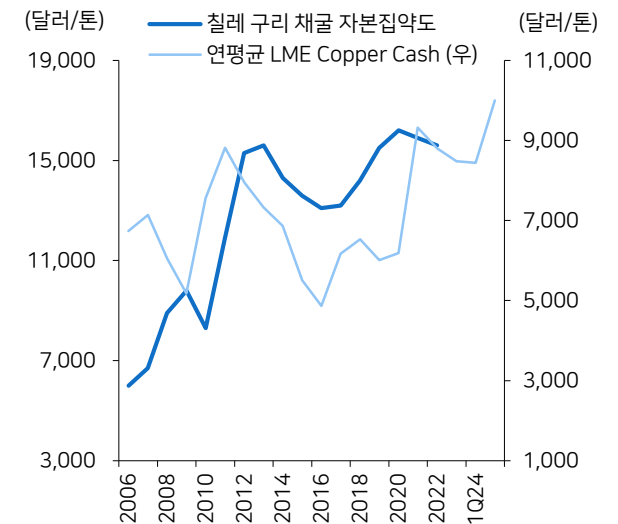
- 자본집약도 = 프로젝트 Capex ÷ 연간 생산능력
- 전 세계 구리 공급의 약 30%가 2035년까지 브라운필드 프로젝트에서 발생할 전망인데, 2010년 이후 브라운필드 자본집약도 65% 상승, 최근엔 그린필드 수준에 근접
- 기존 인프라·노동력 활용으로 기술적 리스크는 낮지만, 인허가·규제 강화로 Capex 및 기간 부담 증가

그린필드의 자본집약도는 기존부터 매우 높은 수준에서 형성되어 있으며, 브라운필드의 자본집약도는 2020년대 급증



자료: BHP, 메리츠증권 리서치센터

자본집약도와 가격은 시차를 두고 동행



자료: S&P Global, 메리츠증권 리서치센터

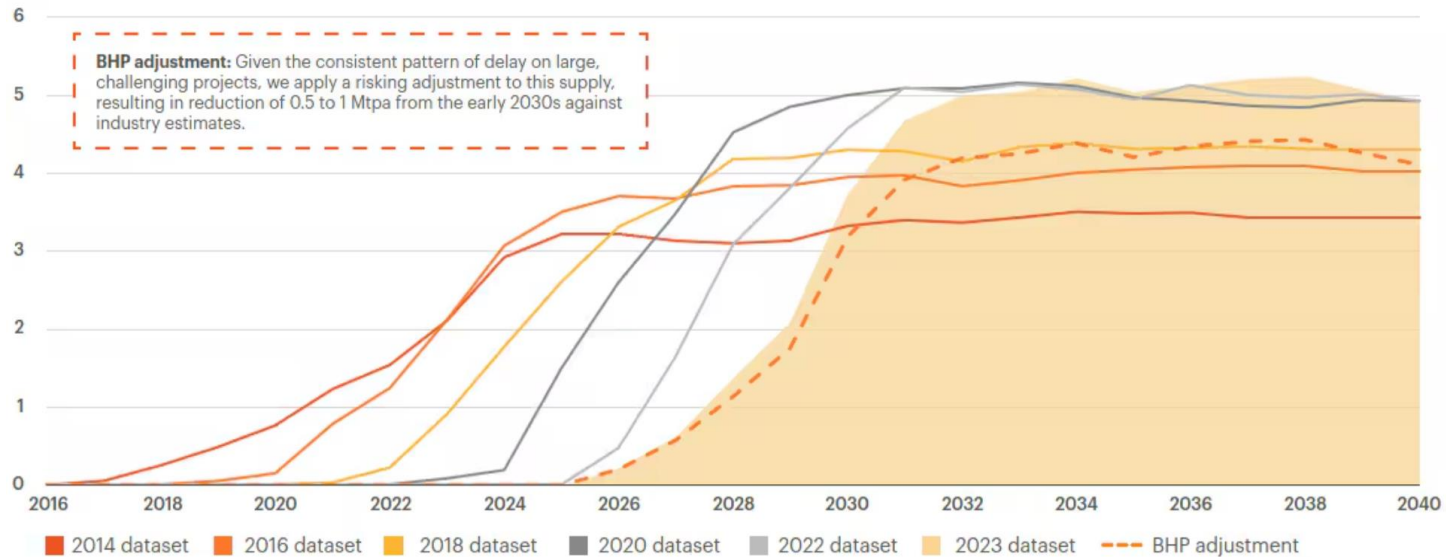
[공급] 그린필드 프로젝트 지연 → WACC ↑ → Incentive Price ↑

2026 Outlook #12
철강/금속

- 전세계 30대 미개발 프로젝트가 2035년까지 연간 약 500만톤 공급 기여 예상하나, 2014~2024년 동안 전 프로젝트의 상업화 일정이 반복해서 지연
- 프로젝트 지연은 수익 발생 시점을 미루기 때문에 투자 회수 기간과 리스크를 동시에 늘림
- 따라서 요구수익률을 높이게 되고, 결국 Incentive Price 또한 높아지는 효과

2014~2024년 동안 전세계 주요 그린필드 프로젝트의 상업화 일정이 반복해서 지연

(Copper production capacity, Mtpa)



자료: BHP, 메리츠증권 리서치센터

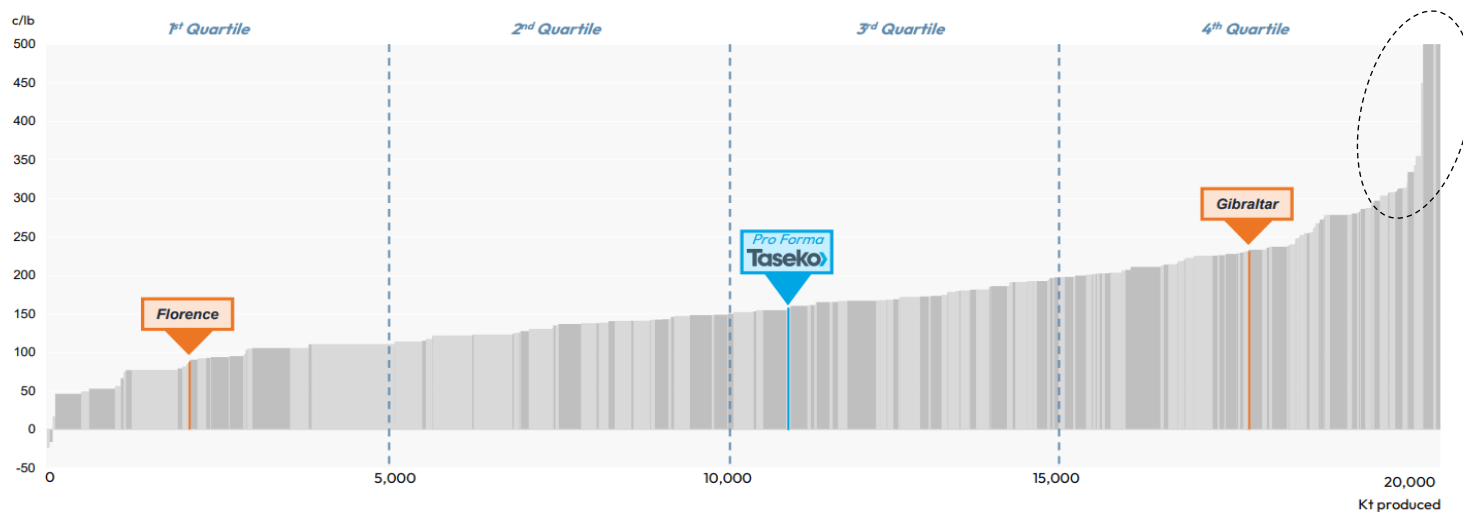
[공급] 비선형적 비용 인플레이션

2026 Outlook #12

철강/금속

- 글로벌 구리 비용 곡선은 전 세계 광산의 생산 비용을 가장 싼 곳부터 비싼 곳 순서로 나열, 90th percentile 이후 꼬리 부분 가파른 것이 특징
- 이 구간은 낮은 품위(0.6% 미만), 불리한 입지 조건이나 높은 세금 등으로 인해 구조적으로 비용이 높은 한계 광산들로 구성
- 견조한 수요가 이 90% 지점을 넘어선 공급을 요구하게 되면, 시장은 이 값비싼 한계 광산들의 생산량에 의존
- 89번째 광산과 91번째 광산의 비용 차이는 완만하지 않고 급격한 '계단' 형태이기 때문에, 이들의 생산을 유도하기 위한 시장 가격 역시 점진적이 아니라 비선형적으로 급등
- 가파른 비용 곡선 구조는, 적은 양의 추가 수요만으로도 시장 가격이 폭등해야만 공급 부족을 막을 수 있는 구리 시장의 핵심적인 '공급 비탄력성'을 의미

Taseko Mines 가 2024년 제시한 글로벌 구리 Cost Curve



주: 2026 C1 cash cost 전망치 기준

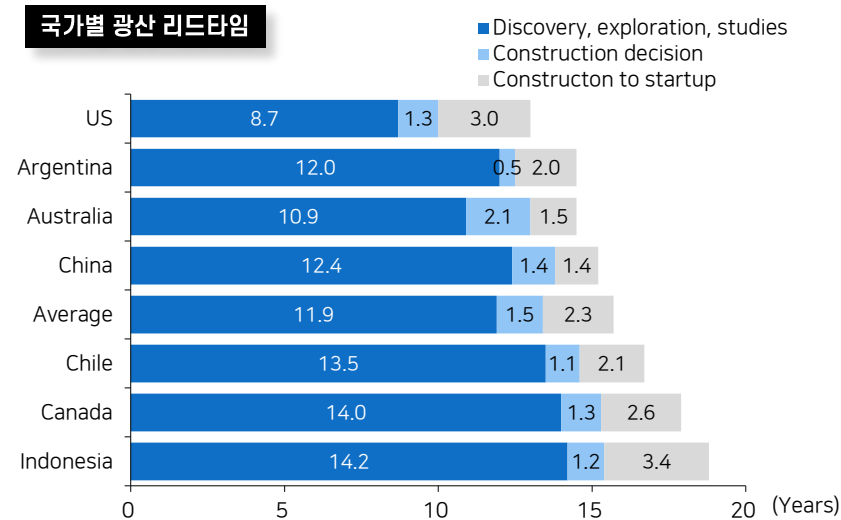
자료: Wood Mackenzie, Taseko Mines, 메리츠증권 리서치센터

[공급] 리드타임은 4년~16년

2026 Outlook #12
철강/금속

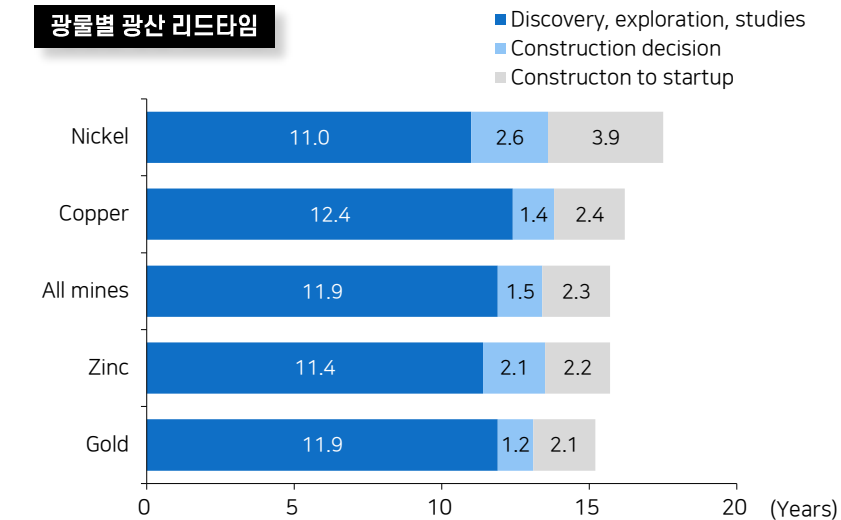
- 광산 발견(pre-discovery)부터 상업 생산(startup)까지의 리드타임은 평균 15.7년 소요
- 개발(development) 이후 상업생산까지는 평균 3.8년 소요
- 다시 말해, Capex 집행 이후 상업생산까지의 소요시간은 약 4년 내외

광산 개발, 평균적으로 최장 15.7년 소요



자료: S&P Global, 메리츠증권 리서치센터

구리 광산 개발은 평균보다 길게 소요되는 편



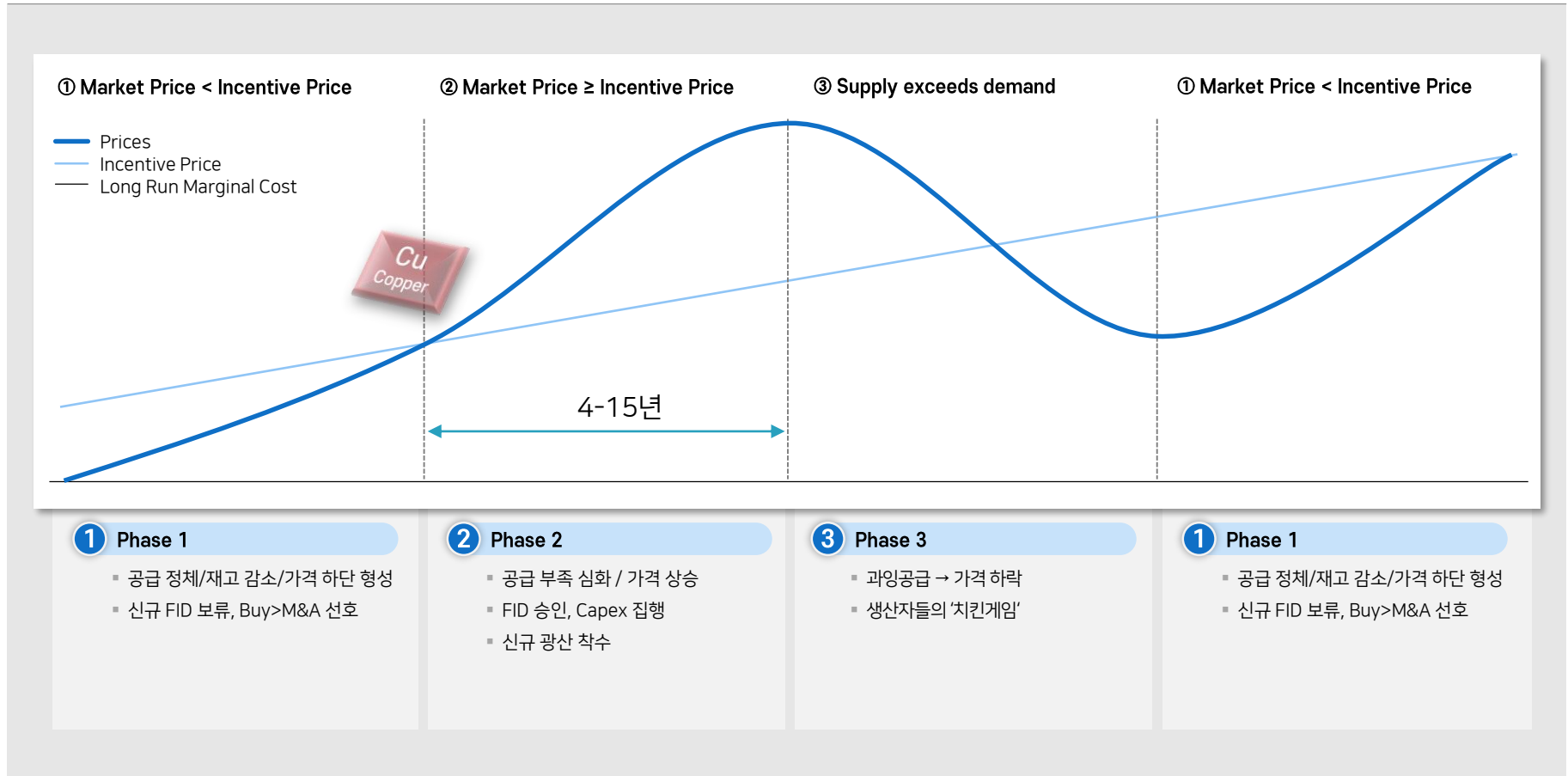
자료: S&P Global, 메리츠증권 리서치센터

Incentive Price에 기반한 가격 Cycle

2026 Outlook #12

철강/금속

Incentive Price에 기반한 가격 Cycle



자료: 메리츠증권 리서치센터

Metal & Mining Industry Valuation																								2026 Outlook #12			
																								철강/금속			
산업	기업	Ticker	시가총액 (조원)	%CHG		PER				EPS Growth				PBR				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		
중국 대기업	Jiangxi Copper	600362 CH	25.2	-4.4	68.9	21.4	17.2	16.1	14.3	0.9	18.4	7.0	12.5	1.9	1.7	1.6	1.4	12.1	11.3	11.0	9.9	9.3	9.6	9.6	10.1		
	Tongling 비철금속	000630 CH	14.3	-10.7	30.3	17.7	19.8	12.6	11.1	-8.7	21.1	59.5	11.9	2.0	1.9	1.7	1.6	-	-	-	-	9.1	10.1	13.3	13.8		
	China 비철금속	1258 HK	10.4	-0.3	86.0	19.0	15.7	19.4	12.5	39.2	16.1	-19.2	54.6	3.2	2.8	2.4	2.1	-	6.5	5.8	4.5	19.6	18.4	16.8	17.3		
	Southern Copper	SCCO US	161.9	9.2	37.9	31.4	27.1	25.1	25.7	41.0	19.7	7.9	-2.4	12.0	10.1	9.5	8.7	17.3	15.4	14.3	14.0	41.6	39.0	35.2	31.4		
	Freeport-McMoRan	FCX US	83.4	-2.6	-4.9	28.1	26.8	18.9	14.1	2.3	13.4	41.7	33.9	3.2	3.0	2.6	2.2	7.3	8.0	6.5	4.8	14.6	11.0	15.6	18.0		
	Teck Resources	TECK US	29.2	-1.8	24.4	25.4	25.8	24.1	21.4	-83.3	175.9	6.8	12.9	1.2	1.1	1.1	1.1	5.3	7.9	6.7	5.9	0.1	4.5	4.6	5.7		
	First Quantum	FM CN	25.7	-6.6	24.9	-	293.4	22.9	9.9	흑전	-	1183.3	131.6	1.5	1.5	1.5	1.3	16.5	13.6	8.4	4.6	-0.2	0.6	5.8	13.1		
	Lundin Mining	LUN CN	22.1	18.1	56.1	37.1	26.5	20.4	19.9	적전	흑전	30.1	2.2	2.7	2.5	2.2	2.0	10.3	9.2	7.9	8.1	2.1	10.8	11.2	10.4		
	Hudbay Minerals	HBM US	9.3	-2.7	67.3	34.8	19.2	12.7	10.5	-9.1	321.0	50.4	21.3	2.4	2.1	1.7	1.5	8.4	6.3	4.8	3.6	6.7	11.7	12.5	13.9		
	Taseko Mines	TGB US	2.3	-0.2	38.8	32.5	42.3	13.4	8.3	적전	흑전	216.3	62.0	3.8	2.5	2.0	1.6	12.9	12.0	5.7	3.8	-17.4	4.2	22.6	25.4		
Average					26.5	22.8	16.4	12.8					2.4	2.1	1.8	1.6	10.3	8.8	6.6	5.4	8.4	10.9	14.1	15.2			
미국 대기업	Glencore	GLEN LN	81.1	5.8	28.6	18.2	27.4	14.1	11.4	적전	흑전	94.3	23.1	1.4	1.5	1.4	1.4	5.9	6.8	5.2	4.8	8.8	4.7	10.6	12.7		
	BHP	BHP AU	204.9	1.0	6.1	10.3	13.6	11.6	12.0	-38.9	31.6	17.1	-3.5	3.1	2.9	2.7	2.5	5.4	6.1	5.9	6.2	19.4	22.9	21.8	19.0		
	Rio Tinto	RIO LN	171.4	6.8	16.4	10.2	11.1	10.5	10.1	14.7	-11.6	6.3	3.3	2.0	1.8	1.7	1.6	5.4	5.8	5.5	5.3	20.6	17.5	17.8	17.2		
	Anglo American	AAL LN	62.6	-1.5	30.6	19.8	47.5	23.0	18.1	적전	흑전	106.1	27.4	1.6	2.3	1.9	1.9	7.3	9.4	8.0	7.0	10.4	4.5	9.2	10.6		
	Zijin Mining	2899 HK	163.9	-1.4	43.9	24.9	16.1	12.8	11.6	48.8	57.7	25.7	9.9	5.9	4.4	3.5	2.9	16.6	11.1	8.4	7.5	26.2	30.1	29.6	26.8		
	스미토모금속광산	5713 JP	13.6	0.2	37.9	32.5	17.7	13.2	14.2	-73.3	371.0	34.0	-6.7	0.8	0.7	0.7	0.7	20.4	15.6	15.7	16.4	5.1	4.4	5.5	5.4		
	Average					18.3	18.7	12.9	12.3					2.0	2.1	1.9	1.8	8.8	8.3	7.0	6.5	14.8	12.4	14.8	14.8		
미국 중소기업	Newmont	NEM US	132.8	-2.1	20.9	27.0	13.4	11.0	10.1	흑전	113.7	21.9	8.7	3.1	2.7	2.0	1.7	12.0	7.2	5.8	5.2	13.5	21.7	21.4	19.0		
	Wheaton Precious Metals	WPM US	65.6	-6.1	-1.6	68.4	38.0	31.3	27.8	-1.7	123.3	21.6	12.6	6.1	5.4	4.7	4.2	45.3	26.3	21.2	18.4	8.6	14.8	14.2	13.7		
	Industrias Peñoles	PE&OLES* MM	22.8	-7.2	24.7	127.3	14.4	12.0	12.7	-51.4	1420.6	20.6	-6.2	3.7	3.0	2.5	2.4	12.7	5.8	5.6	5.9	2.1	18.8	18.9	17.1		
	Average					74.2	21.9	18.1	16.9					4.3	3.7	3.1	2.8	23.3	13.1	10.9	9.8	8.0	18.4	18.2	16.6		
고려아연 풍산 LS	010130 KS	19.9	6.6	30.3	36.2	27.8	26.6	23.1	-65.2	265.2	4.3	15.3	2.5	2.5	2.4	2.3	16.3	16.9	16.5	15.2	3.5	9.9	9.2	10.3			
	103140 KS	2.8	-17.8	-15.8	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	11.3	9.1	10.6	10.5			
	006260 KS	6.3	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	3.9	7.9	9.8	11.4			

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

(단위: 십억달러, 배, %)

Metal & Mining Industry Earnings Consensus

2026 Outlook #12

철강/금속

산업 / 기업명 (십억원)	Ticker	시가총액 (조원)	매출액				EBITDA				영업이익				영업이익률				순이익				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
구리·아연 중심																										
Jiangxi Copper	600362 CH	25.4	98,521	110,400	117,384	116,883	2,477	2,931	3,077	3,314	1,915	2,336	2,349	2,618	1.9	2.1	2.0	2.2	1,309	1,633	1,735	1,956	1.3	1.5	1.5	1.7
Tongling 비철금속	000630 CH	14.4	27,613	34,715	38,306	42,096	1,677	2,131	2,360	2,952	1,138	1,740	2,276	2,762	4.1	5.0	5.9	6.6	533	688	1,093	1,246	1.9	2.0	2.9	3.0
China 비철금속	1258 HK	10.7	5,207	5,248	5,809	5,978	1,322	1,533	1,651	1,972	1,060	1,347	1,422	1,717	20.4	25.7	24.5	28.7	544	670	701	836	10.4	12.8	12.1	14.0
Southern Copper	SCCO US	161.6	15,599	18,356	18,774	18,925	8,878	10,557	11,453	11,641	7,579	9,344	10,164	10,719	48.6	50.9	54.1	56.6	4,607	5,716	6,149	6,219	29.5	31.1	32.8	32.9
Freeport-McMoRan	FCX US	83.2	34,730	36,317	38,795	45,359	12,483	13,214	16,120	21,285	9,365	9,387	12,345	17,505	27.0	25.8	31.8	38.6	2,577	3,075	4,678	6,286	7.4	8.5	12.1	13.9
Teck Resources	TECK US	29.2	9,027	10,733	11,264	12,060	1,710	3,886	4,583	5,111	-9	1,986	2,576	3,084	-0.1	18.5	22.9	25.6	404	1,053	1,111	1,356	4.5	9.8	9.9	11.2
First Quantum	FM CN	25.7	6,552	7,363	9,204	13,113	1,969	2,442	3,941	6,601	1,105	1,376	2,796	4,999	16.9	18.7	30.4	38.1	3	93	1,143	2,501	0.0	1.3	12.4	19.1
Lundin Mining	LUN CN	22.1	4,670	5,724	6,014	5,955	1,974	2,625	3,021	2,979	1,145	1,752	2,125	2,207	24.5	30.6	35.3	37.1	-278	851	1,167	1,108	-5.9	14.9	19.4	18.6
Hudbay Minerals	HBM US	9.3	2,758	3,252	3,566	3,954	1,130	1,558	1,799	2,138	546	976	1,197	1,458	19.8	30.0	33.6	36.9	105	476	723	850	3.8	14.6	20.3	21.5
Taseko Mines	TGB US	2.3	606	692	1,007	1,169	177	236	463	610	103	138	300	355	17.1	20.0	29.8	30.3	-13	46	171	250	-2.2	6.6	17.0	21.4
종합광산																										
Glencore	GLEN LN	82.7	315,095	335,068	333,793	338,602	15,061	18,267	22,434	24,137	6,059	7,511	12,085	13,708	1.9	2.2	3.6	4.0	-2,229	3,246	6,098	7,390	-0.7	1.0	1.8	2.2
BHP	BHP AU	205.8	74,248	71,339	75,335	73,704	34,957	36,418	39,417	37,613	26,938	28,664	31,010	28,852	36.3	40.2	41.2	39.1	10,535	14,339	16,200	15,200	14.2	20.1	21.5	20.6
Rio Tinto	RIO LN	173.7	73,210	80,408	81,379	84,037	29,431	34,449	35,930	37,085	21,357	23,467	25,014	25,955	29.2	29.2	30.7	30.9	15,761	14,934	15,874	16,354	21.5	18.6	19.5	19.5
Anglo American	AAL LN	64.0	37,234	27,830	29,602	32,658	3,880	9,257	10,899	12,207	-311	5,596	7,236	8,381	-0.8	20.1	24.4	25.7	-4,186	1,300	2,530	3,313	-11.2	4.7	8.5	10.1
Zijin Mining	2899 HK	164.3	57,612	76,498	89,147	91,614	10,791	17,295	21,776	23,760	8,886	14,826	18,804	20,656	15.4	19.4	21.1	22.5	6,081	10,154	12,765	14,186	10.6	13.3	14.3	15.5
스미토모금속광산	5713 JP	13.8	14,581	15,678	16,224	15,900	509	1,277	1,339	1,297	-104	656	715	771	-0.7	4.2	4.4	4.9	151	756	977	890	1.0	4.8	6.0	5.6
귀금속 중심, 아연 부산물																										
Newmont	NEM US	132.5	25,489	31,607	34,582	35,691	9,728	18,406	21,707	22,338	6,177	15,557	17,857	18,369	24.2	49.2	51.6	51.5	4,568	10,025	12,143	12,724	17.9	31.7	35.1	35.6
Wheaton Precious Metals	WPM US	65.5	1,753	3,001	3,545	4,045	1,186	2,437	2,960	3,273	847	1,960	2,311	2,343	48.3	65.3	65.2	57.9	722	1,759	2,098	2,348	41.2	58.6	59.2	58.1
Industrias Peñoles	PE&OLES* MM	22.8	9,073	11,213	12,013	11,535	2,541	4,345	4,338	4,044	1,466	3,317	3,324	3,035	16.2	29.6	27.7	26.3	100	1,534	1,456	1,367	1.1	13.7	12.1	11.9
고려아연	010130 KS	19.9	12,053	15,964	17,689	19,112	1,076	1,447	1,525	1,706	723	1,053	1,103	1,253	6.0	6.6	6.2	6.6	191	743	721	833	1.6	4.7	4.1	4.4
풍산	103140 KS	2.9	4,554	5,072	5,457	5,733	412	392	459	500	324	297	358	394	7.1	5.9	6.6	6.9	236	206	259	282	5.2	4.1	4.8	4.9
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

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

(단위: 십억원, %)

[예의주시] 글로벌 Top 20 구리 광산, 공급차질 주목

2026 Outlook #12
철강/금속

Rank	Mine	Country	Operator/Owner(s)	Source	Capa (kt)
1	Escondida	Chile	BHP (57.5%), Rio Tinto Corp. (30%), Japan Escondida (12.5%)	Concs & SX-EW	1,350
2	Grasberg	Indonesia	PT Freeport Indonesia (PT Inalum and the provincial/regional government 51.2% and Freeport-McMoRan Inc 48.8%)	Concentrates	800
3	Collahuasi	Chile	Anglo American (44%), Glencore plc (44%), Mitsui (8.4%), JX Holdings (3.6%)	Concentrates	600
4	Kamoa-Kakula	Congo, DR	Ivanhoe Mines (39.6%), Zijin Mining Group (39.6%), Crystal River Global Limited (0.8%), Government of the Democratic Republic of Congo (20%)	Concentrates	600
5	Morenci	United States	Freeport-McMoRan Inc 72%, 28% affiliates of Sumitomo Corporation	Concs & SX-EW	570
6	Cerro Verde	Peru	Freeport-McMoRan 55.08%, Sumitomo 21%, Compañía de Minas Buenaventura 19.58%	Concs & SX-EW	550
7	Buenavista del Cobre (former Cananea)	Mexico	Grupo Mexico	Concs & SX-EW	535
8	Antamina	Peru	BHP (33.75%), Teck (22.5%), Glencore plc (33.75%), Mitsubishi Corp. (10%)	Concentrates	450
8	Tenke Fungurume	Congo, DR	China Molybdenum Co., Ltd 56%, affiliate of BHR Partners (Chinese private equity firm) 24%, Gecamines 20%	SX-EW	450
10	El Teniente	Chile	Codelco	Concs & SX-EW	401
11	Cobre Panama (on C&M)	Panama	First Quantum Minerals Ltd 90%, Korea Panama Mining Corp. (LS-Nikko Copper Inc. and Korean Resources Corporation) 10%	Concentrates	400
11	Las Bambas	Peru	MMG (62.5%), Guoxin International Investment Corporation Limited (22.5%), CITIC Metal Co., Ltd. (15%)	Concentrates	400
11	Los Pelambres	Chile	Antofagasta Plc (60%), Nippon Mining (25%), Mitsubishi Materials (15%)	Concentrates	400
11	Polar Division (Norilsk/Talnakh Mills)	Russia	Norilsk Nickel	Concentrates	400
15	Chuquibambilla	Chile	Codelco	Concs & SX-EW	370
16	Oyu Tolgoi	Mongolia	66% Rio Tinto, 34% Government of Mongolia	Concentrates	350
17	Quellaveco	Peru	Anglo American 60%, Mitsubishi Corp. 40%	Concentrates	340
18	Spence	Chile	BHP	Concs & SX-EW	315
19	Bingham Canyon	United States	Kennecott (Rio Tinto)	Concentrates	310
20	Kamoto	Congo	Katanga Mining Ltd (86.33% Glencore plc) 75%, Gecamines 25%	SX-EW	300
20	Quebrada Blanca	Chile	Teck 60%, Sumitomo 30%, Codelco 10%	Concentrates	300
20	Toromocho	Peru	Chinalco	Concentrates	300

자료: ICSG, 메리츠증권 리서치센터

[예의주시] 글로벌 Top 20 구리 제련소(Smelters), 공급차질 주목

2026 Outlook #12

철강/금속

Rank	Smelter	Country	Operator/Owner(s)	Process	Capa (kt)
1	Nanko Copper (smelter)	China	Guangxi Nanko Copper Co.	Side-Blown	675
2	Chifeng Jintong (smelter)	China	Chifeng Jintong Copper (Tongling Nonferrous Metals 51%, Beijing Dadi Yuantong 49%, Chengde Xigui 1%)	Side-Blown	520
2	Guixi (smelter)	China	Jiangxi Copper Group 43.72%, Hong Kong Securities Clearing Company Ltd. 31.03%, Other companies and private 25.25%	Flash Smelter	520
4	Adani (smelter)	India	Adani Entreprises	Flash Smelter	500
5	Jinguan (Flash Smelter)	China	Tongling Nonferrous Metals 100%	Flash Smelter	480
6	Manyar (smelter)	Indonesia	PT-FI (Freeport-McMoRan Inc. 48.76%)	Outokumpu Flash	470
7	Toyo (smelter)	Japan	Sumitomo Metal Mining Co. Ltd.	Outokumpu Flash	460
8	Chuquicamata (smelter)	Chile	Codelco	Outokumpu/Teniente Converter	450
8	Hamburg	Germany	Aurubis	Outokumpu, Contimelt, Electric	450
8	Saganoseki (smelter)	Japan	JX Nippon Mining & Metals Co.Ltd.,	Outokumpu Flash	450
11	Birla Copper (Dahej)	India	Birla Group (Hidaco)	Outokumpu Flash, Ausmelt, Mitsubishi Continuous	420
12	Chifeng Yunnan (smelter)	China	Chifeng Yunnan Copper (Yunnan Copper 45%, Chifeng state-owned capital operation Co.Ltd. , 45%, Jinfeng Copper 10%)	Side-Blown	400
12	Chinalco Southeast Copper (smelter)	China	Chinalco (Yunan Copper 60%, Fujian Investment & Development Group Co., Ltd. 40%)	Flash Smelter	400
12	El Teniente (Caletones)	Chile	Codelco	Reverberatory/ Teniente Conv.	400
12	Guangxi Xingyue	China	Guangxi Xingyue Material Technology	Side-Blown	400
12	Hongsheng Copper	China	Yangxin Hongsheng Copper Industry Company Limited (Daye Nonferrous 52%, China NO.15 Metallurgical Construction Group 24%, Huangshi Xingang Development Co.Ltd, 16%, Huangshi State Asset Management Co., Ltd 8%)	Flash Smelter	400
12	Jinchuan (Fangchenggang smelter)	China	Jinchuan Group 70%, Trafigura Pte Ltd. 20%, Trafigura Investment (China) Co., Ltd. 10%	Flash smelter	400
12	Jinchuan Gansu (NEW smelter)	China	Gansu state-owned Assets Investment Group 47.97%, Gansu Government State-owned Assets Supervision and Administration Commission 12.89%, The China Development Bank 13.53%, Other investors 25.61%	Side-Blown	400
12	Norilsk (Nikelevy, Medny)	Russia	Norilsk Nicke!	Reverb, Electric, Vanyukov	400
12	Shandong Fangyuan (smelter)	China	Dongying Development Zone Fangyuan nonferrous metal industry and Trade Co., Ltd 71.39%, Singapore Meijin jeweler 28.61%	Bottom-Blown	400
12	Sterlite Smelter (Tuticorin)	India	Vedanta	Isasmelt Process	400
12	Yanggu C&D (smelter)	China	Xiamen C&D 51%	Outokumpu Flash	400

자료: ICSG, 메리츠증권 리서치센터

[예의주시] 글로벌 Top 20 구리 정련소(Refineries), 공급차질 주목

2026 Outlook #12
철강/금속

Rank	Refinery	Country	Operator/Owners	Process	Capa (kt)
1	Guixi	China	Jiangxi Copper Corporation	Electrolytic	1100
2	Jinchuan Gansu (refinery)	China	Gansu state-owned Assets Investment Group 47.97%, Gansu Government State-owned Assets Supervision and Administration Commission 12.89%, The China Development Bank 13.53%, Other investors 25.61%	Electrolytic	800
3	Shandong Fangyuan (refinery)	China	Dongying Development Zone Fangyuan nonferrous metal industry and Trade Co., Ltd 71.39%, Singapore Meijin jeweler 28.61%	Electrolytic	700
4	Nanko Copper (refinery)	China	Guangxi Nanko Copper Co.	Electrolytic	675
5	Daye/Hubei (refinery)	China	China Non-ferrous Metals Mining Group Company Ltd (CNMC) 57.99%, Hubei Hongtai State-owned Capital Investment Operation Group 38.56%, Daye City Construction 2.32%, Huangshi State Asset Management Co., Ltd and Yangxin County State Asset management Co., Ltd 1.13%	Electrolytic	600
5	Yanggu C&D (refinery)	China	Xiamen C&D 51%	Electrolytic	600
7	Adani (refinery)	India	Adani Entreprises	Electrolytic	500
7	Birla	India	Birla Group (Hidaco)	Electrolytic	500
9	Jinchuan (Fangchenggang refinery)	China	Jinchuan Group 70%, Trafigura Pte Ltd. 20%, Trafigura Investment (China) Co., Ltd.10%	Electrolytic	495
10	Manyar (refinery)	Indonesia	PT-FI (Freeport-McMoRan Inc. 48.76%)	Electrolytic	480
11	Heding Copper (refinery)	China	Jiangxi Copper 40%, Fuchunjiang Smelting 40%, Xuancheng Quanxin Mining Co.Ltd. , 15%, One of Fuchuanjiang's branches 5%	Electrolytic	470
12	Jinlong (Tongdu) (refinery)	China	Tongling Nonferrous Metals 61.41%, Sumitomo Metal & Mining Co. Ltd. 27.07%, Sumitomo Corporation 7.86%, Pingguo Aluminium Company 3.67%.	Electrolytic	460
12	Pyshma Refinery	Russia	Uralelectromed (UMMC (Urals Mining & Metallurgical Co.))	Electrolytic	460
12	Toyo (refinery)	Japan	Sumitomo Metal Mining Co. Ltd.	Electrolytic	460
15	Amarillo (on C&M)	United States	ASARCO (Grupo Mexico)	Electrolytic	450
15	Chinalco Southeast Copper (refinery)	China	Yunan Copper 60%, Fujian Investment & Development Group Co., Ltd. 40%	Electrolytic	450
15	Chuquicamata Refinery	Chile	Codelco	Electrolytic	450
15	Tenke Fungurume (SX-EW)	Congo	China Molybdenum Co., Ltd 56%, affiliate of BHR Partners (Chinese private equity firm) 24%, Gecamines 20%	Electrowinning	450
19	Las Ventanas	Chile	Codelco	Electrolytic	440
19	Onsan Refinery I	Korean Republic	LS-Nikko Co. (LS, Nippon Mining)	Electrolytic	440
20	Hamburg (refinery)	Germany	Aurubis	Electrolytic	416

자료: ICSG, 메리츠증권 리서치센터

[미국 구리 관세] 완전히 종료된 이슈일까?

2026 Outlook #12

철강/금속

- 구리 반제품(semi-finished copper products)과 집중 구리 파생제품(intensive copper derivative products)에만 50%의 관세 부과
- 구리 재료(copper input materials)와 고품질 구리스크랩(high-quality copper scrap)은 관세 대상 품목에서 제외, 단계적으로 의무적 국내판매 비중을 적용

미국 구리 수입 조정 포고문(Proclamation)과 관련 Factsheet 내용 기반 정리

항목	품목 예시	상태(확정/미확정)	세부 내용
반제품 구리 제품 (semi-finished copper products)	Copper pipes, wires, rods, sheets, tubes	확정	- 50% 관세 (구리 함량에만 적용) - 2025년 8월 1일 발효 - 자동차 관련 시 자동차 232 관세 우선.
집중 구리 파생 제품 (intensive copper derivative products)	Pipe fittings, cables, connectors, electrical components	확정	- 50% 관세 (구리 함량에만 적용) - 2025년 8월 1일 발효 - 非구리 함량은 별도 상호 관세 적용
구리 재료 (copper input materials)	Copper ores, concentrates, mattes, cathodes, Anodes	확정 (면제 + 국내판매의무)	- 관세 제외 (232 및 상호 관세 적용 안 함) - 국내 판매 요구: 2027년 25% 시작, 2028년 30%, 2029년 40%로 증가 (DPA 기반 구현 확정).
고품질 구리 스크랩 (high-quality copper scrap)	High-quality Cu waste/scrap	확정 (면제 + 국내판매의무)	- 관세 제외 - 국내 판매 요구: 25% 국내 판매 의무 (2027년 시작) - 수출 통제: 수출자 라이선스 요구
정제 구리 (refined copper)	Refined copper (e.g., cathodes)	미확정	- 단계적 관세: 2027년 1월 1일부터 15%, 2028년 1월 1일부터 30% - 2026년 6월 30일 보고 후 대통령 결정 (시장 평가에 따라 변경 가능)

자료: 메리츠증권 리서치센터

[미국 구리 관세] 가장 중요한 ‘전기동’ 관세는 여전히 미정

2026 Outlook #12
철강/금속

- 그러나, 가장 중요한 정제 구리(refined copper)는 ‘미정’
- 상무부는 2027년 1월 1일부터 15%, 2028년 1월 1일부터 30%의 단계적 관세를 제안해놓은 상태
- **2026년 6월 30일 추가 보고 후 대통령 결정에 따라 확정**
- 미국내 구리 산업 종사자는 철강산업 종사자의 약 1/10 수준에 해당. **2026년 11월 중간선거를 앞두고 트럼프의 결정에 주목할 필요**

미국, 생산량 대비 소비량이 높은 순수입국, 수입의존도 45%

(천톤)	2020	2021	2022	2023	2024E
채굴량 (회수 가능량)	1,200	1,230	1,230	1,130	1,100
정련 생산량 (1차, 광석 기반)	872	922	930	843	850
정련 생산량 (2차, 스크랩 기반)	43	49	40	39	40
정제 구리 소비량 (보고 기준)	1,680	1,750	1,720	1,570	1,600
정제 구리 소비량 (추정 기준)	1,660	1,960	1,820	1,690	1,800
구리 가격 (센트/파운드)					
미국 생산자 가격 (COMEX + 프리미엄)	286.7	432.3	410.8	395.3	430
COMEX 가격	279.9	424.3	400.7	385.7	420
런던금속거래소(LME) 현물가	279.8	422.5	399.8	384.8	420
정련 구리 순수입 의존도 (%)	38	44	41	41	45

자료: USGS, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 광산 및 정련 생산 1위는 칠레.

미국은 제련소가 적어 광산 생산량보다 정련 생산량이 상대적으로 적음

(천톤)	광산 생산		제련 생산		매장량
	2023	2024E	2023	2024E	
미국	1,130	1,100	882	890	47,000
칠레	5,250	5,300	2,080	1,900	190,000
중국	1,820	1,800	12,000	12,000	41,000
콩고	2,930	3,300	2,170	2,500	80,000
페루	2,760	2,600	403	390	100,000
인도네시아	907	1,100	225	350	21,000
러시아	890	930	1,000	960	80,000
캐나다	500	450	315	320	8,300
호주	778	800	442	460	100,000
멕시코	699	700	509	350	53,000
폴란드	395	410	592	590	34,000
세계 총계	22,600	23,000	27,000	27,000	980,000

자료: USGS, 메리츠증권 리서치센터

[미국 구리 관세] 구리, 미국 공식 핵심광물(Critical Mineral)로 편입

2026 Outlook #12
철강/금속

- 미국 지질조사국(USGS)은 11월 6일 2025년 최종 핵심광물 목록(Final 2025 List of Critical Minerals)을 발표
- 2022년 이후 3년만의 개정으로, [구리, 은, 제강용 석탄, 우라늄, 납, 인산염, 칼륨, 레늄, 실리콘, 붕소] 10개 광물이 신규 편입
- 당초 2025년 8월에 발표된 초안에서는 비소(Arsenic)와 텔루륨(Tellurium)이 제외될 것을 권고했으나, 국방부 등 타 부처의 의견을 반영하여 최종 목록에는 제외 없이 10개가 순수 추가
- 이 목록은 미국 내 채굴 및 가공에 대한 연방정부의 투자, 신속한 허가 결정, 그리고 무역 정책(관세 포함) 수립의 핵심 근거로 사용

2022년 기준 기존 핵심광물 50개

알루미늄 (Aluminum)	안티몬 (Antimony)	비소 (Arsenic)	바라이트 (Barite)	베릴륨 (Beryllium)
비스무트 (Bismuth)	세륨 (Cerium)	세슘 (Cesium)	크롬 (Chromium)	코발트 (Cobalt)
디스프로슘 (Dysprosium)	에르븀 (Erbium)	유로퓸 (Europium)	형석 (Fluorspar)	가돌리늄 (Gadolinium)
갈륨 (Gallium)	게르마늄 (Germanium)	흑연 (Graphite)	하프늄 (Hafnium)	홀뮴 (Holmium)
인듐 (Indium)	이리듐 (Iridium)	란탄 (Lanthanum)	리튬 (Lithium)	루테튬 (Lutetium)
마그네슘 (Magnesium)	망간 (Manganese)	네오디뮴 (Neodymium)	니켈 (Nickel)	니오븀 (Niobium)
팔라듐 (Palladium)	백금 (Platinum)	프라세오디뮴 (Praseodymium)	로듐 (Rhodium)	루비듐 (Rubidium)
루테튬 (Ruthenium)	사마륨 (Samarium)	스칸듐 (Scandium)	탄탈륨 (Tantalum)	텔루륨 (Tellurium)
테르븀 (Terbium)	툴륨 (Thulium)	주석 (Tin)	티타늄 (Titanium)	텅스텐 (Tungsten)
바나듐 (Vanadium)	이테르븀 (Ytterbium)	이트륨 (Yttrium)	아연 (Zinc)	지르코늄 (Zirconium)

자료: USGS, 메리츠증권 리서치센터

2025년 11월 6일 신규 편입 핵심광물 10개

구리 (Copper)
인산염 (Phosphate)
제강용 석탄 (Metallurgical Coal)
레늄 (Rhenium)
납 (Lead)
은 (Silver)
칼륨 (Potash)
우라늄 (Uranium)
실리콘 (Silicon)
붕소 (Boron)

자료: USGS, 메리츠증권 리서치센터

[미국 구리 관세] Critical Mineral 효과, ‘관세’와 ‘보조금’

2026 Outlook #12
철강/금속

- Critical Mineral 그룹 편입은 크게 1) 관세 2) 보조금에 영향

- 1) 관세:** 무역확장법 232조는 특정 수입품이 국가 안보를 저해할 위험이 있다고 판단할 경우, 상무부 조사를 거쳐 대통령이 직접 수입 제한 (예: 고율 관세 부과, 쿼터)을 명령할 수 있는 강력한 무역 조치. 핵심광물에 편입된다면 상무부가 232조 조사를 시작할 때 국가 안보 위협 여부를 처음부터 증명할 필요가 없고, 즉시 공급망 위험 조사로 넘어갈 수 있음.
- 2) 보조금:** 기존 IRA에서는 핵심 광물에 대한 AMPC 혜택은 폐지 일정 없이 있었으나(영구 혜택으로 간주), 2025년 7월 OBBBA에서는 핵심 광물에 대해서도 새로운 단계적 폐지 일정을 도입. 다만, 다른 부품보다 1년 늦은 2031년부터 축소가 시작되어 2033년까지 혜택이 이어짐.

- 구리, 은 등이 핵심광물 목록에 추가되면서, 이 광물들도 2033년까지 AMPC 혜택을 받을 수 있는 근거가 마련

트럼프 주도 관세 부과의 주요 근거, 무역확장법 232조

무역확장법 232조
[Section 232 of the Trade Expansion Act of 1962]
외국산 수입 제품이 미국의 국가 안보를 위협한다고 판단될 경우, 대통령이 긴급하게 수입을 제한하거나 고율의 관세를 부과할 수 있도록 한 조항이다.
1962년 제정된 이후 오랜 기간 활용되지 않았으나, 2018년 도널드 트럼프 행정부가 보호무역 정책을 추진하면서 본격적으로 부활했다.
트럼프 대통령은 해당 조항에 따라 수입 철강과 알루미늄 제품에 각각 25%와 10%의 관세를 부과하는 행정명령을 발동했고, 한국, 유럽연합(EU) 등 일부 국가에는 면제를 적용했다.
이후 2025년 3월 12일부터는 철강·알루미늄 파생상품에도 동일한 관세(25%)가 확대 적용되며, 232조 조치의 범위는 더욱 넓어졌다.

자료: 한국경제, 메리츠증권 리서치센터

부품별 AMPC 단계적 폐지 일정 (OBBBA 법안 반영)

대상 품목	~ 2029	2030	2031	2032	2033
태양광/배터리 부품	100%	75%	50%	25%	0%
핵심 광물 (신규/수정)	100%	100%	75%	50%	25% (이후 0%)
풍력 부품 (조기 종료)	100% (2027년까지)	0%	0%	0%	0%

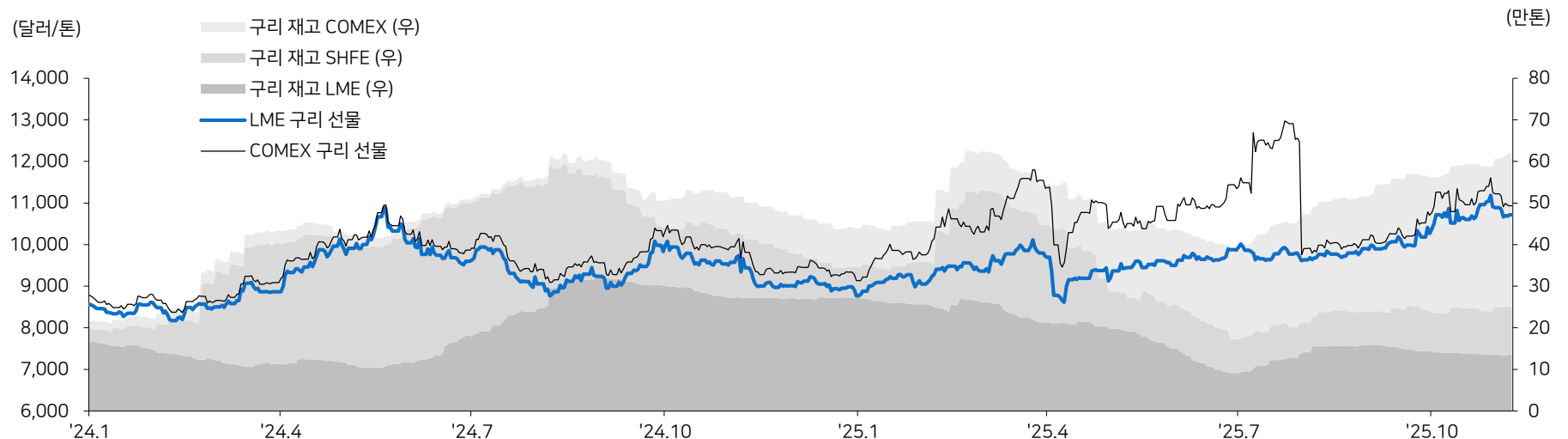
자료: 메리츠증권 리서치센터

[미국 구리 관세] 일단락된 것 처럼 보이지만...

2026 Outlook #12
철강/금속

- 2024년부터 트럼프의 구리 관세 부과 우려에 미국내 구리 가격(COMEX)이 글로벌 벤치마크(LME) 대비 프리미엄 형성
- COMEX-LME 프리미엄에 내재되었던 관세 기대치는 10~15% 정도에 불과, 실제로는 그보다 훨씬 높은 세율이 거론되며 스프레드 확대
- 당장은 구리 반제품에만 50% 관세를 부과, 구리에는 관세를 부과하지 않게 되면서 COMEX 가격은 급락, 프리미엄은 수준으로 대폭 축소.
- 이후 구리 가격은 다시 글로벌 벤치마크(LME)와 동행하며 우상향 지속 중
- 232조 무역확장법에 의한 관세 부과 가능성이 높아질 경우, COMEX-LME 프리미엄 다시 확대될 것

2024년부터 확대된 COMEX-LME 스프레드, 구리 반제품 관세 부과 이후 다시 안정화, 관세 부과 가능성 높아진다면 다시 스프레드 확대 예상



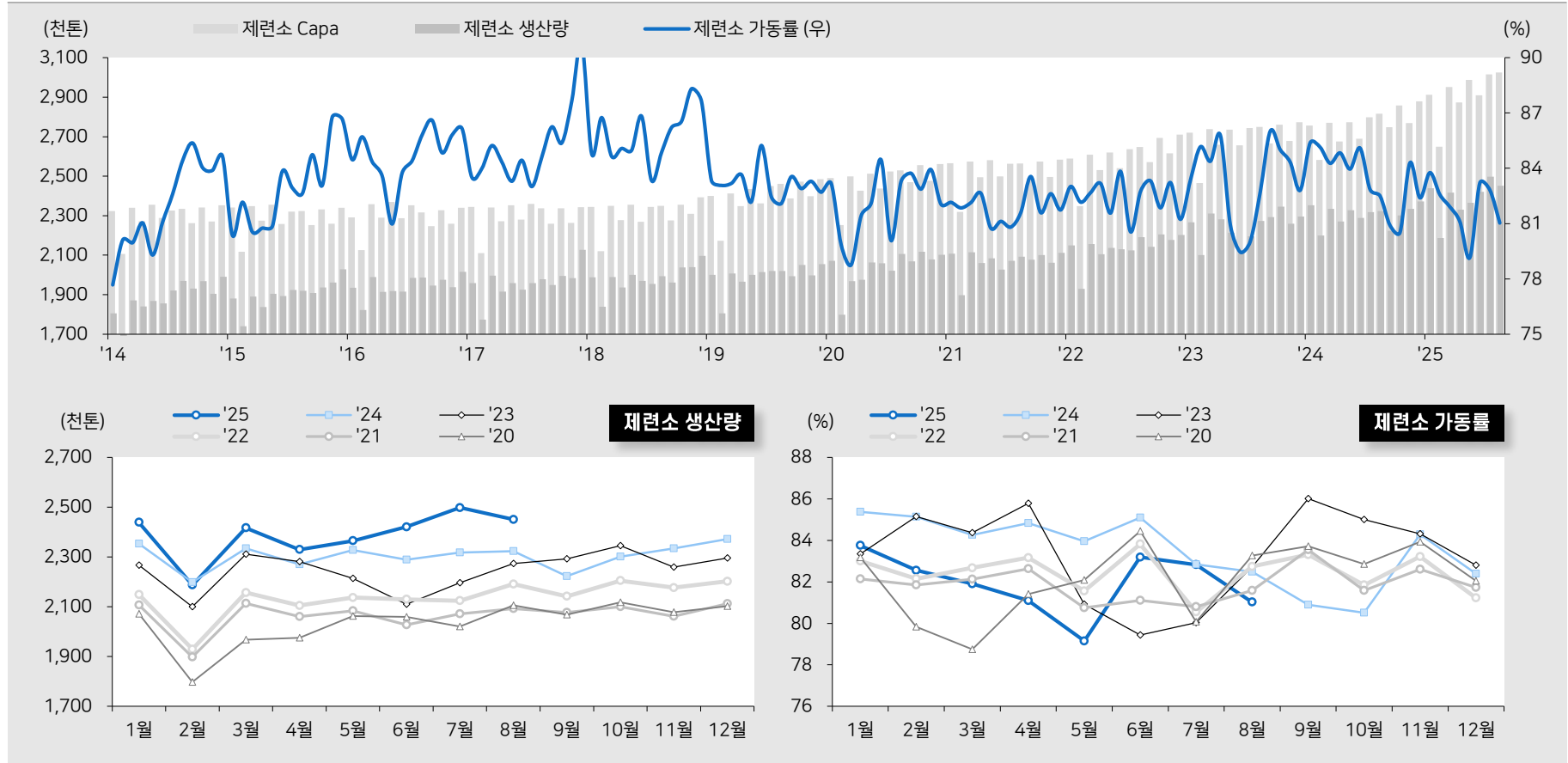
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

[Cu] ICSG: World Refinery

2026 Outlook #12

철강/금속

전세계 제련 Capa 가파르게 확대, 정광 공급차질로 가동률은 하향



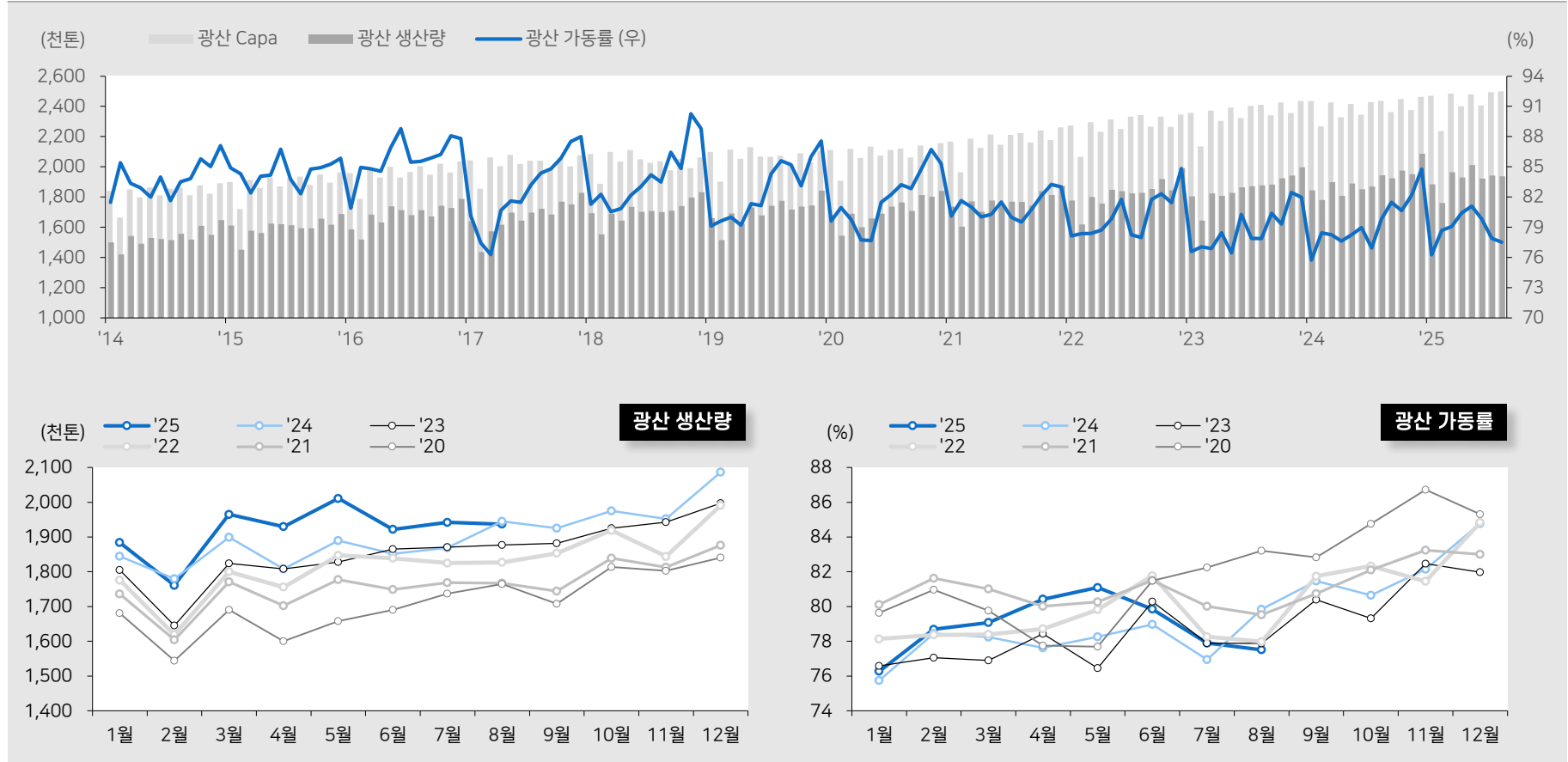
자료: ICSG, 메리츠증권 리서치센터

[Cu] ICSG: World Mine

2026 Outlook #12

철강/금속

광산 Capa는 더디게 상승 중이며, 광산 가동률은 최근 5년 대비 하단 수준에 위치



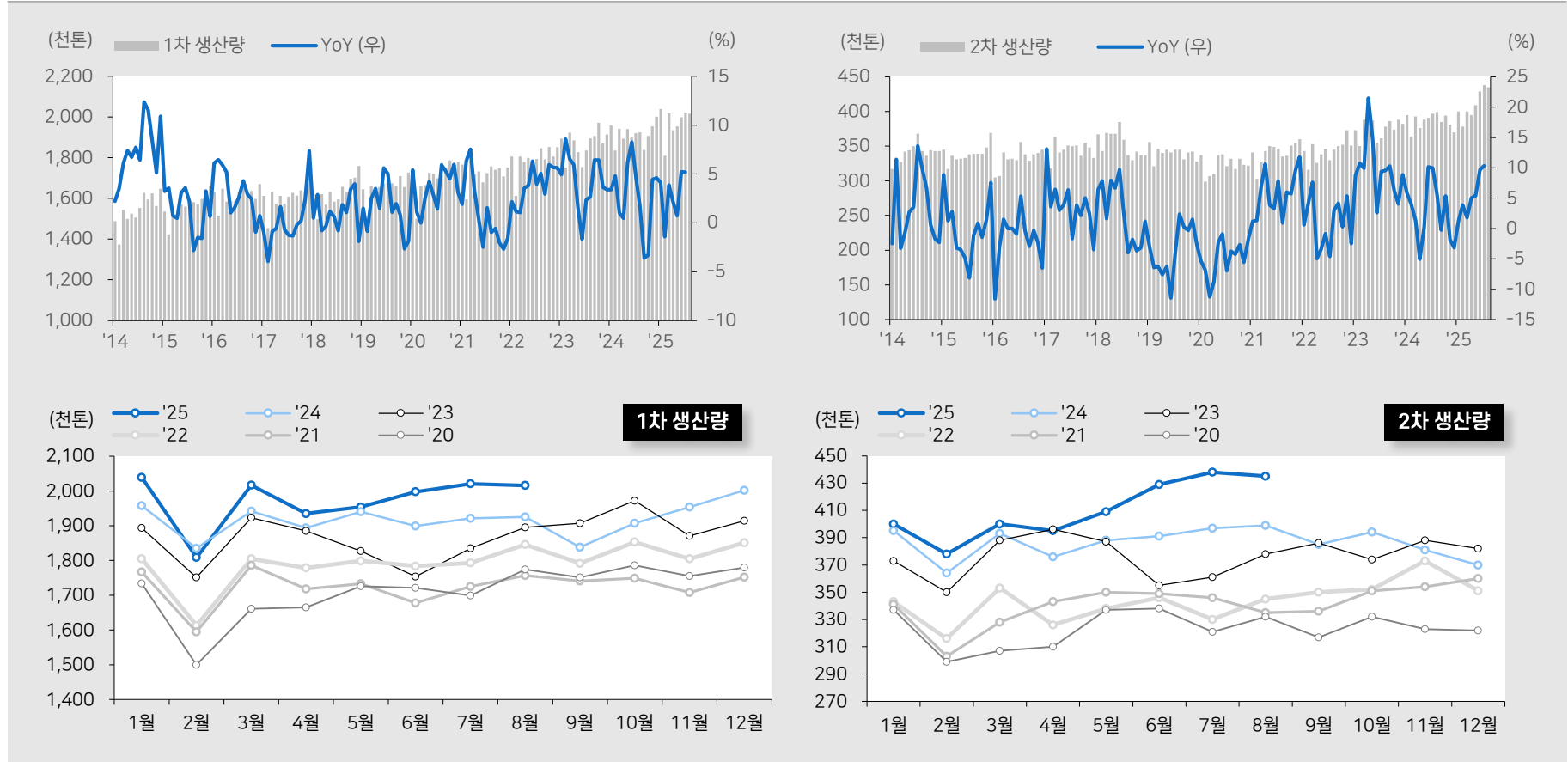
자료: ICSG, 메리츠증권 리서치센터

[Cu] ICSG: World Refined Production

2026 Outlook #12

철강/금속

정광 공급이 타이트해지면서, 스크랩을 활용한 2차생산량 확대



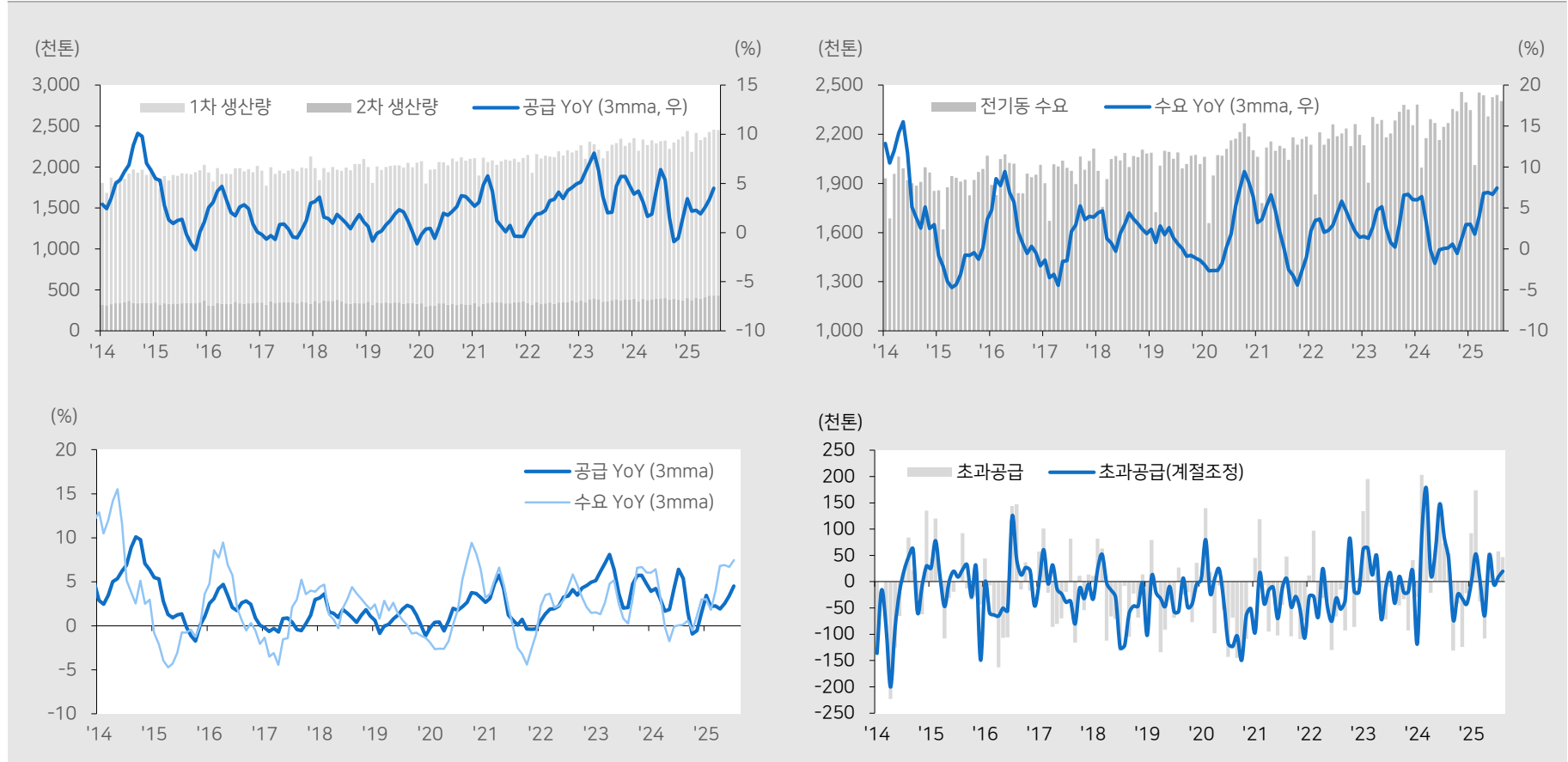
자료: ICSG, 메리츠증권 리서치센터

[Cu] ICSG: World Refined Usage & Production

2026 Outlook #12

철강/금속

2025년 연중 전기동 수요 증가율은 지속 상승



자료: ICSG, 메리츠증권 리서치센터

Part. 2

Fe: 구조적 과잉 속 기회 찾기



업종별 YTD 수익률

업종	수익률 (%)
기계장비	106.6
금	106.4
반도체	99.3
정보기술	90.6
KOSPI	71.1
유틸리티	56.9
항공	51.5
에너지화학	41.1
건설	40.5
보험	40.0
KOSDAQ	30.2
필수소비재	29.4
철강	27.3
헬스케어	25.6
미디어&엔터	24.0
경기소비재	20.3
자동차	16.1
방송통신	11.7
금융	10.8

주요 이슈

- 중국산 후판 AD 잠정관세
- NDRC, 트럼프 전인대에서 '철강산업 개편' 언급
- 트럼프, 자동차/자동차부품 25% 관세 행정명령
- 중국 일부지역 철강 감산
- 중국 철강 구조조정 기대/열연 반덤핑관세
- 세계개편안 발표 (양도소득세 강화), 미국 상호관세 집행
- 한미 자동차관세 합의

Meritz Research 44

WSA 2025 Outlook: 지역별 차별화

2026 Outlook #12

철강/금속

- WSA의 2026년 철강 수요 전망, 17.7억톤, YoY +1.3% 증가 예상. 회복 예상되지만, 지역별 차별화 심화 전망
- 중국 : 수요의 40% 이상을 차지하는 부동산 시장의 침체가 지속되면서, 2026년에도 중국의 철강 수요는 1.0% 추가 하락할 것으로 예상
- 미국: 2026년 YoY +1.8% 수요 성장 예상. 강력한 인프라 투자와 주택 건설 수요 회복 덕분
- 유럽: 2025년 바닥 다진 후 2026년 +3.2% YoY 반등 기대. 다만 기저효과가 크며, 수요량은 여전히 팬데믹 이전 수준을 하회할 것
- 신흥국: 인도가 연간 9%대의 폭발적인 성장을 지속, ASEAN과 MENA(중동·북아프리카) 지역이 글로벌 성장을 견인

2025년 수요 전망치, 선진국 중심 하향 조정, 신흥국 중심 상향 조정. 2026년 수요 전망치, 인도/미국/중동/아프리카/아시아 성장 예상, 중국 부진 지속

WSA 전망	철강 수요 (백만톤)									YoY 성장률 (%)								
	2024E				2024A	2025E				2024E				2024A	2025E			
	23.4월	23.10월	24.4월	24.10월		24.4월	24.10월	25.10월	25.10월	23.4월	23.10월	24.4월	24.10월		24.4월	24.10월	25.10월	25.10월
EU27+UK	159.8	152.7	140.7	136.6	140.3	148.1	141.4	142.0	146.6	5.6	5.8	2.9	-1.5	2.0	5.3	3.5	1.3	3.2
동유럽	44.6	47.3	47.9	42.5	45.3	46.1	42.2	46.9	47.7	6.0	5.1	8.1	-5.0	1.5	-3.7	-0.7	3.4	1.8
러시아, CIS	49.3	55.2	58.4	60.5	59.2	58.9	60.0	56.1	55.2	-4.3	1.0	4.1	0.3	-1.9	0.8	-0.8	-5.2	-1.7
북미	138.1	136.1	133.6	131.3	129.7	136.2	133.4	128.1	130.9	2.3	1.5	1.4	-0.9	-2.1	1.9	1.6	-1.2	2.2
중남미	47.0	45.1	45.5	45.6	46.8	46.8	47.8	49.4	50.4	2.3	2.2	-0.5	-0.3	2.2	2.8	4.8	5.5	2.2
아프리카	42.1	39.9	36.9	37.1	40.1	38.5	38.9	41.1	43.0	4.0	5.4	5.4	4.8	5.8	4.4	4.8	2.4	4.7
중동	54.1	57.9	57.2	56.9	57.9	58.7	58.7	60.1	62.5	3.2	3.2	4.1	4.9	5.5	2.6	3.3	3.7	4.0
아시아, 오세아니아	1,319.1	1,314.9	1,273.1	1,240.5	1,230.0	1,281.9	1,249.1	1,225.5	1,236.1	1.2	1.3	1.2	-1.2	-2.7	0.7	0.7	-0.4	0.9
글로벌	1,854.0	1,849.1	1,793.1	1,750.9	1,749.4	1,815.2	1,771.5	1,749.2	1,772.5	1.7	1.9	1.7	-0.9	-1.6	1.2	1.2	0.0	1.3
중국	939.3	939.3	895.7	868.8	856.6	886.7	860.1	839.5	831.1	0.0	0.0	0.0	-3.0	-5.4	-1.0	-1.0	-2.0	-1.0
인도	130.9	135.8	144.3	143.4	147.9	156.0	155.6	161.1	175.7	6.2	7.7	8.2	8.0	11.4	8.2	8.5	8.9	9.1
미국	98.2	95.0	92.2	89.2	89.1	94.0	91.0	90.7	92.3	2.5	1.6	1.8	-1.5	-1.6	2.0	2.0	1.8	1.8

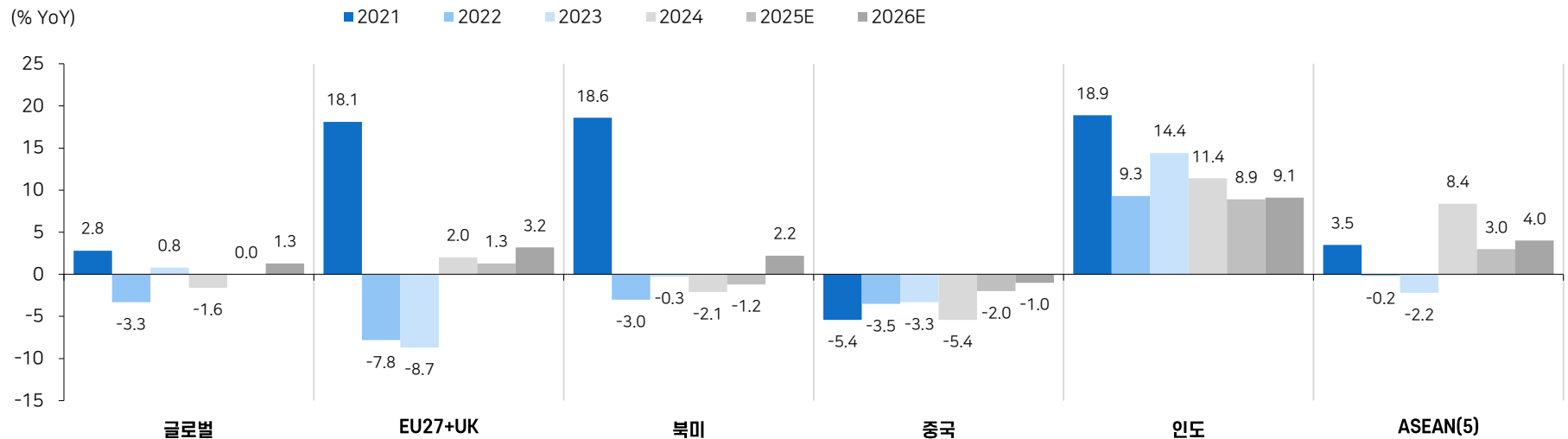
자료: WSA, 메리츠증권 리서치센터

非중국 아시아 중심 수요 성장 → 생산능력 또한 증가 예상

2026 Outlook #12
철강/금속

- 인도: Aatmanirbhar Bharat(자립 인도) 정책과 국가 철강 정책(NSP) 2017(2030-31년까지 3억톤 Capa 목표) 기반, 인프라 투자 진행 중
 - 급격한 도시화가 봉형강 수요를, 자동차/가전 등 제조업 성장이 판재류 수요 촉진
 - 높은 성장 잠재력: 1인당 철강 소비량 102kg으로, 세계평균(221kg) 또는 중국(601kg) 대비 낮아 향후 수년간 철강 수요의 구조적 성장 예상
- ASEAN: 미국이 주도하는 글로벌 공급망 재편의 수혜
 - 중국에 집중된 생산기지가 ASEAN으로 분산/이전되는 효과. 베트남(전자기기, 의류), 인도네시아(EV 배터리 공급망), 태국(자동차 허브) 등 국가별 특화 산업 발생 과정에서 공장, 물류창고, 산업단지 건설, 자동차 제조 등의 철강 수요 증가
- 이러한 수요 증가는 그들의 자국내 철강 생산능력 급증으로 이어질 전망

전세계 철강 수요 YoY 성장률 전망. 인도와 ASEAN 중심의 성장 예상되며, 중국 수요 성장 부진은 지속, 유럽과 북미는 회복 전망



자료: WSA, 메리츠증권 리서치센터

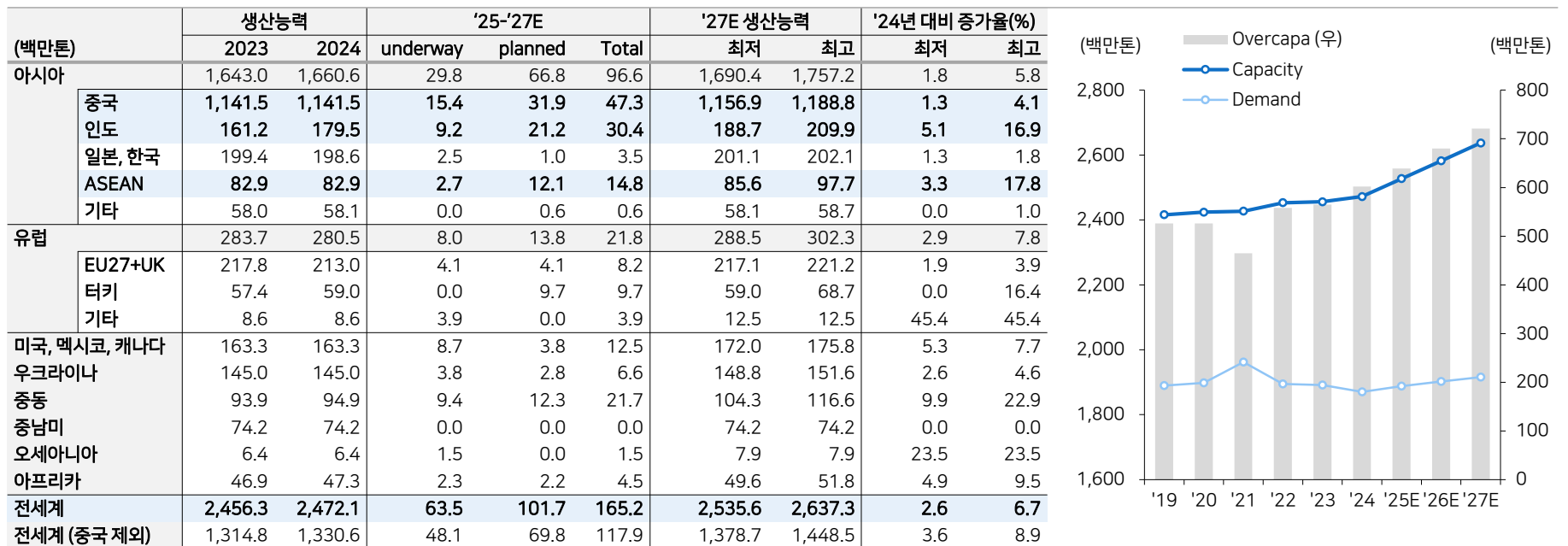
非중국 아시아 생산능력 확대로 Overcapacity 현상은 점차 심화

2026 Outlook #12

철강/금속

- 2025-2027년 인도와 ASEAN 철강 생산능력 확대 물량은 약 4,500만톤 수준으로 예상, 이는 한국+일본 생산능력 2억톤의 22.5%에 달함
- 미국과 유럽이 철강 관세를 강화(예: 미국의 Section 232 관세, EU의 CBAM 탄소국경조정제도)할수록, 아시아 철강 수출이 역내로 집중
- 이는 아시아 시장 내 경쟁을 더욱 치열하게 만들며, 과잉생산능력 문제 심화 가능
- ASEAN 지역은 자급자족을 넘어 '주요 철강 수출국'으로 변모 중

OECD의 지역별 철강 생산능력 전망. 아시아 지역에서는 인도와 ASEAN 성장을 주목. 중국을 제외한 글로벌 철강 생산능력



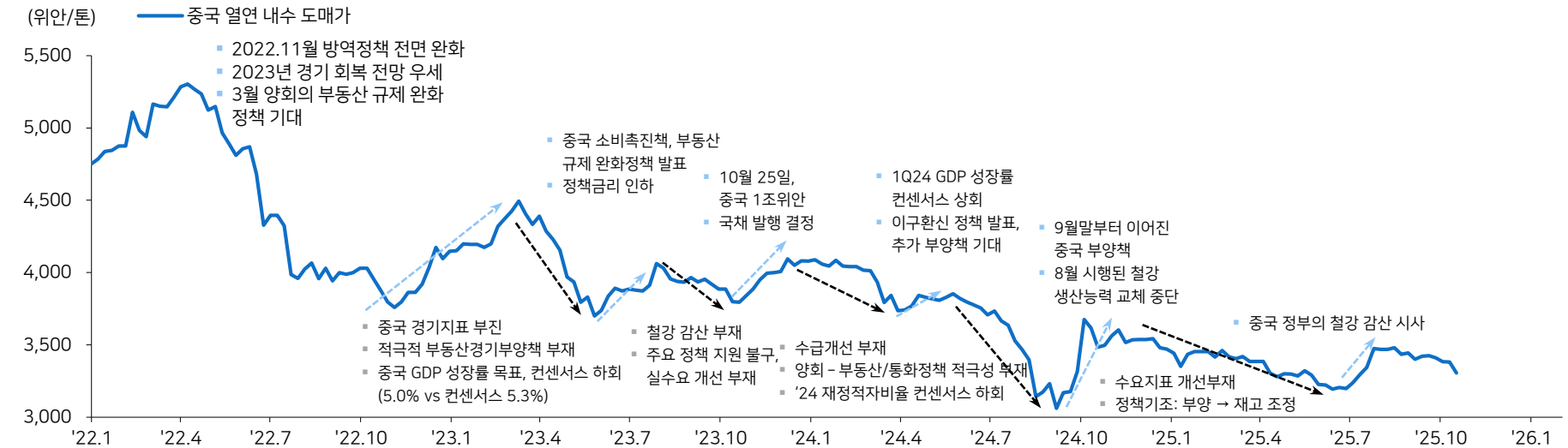
자료: OECD, 메리츠증권 리서치센터

[중국] 시장의 관심은 부양책(수요) → 감산책(공급)

2026 Outlook #12
철강/금속

- 2024년에는 부동산 부양책에 대한 반복된 기대와 실망 속, 상고하저로 마무리
- 시장은 이미 수요에 대한 기대를 접은 상태
- 2025년에는 적극적인 감산정책에 대한 기대가 철강 가격 상승의 동인으로 작용
- 업황 회복의 조건은 단 두 가지, 1) 부양책이 유발할 수요 증대 2) 감산정책 → 공급 축소 → 수급 개선
- 2026년에도 감산정책에 주목

철강 업황을 나타내는 중국 내수 열연강판 가격. 정부 정책에 따른 상승과 하락 반복하였으나, 거둬온 실효성 실망감에 상승폭은 점차 축소
2023, 2024년에는 부양책에 의한 수요 개선 기대가 중심이었다면, 2025년부터는 감산정책에 관심



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

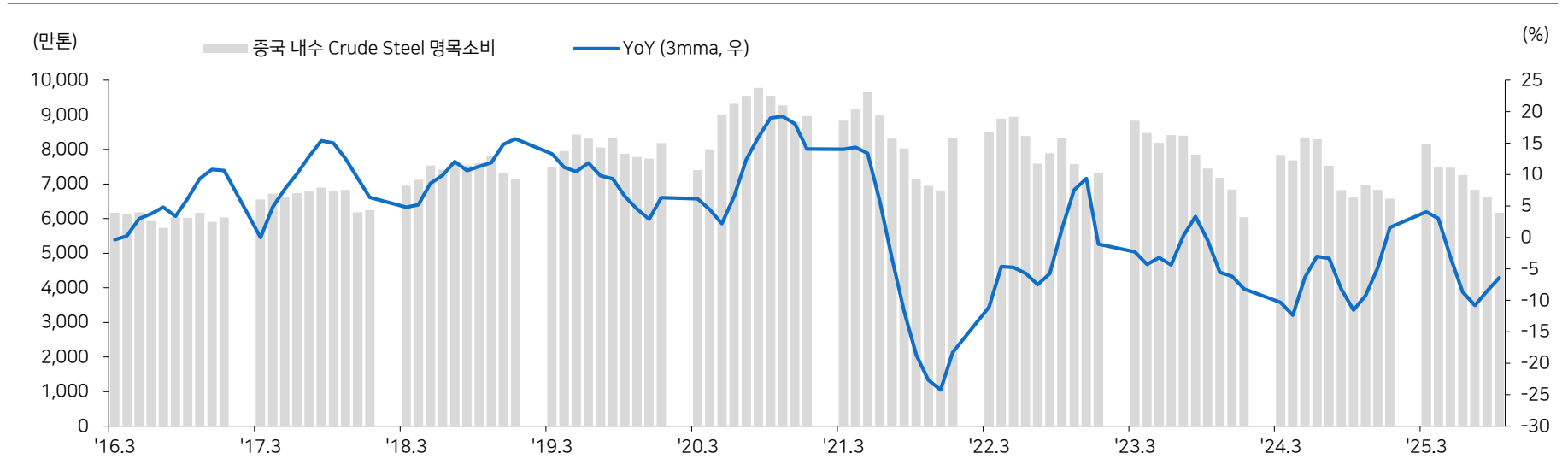
[중국] 철강 명목소비 지속 감소 중

2026 Outlook #12

철강/금속

- 부동산 시장의 장기 침체와 철강집약도가 높은 인프라 투자 성장 둔화로, 2021년부터 본격화된 철강 명목소비량 감소는 현재까지 지속 중
- 철강 생산량은 유의미하게 감소하지 않았던 가운데, 내수 부진으로 인해 밀어내기 수출 물량의 증가한 주요 원인으로 작용

중국 철강 명목소비 감소 지속

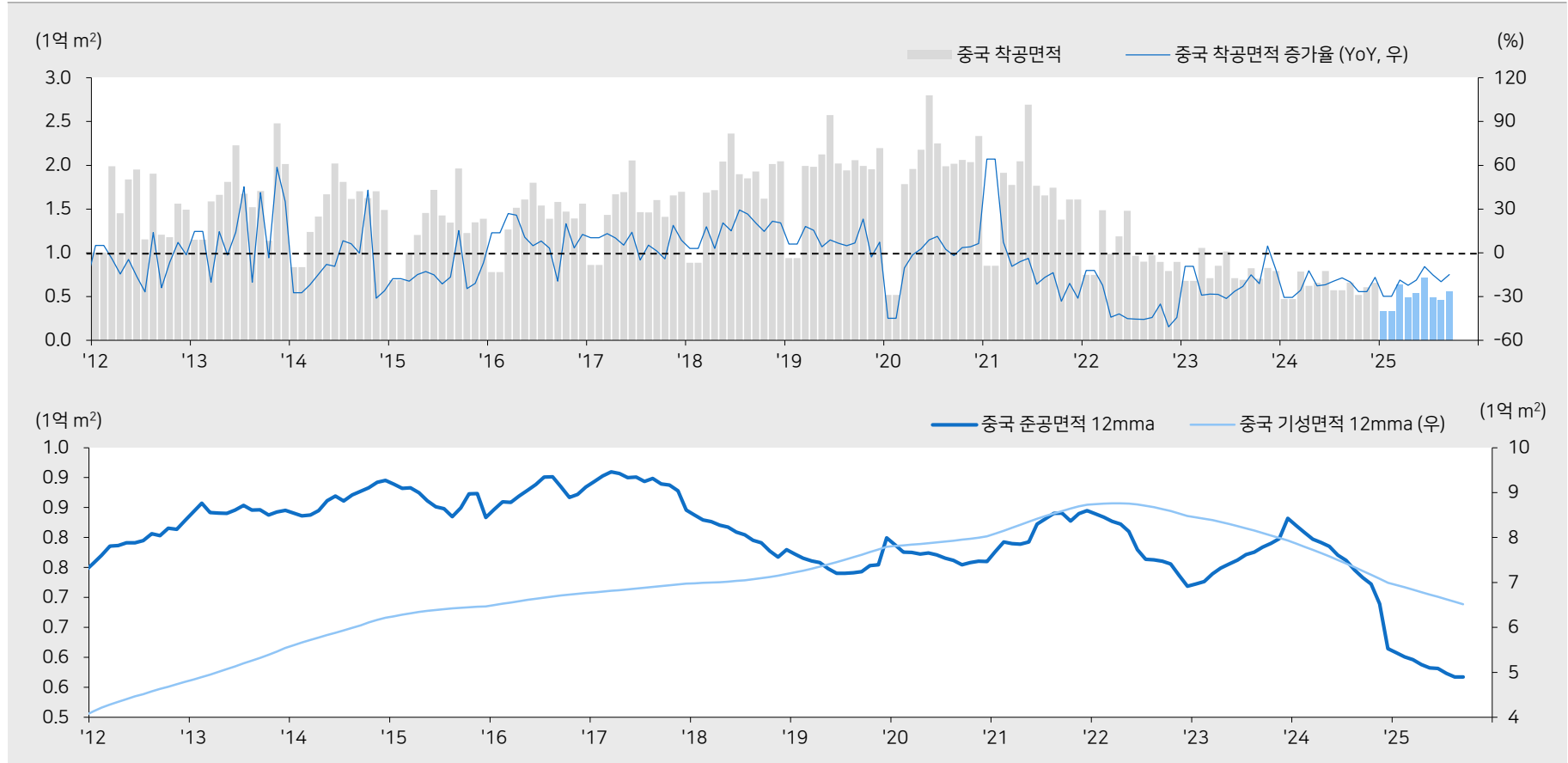


자료: CEIC, 메리츠증권 리서치센터

[중국] 신규착공 회복 부재, 기성면적과 준공면적 또한 대폭 감소

2026 Outlook #12
철강/금속

신규착공, 기성면적, 준공면적 모두 저조. 건축 초기 발생하는 철근 수요(신규착공)도, 건설 현장(기성면적)도, 준공 후 발생하는 판재류 수요(준공면적)도 감소



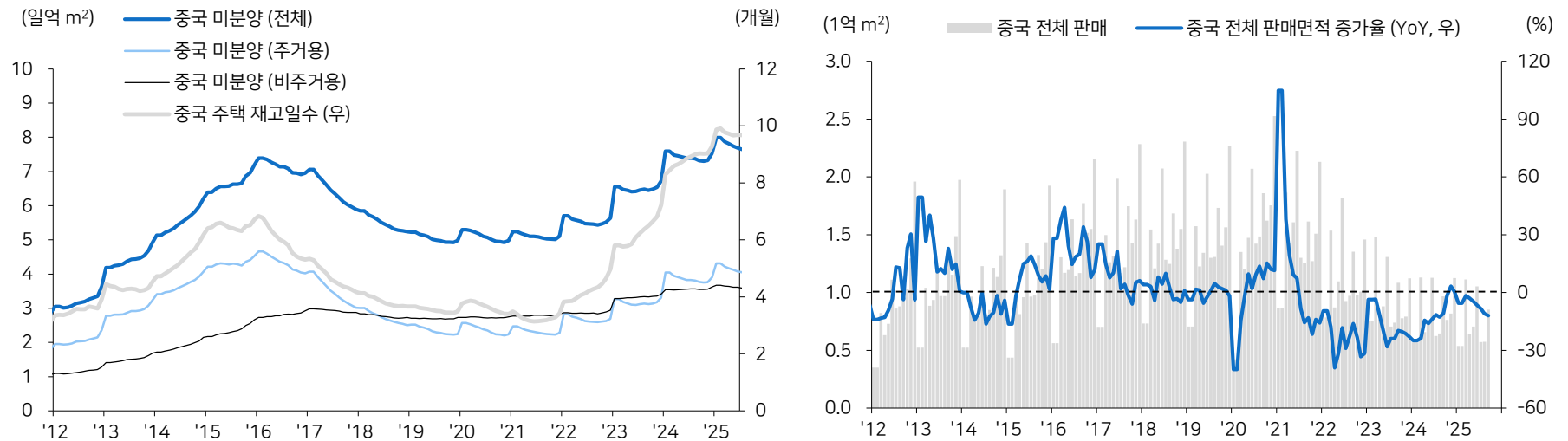
자료: 중국 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

[중국] 미분양 재고 문제 심화

2026 Outlook #12
철강/금속

- 준공 후 판매되지 않은 재고를 의미하는 미분양 면적, 주거용 40억m², 비주거용 36억m², 합산 76억m²
- 집 1채를 100m²로 환산할 경우, 약 400만채의 집이 완공 후 판매되지 않았음을 의미
- 총 미분양면적을 최근 12개월평균 판매면적으로 나눈 부동산 재고일수는 거래량 부족으로 확대

중국 준공후 미분양 물량 및 재고일수 추이



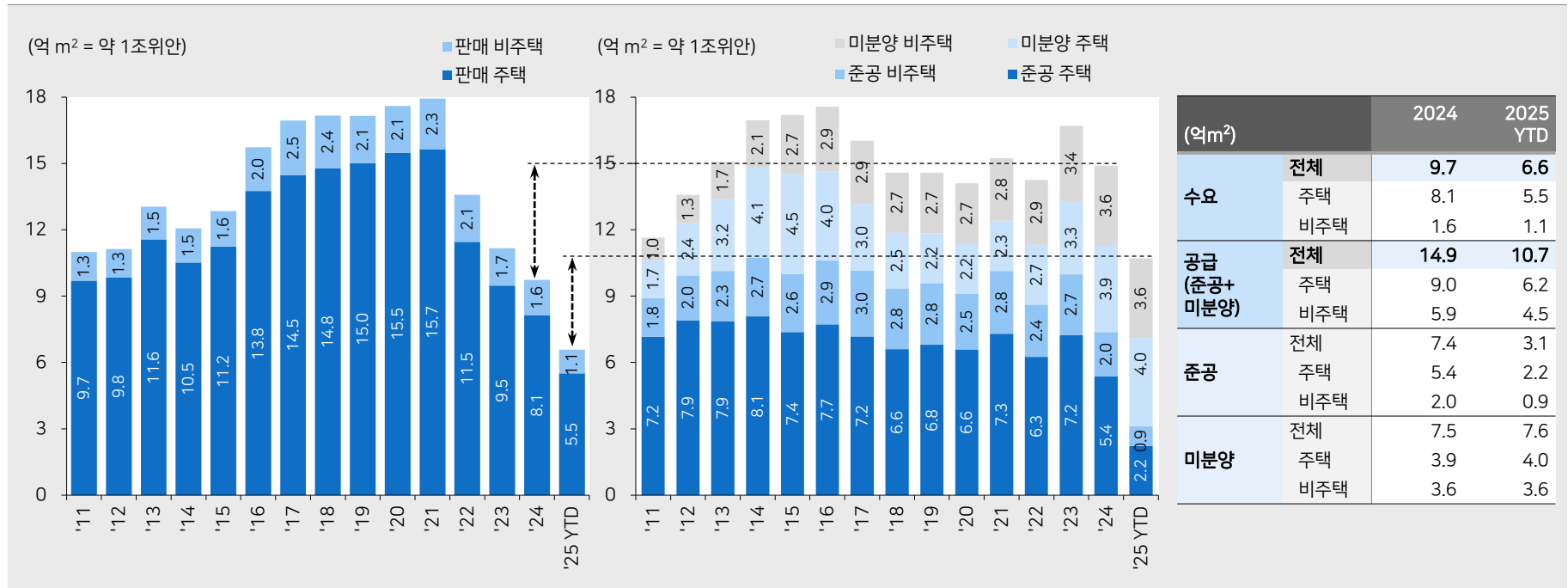
자료: CEIC, 메리츠증권 리서치센터

[중국] 준공후 미분양 부동산, 7.5조위안 = 1,500조원

2026 Outlook #12
철강/금속

- 중국 정부의 의도, 투기 억제와 실수요 중심의 시장 형성, 그리고 주택 구매자들의 '관망' 심리 타파. 이를 위해서는 심화된 중국 부동산 시장의 수요(판매) vs 공급(준공+미분양) 불균형, 정상화 필요
- 중국 주택판매는 2021년을 정점으로 급감한 반면, 미분양주택(재고)은 가파른 상승세 기록. 정상화 방법, 1) 수요촉진 2) 재고소진 3) 공급 제한, 이 중 재고 소진이 급선무

중국 주택가격, 약 9,400위안/m². 즉, '1억m² = 약 1조위안 = 약 200조원'에 해당. 준공후 미분양면적 7.6억m² = 약 7.5조위안 = 약 1,500조원'



주: 2025년 9월 YTD 기준

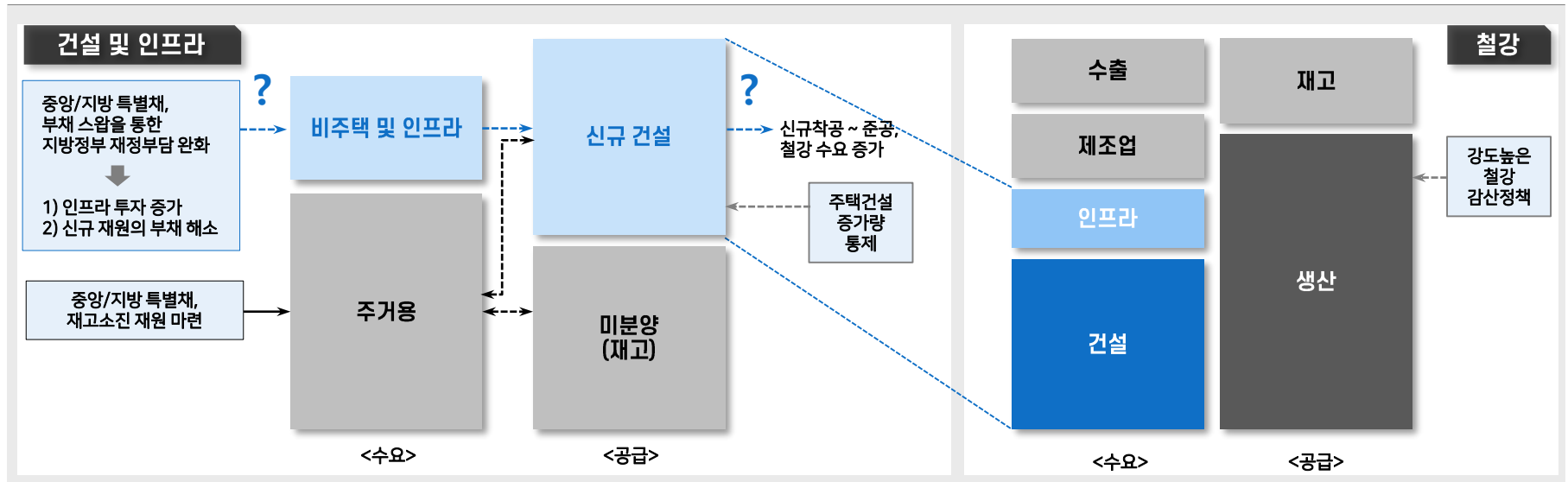
자료: 중국 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

[중국] 수요 창출이 어려운 환경에서, 감산정책만이 유일한 해결책

2026 Outlook #12
철강/금속

- 건설 및 인프라 영역에서의 수요 개선 요인이 부재하기에, 감산정책이 가장 현실적인 수급 개선 해결책
- 지난 10월 23일 4중전회에서 공개된 15차 5개년계획 청사진에서는 유의미한 산업 구조조정 및 철강 감산정책에 대해서는 언급 부재
- 그러나 10월 24일 '철강산업 용량교체 이행방안을 위한 의견수렴안'에서는 규제 강화를 통해 생산능력 감소를 유도하는 정책방향을 시사
- 이러한 감산정책 본격 시행된다면, 2021년부터 이어져 온 조강 생산량 감소의 속도가 가속화.
중장기적으로 철강 가격 하락 제한 요인으로 작용 가능

큰 희망이 보이지 않는 중국의 철강 수요 환경. 감산만이 수급 개선의 실마리



자료: 메리츠증권 리서치센터

[중국] 새로운 5개년계획이 철강산업에 시사하는 바

2026 Outlook #12

철강/금속

2번 기술 혁신 = '고부가', 4번 제도 개혁 = '경영효율화', 10번 탄소 정책 = '탈탄소'

구분		14차 5개년 (2021-2025)	15차 5개년 (2026-2030)	기조(표현) 변화
주요 목표		- 경제 발전의 새로운 성과 - 경제 구조의 최적화 - 혁신 능력의 현저한 향상 - 민생 복지 수준 향상	- 고품질 발전의 현저한 성과 - 높은 수준의 과학기술 자립자강 실현 - 전면적 개혁 심화의 새로운 돌파구 마련 - 국가 안보 장벽 공고화	'고품질 발전' 및 '과학기술 자립자강'을 최우선 목표로 격상
1	현대화 산업 시스템	- 실물 경제에 발전의 초점 - 제조/품질/네트워크 강국, 디지털 중국 건설 - 산업 기반의 고급화, 산업망의 현대화	- 실물 경제의 뿌리 공고화 - 제조/품질/항공우주/교통/네트워크 강국 건설 - 신흥 산업과 미래 산업 육성	'항공우주 강국', '교통 강국' 추가. '미래 산업 육성' 명시
2	기술 혁신	- 혁신의 핵심적 지위 견지 - 과학기술 자립자강을 국가 발전의 전략으로 - 과학기술 강국 건설 가속화	- 높은 수준의 과학기술 자립자강 가속화 - '새로운 질적 생산력(新质生产力)' 주도 - 원천 혁신 및 핵심 기술 공략 강화	'새로운 질적 생산력' 개념 첫 도입. '원천 혁신', '핵심 기술' 강조
3	내수 확대	- 내수 확대라는 전략적 기점 견지 - 공급측 개혁 심화와 유기적 결합 - 국내 대순환 창통, 국내 국제 쌍순환 촉진	- 내수 확대의 전략적 기점 견지 - 소비의 대대적 진작, 유요 투자 확대 - 새로운 수요가 새로운 공급을 견인토록 함	'소비 진작'과 '유요 투자 확대'를 직접적으로 강조
4	제도 개혁	- 고수준 사회주의 시장경제 체제 구축 - 시장의 결정적 역할과 정부 역할의 결합 - 유요 시장과 유능 정부의 결합	- 고수준 사회주의 시장경제 체제 가속화 - 각종 경영 주체의 활력을 충분히 자극 - 거시 경제 거버넌스 효능 향상	'경영 주체의 활력' 등 시장 친화적 표현 강화
5	대외개방	- 더 넓은 범위/영역, 더 깊은 차원의 대외 개방 - 일대일로 고품질 발전 추진	- 높은 수준의 대외 개방 확대 - '제도형 개방'의 착실한 확대 - 다자간 무역 체제 수호	'제도형 개방' 도입 및 '다자 무역 체제 수호' 명시
6	농업현대화	- 농업 농촌 우선 발전, 향촌 진흥 전면 추진 - 탈빈곤 성과 공고화와 향촌 진흥의 효과적 연계	- 농업현대화 가속, 향촌 전면 진흥 지속추진 - '농업 강국' 건설 가속화 - 농촌의 현대적 생활 조건 구비	'농업 강국 건설'로 목표 격상
7	지역 · 도시화 전략	- 국토 공간 구조 최적화 - 지역간 조화로운 발전 - 사람 중심의 신형 도시화 추진	- 지역 경제 구조 최적화 - 핵심 지역의 성장 거점 역할 발휘 - 해양 개발 이용 및 보호 강화	'해양 경제' 관련 내용 추가. '성장 거점' 역할 강조
8	문화 · 이념	- 국가 문화 소프트파워 제고 - 사회주의 핵심 가치관으로 문화 건설 선도 - 사회주의 문화 강국 건설	- 전 민족의 문화 혁신 창조 활력 격발 - 정보 기술 발전 추세 순응 - 중화 문명 전파력, 영향력 제고	'문화 혁신' 및 '문명 전파력' 강조. '정보 기술(AI 암시)' 언급
9	사회 · 민생	- 인민 생활의 질 개선 - 다층적 사회 보장 체계 완비 - 전량(健康) 중국 전면 추진	- 민생 보장 및 개선 강화 - '공동 부유' 착실히 추진 - 부동산 고품질 발전, 인구 고품질 발전 촉진	'공동 부유' 전면화. '부동산', '인구(출산)' 문제 직접 언급
10	환경 · 탄소 정책	- 녹색 발전 추진 - 녹색 저탄소 발전 가속화 - 환경의 질 지속 개선	- 경제 사회 발전의 전면적 녹색 전환 가속화 - 탄소 피크, 탄소 중립 견인 - 신형 에너지 체계 건설 가속화	'전면적 녹색 전환'으로 강화. '탄소 중립', '신형 에너지 체계' 명시
11	국가안보	- 발전과 안보 총괄 - 안전 발전을 국가 발전 각 영역과 전 과정에 관철 - 평안(平安) 중국 건설	- 국가 안보 체계와 능력 현대화 추진 - 중점 분야 국가 안보 능력 건설 강화 - 평안(平安) 중국 건설	'안보 체계와 능력의 현대화' 목표 추가
12	군사	- 국방 및 군대 현대화 가속화 - 2027년 건군 100년 분투 목표 '달성 확보'	- 건군 100년 분투 목표 '기한 내 달성' - 국방 및 군대 현대화 '신 3단계' 전략 - 선진 전투력 건설 가속화	'기한 내 달성'으로 표현 변경. '신 3단계 전략' 등 구체화

자료: 메리츠증권 리서치센터

[중국] 개정된 ‘철강산업 용량교체 이행방안’

2026 Outlook #12

철강/금속

현재 ‘시행 중인 철강산업 교체용량 이행방안’과, 10월 24일 공업정보화부가 제시한 ‘개정판 초안’ 비교

비교 항목	2021년판 (시행 중)	2025년 의견수렴안 (검토 중)	주요 변경내용
정책 목표	- 과잉 생산능력 해소 성과 공고화 - 고품질 발전 추진	- 2021년 항목 + - 탄소피크/탄소중립 목표 달성 - 품질 제고, 구조 최적화, 전환 업그레이드 - 시장 수급 균형 촉진	탄소 중립 및 질적 구조조정 목표를 명확히 전면 에 내세움
적용 범위	- 신규 제선/제강 설비 건설	- 신규, 개조, 확장 - 현 위치 재건 대수리	포괄적으로 범위를 확대, 규제 강화
중점 지역	- 징진지, 창장삼각주, 주강삼각주, 분위평원 및 '2+26' 도시 (2017년 기준)	- 징진지 및 주변, 창장삼각주, 분위평원 (2023년 국무원 문건 기준)	최신 대기오염방지 행동계획(2023년)에 따라 중점 지역 범위를 재조정 및 구체화
교체 불가 대상 (유효 생산능력)	- '지조강(地条钢)', 불법 설비 - M&A 미완료 중비 기업 등	- 2021년 항목 + - 공시 전 미준공 설비 - 연속 2년간 연간 90일미만 가동 설비 - 절차 미이행 AOD로 등 보조 설비	교체 가능한 유효 생산능력의 기준을 더욱 엄격 하게 강화(장기 미가동 설비 제외)
기업 간 생산능력 이전	- 기업 간(중앙/지방) 교체 가능 (별도 기한 없음)	- 2027년 특정일까지만 기업 간 교체 허용 - 이후에는 반드시 실질적 M&A를 통해서만 기업 간 이전 가능	단순 생산능력 매매(지표 거래)를 제한하고, M&A를 통한 산업 재편을 강제
지역 간 생산능력 이전	- 중점 지역 신규 증설 금지 - 창장경제벨트 신규 건설 금지	- 2021년 항목 + - (신설) 비(非)중점 지역에서 중점 지역으로 이전 금지 - (신설) 중점 지역 간 상호 이전 금지	대기오염 민감 지역(중점 지역)으로의 생산능력 유입을 전면 차단하는 강력한 규제 신설
일반 교체 비율	- 중점 지역: 1.5 : 1 - 기타 지역: 1.25 : 1	- 전국 모든 지역: 1.5 : 1	기타 지역 교체 비율, 1.25에서 1.5로 상향, 전 국 표준을 1.5:1로 통일하여 감축 강도 상향
M&A 시 교체 비율	- 중점 지역: 1.25 : 1 - 기타 지역: 1.1 : 1	- 전국 모든 지역: 1.25 : 1	M&A 인센티브는 유지하나, '기타 지역'의 M&A 혜택(1.1:1)을 폐지하고 1.25:1로 강화
등량(1:1) 교체 (예외 조항)	- 6가지 경우 허용: 1. 전로 → 전기로 2. 전기로 → 전기로 3. 내부 기술 개조 4. 수소 야금 등 비(非)고로 5. 스테인리스강(RKEF-AOD) 6. 칭하이, 티베트	- 3가지 경우 + 1가지 경우(10조)로 재편: 1. (조건강화) 전로 → 전기로 (고로 동시 폐쇄 시) 2. 전기로 → 전기로 3. (조건강화) 수소 야금 (탄소 감축 ≥ 60%) 4. 현 위치 대수리 (10조) 5. 칭하이, 티베트	'내부 기술 개조', '스테인리스강' 등 광범위했던 1:1 교체 예외를 대폭 삭제하고, '저탄소 전환' (전 기로, 수소야금) 목적으로 한정
유효 기간	- 별도 유효기간 규정 없음	- (신설) 교체 방안 공시 후 24개월 유효 - 24개월 내 미착공 시 자동 폐기	'지표만 확보'하고 실제 투자를 지연하는 행위를 방지하기 위한 기한 신설
연계 정책	- 언급 없음	(신설) 생산능력 교체 시, 에너지 소모, 오염물, 탄소 배출 지표도 동시에 등량/감량 교체해야 함	생산능력(Capa) 규제와 환경/탄소 규제를 연동

자료: 중국 공업정보화부, 메리츠증권 리서치센터

[중국] 15차 5개년계획과 철강 용량교체 방안 연결짓기

2026 Outlook #12
철강/금속

새로운 15차 5개년계획 건의안과 개정된 철강 용량교체 이행방안, 지난 감산정책(2021년)의 실패 요인을 일부 겨냥

	15차 5개년계획	신규 철강 용량교체 방안
고부가	- '고품질발전'과 '질적생산력'으로 첨단산업 수요 창출 의도 - 부동산 또한 '고품질 발전'으로 전환 요구	- 기타지역 생산능력 교체비율을 1.25:1 → 1.5:1로 상향 - 신규 설비투자의 기회비용을 상향 - 신규 설비투자를 감행하는 기업의 고부가 제품 생산을 유도
경영효율화	- '제도 개혁'을 통해 '모든 경제주체의 활력'을 제고 - 시장원리에 기반한 효율화, 산업집중도 제고를 의미	- 철강산업 M&A 가속화, 소규모 기업 퇴출을 위한 조항 포함 1) '지표 거래' 시장 폐쇄: 2027년부터 실질적 M&A를 통하지 않고서는 기업간 생산능력을 사고파는 '지표 거래'를 원천 금지 2) M&A 인센티브 축소: M&A 인센티브(1.1:1)를 폐지하고 1.25:1로 강화
탈탄소	'전면적 녹색 전환', '탄소 피크/탄소 중립' 목표 달성, '신형 에너지 체계' 구축 명시	- 기존의 6가지 생산능력 감축 면제 조건에서 예외를 모두 삭제 - 1:1 교체(감축 면제)는 이제 1) 고로 → 전기로 전환 2) 탄소 60% 이상 감축하는 수소 야금 등 저탄소 기술 도입에만 허용
시사점	지난 감산정책(2021년)의 실패 요인을 일부 겨냥하여 개정안 발표	1) 2021년판의 모호한 1:1 교체 예외를 모두 삭제하여, '내부 기술 개조' 같은 꿈수가 불가능 2) 1:1 교체(감축 면제)를 받으려면 수소환원제철이나 전기로와 같이 '검증 가능한 탈탄소' 기술 도입 필수. 지방정부/기업이 속이기 힘든 영역 3) 대수리까지 규제 대상에 포함. 이전에는 노후 설비를 '수리'한다고 하고 사실상 '신설'하는 경우가 많았는데, 이전 이마저도 1.5:1 교체 대상

자료: 메리츠증권 리서치센터

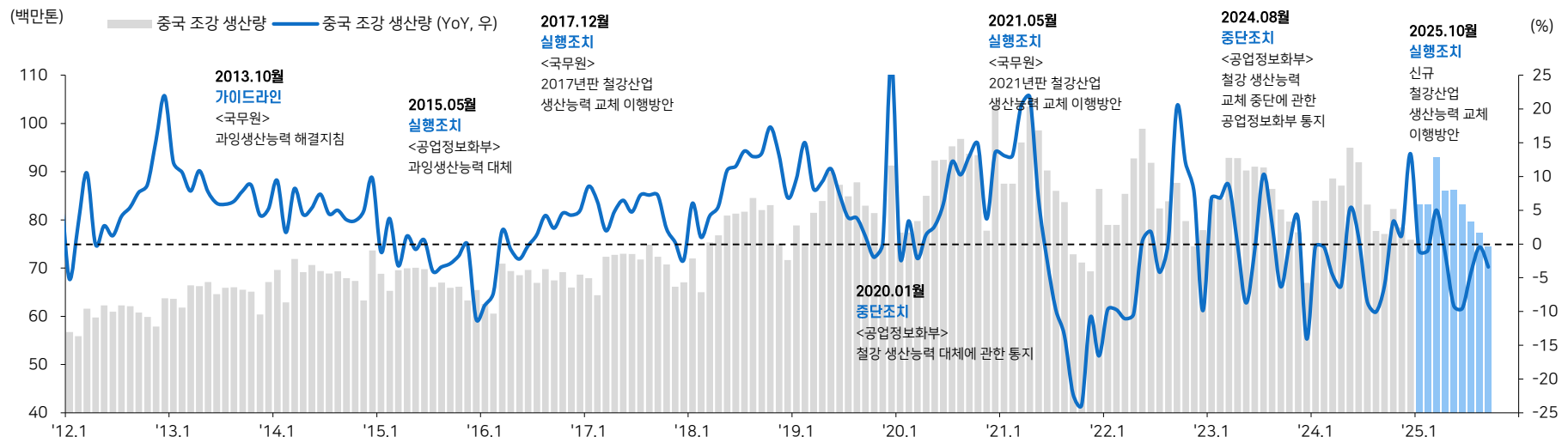
[중국] 감산은 서서히 진행 중, 문제는 기울기

2026 Outlook #12

철강/금속

- 예상했던 대로, 새로운 '실행조치', 즉 '철강산업 생산능력 교체 이행방안' 개정안이 15차 5개년계획 건의안 발표일(10/23) 직후(10/24) 게시됨
- 2016년 이후 최초로 연간 조강생산량이 감소하기 시작했던 해는 2021년, 철강산업 생산능력 교체 이행방안 개정을 통해 생산능력 증설에 대한 규제를 보다 강화했던 시점
- 중국 연간 조강생산량:
'20년 10.6억톤 → '21년 10.3억톤(YoY -3.0%) → '22년 10.1억톤 → '23년 10.2억톤 → '24년 10.1억톤 → '25.09월 7.5억톤(YoY-2.9%)
- 2025년을 기점으로 2026년부터 연간 -3.0% ~ -5.0% 범위의 조강생산량 감소를 기대

철강 감산정책, 점차 강도를 높여와 2021년부터 점차 실효성 발현



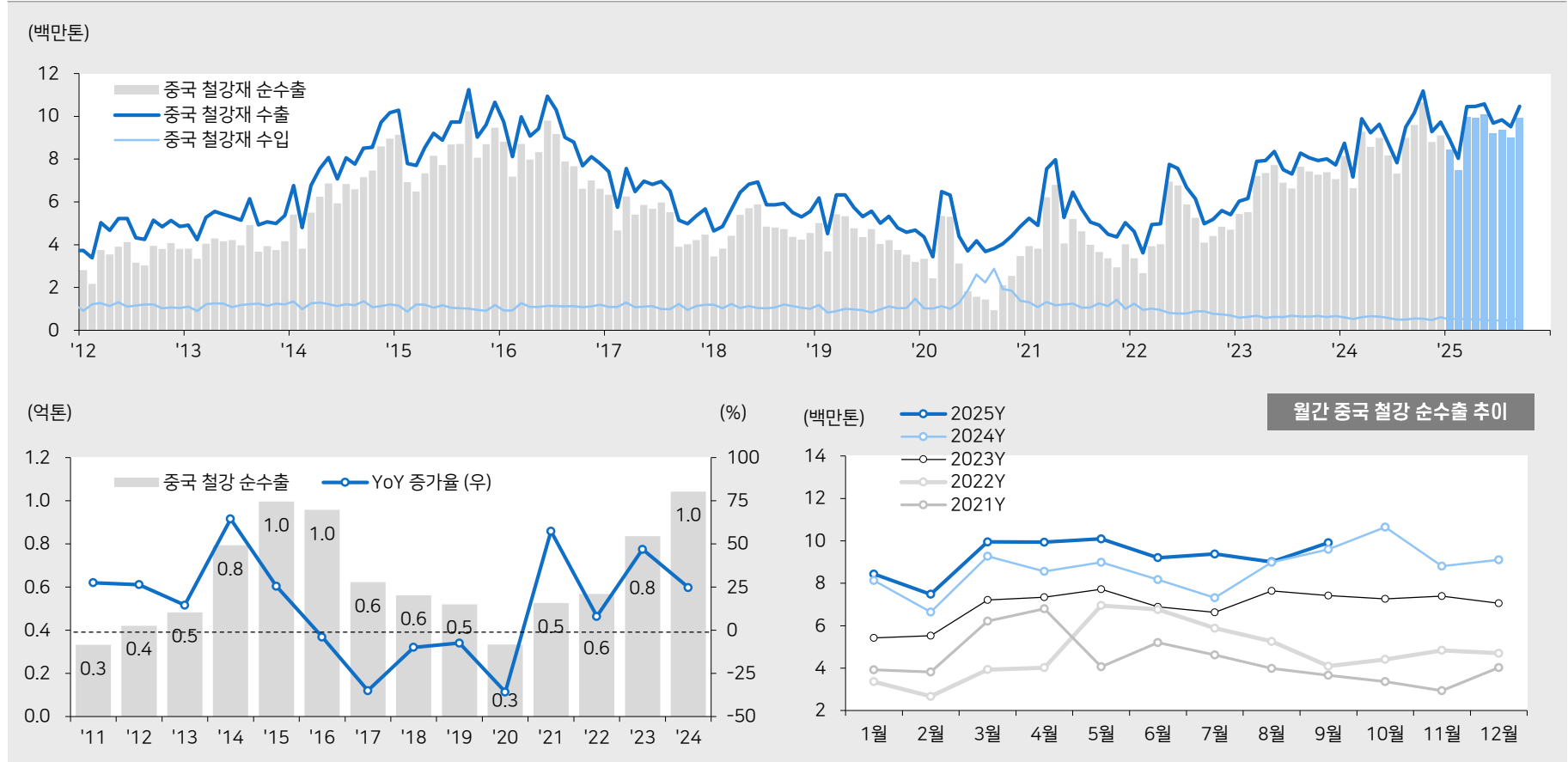
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

[중국] 감산 → 수출 감소 → 아시아 권역의 수급 개선

2026 Outlook #12

철강/금속

총 생산량 = 내수 + 수출 + 재고. 중국의 내수가 부진한 상황에서 생산량 감소는 수출량 감소의 필수적인 선행 조건



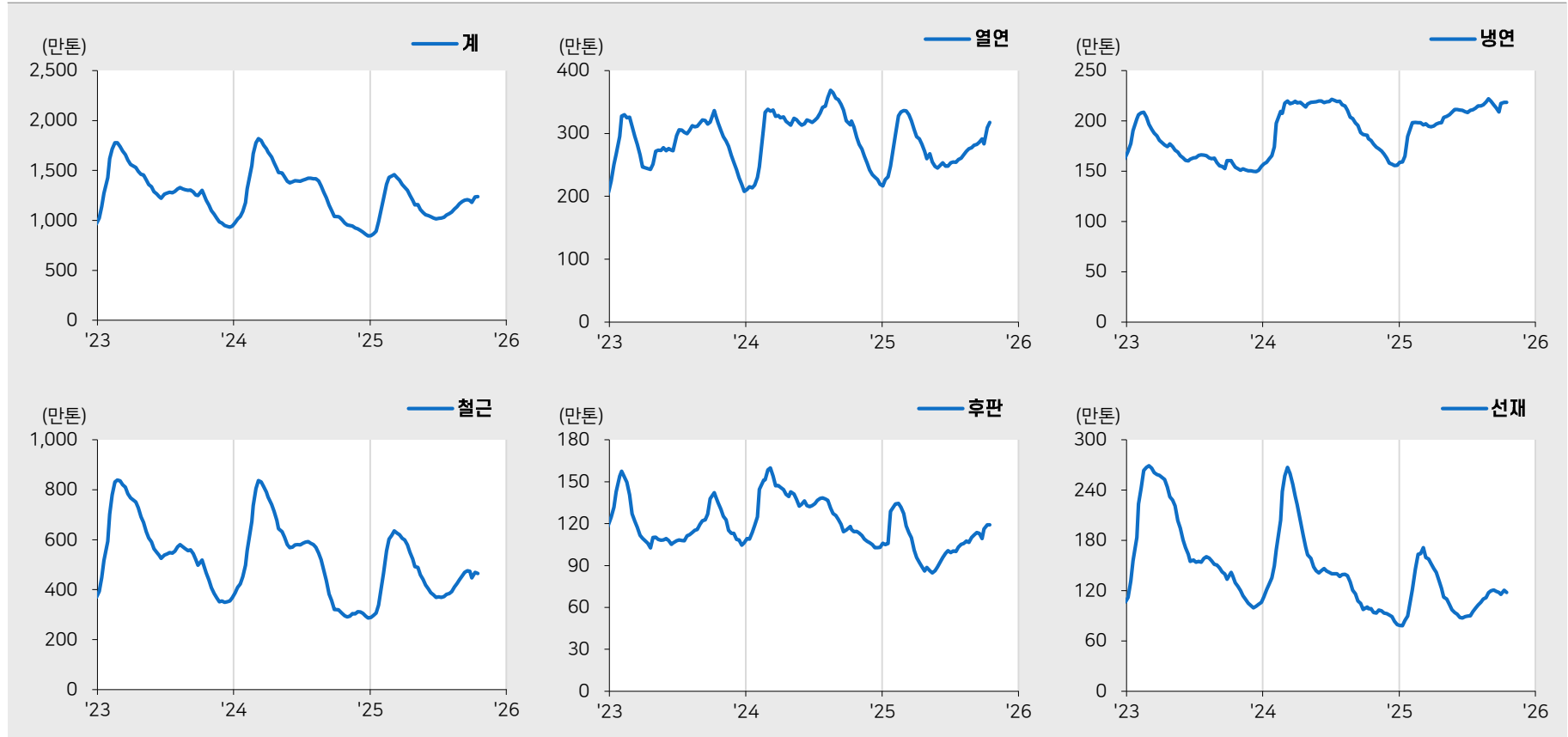
자료: CEIC, 메리츠증권 리서치센터

[중국] 판재류 중심으로 쌓여 있는 재고는 경계 필요

2026 Outlook #12

철강/금속

1) 철강재 재고, 1분기 증가 → 2분기(성수기) 감소 → 3분기(비수기) 정체 → 4분기 재고 소진의 흐름
다만 올해는 내수 부진 심화되며 3분기가 지난 10-11월에도 재고와 수출 증가 움직임. 판재류(열연, 냉연) 중심 재고 높은 부분은 경계



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

[중국] 동행지표의 장기 정체, 다만 반등의 경험은 있었다

2026 Outlook #12
철강/금속

- 장기적으로 중국 GDP 성장률과 철강 업황을 대변하는 열연강판 가격은 동행하는 추이
- 중장기적으로 중국 경제성장률이 장기적으로 완만하게 둔화되었던 구간(2011~2019년)에서 철강 산업의 호황기는 부재.
- 다만, GDP 성장률이 장기 정체되었던 구간에서도, 부진한 업황으로부터 가격 반등의 경험은 존재
- 2015년 5월 최초로 제시했던 감산정책(등량 혹은 감량 생산능력 대체), 장기 구조조정의 시발점 역할
- 해당 정책의 실효성에는 의문이 있었으나 후속정책 집행으로 철강 가격은 서서히 반등
- 원자재 가격의 낮은 변동성 유지를 위한 중국 정부의 노력을 기대

중국 내수 열연 도매가 및 GDP 성장률 추이



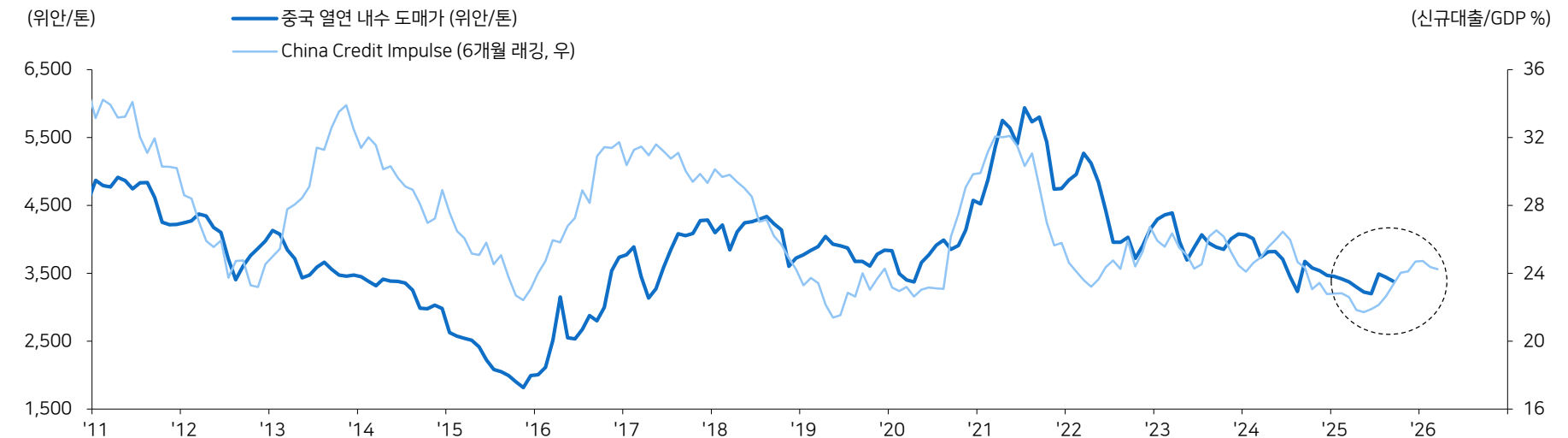
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

[중국] 선행지표 참고 시 추가적인 하락은 제한적, 횡보 예상

2026 Outlook #12
철강/금속

- GDP 대비 신규대출 발행 수준(신용 유입)을 나타내는 China Credit Impulse, 역사적으로 중국 열연강판 가격의 6개월 선행지표
- Credit Impulse가 증가하면 기업들이 더 많은 대출에 접근할 수 있게 되어 생산, 고용, 전반적인 경제 활동이 증가함을 의미
- 신용 확장은 대규모 인프라 및 건설 프로젝트에 자금을 공급하게 되며, 이는 철강 수요 증가로 이어짐
- 역사적으로 Credit Impulse는 Commodity 가격을 6~12개월 선행
- Credit Impulse가 미리 반등했던 점 고려한다면, 철강 가격의 추가적인 하락은 제한적이며 박스권을 회보할 것으로 예상하는 것이 합리적

중국 내수 열연 도매가 및 Credit Impulse 추이



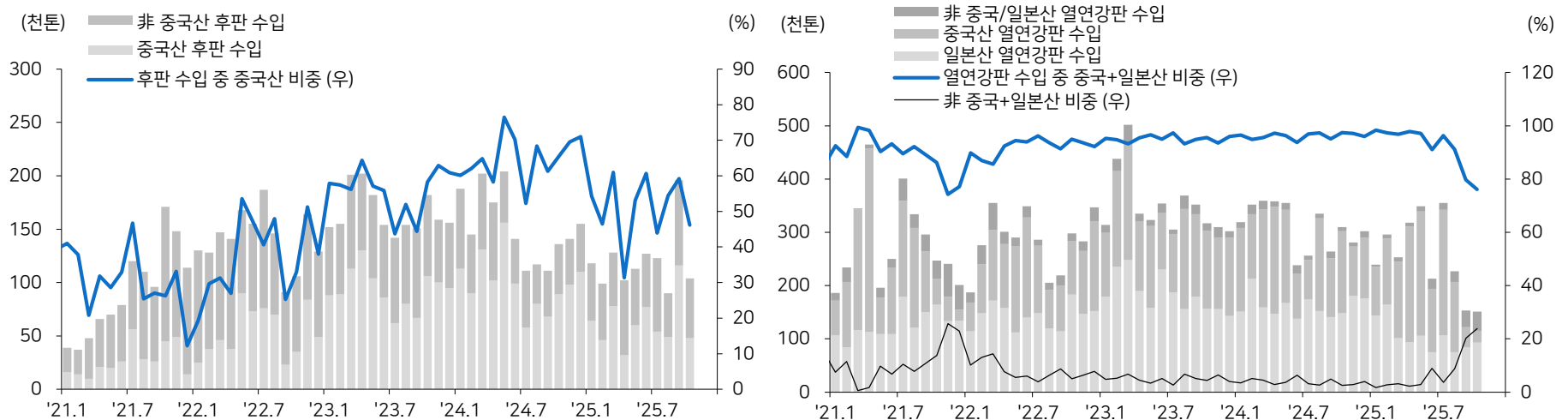
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

[반덤핑관세] 시차를 두고 후판보다는 열연 반덤핑관세 효과 기대

2026 Outlook #12
철강/금속

- **대중국 후판 반덤핑관세:** 4/24부터 약 30% 내외의 관세 부과 시작, 8/28 최종판정(5년간 관세 부과 확정)
 - 27.9~34.1%의 고율관세 부과에도 불구하고, 보세구역 활용한 조선용 중심 물량 통관되며 제재 효과 불분명
 - (2024년 후판 기준) 내수판매 585만톤 + 수입 210만톤 = 총수요 795만톤, 중국산 수입 138만톤, 총수요의 17.4%
- **대중국/일본 열연강판 반덤핑관세:** 9/23부터 일본산 약 32%, 중국산 약 30%의 잠정관세 부과
 - 8월부터 중국산 중심으로 효과적인 수입 물량 감소
 - (2024년 열연 기준) 내수판매 886만톤 + 수입 373만톤 = 총수요 1,259만톤, 중국/일본산 수입 359만톤, 총수요의 28.5%
 - 타국 수입물량 확대될 수 있으나, 국산 제품이 중국/일본산을 대체, 국내 제품의 열연 시장점유율이 최대 28.5%p까지 확대될 수 있는 구조

후판 반덤핑관세 부과('25년 4월) 이후 총 수입물량은 큰 변화 없이 유지 중. 반면 열연 반덤핑관세 부과('25년 9월) 시점부터 수입물량 감소



자료: 한국철강협회, 메리츠증권 리서치센터

[반덤핑관세] 포스코 & 현대제철의 실적 민감도

2026 Outlook #12
철강/금속

포스코 판매 (2025년, 천톤)

- 총 판매: 32,753
- 냉연: 13,811 / 열연: 8,989
- 열연 내수 비중 약 55% 가정

현대제철 판매 (2024년, 천톤)

- 총 판매: 17,072
- 판재류: 11,672 / 봉형강: 5,400
- 냉연: 6,084 / 열연: 2,636
- 열연 내수 비중 약 65% 가정

내수 열연강판 가격과 판매량 변화에 따른 포스코(별도) 매출액 민감도

(십억원)		열연 ASP (80만원/톤 기준)				
2025E 열연 내수판매		+0만원	+2만원	+4만원	+6만원	+8만원
판매량(천톤)	판매증가율	80만원/톤	82만원/톤	84만원/톤	86만원/톤	88만원/톤
4,931	0.00%	-	99	197	296	394
5,054	2.50%	99	200	301	402	503
5,178	5.00%	197	301	404	508	611
5,301	7.50%	296	402	508	614	720
5,424	10.00%	394	503	611	720	828

자료: 메리츠증권 리서치센터

내수 열연강판 가격과 판매량 변화에 따른 현대제철(별도) 매출액 민감도

(십억원)		열연 ASP (80만원/톤 기준)				
2025E 열연 내수판매		+0만원	+2만원	+4만원	+6만원	+8만원
판매량(천톤)	판매증가율	80만원/톤	82만원/톤	84만원/톤	86만원/톤	88만원/톤
1,700	0.00%	-	34	68	102	136
1,743	2.50%	34	69	104	139	173
1,785	5.00%	68	104	139	175	211
1,828	7.50%	102	139	175	212	248
1,870	10.00%	136	173	211	248	286

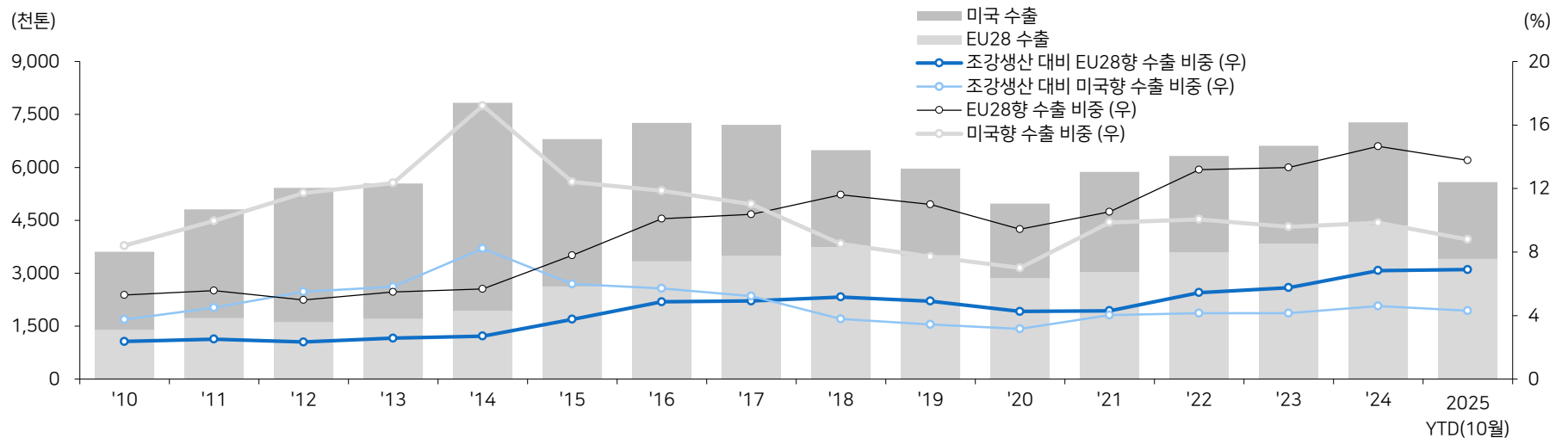
자료: 메리츠증권 리서치센터

[무역환경] 2025년에는 미국이, 2026년에는 유럽이 무역장벽 쌓기

2026 Outlook #12
철강/금속

- 한국의 조강생산량 대비 수출 물량 비중, EU 6.9%, 미국 4.3%
- 한국의 총 수출 물량 대비 수출 물량의 비중, EU 13.8%, 미국 8.8%
- 미국: 2025년 3월 12일 25% 철강 관세 발효, 6월 4일 50% 철강 관세 발효. 2026년 50% 관세를 어느 수준까지 '완화'할지에 주목
- 유럽: 한국의 유럽향 무관세 쿼터는 현재 약 380만톤(국가 할당 263만톤 + 글로벌쿼터 120만톤), 쿼터 초과분에는 25% 관세 적용 중
- 2026년 6월 30일 기존 조치 만료, 쿼터의 절반 축소 및 관세 인상(25% → 50%)을 위한 입법 절차 진행 중

2020년부터 현재까지 미국, EU향 수출 비중은 증가해왔으나, 2025년 무역환경 변화 직면



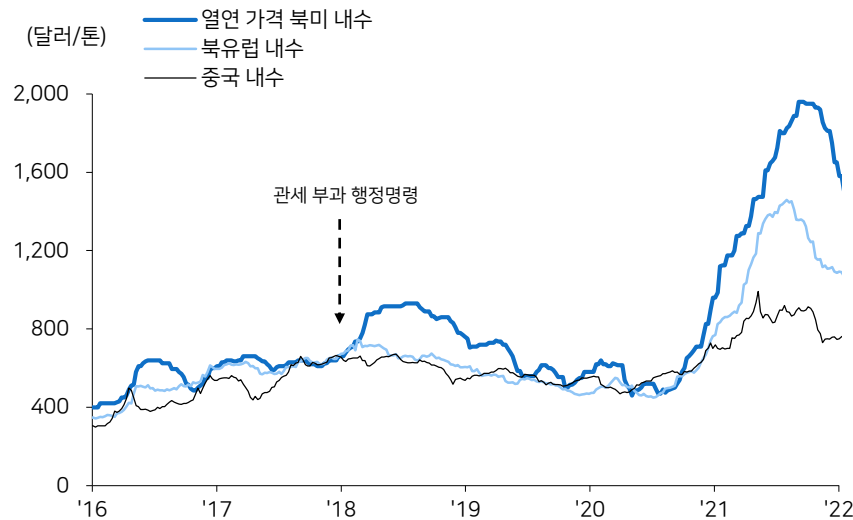
자료: 한국철강협회, 메리츠증권 리서치센터

[무역환경] 美 철강 관세, 선택적·국가별 완화 예상

2026 Outlook #12
철강/금속

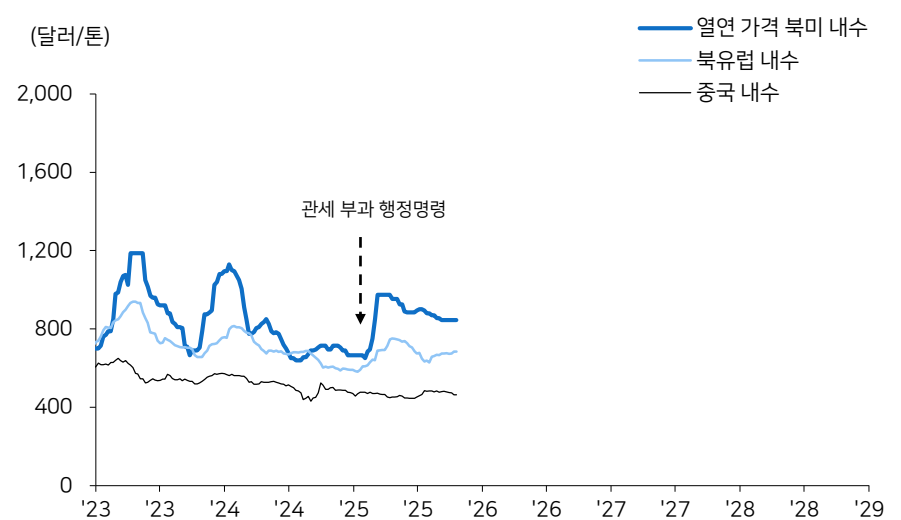
- 2026년 11월 중간선거 전에는 관세 완화의 정치적 유인이 약해 현행 고관세 체제가 유지될 가능성이 높다고 판단
- 중간선거 전 관세를 낮추면 HRC 가격에 하방 압력을, 주요 철강업체의 투자 및 고용에 혼란 → 노조 반발 위험으로 이어져 공화당과 충돌 위험
- 과거에도 2018년 11월 중간선거 이후 2019년 USMCA 협상을 통해 캐나다·멕시코 철강 관세 철폐, 2021~2022년 EU/영국 TRQ 등 선거·정책 이벤트 이후 단계적 완화가 반복. 당장 광범위한 철폐보다는 선택적 완화가 선행되고, 중간선거 이후 광범위한 관세 완화를 예상
- 현대차그룹 주도 미국 전기로 투자와 포스코그룹이 검토 중인 미국 Cleveland-Cliffs 지분투자로 돌파구 마련할 수 있을지 주목
- 미국은 현재 유일하게 영국에게 철강 관세를 완화했고, 아르헨티나 등 개별적 협상 진행 중

2018년 트럼프 1기 철강 관세 부과했던 시기의 철강 가격 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2025년 트럼프 2기 철강 관세 부과 시기의 철강 가격 방향은?



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

[무역환경] EU의 관세가 강화된다면, 예상 피해 규모는 얼마일까?

2026 Outlook #12
철강/금속

- 2025년 10월 7일, EU 집행위원회는 2026년 7월 1일부로 시행될 새로운 철강 세이프가드 조치안을 공식 발표
 - 연간 무관세 수입 쿼터를 기존 대비 47% 축소(약 1,830만 톤), 쿼터 초과 물량에 대한 관세를 25% → 50%로 인상
- 한국은 EU향 수출 물량 (380만 톤)을 국가별/글로벌 쿼터를 통해 관세 없이 수출 중
- 2024년 한국의 EU향 철강 총수출금액 약 42억달러 기준, 동일한 물량 수출을 위해서는 최대 10.5억달러(1.5조원) 규모의 관세 비용 발생
- 다만 수출 물량의 타국 이전 등 수단을 통해 비용 대폭 저감 가능하며, 한국과 EU와의 추가 협상 또한 긍정적 변수

EU의 신규 철강 세이프가드 조치 Timeline

시기	주요 내용
2025.3.19	EU 집행위원회, '철강 및 금속 행동 계획' 발표 (신규 조치의 기반)
2025.7.18	EU, 기존 세이프가드(2026년 6월 만료) 대체 조치에 대한 의견 수렴 시작
2025.10.7	EU 집행위원회(EC), 신규 세이프가드 제안 공식 발표, - 무관세 쿼터 47% 축소 (총 1,830만 톤) - 초과 물량 관세 25% → 50%로 인상
2025년 10월 ~ 2026년 6월	입법 절차 진행 (유럽 의회 및 이사회 승인) / 회원국 및 관련 업계(Eurofer 등)의 강력한 지지로 통과 유력
2026.6.30	기존 철강 세이프가드 조치 만료
2026.7.1	신규 세이프가드 조치 발효: 축소된 쿼터 및 50% 관세를 적용 시작

자료: 메리츠증권 리서치센터

기존 EU향 수출 물량의 타국 이전을 통한 비용 절감 시나리오

항목	값	비고
A. 총 수출 물량 (기준)	380만톤	
B. EU 축소된 쿼터 (신규 가정)	190만톤	
C. 타국 이전 물량 (쿼터 초과분 전량 이전 가정)	190만톤	A - B (380만톤 - 190만톤)
D. 톤당 평균 수출 단가	1,100달러/톤	가정
E. 기존 영업이익 (유럽향)	110달러/톤	D × 10% (가정)
F. 신규 영업이익 (타국향)	55달러/톤	D × 5% (가정)
G. 톤당 영업이익 손실	55달러/톤	E - F
H. 연간 총 영업이익 손실 (달러)	1.05억달러	C × G (190만톤 × 55달러/톤)
I. 연간 총 영업이익 손실 (원)	약 1,515억원	H × 1,450 (원/달러)

자료: 메리츠증권 리서치센터

[배당소득 분리과세] 2026년부터 시행되는 배당소득 분리과세

2026 Outlook #12
철강/금속

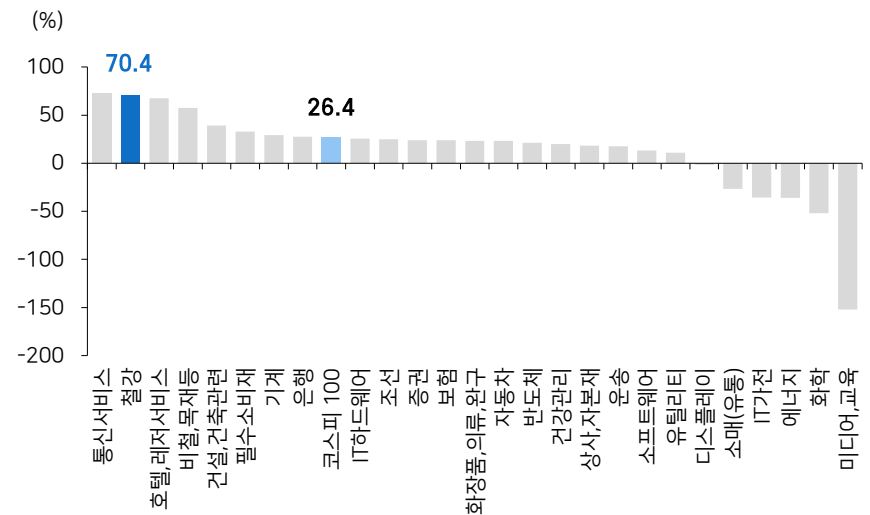
- 정부는 자본시장 활성화 방안으로 2025년 7월 31일 세제개편안을 통해 ‘배당소득 분리과세’ 도입을 확정
- 배당소득을 이자소득과 합산해 종합소득세로 과세하던 현행에서, 고배당 기업의 배당소득을 구간별 분리과세 세율로 적용하는 것이 골자
- 논쟁이 되고 있는 최고세율은 11월 중순 열리는 기획재정부위원회 소위에서 정부안(35%)과 이소영 의원 대표 발의안(25%)을 검토해 결정할 전망
- ‘배당소득 분리과세’에 적용되는 고배당 기업은 ‘배당성향 40% 이상’ 또는 ‘배당성향 25% 이상이면 3년 평균 대비 5% 이상 증가’한 기업
- 당사 추정치 기준 2025년 예상 배당성향, POSCO홀딩스 107.3%, 고려아연 40.9%, 풍산 35.5%, 현대제철 134.0%

배당소득 분리과세 주요 내용 정리

개요	2025년 7월 31일 세제개편안(조특법 104의27 신설)
대상	고배당 상장법인인 주주(거주자)
적용 요건 (①+②)	① 전년 대비 현금배당액이 감소하지 않을 것 ② i) 배당성향 40% 이상 or ii) 배당성향 25% 이상 및 직전 3년 평균 대비 5% 이상 배당 증가 상장법인
대상 소득	현금배당액(중간, 분기, 결산배당)
적용세율	3단계 누진세율 2천만원 이하: 14% 2천만원 초과 3억원 이하: 20% 3억원 초과: 35%
적용기간	2028년 12월 31일이 속하는 사업연도에 귀속되는 배당분까지

자료: 기획재정부, 메리츠증권 리서치센터

2024년 섹터별 배당성향



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

Part. 3

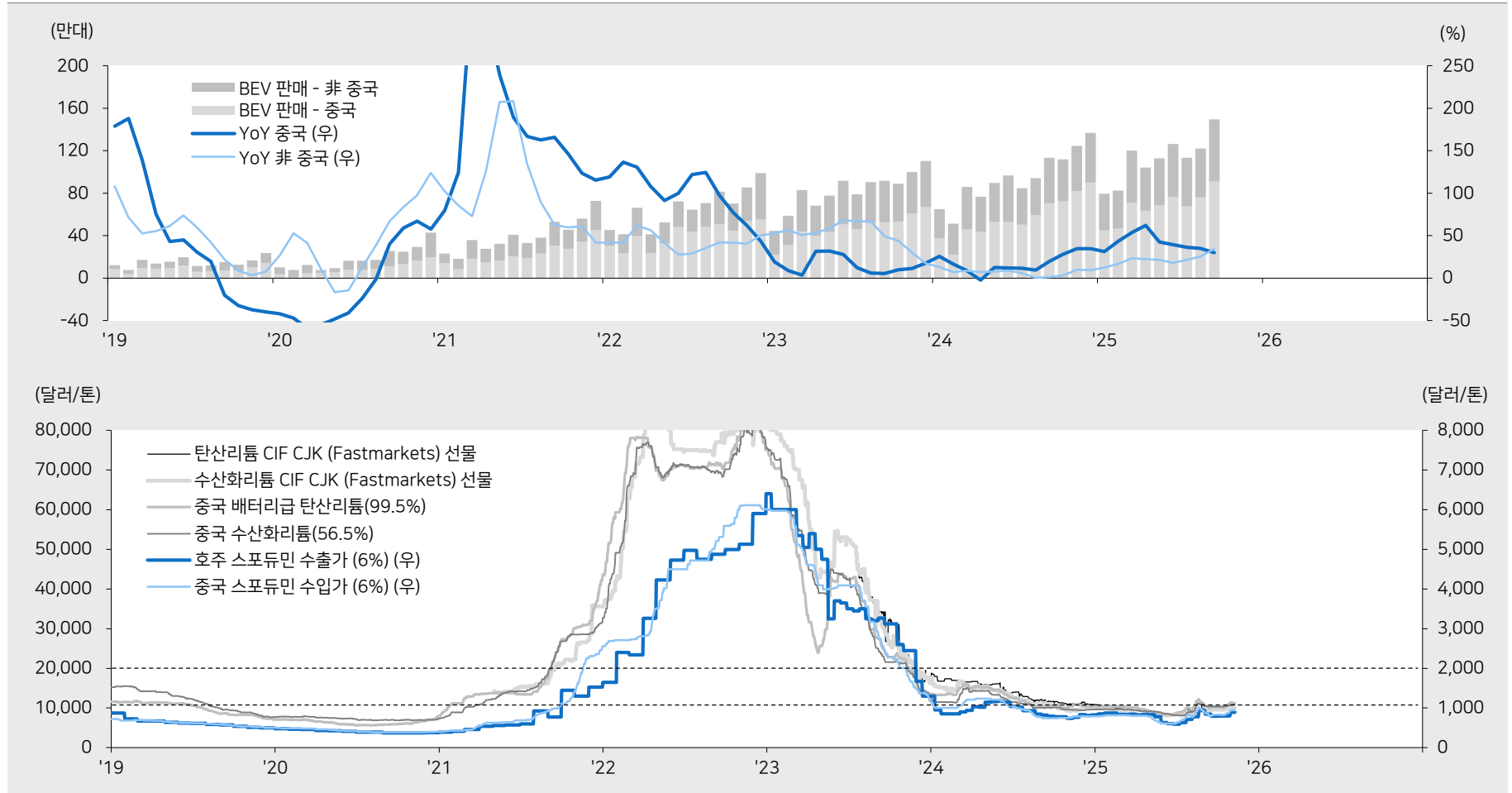
Li: 저비용 공급의 그늘 속 조용한 반등



리튬 가격, 글로벌 BEV 판매 증가율에 시차를 두고 반등 시도

2026 Outlook #12
철강/금속

상반기 중국 중심의 BEV 판매 성장률 확대에도 리튬 가격은 하락 지속하였으나, 7월 중국 정부의 공급정책을 기점으로 바닥 다지기에 성공



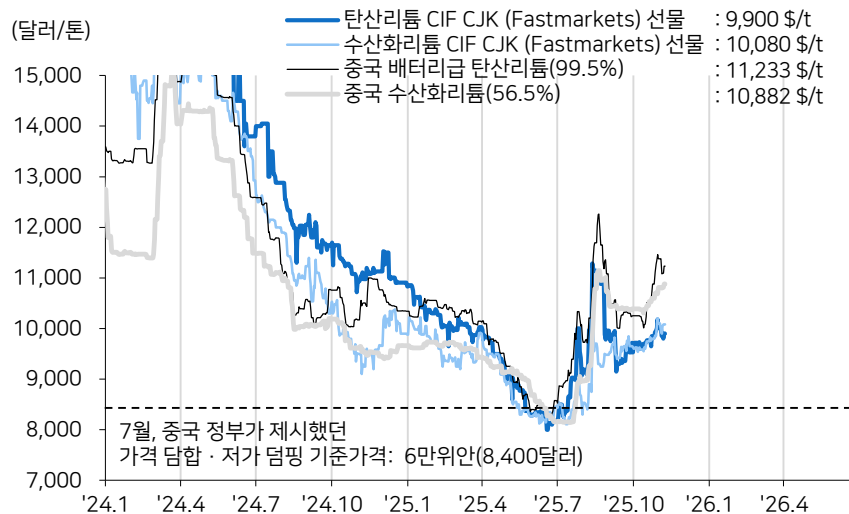
자료: SNE Research, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

리튬 가격 반등의 이유: 공급충격, 정책이벤트, 수요 이슈의 맞물림

2026 Outlook #12
철강/금속

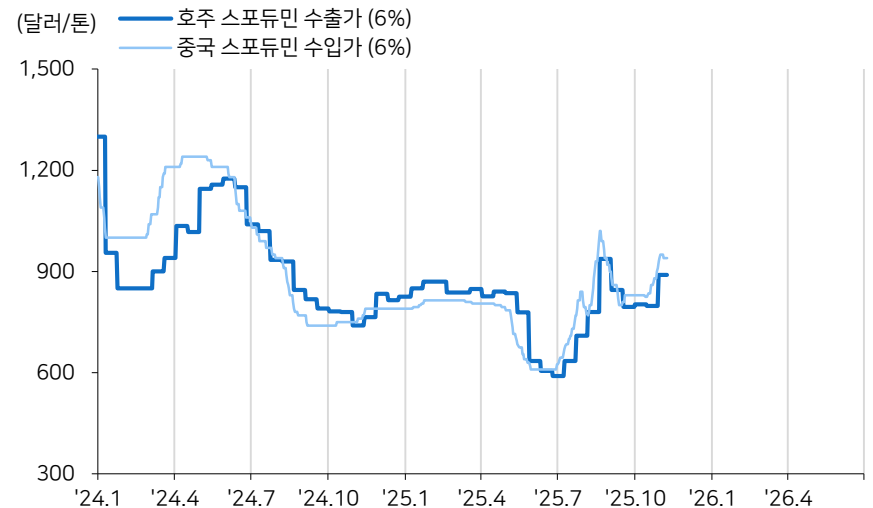
- 중국 국무원, <리튬염·배터리·양극재 산업에 대한 가격담합·덤핑 전면 금지령> 발표 (7월 3일)
 - 탄산리튬·수산화리튬 현물가 6만 위안 이하로 팔면 즉시 조사 → 7월 4일부터 모든 업체가 6.5만 위안 이상으로 가격 상향
 - 양극재·배터리셀도 '원가 이하 판매' 금지 → CATL, BYD, EVE 즉시 7~12% 가격 인상
 - 레피돌라이트·스포듀민 저가 수입도 반덤핑 관세 부과 예고 → 호주 스포듀민 765 \$/t 에서 850 \$/t 으로 급등
 - 2027년까지 지방정부 신규 리튬프로젝트 승인 금지 → 장시성·사천성 신규 광산 42개 즉시 중단
 - 과잉생산기업 3개월 내 감산계획 제출, 미이행시 전력·대출 차단 → 8월 9일 CATL Jianxiawo 광산 폐쇄 (글로벌 공급 3~6%, 6.5만 LCEt)
- 미국 DOE, Lithium America에게 대출, 5% 지분 워런트 취득, ESS 수요 증가 이슈 등

7월 초를 기점으로, 리튬 가격 반등 중



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

스포듀민 가격 또한 유사한 움직임



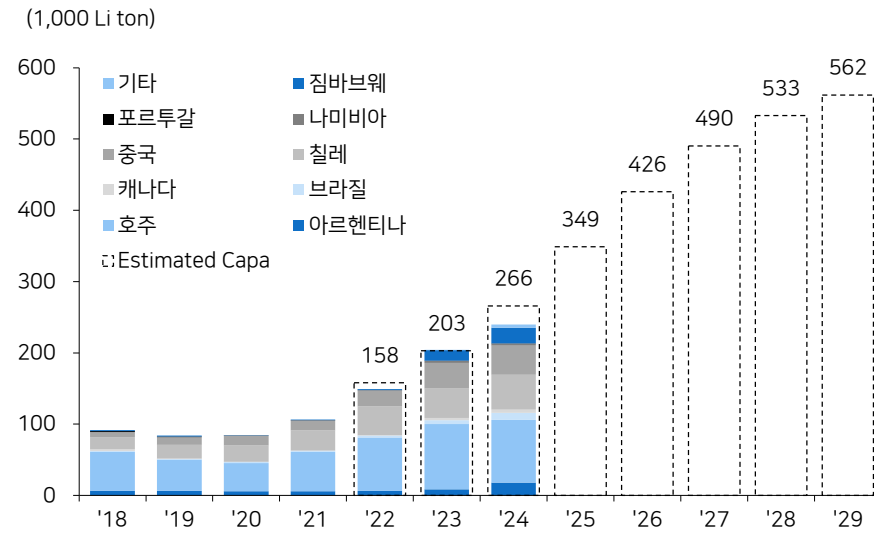
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

리튬 가격의 구조적 상승 가능성?

2026 Outlook #12
철강/금속

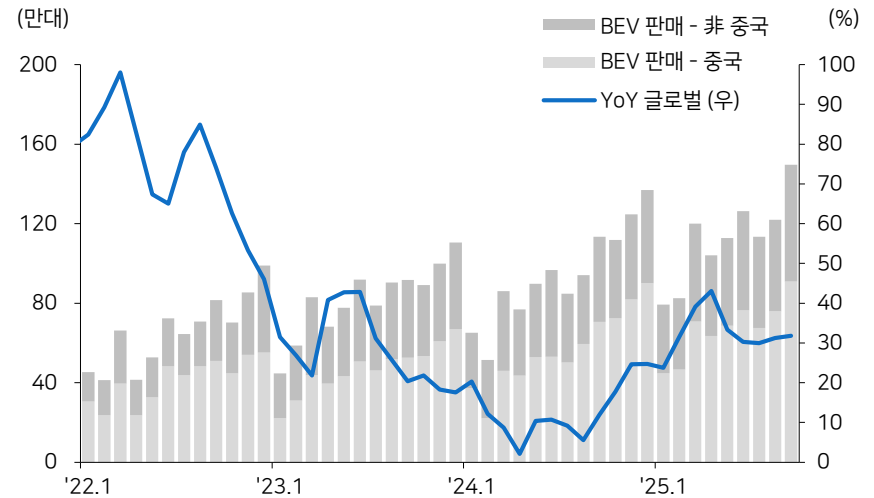
- 리튬 가격의 구조적 상승을 위한 선행 조건 중 하나가 점차 충족 중, “수요 증가율이 공급 증가율을 초과하는 상황이 일정 기간 지속되는 것”
- USGS의 리튬 생산능력 전망, 2024년, 2025년 +31% YoY로 유지, 2026년에는 +22%, 이후 점차 증가폭 둔화를 예상
- 전 세계 BEV 수요는 2025년 1~9월 YTD 기준 1,010만 대로 YoY +33.2% 수준을 기록 중
- 총 배터리 시장 규모의 약 10~15% 수준으로 알려졌던 ESS 수요 증가도 더해짐
(BNEF는 2025년 ESS 신규 설치 용량을 247GWh(+23% YoY)로, Rho Motion은 297~412GWh(+44~+100% YoY)로 전망)
- BEV와 ESS의 수요 증가가 가팔라지는 현 상황은 배터리 및 리튬 수요에 긍정적

전세계 리튬 Capa YoY % '24년 +31.0%, '25년 +31.2%, '26년 +22.1%



주: 1 Li ton = 5.323 LCE ton
자료: USGS, 메리츠증권 리서치센터

월별 글로벌 BEV 판매 성장률, 중국 중심 판매 확대로 +30% YoY 상회



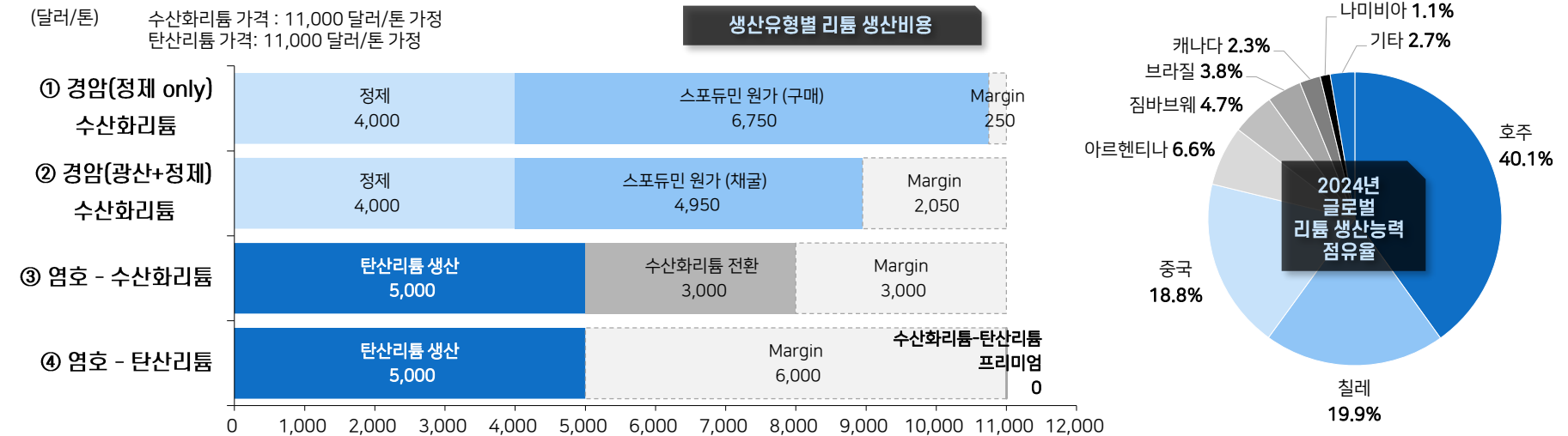
자료: SNE Research, 메리츠증권 리서치센터

다만, 짚고 넘어가야 할 것은 리튬화합물의 비용 구조

2026 Outlook #12
철강/금속

- 리튬 생산자들 중에서는, 고비용 생산자(광석리튬-스포듀민, 레피돌라이트)와 저비용 생산자(염수리튬)가 동시에 존재
- 중국 생산자, 1번과 4번 유형이 다수. 2024년에는 1번 유형의 공급 증가 속도가 가팔랐음
- 아르헨티나, 칠레 등 남미 저비용 염호 기반 생산은 3, 4번 유형.
특히 남미 공급량 증가는 이러한 저비용 리튬 생산이 크게 늘어난다는 것을 의미

11,000달러/톤 가격을 가정한 리튬 비용 구조



주: 스포듀민 6% 가격은 톤당 900달러로 가정. 따라서 리튬화합물 1톤 생산을 위한 스포듀민 7.5톤 구매를 위한 비용은 $900 \times 7.5 = 6,750$ 달러/톤
스포듀민 채굴원가의 톤당 비용은 Pilbara Minerals의 최근 6개분기 평균 채굴원가와 유사한 수준인 660달러를 가정. 따라서 리튬화합물 1톤 생산을 위한 스포듀민 채굴원가는 $660 \times 7.5 = 4,950$ 달러/톤
자료: 메리츠증권 리서치센터

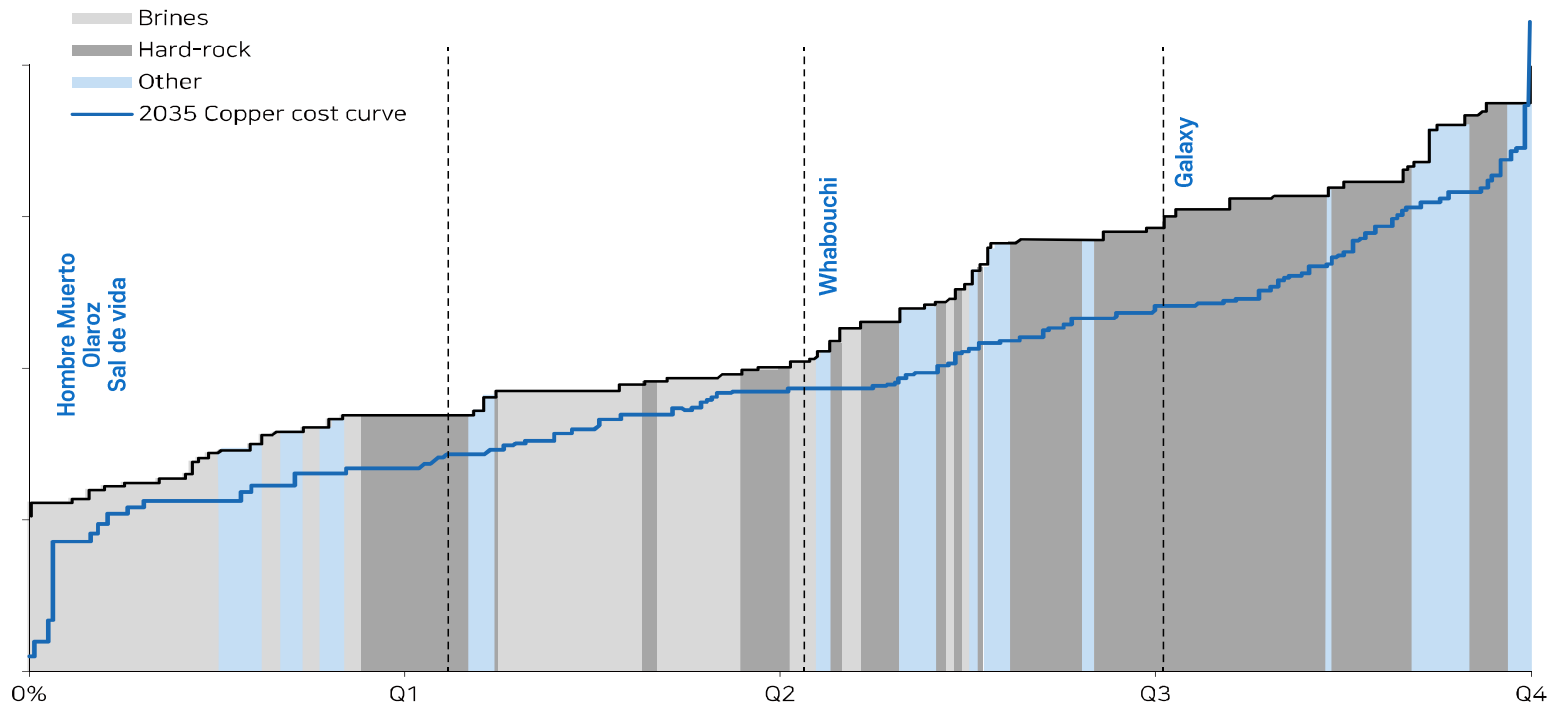
Lithium Cost Curve

2026 Outlook #12

철강/금속

- 리튬, 구리와 마찬가지로 Cost Curve 가 평평하지 않고 가파르게 형성. 저비용 생산자와 고비용 생산자의 비용 차이가 심하다는 것을 의미. 다만, 구리의 경우 신규 생산자 진입이 주로 고비용 생산자로 한정되는 데 반해, 리튬의 경우 저비용 생산자(남미 염수 리튬)의 진입 확대
- 이는 전체적인 Cost Curve의 상향 조정을 저해하는 요인으로 작용

저비용 영역은 대부분 남미 아르헨티나와 칠레의 염호, 광석 공급은 전반적으로 분포



주: 1. Lithium C3 cost curve from Benchmark Minerals Intelligence. Copper C3 cost curve from Wood Mackenzie, C3 Cost = C2 Cost (C1 + 감가상각) + 이자 및 간접비

2. Galaxy economics as disclosed in technical report dated September 2023

자료: Rio Tinto, 메리츠증권 리서치센터

리튬 가격, 중단기 12,000~14,000달러/톤 수준까지 완만한 상승 예상

2026 Outlook #12
철강/금속

- 리튬 가격은 2025년 7월 중국 국무원의 반덤핑 공급 정책을 기점으로 반등 중이며, BEV와 ESS 수요 호조로 인해 수요 증가율이 공급 증가율을 상회하는 상황이 리튬 가격의 단기 상승 지속 가능성을 뒷받침
- 다만, 과거 80,000달러/톤 수준까지 급상승하는 것은 현실적으로 무리
- 리튬 시장의 cost curve는 가파르게 형성되어 저비용(남미 염수 리튬)과 고비용 생산자 간 편차가 크며, 현재 남미 중심의 저비용 공급자들이 지속적으로 확대되고 있어 전체 cost curve 수준이 정체되기 때문
- 소결론을 내자면, 중단기적으로 기존 광산의 LRMC인 12,000달러를 상회하는 지점으로 향할 수 있을 것으로 예상

금속 가격의 기준점, LRMC

지표	값 (달러/LCE ton)	비고	비용지표 의미
Cash Cost	4,000 ~ 11,000	중국 염수/레피돌라이트: 4,000~6,000 (저가 생산자, IEA 2025 Outlook 반영) 호주 광석리튬 평균: 11,000 (2Q25)	단기 시장 가격의 하한선. 해당 가격 하회할 시 감산 진입 유인
Marginal Cash Cost	9,000 ~ 10,000	Goldman Sachs Q3 2025 업데이트: 90% 업체가 이 수준 위, 중국 컨버터 비용 절감 끝판왕 (Nasdaq Q3 Review 및 Argus Media 2025 분석)	시장이 버틸 수 있는 최후의 방어선. 해당 가격 수준에서는 고비용 업체 60~70%이 손실
AISC	10,000 ~ 15,000	호주 평균 11,200~12,000 (Pilbara 등 3Q25 실적 기반), 저비용 quartile 10,000 이하 일부 존재 (Fastmarkets)	실제 현금흐름 기준 생존선. 해당 가격 하회 수준에서는 현금 유출 영업 지속
LRMC	12,000 ~ 16,000	기존 광산 12~16k, 북미 신규 20k 중반 (IEA Global Outlook 2025)	장기 균형 가격의 기준점. 이 가격 근처에서 재고가 쌓이고 줄어듦
Incentive Price	15,000 ~ 25,000	서구 신규 프로젝트 20k 중반~30k 필요 (Albemarle 3Q25 Earnings)	신규 공급이 들어오기 시작하는 가격
C3 Cost	12,000 ~ 20,000	IEA 2025 기반	총 영업비용의 한계선. 해당 가격 하회 수준에서 기업의 장기 생존이 불가능

자료: 각 사 종합, 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 평균주가 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

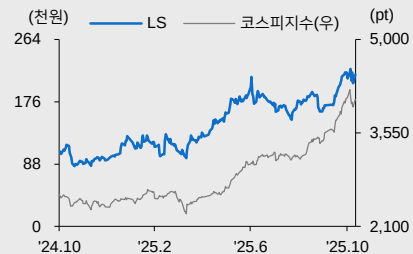
주요주주(%)

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 고순의 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	KOSDAQ 상장
		KOC전기	51.00	24.70	
		LS메탈	100.00	48.50	
		티라유택	31.90	15.40	
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	미국 해저케이블 법인 MV/LV 케이블 업체, 가온전선 자회사로 편입 지중케이블 시공업체, LS마린솔루션 자회사로 편입	
		LS 그린링크	100.00		
		지엔피	100.00		
		LS 빌드윈	100.00		
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 아이앤디	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
			-5	-24	-8	-13	-18	-21	-22	-25
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	
	별도외					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	
	별도외				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	
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
유동주식비율	32.5%
52주 최고/최저가	4.84달러/1.67달러

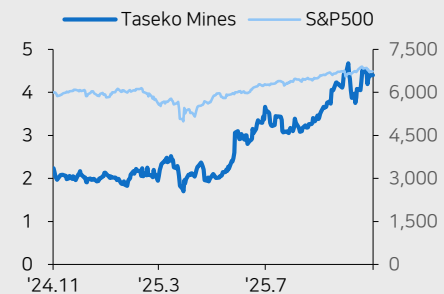
주요주주(%)

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 플레이어 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 **강재혁**
jaehyeok.jang@meritz.co.kr

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

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

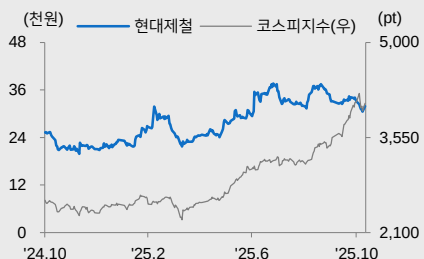
KOSPI	4,073.24pt
시가총액	42,569억원
발행주식수	13,345만주
유동주식비율	62.61%
외국인비중	23.55%
52주 최고/최저가	37,600원/19,900원
평균거래대금	162.0억원

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 소요되겠으나 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
중속/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

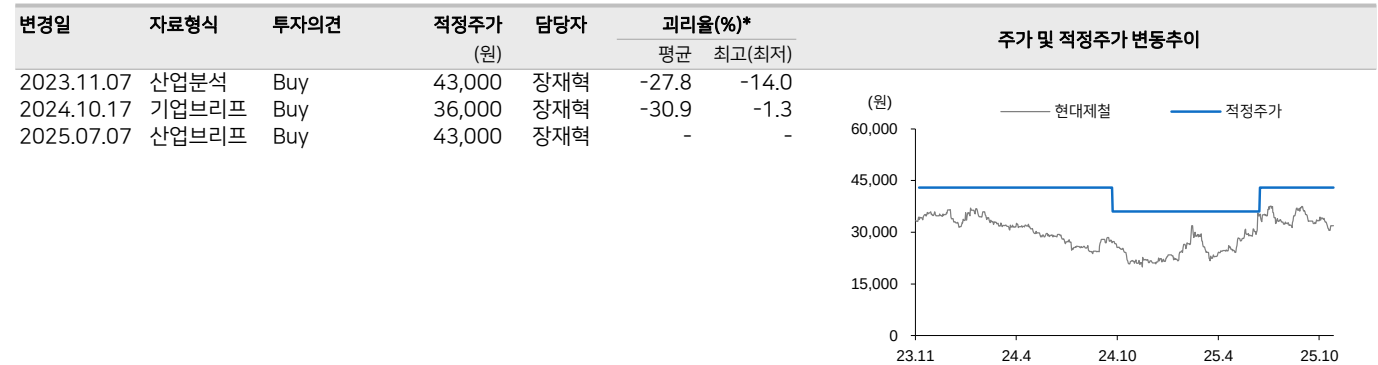
LS (006260) 투자등급변경 내용

* 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

