12 Mar. 2026

철강/비철금속 (Overweight)

회복의 철강, 격변의 비철

DAOL 다올투자증권

철강/비철금속 이정우 연구원 I jungwoo@daolfn.com

CONTENTS

03 I. Summary & Focus Chart

08 II. 회복의 철강
II-1. 저조했던 2025년. 낮은 기저로 성장에 대한 기대를
II-2. 중국: 구조조정은 변수로, 바닥 신호는 명확
II-3. 리튬: 공급부족의 시작
II-4. 철근: 미국은 열리고 국내는 타이트해진다
II-5. 반덤핑 효과 점진적으로 발현 중

34 III. 격변의 비철
III-1. 수요, 공급 그리고 지정학 리스크
III-2. 귀금속: 불확실성 속 강세 유지
III-3. 구리: 예상보다 빠르지만 우상향 전망 유지
III-4. 희토류: 공급망 재편과 탈중국 프리미엄
III-5. 기타: 사이클 국면에서 확대되는 지정학 리스크

55 IV. 투자의견

57 V. 종목별 투자의견
58 POSCO홀딩스 (005490) _ Top Picks
64 현대제철 (004020)
69 세아베스틸지주 (001430)
75 포스코인터내셔널 (047050)
90 제이에스링크 (127120)

I. Summary & Focus Chart

2025년 말부터 시작된 코스피 랠리에도 철강 업종은 주가가 오르지 못하면서 코스피 대비 크게 언더퍼폼했다. 이유는 기대했던 중국 철강업의 구체적인 구조조정이 발표되지 않았으며, 개별 기업의 이슈로 실적 회복이 지연되었기 때문이다. 여전히 중국 구조조정에 대한 구체적 계획은 발표되고 있지 않지만 2026년은 실적을 눌러왔던 요인의 해소와 기대했던 반덤핑 효과, 중국 철강 수요 감소세 둔화로 업종 주가 상승을 기대한다.

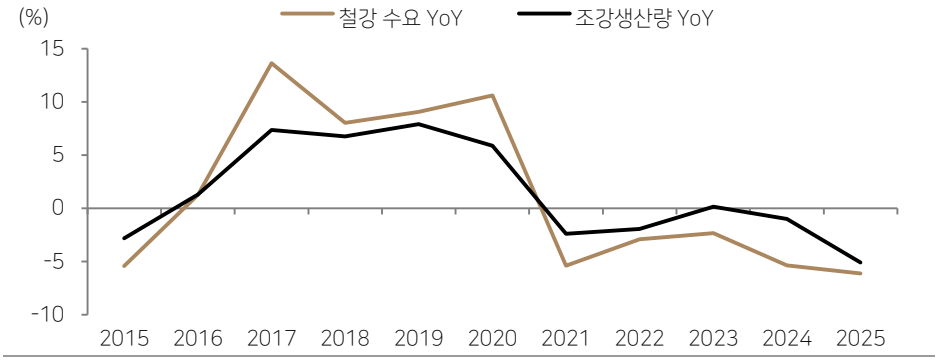
특히 개별 기업의 실적을 저해했던 요인들도 개선이 유효하다. 당초 우려했던 CATL의 이춘시 리튬 광산의 재가동과 마노노 프로젝트의 가동 예정에도 공급부족이 지속될 가능성이 높아졌다. BESS로 수요가 명확하게 증가했고, 짐바브웨의 리튬 정광 수출 금지는 단기로 끝나기 어려운 이슈이다. 탄산리튬 가격을 톤당 25,000달러 유지 가능 판단해 POSCO홀딩스 아르헨티나 염호의 2026년 흑자전환을 전망한다. 아직 건설업황 회복이 되지 않았지만 미국향 철근 수출 증가세 역시 긍정적이다. 미국의 철근 주요 수입국에 대한 AD/CVD 조사가 2025.06월 시작, 알제리는 2025.12월 덤핑 사실이 인정되었다. 그 공백을 한국 철근사들이 메우면서 수출 증가세 유지가 가능하다고 판단한다. 철근 수출량은 4Q25 합산 8.4만톤, 2026.01월 11만톤, 2026.02월 13만톤을 기록했다. 업황 회복 가능성과 개별 실적 회복이 가능한 POSCO홀딩스(투자의견 BUY, 적정주가 48만원)를 최선호주로, 현대제철(투자의견 BUY, 적정주가 4.6만원)을 차선호주로 제시한다.

비철금속은 공급의 부족이 가격을 결정하는 주요 요인이라는 의견을 유지한다. 거기에 더해 지정학적 리스크가 더해져 광물별 가격 변동이 심해지고 있다. 금은 달러화 자산에 대한 의존도 축소로 중앙은행, ETF 투자가 가격 상승을 주도 중이며, 은 가격은 타이트한 재고 수준으로 가격 변동성이 심화되었다. 구리는 선물거래소의 재고 급증 이슈가 있지만 공급 부족과 수요 증가 스토리는 유효해 톤당 13,000달러 가격 수준 유지 가능하다고 판단하다. 희토류는 중국의 일본향 희토류 수출 금지로 다시 한 번 탈중국 공급망 구축 필요성을 확인했고, MP Materials는 미국 정부의 NdPr 가격 하한선 보장으로 순이익 흑자전환에 성공했다. 국내 희토류 관련 사업을 영위하는 포스코인터내셔널(투자의견 BUY, 적정주가 9.3만원), 제이에스링크(투자의견 Not Rated)를 관심종목으로 제시한다.

Focus Chart 1 반내권 테마 지수 vs 중국 철강업종지수

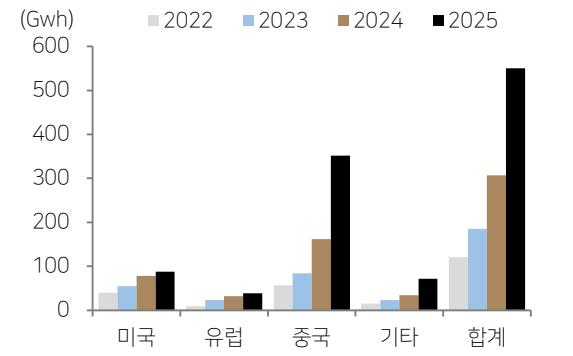
Source: WIND, 다올투자증권

Focus Chart 2 조강생산량, 철강 수요 YoY 성장률 추이



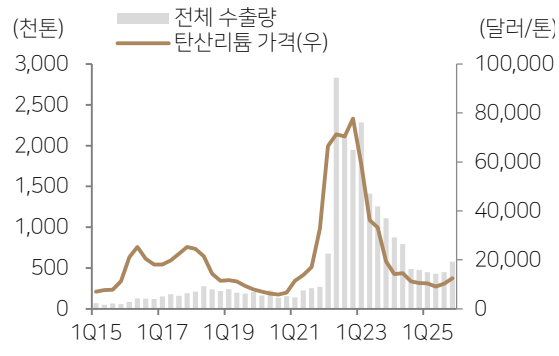
Source: WIND, 다올투자증권

Focus Chart 3 글로벌 ESS 저장장치 설치량 추이



Source: SNE Research, 다올투자증권

Focus Chart 4 칠레 탄산리튬 수출량 및 리튬가격 추이



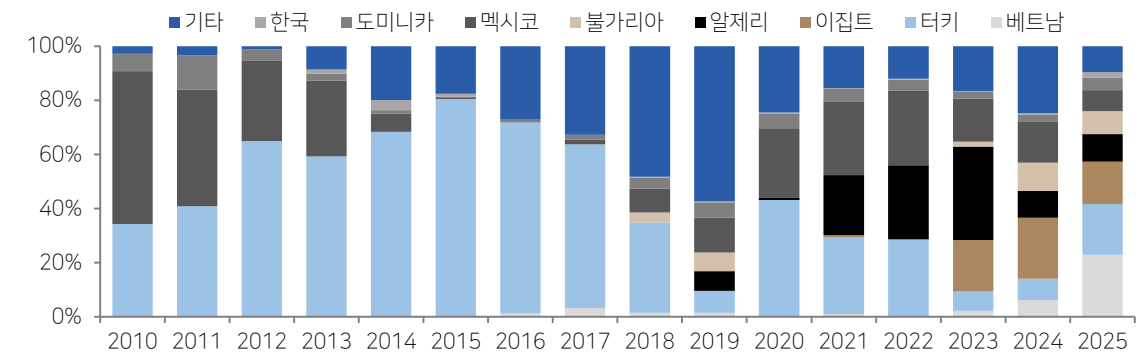
Source: Trademap, 다올투자증권

Focus Chart 5 시나리오별 짐바브웨 리튬 공급 차질 물량 (LCE 톤)

구분	수출 절차	2026년 수출 가능 물량	전체 연간 공급 대비 비중	공급 차질 물량
리튬 황산(Lithium Sulfate)만 수출 허용				
a	수출 절차 없음	3.0~3.5만톤	약 16%	17만톤
b	황산리튬 수출 허가 필요. (처리 2개월 가정)	1.7만톤	약 8%	19만톤
제련(가공) 능력 보유 기업은 정광+황산리튬 모두 수출 가능				
a	수출 절차 없음	14만톤	약 70%	6만톤
b	정광+황산리튬 모두 허가 필요 (2개월 가정)	9만톤	약 45%	11만톤
선광 능력 보유 기업이 정광+황산리튬 수출 신청 가능				
A	1개월 (가정)	17만톤	약 85%	3만톤
b	2개월 (가정)	15만톤	약 75%	5만톤

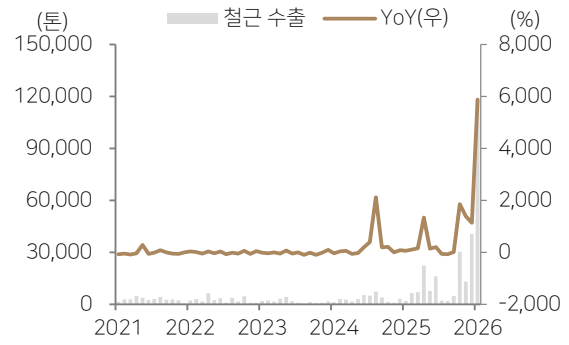
Source: SMM, 다올투자증권

Focus Chart 6 미국 국가별 철근 수입 비중 추이



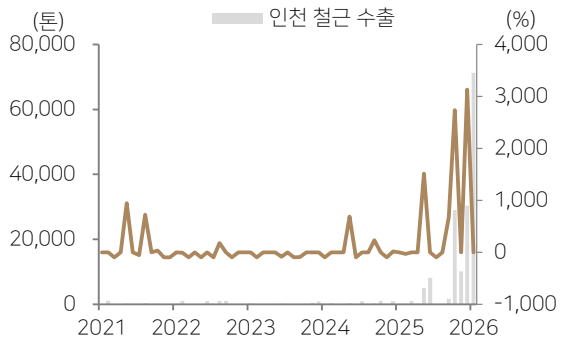
Source: ITA, 다올투자증권

Focus Chart 7 철근 수출량 및 YoY 성장률 추이



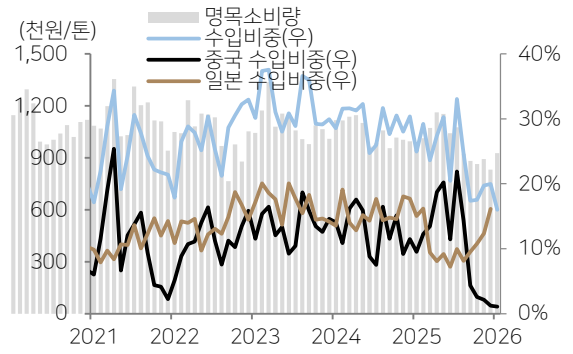
Source: Trademap, 다올투자증권

Focus Chart 8 인천지역 철근 수출량, YoY 성장률 추이



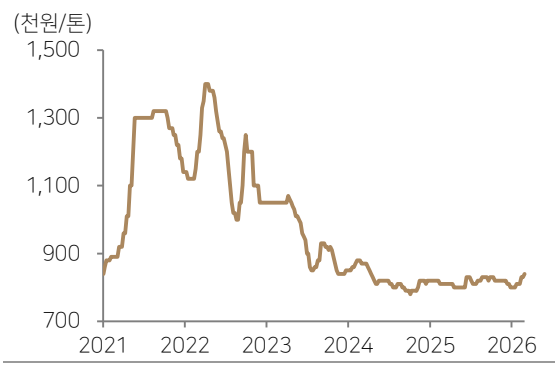
Source: Trademap, 다올투자증권

Focus Chart 9 열연 명목소비 및 수입비중 추이(월별)



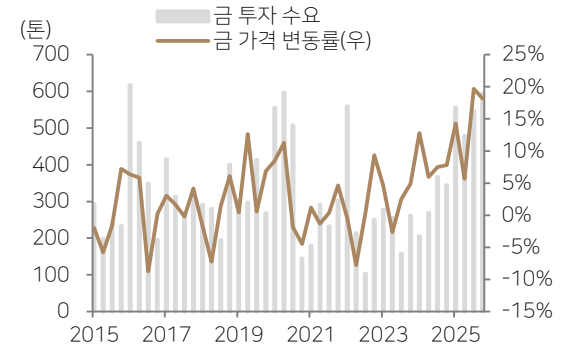
Source: 한국철강협회, 다올투자증권

Focus Chart 10 국내 열연 유통가격 추이



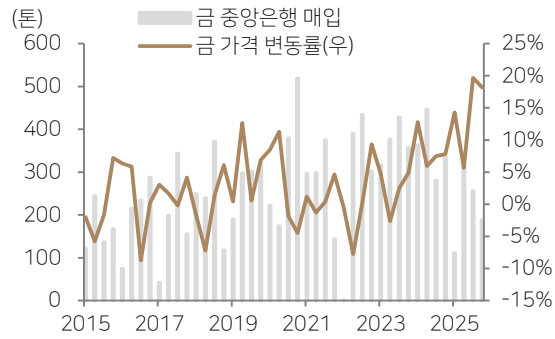
Source: 스틸데일리, 다올투자증권

Focus Chart 11 금 투자 수요, 분기 가격 변동률 추이



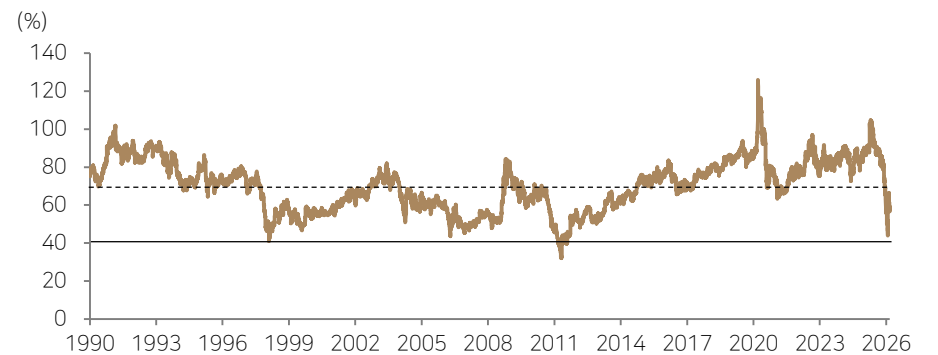
Source: WIND, Bloomberg, 다올투자증권

Focus Chart 12 금 중앙은행 매입, 분기 가격 변동률 추이



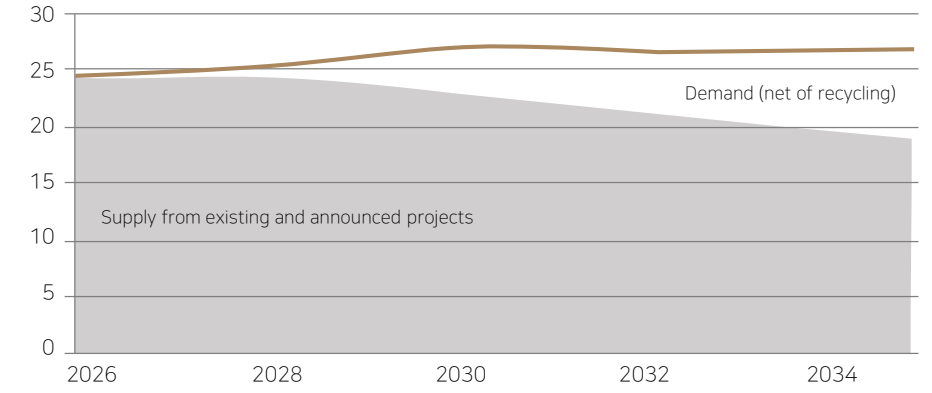
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Focus Chart 13 금은 비율 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Focus Chart 14 구리 2035년까지는 공급부족 심화될 전망

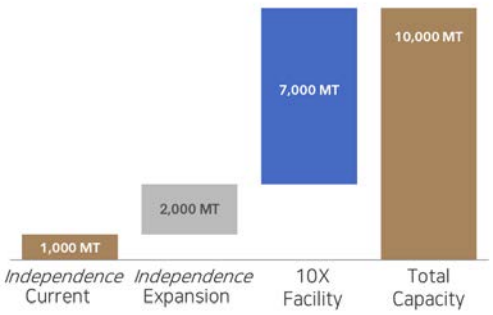


Source: WIND, 다올투자증권

Focus Chart 15 DoD의 NdPr 가격 하한선 보장

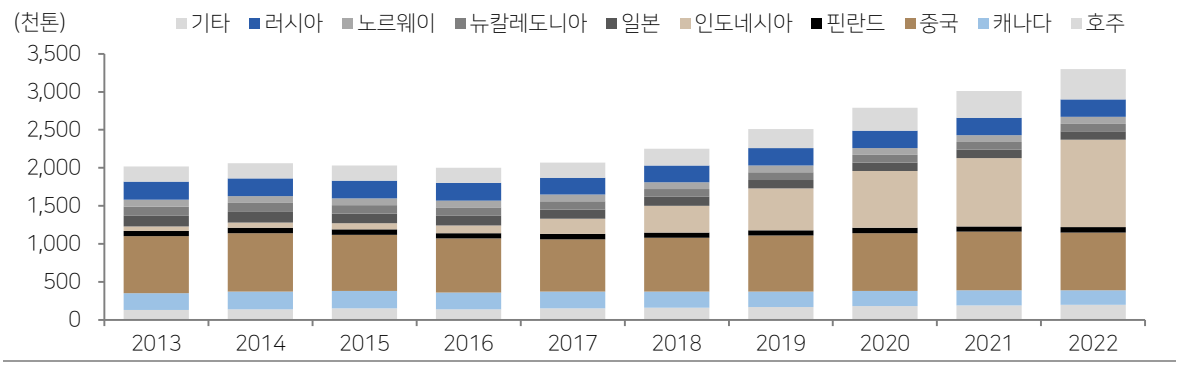
Source: MP Materials, 다올투자증권

Focus Chart 16 MP Materials 생산능력 확충 계획



Source: MP Materials, 다올투자증권

Focus Chart 17 정제 니켈 생산량 추이



Source: ITA, 다올투자증권

II. 회복의 철강

II-1. 저조했던 2025년. 낮은 기저로 성장에 대한 기대를

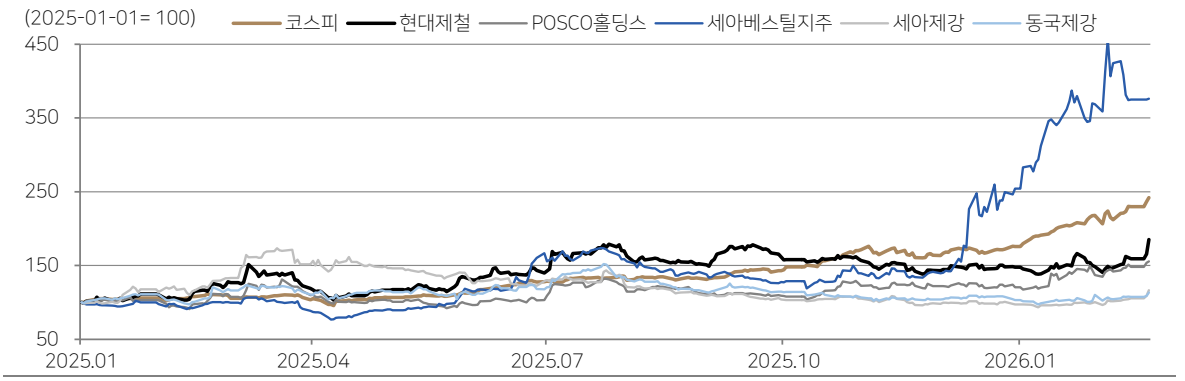
2025년 코스피 대비 언더퍼폼한 철강

2025년은 철강업종의 주가와 멀티플은 모두 코스피 대비 하회했다. 중국 철강 구조조정 기대감이 반영되었던 2025년 중순까지는 코스피 대비 수익률이 좋기도 했으나 10월부터는 하회하기 시작했다. 중국의 공급과잉은 지속되었고 수요 하락이 지속되면서 이익이 성장하지 않았기 때문이다.

업황 부진 지속으로 판매량, 판가 하락

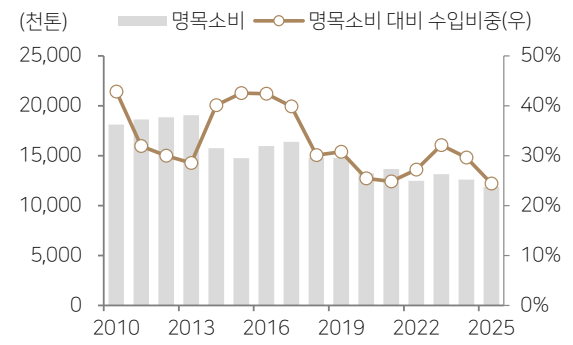
수요의 성장이 일어나지 않는 와중, 글로벌 공급과잉을 야기한 중국 철강기업의 순수출량이 자국 내 수요의 감소세로 증가했다. 이에 따라 저가 철강 수입물량을 막기 위해 전 세계적으로 무역장벽이 강화되었고 한국 역시 중국산 후판과 일본산 및 중국산 열연의 반덤핑 관세를 부과하기 시작했다. 하지만 수입산 재고 소진까지 시간이 걸렸기 때문에 효과가 미미했고 국내 철강 수요의 부진이 겹쳐 판매량과 판매가격 모두 하락했다.

Fig. 1: KOSPI와 철강업종 주요 기업 상대주가 추이



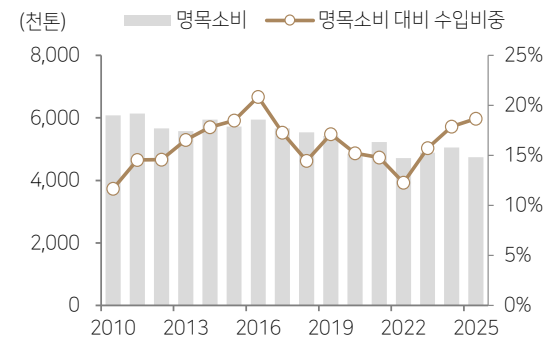
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 1: 열연강판 명목소비 및 수입비중 추이



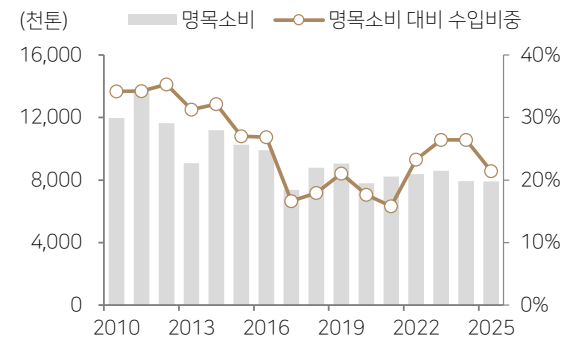
Source: 한국철강협회, 다올투자증권

Fig. 2: 냉연강판 명목소비 및 수입비중 추이



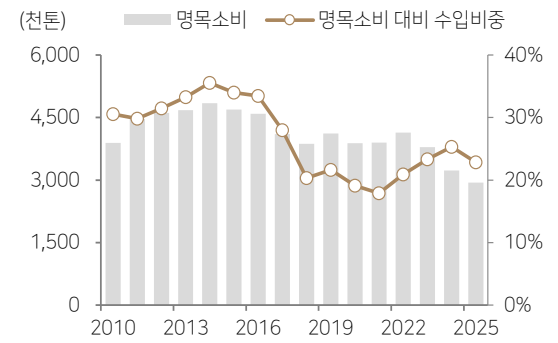
Source: 한국철강협회, 다올투자증권

Fig. 3: 중후판 명목소비 및 수입비중 추이



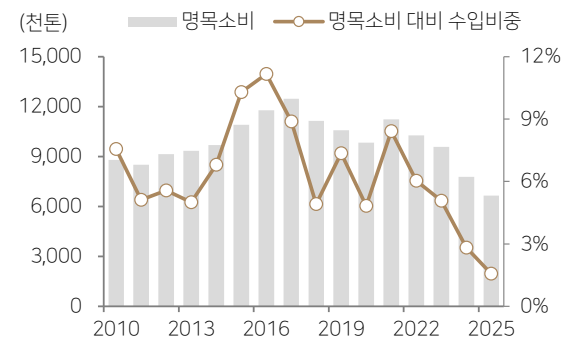
Source: 한국철강협회, 다올투자증권

Fig. 4: 형강 명목소비 및 수입비중 추이



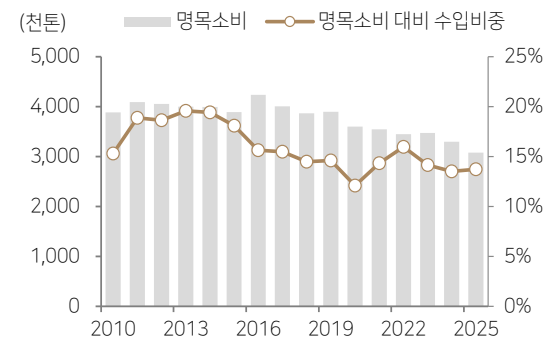
Source: 한국철강협회, 다올투자증권

Fig. 5: 철근 명목소비 및 수입비중 추이



Source: 한국철강협회, 다올투자증권

Fig. 6: 강관 명목소비 및 수입비중 추이



Source: 한국철강협회, 다올투자증권

기업의 개별 이슈도 함께 작용

철강업종의 대외적인 영업환경은 개선되지 않았고 개별 기업의 이슈가 겹치면서 커버리지 철강사의 실적은 대부분 전년 대비 소폭 부진하거나 비슷한 수준을 보였다. 커버리지 기업의 2025년 연결 OPM은 POSCO홀딩스 2.6%(YoY -0.4%p), 현대제철 1.0%(YoY +0.3%p), 세아베스틸지주 2.8%(YoY +1.4%p), 세아제강 3.2%(YoY -8.0%p)를 기록했다.

포스코: 연결 자회사

POSCO홀딩스는 리튬 가격이 톤당 약 10,000달러 수준으로 낮았고 리튬 생산법인이 램프업 기간에 있어 이차전지 소재부문 적자에 기여했고, 포스코이앤씨를 비롯한 연결 자회사의 부진이 반영되었다.

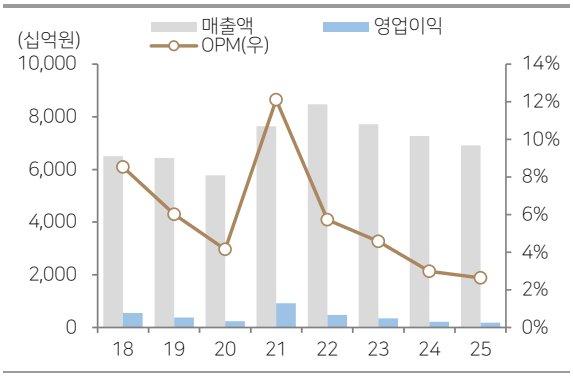
현대제철: 건설업 부진

현대제철은 건설업황 회복이 되지 않으면서 봉형강류의 부진이 지속되었다.

세아베스틸지주: 전방수요 둔화, 중국산 수입 증가

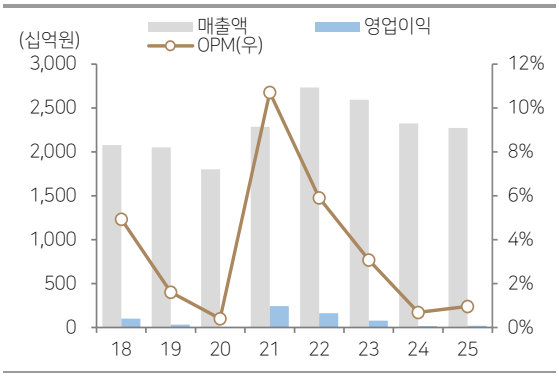
세아제강도 건설업황의 부진이 겹쳤으며, 미국의 철강 품목관세 50% 부과 이후 가격 경쟁력이 하락하며 수출 수익성이 훼손되었다. 세아베스틸지주는 2024년 통상임금 관련 충당금 반영에 따른 낮은 기저로 소폭 이익률이 회복되었지만 중국산 특수강봉강 수입량은 여전히 높은 수준을 보여 회복되지 않은 업황 하에서 판매량이 감소했다.

Fig. 7: POSCO홀딩스 매출액, 영업이익 추이



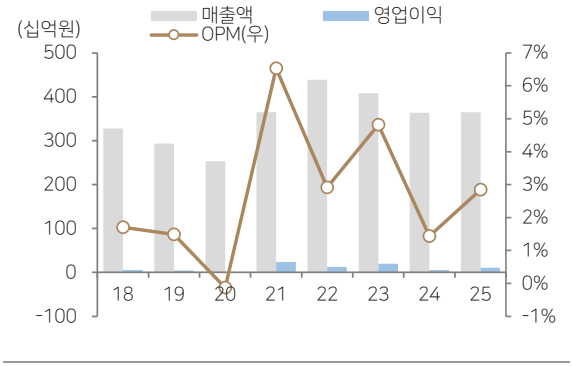
Source: 다올투자증권

Fig. 8: 현대제철 매출액, 영업이익 추이



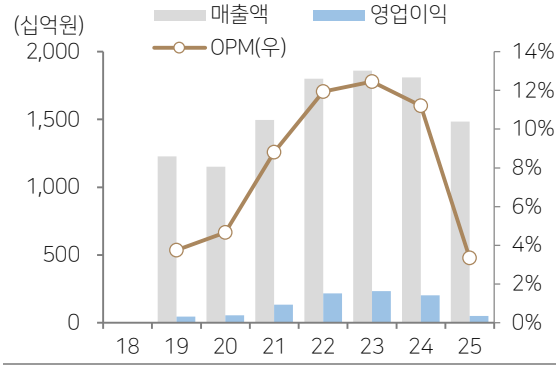
Source: 다올투자증권

Fig. 9: 세아베스틸지주 매출액, 영업이익 추이



Source: 다올투자증권

Fig. 10: 세아제강 매출액, 영업이익 추이



Source: 다올투자증권

2026년은 실적 성장 가능 전망

전반적으로 2025년은 기대감과 실적 모두 꺾이는 한 해였지만 그만큼 낮은 기저를 바탕으로 2026년 실적 성장이 이루어 질 수 있다고 판단한다. 대외환경의 급격한 개선은 없지만 산재했던 기대감이 현실로 이루어지는 시기이며, 개별 기업에 악재로 작용했던 요인들의 개선도 가능하다.

포스코 리튬 가격 상승과 자회사 적자로 낮은 기저 형성

POSCO홀딩스는 철강 본업의 성장이 이미 어느정도 이루어진 상태에서 자회사들의 실적 개선에 따른 이익 회복을 기대한다. 포스코이앤씨의 충당금 설정과 공사중단 손실금액은 이미 상당부분 반영되었고, 리튬 가격 상승으로 이차전지소재 부문의 개선이 가능하다.

현대제철 철근 수출 증가

현대제철은 건설업황 악화로 적자 수준을 보이고 있던 봉형강류 부문의 회복을 기대한다. 정부가 국내에서 공급과잉 품목의 구조조정 의지로 상반기 내 철근 구조조정 로드맵이 공개될 예정이며, 철근 수출 판로 확보 및 타국의 AD/CVD(반덤핑/상계관세)에 대한 반사수혜로 판매량 증가와 이익 개선을 전망한다. 한국의 4Q25 철근 수출량은 8.4만톤이었으며, 2026.01월과 02월 철근 수출량은 각각 약 11만톤과 13만톤 수준이다.

세아제강 캐나다 에너지 자립 의지

세아제강은 미국의 철강 품목 관세 인상으로 수출 수익성이 많이 하락해있는 상황이지만 내수 판가 인상 노력이 지속되고 있고, 캐나다의 에너지 자립 의지로 라인파이프 프로젝트들이 산재해 있는 상황이다. 미국의 철강 품목 관세 조정 가능성 검토도 보도되고 있어 관심을 가져볼 시점으로 판단한다.

세아베스틸 신사업 전개 시작. SST와 CASK도 기대

세아베스틸지주는 특수강봉강 반덤핑 조사가 다가오고 있고, 니켈 가격 상승에 따른 판가 인상도 기대된다. 또한, 신사업으로 추진중인 CASK의 발주 역시 연내 기대되며 2026.06월 미국 SST 공장의 준공으로 하반기부터 양산이 시작될 예정이다. 본업의 회복과 신사업의 성장성이 기대되는 구간이다.

II-2. 중국: 구조조정은 변수로, 바닥 신호는 명확

2025년 업종 화두는 중국 철강 구조조정

2025년 철강업종의 화두는 단연 중국의 구조조정이었다. 2015년 공급측 개혁 당시와 비슷하게 중국 철강사들의 수익이 나지 않아 구조조정의 필요성이 생겼기 때문이다. 더불어 시진핑 주석의 반내권 업종에 대한 구조조정 필요성을 담은 발언이 지속되었고 실제로 태양광과 화학 업종은 구체적인 생산능력 감축량이 나오면서 철강 업종에까지 기대감이 확산되었다.

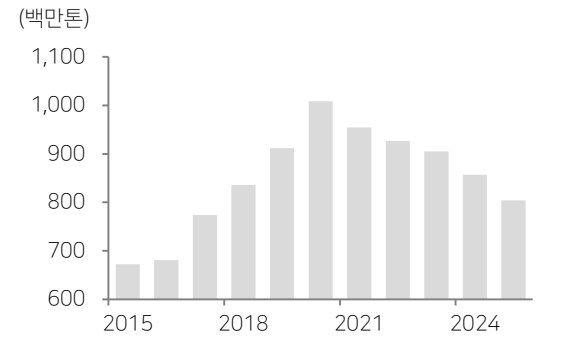
기대감으로만 끝났지만 여전히 필요성은 잔존

생산설비 폐쇄에 대한 기대감은 상당부분 희석된 상태이긴 하지만 여전히 필요성은 남아있다. 감산과 수출허가제 등 중국 정부의 철강 생산량 및 수출량 조절을 위한 노력은 진행형이지만 글로벌 공급과잉을 해소하기 위해 가장 필요한 생산능력 감축에 대한 언급은 아직 나오지 않고 있는 중이다. 하지만 글로벌 무역장벽 심화와 공급과잉 상태를 고려할 때 여전히 철강업종 구조조정은 필요하다. 수요 부진으로 2025년 철강 순수출량은 1.13억톤을 기록했고 글로벌 조강생산량 대비 6.3%를 차지한다. 중국이 철강순수출국으로 전환된 이후 해당 수치는 증가해 왔으며 순수출량이 가장 많았던 2015년 당시와 같은 수치이다.

중국 내에서도 기대감은 있는 편. 철강업종 수익률 반내권 테마 근접

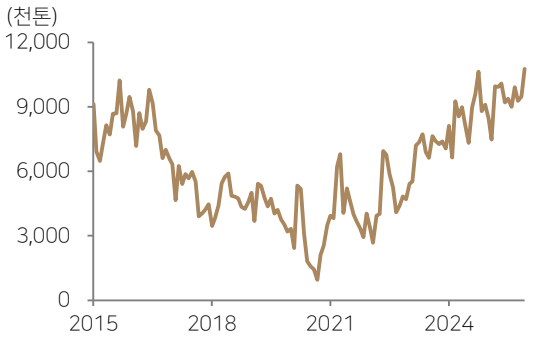
구조조정 기대감은 중국에서도 잔존하고 있다. 태양광과 화학 구조조정 언급이 나온 2025.07월경부터 반내권 지수는 지속 상승해 철강업종 지수 상대 수익률을 상회했다. 철강업종 지수도 상승했지만 폭은 적었다. 하지만 양회를 앞두고 철강업종 지수 역시 13% 상승하며 중국에서도 구조조정 필요성을 인식하고 있다는 점을 알 수 있다.

Fig. 11: 중국 철강 명목소비량 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 12: 중국 철강 순수출량 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 13: 중국 철강업종 지수 및 반내권 지수 상대가격 추이

Source: WIND, 다올투자증권

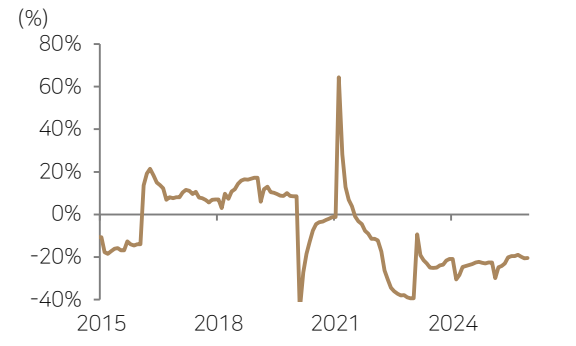
아직 중국 부동산은 회복되지 않았지만

현재의 공급과잉을 만들게 된 가장 큰 원인인 건설업의 부진도 지속 중이지만 철강 수요에서 건설업이 차지하는 비중의 하락에 따라 수요 둔화 속도는 점차 감소 가능하다. 착공 면적 증가율은 4년 연속 하락 중에 있으며 2025년에도 연간 YoY -20%의 역성장을 기록했다. 10% 이상의 성장을 보이던 인프라 투자 증가율은 2025.08월부터 YoY -1% 이상의 수요 감소를 반전하며 수요 둔화를 심화시키고 있다.

중국 철강 수요는 감소폭 축소 예정

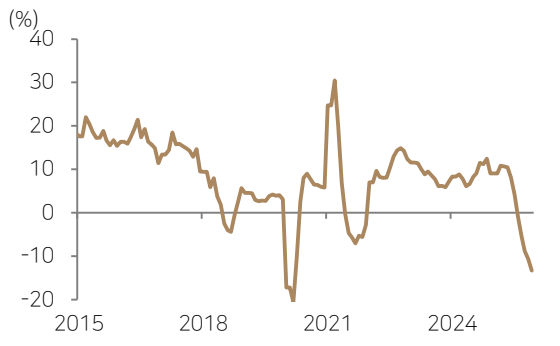
때문에 중국의 철강 수요에서 건설/인프라 부문이 차지하는 비중은 점차 낮아지고 있는 중이다. 2013년 53%, 2023년 51%, 49%대로 하락했고 건설 외 자동차, 조선, 가전 등의 산업으로 산업 수요 구조가 변화하고 있다. 철강 수요 중 건설은 2025년 약 4억톤(YoY -12.9%)으로 크게 감소했지만, 중국 야금공업기획연구원에 따르면 2026E는 3.8억톤(YoY -4.1%)으로 감소폭이 줄어들 예정이다. 이구환신 정책과 전기차 판매 성장 등에 따라 가전과 자동차 수요는 전년대비 모두 약 4% 성장이, 조선 수요는 조선업 호황에 따라 전년대비 6%의 성장을 예상한다. 전체 철강 수요는 2025년 8억톤(YoY -5.9%)에서 2026E 7.9억톤(YoY -1.7%)로 감소폭 축소를 기대한다.

Fig. 14: 주택+주거용 빌딩 착공면적 증가율 추이(YTD)



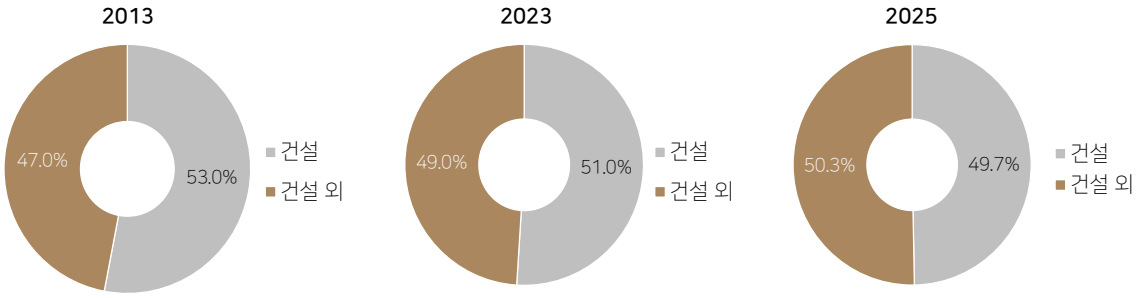
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 15: 중국 인프라 투자 증가율 추이(YTD)



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 16: 중국 철강수요 중 건설업 비중 변화



Source: 중국철강협회, 다올투자증권

Fig. 17: 2025년, 2026E 중국 산업별 철강 소비량 전망 (만톤, %)

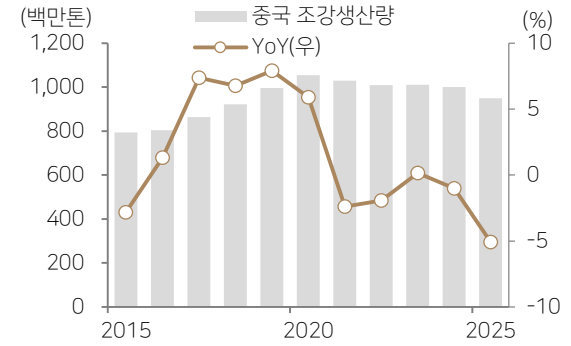
산업	2025 년 소비량	전년 대비(%)	2026 년 수요량	전년 대비(%)
건설	40,030	-12.9	38,400	-4.1
기계	18,000	1.7	18,100	0.6
자동차	6,390	10.9	6,670	4.4
에너지	5,130	4.1	4,990	-2.7
조선	1,650	4.4	1,760	6.7
가전	1,820	1.7	1,890	3.8
철도	480	0	470	-2.1
컨테이너	800	-35.5	610	-23.8
금속제품	2,180	1.4	2,100	-3.7
강재 가구	1,350	-2.2	1,330	-1.5
자전거·오토바이	580	9.4	610	5.2
기타	2,020	4.1	2,120	5.0
합계	80,430	-5.9	79,050	-1.7

Source: 중국야금공업기획연구원, 다올투자증권

한편 감산은 순조롭게 진행 중. 2026.01월 YoY -13.9% 기록

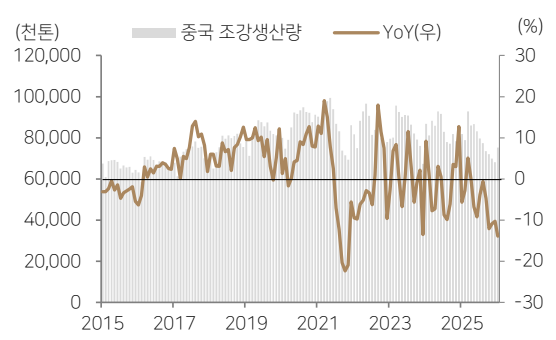
감산은 순조롭게 진행 중이다. 2025년 조강생산량은 9.5억톤(YoY -5.1%)를 기록하면서 전년대비 약 5천만톤이 감소했다. 공식적으로 문서는 확인되지 않았지만 2024년 말 언론을 통해 퍼지던 정부의 감산 목표 5천만톤이 실제로 이행되었다. 2026년에도 중국의 감산 지속을 전망한다. 이미 2026.01월 75백만톤(YoY -13.9%)를 생산하면서 큰 폭 감소했고 2월은 춘절 영향으로 MoM 감소를 예상하고, 3월은 중국 양회로 중국 정부가 북부 지역 철강사들에 30% 감산 지침을 하달했다. 둔화된 수요 감소율과 지속될 감산을 고려한다면 올해는 2021년 이후 처음으로 조강생산량 감소율이 수요 감소율을 하회하며 공급과잉 축소 가능성이 존재한다.

Fig. 18: 중국 조강생산량 추이(연도별)



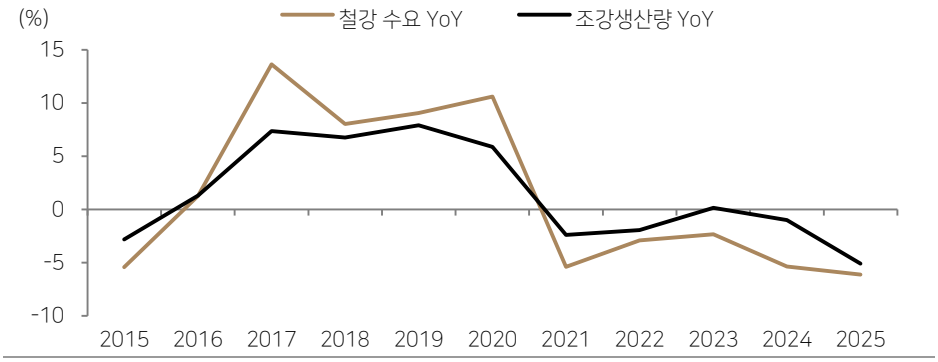
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 19: 중국 조강생산량 추이(월별)



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 20: 조강생산량, 철강 수요 YoY 성장률 추이



Source: Bloomberg, WSA, 중국야금공업기획연구원, 다올투자증권

II-3. 리튬: 공급부족의 시작

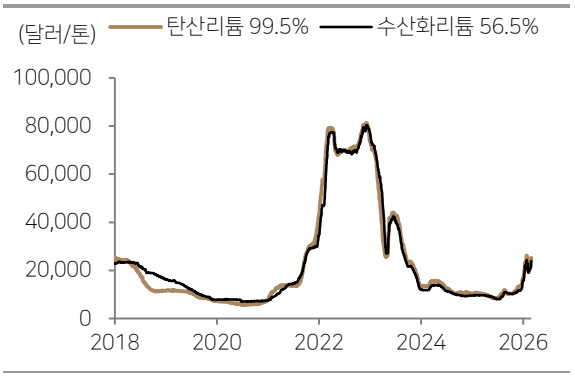
탄산리튬 가격 톤당 25,000달러 전망

최근 리튬 가격의 강세는 공급과잉 개선이라는 시장의 기대감에서 촉발되었다. 탄산리튬과 수산화리튬의 중국 내수 가격은 2026년 중 톤당 각각 약 26,000달러, 24,000달러까지 상승하면서 2025년 이후의 가격 상승세를 이어가고 있다. CATL의 이춘 리튬광산 재개와 6월 중국 자금광업의 마노노 프로젝트 시작과 같은 공급 증가로 가격 하락에 대한 우려는 존재한다. 하지만 새로운 수요의 등장과 추가적인 공급제한 이슈가 발생해 톤당 25,000달러 수준의 가격을 유지 가능하다고 판단한다.

이유는 ESS 수요 + 짐바브웨 수출 금지

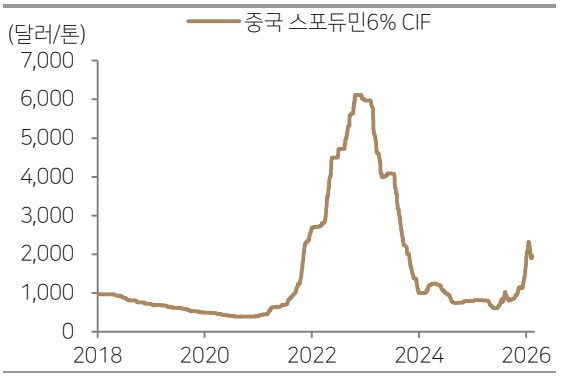
가격 유지를 전망하는 이유는 예상보다 적은 성장률을 보이고 있는 전기차의 수요 부족분을 ESS의 수요가 상쇄하면서 수급 밸런스가 공급과잉에서 개선되고 있기 때문이다. 원자재의 전체적인 가격 상승세를 감안했을 때 금융투자 수요도 리튬 가격의 상승 압력을 가할 수 있다. 또한, 그동안 리튬 광물자원에서 잘 등장하지 않았던 지정학적 리스크가 짐바브웨의 수출 통제 정책으로 부상하면서 공급단에서의 문제 역시 발생했다. 리튬 매장량이 많은 국가의 입장에서 리튬 가격의 상승은 자국의 경제성장을 도모할 수 있는 기간으로 단기간에 해결되기 어려운 이슈이다.

Fig. 21: 탄산리튬 및 수산화리튬 가격 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 22: 스포듀민 가격 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

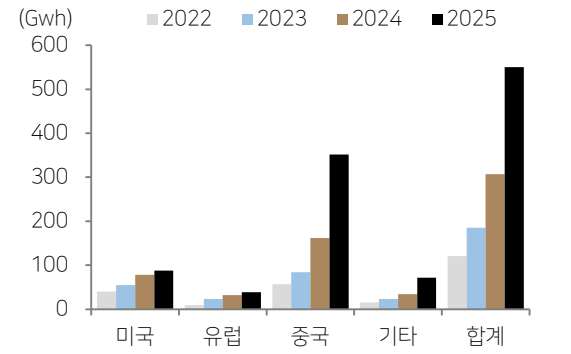
글로벌 트렌드와 더불어 중국 내 ESS 설치량의 급증

리튬의 기본적인 산업 수요는 EV 배터리에서 기인한다. Benchmark Mineral Intelligence에 따르면 2024년과 2025년 모두 EV용 배터리가 전체 수요의 70%를 차지했다. 하지만 최근 들어 이 수요만으로는 리튬 가격을 설명하기 어려워졌다. ESS(Energy Storage System, 에너지 저장장치)라는 추가적 수요 축이 부각되며 리튬의 구조적 수요 증가를 견인하고 있다. 배경은 AI 데이터센터의 막대한 전력 사용을 보완할 수 있을 뿐만 아니라 중국 정부의 전력 정책의 변화이다. 2025.12월 중국의 ESS 설치량은 약 65Gwh로 큰 폭으로 증가했는데 미국의 연간 ESS 신규 설치량 46Gwh를 크게 상회하는 수치이다.

중국은 ESS를 국가 정책에 포함하기 시작

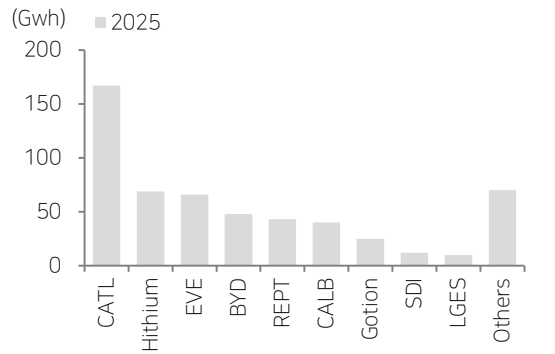
2025년 하반기부터 중국에서 발표한 ESS 관련 정책의 영향이 작용했다. 2025.09월 '신형 에너지저장 대규모 건설 특별 행동계획(2025-2027)'에서는 2027년까지 신형 에너지저장 설비를 약 1.8억kW 수준으로 확대하겠다는 중기 목표를 제시했다. 2025.11월에 중국 국가발전개혁위원회에서 고시한 '신에너지 소비 및 규제 촉진에 관한 지도'에서 ESS를 전력 시스템 내 조정 자원으로 편입시키는 방향을 설정했다. 특히 제IV항에서 '전력 시스템 적응성 강화'에서 기술적으로 우수하고 안전하며 효율적인 신형 에너지저장 시스템 구축을 적극 추진한다고 명시하였다. 또한, 석탄화력과 양수발전과 함께 신에너지저장을 용량 기반 규제 자원으로 분류해 가격 매커니즘을 개선하고 대용량 및 장주기 저장 기술 개발과 발전-계통-부하-저장 통합 모델을 언급했다.

Fig. 23: 글로벌 ESS 저장장치 출하량 추이



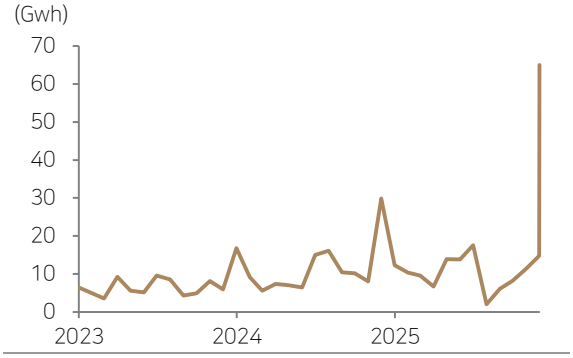
Source: SNE Research, 다올투자증권

Fig. 24: 2025년 기업별 ESS 출하량



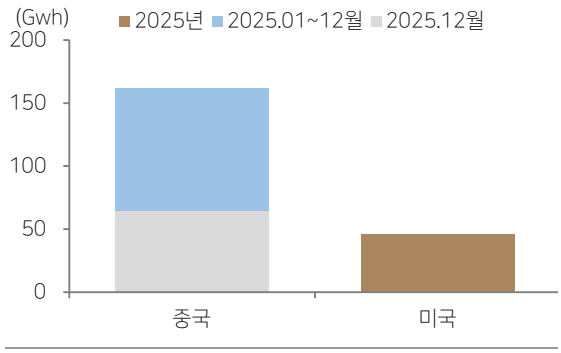
Source: SNE Research, 다올투자증권

Fig. 25: 중국 월별 ESS 설치량 추이



Source: Benchmark Mineral Intelligence, 다올투자증권

Fig. 26: 2025년 미국, 중국 ESS 설치량



Source: Benchmark Mineral Intelligence, 다올투자증권

Fig. 27: 중국 ESS 관련 정책

발표 시기	정책명	핵심 내용	시장 영향
2025년 2월	136호 문건	재생에너지 프로젝트의 ESS 의무 연계 설치 제도 사실상 폐지	보조금·의무 중심 → 시장 수익 기반 구조 전환
2025년 상반기	전력시장 개혁 및 시간대별 요금제 확대	산업·상업용 피크 요금 상승, 심야 요금 하락	요금 스프레드 확대 → ESS 차익거래 경제성 개선
2025년 9월	신형 에너지저장 대규모 건설 특별 행동계획(2025-2027년)	2027년까지 신형 ESS 1.8억 kW(180GW) 설치 목표 제시	중기 정책 목표 명확화 → 투자 불확실성 축소
2025년 11월	신에너지 소비 및 규제 촉진에 관한 지도	ESS를 재생에너지 수용 및 계통 조정 핵심 자원으로 명시	ESS의 전력 시스템 내 지위 격상
2026년 1월	114호 문건	ESS를 전력망 용량 가격(capacity pricing) 체계에 포함	수익 안정성 제도화 → ESS 투자 가속

Source: NRDC, 다올투자증권

중국이 글로벌 리튬 생산 차지하는 비중은 적어 수입 필요

정책 변화에 따른 ESS 수요 증가는 중국 내 리튬 수요 증가에도 영향을 미쳤다. 특히, 증가하는 중국의 탄산리튬 수입량이 이를 단적으로 보여주는 예이다. 리튬은 중국에도 많은 양이 매장되어 있지만 중국 외에도 남미와 호주 등이 상위권을 차지하고 있다. 2025년 리튬 메탈 기준 전 세계에서 29만톤이 생산되었으며 호주 9.2만톤, 중국 6.2만톤, 칠레 5.6만톤, 짐바브웨 2.8만톤, 아르헨티나 2.3만톤을 생산했다.

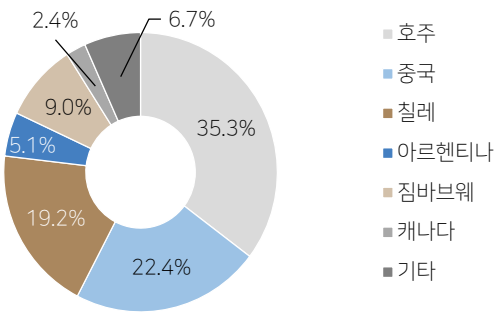
호주는 스포듀민, 남미는 탄산리튬 형태로 주로 수출

생산은 전 세계 각지에서 생산하지만 정제는 중국이 글로벌에서 차지하는 비중이 약 70%를 차지하기 때문에 리튬 공급부족시기에는 정제를 위한 스포듀민과 탄산리튬 의 중국의 수입량이 동시에 증가한다. 생산방식에 따라 호주에서는 스포듀민을, 칠레와 아르헨티나 지역에서는 탄산리튬을 주로 수입한다. 염호 생산방식은 염수를 증발시켜 리튬을 농축하고 탄산리튬으로 바로 가공하는 방식을 사용하기에 탄산리튬으로, 스포듀민은 정광으로도 공급되기에 원광과 정광 두 가지 방식으로 수입된다.

호주와 남미 모두 중국향 수출 증가

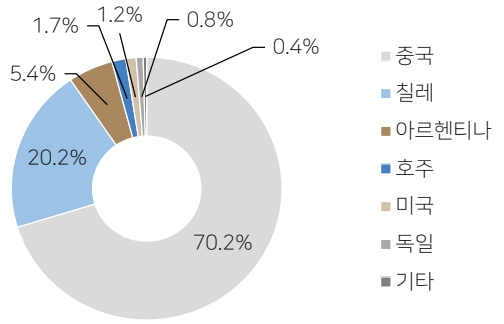
2Q24까지만 하더라도 칠레에서 중국으로 수출하는 탄산리튬은 60만톤까지 유지되다가 지속 감소된 이후 30만톤 내외까지 내려왔는데 4Q25 41만톤으로 크게 반등했다. 스포듀민 역시 2Q25까지는 100만톤 이상이 유지되었지만 이후에는 60만톤 수준으로 감소, 4Q25에 86.7만톤으로 반등했다.

Fig. 28: 국가별 리튬 생산량 비중(2024)



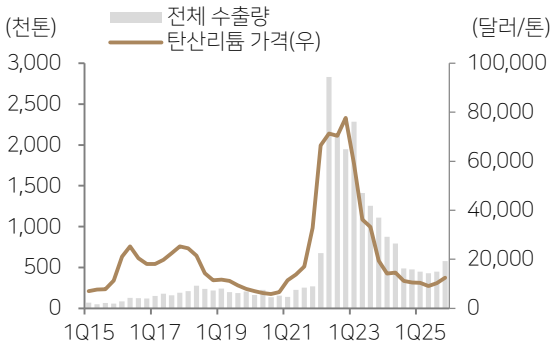
Source: IEA, 다올투자증권

Fig. 29: 국가별 리튬 정제량 비중(2024)



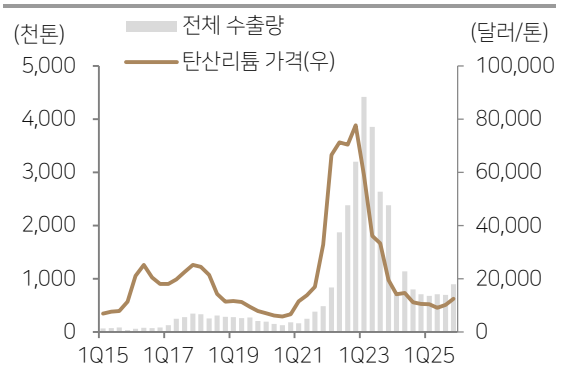
Source: IEA. 다올투자증권

Fig. 30: 칠레 탄산리튬 수출량 및 리튬가격 추이(분기별)



Source: Trademap, 다올투자증권

Fig. 31: 호주 스포듀민 수출량 및 리튬가격 추이(분기별)



Source: Trademap, 다올투자증권

공급 우려1: CATL 이춘시 광산 채굴 중단

리튬 가격 상승을 가장 먼저 촉발시킨 원인은 중국 정부의 CATL 이춘시 리튬 광산의 채굴 허가 갱신 실패였다. 글로벌 생산량의 3%를 차지하고 있는 이춘광산은 3개월간 생산을 중단한다고 알려졌다. 실제로는 3개월보다 긴 기간이 소요되었으며 춘절 이후에 생산이 재개될 예정이다. 이후 한달간 리튬가격은 약 10% 상승했다.

공급우려2: 짐바브웨 수출중단. 글로벌 리튬 생산 비중 15.5%로 큼

당시 생산 중단 소식에 더해 공급측면에서 한 가지 우려되는 이벤트가 발생했는데 짐바브웨 정부의 모든 광물의 원광과 리튬 정광의 즉각적인 수출 중단이다. 2025년 짐바브웨는 리튬 메탈 기준 약 10%를 차지하는 공급량 상위 국가로 정제시설이 적어 정광 수출 제한 시 리튬 공급부족이 심화될 수밖에 없다. 중국의 스포듀민 수입 중 짐바브웨가 차지하는 비중은 15.5%이다. 더군다나 이번 수출 중지 조치는 2022년 10월부터 시작되어 최근의 리튬 가격 상승과는 연관이 적어 해제될 가능성은 낮다고 판단한다.

2022년부터 지속된 수출통제 정책. 정제시설 투자 유치 목적

2022.12월 리튬 가격 폭등기에 짐바브웨 정부는 자국의 경제 부가가치 증대를 위해 리튬 원광 수출 금지, 정광에는 5%의 수출세를 부과했다. 이후 광산 기업에 현지 가공 및 부가가치화 계획 제출 의무화 발표, 최소 투자 기준 설정 등에 이어 2027년 1월 1일부터는 황산리튬 등 고부가가치 제품만 수출을 허용토록 했다. 당장 리튬 광산에 투자한 기업이 정제시설에 대한 투자를 발표한다 하더라도 2027년부터 정광에 대한 수출이 전면 금지되어 있다. 정제 시설 건설과 시운전 기간을 다 고려할 때 2027년 중에는 짐바브웨에서의 리튬 공급을 기대하기 힘들 수 있다.

수출 통제 영향 3만톤~19만톤으로 공급부족 영향 충분

SMM에 따르면 이번 리튬 수출 금지로 인한 영향은 짐바브웨가 수출 가능한 물량 20만톤 LCE 중 최소 3만톤 ~ 19만톤으로 영향도가 크다.

1) 정광 금지 유지(황산리튬만 수출 가능 시): 17만톤 ~ 19만톤 LCE 수출 불가
2) 제련 능력 보유 시 정광과 황산염 모두 수출 가능: 6만톤~11만톤 LCE 수출 불가
3) 선광 능력 보유 시 정광, 황산리튬 수출 가능 시: 3만톤~5만톤 LCE 수출 불가

Fig. 32: 짐바브웨 리튬 수출 통제 정책 타임라인

시점	정책 내용
2022.12	리튬 원광(raw ore) 수출 금지. 리튬 정광(concentrate)에 5% 수출세 부과
2023.12	재무부 장관, 2024년 3월까지 광산 기업에 현지 가공·부가가치화 계획 제출 의무화 발표
2024.02	광업부, 가공 설비 건설 계획 제출 요구 재확인. 부가가치 확대 정책 철회하지 않겠다고 강조
2024.07	광업부, 모든 리튬 광산 기업에 현지 황산리튬 가공 설비 계획 조정 요구. 최소 투자 기준 달성 필요. 정책 시행 전까지는 정광 수출 지속 허용
2025.06	내각 회의 후 발표: 2027년 1월 1일부터 리튬 정광 수출 전면 금지. 황산리튬 등 고부가가치 제품만 수출 허용
2026.01	리튬 황산 가격 기준으로 정광 수출에 10% 수출세 부과 예정
2026.02	광업부, 수출 절차상의 허점과 규정 위반 문제 지적 공식 서한 발송
	광업부 장관, 모든 원광 및 정광 수출에 대해 즉시 무기한 중단 발표(운송 중 물량 포함)

Source: SMM, 다올투자증권

Fig. 33: 짐바브웨 리튬 생산능력

프로젝트	선광(정광) 처리 능력	LCE 환산 생산능력 (톤)	생산 개시	황산리튬 플랜트 진행 상황
Arcadia	연 450만 톤 선광 처리 (정광 50~60만 톤 수준)	40,000~50,000	2023년 3월 생산 시작	2025년 1월 착공, 2025년 11월 준공
Bikita	연 200만 톤 페탈라이트 + 200만 톤 스포듀민 처리 (정광 40~50만 톤)	60,000~75,000	2023년 7월 생산 시작	2025년 말까지 10,000톤 황산리튬 완공 계획, 2026년 20,000톤 증설 착공
Sabi Star	연 90~100만 톤 원광 처리 (정광 30~35만 톤)	35,000~40,000	2023년 5월 생산 시작	공개된 정보 없음
Kamativi	1단계 30만 톤, 2단계 연 200만 톤 원광 처리 (정광 30~40만 톤)	30,000~45,000	1단계 2023년 가동, 2단계 2024년 11월 완공	2025년 2월 26일 황산리튬 플랜트 착공 발표
Zulu	연 84,000톤 리튬 정광 계획	9,000	2023년 파일럿 생산, 최근 생산 정보 없음	공개 정보 없음
Sandawana	기존 대비 연 60만 톤 선광 증설 예정 (2027년 초 생산 목표)	60,000	2023년 첫 제품 수출	공개 정보 없음

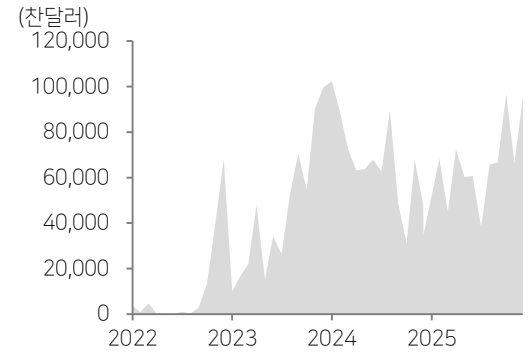
Source: SMM, 다올투자증권

Fig. 34: 시나리오별 짐바브웨 리튬 공급 차질 물량 (LCE 톤)

구분	수출 절차	2026년 수출 가능 물량	전체 연간 공급 대비 비중	공급 차질 물량
리튬 황산(Lithium Sulfate)만 수출 허용				
a	수출 절차 없음	3.0~3.5만톤	약 16%	17만톤
b	황산리튬 수출 허가 필요. (처리 2개월 가정)	1.7만톤	약 8%	19만톤
제련(가공) 능력 보유 기업은 정광+황산리튬 모두 수출 가능				
a	수출 절차 없음	14만톤	약 70%	6만톤
b	정광+황산리튬 모두 허가 필요 (2개월 가정)	9만톤	약 45%	11만톤
선광 능력 보유 기업이 정광+황산리튬 수출 신청 가능				
A	1개월 (가정)	17만톤	약 85%	3만톤
b	2개월 (가정)	15만톤	약 75%	5만톤

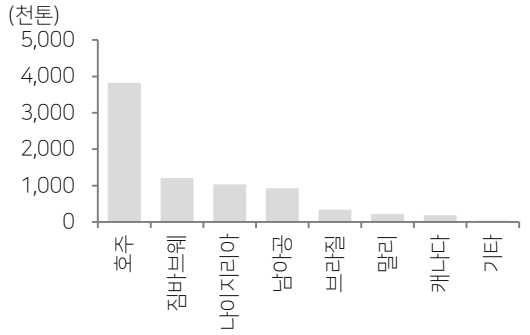
Source: SMM, 다올투자증권

Fig. 35: 짐바브웨 중국향 스포듀민 수출금액 추이



Source: Kita, 다올투자증권

Fig. 36: 중국 국가별 스포듀민 수입량(2025)



Source: SMM, 다올투자증권

짐바브웨 외에도 콩고는 코발트 수출 통제. 목적은 유사

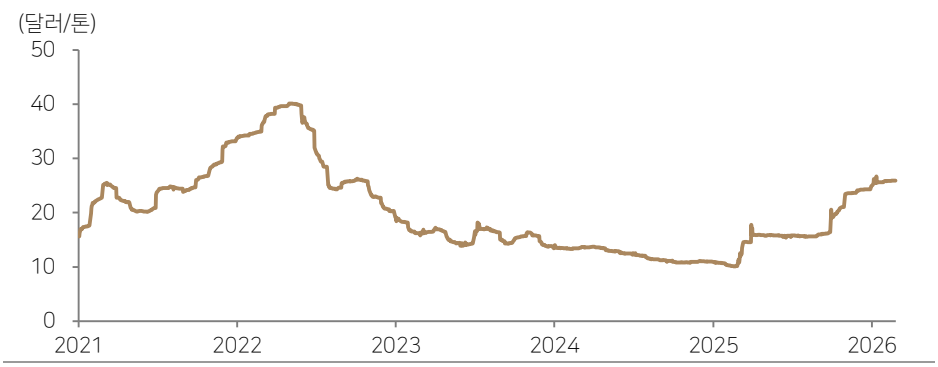
짐바브웨의 리튬 통제와 유사한 콩고의 코발트 수출 통제 사례를 감안하면, 해당 정책은 단기간에 종료되기보다는 장기화될 가능성이 높으며, 이는 가격 상승 압력을 심화시킬 수 있다. 콩고는 2024년 채굴 기준 18.2만톤을 생산하며 글로벌 생산량의 67%를 기록했는데 정제시설은 거의 존재하지 않아 정제로 인한 부가가치를 누리기 어려운 환경이다. 타 광물과 마찬가지로 중국이 정제 기준 78%를 점유하면서 코발트 최대 정제국으로 자리하고 있다. 때문에 콩고 정부는 2018년부터 로열티를 인상했고 2022년부터는 현지 가공 의무화를 비롯해 2025.02월 수출 금지책을 발표했다. 8개월 이후 수출 허가제도를 도입한다고 발표하며 제한적인 수출은 허용했지만 공급량 조절을 통해 향후에도 가격 상승 유도를 지속하려는 의도가 있다고 판단한다.

Fig. 37: 콩고 코발트 수출통제 정책 타임라인

시점	콩고 정부 코발트 정책 내용
2018.03	광업법 개정을 통해 코발트를 '전략 광물'로 지정하고 로열티를 2%에서 10%로 인상하며 국가 통제 및 재정 수취 구조를 강화
2022~2023년	단순 원광 수출 구조에서 벗어나기 위해 현지 가공 의무화를 압박하고 다운스트림 산업 전환을 유도
2024년	글로벌 코발트 가격 급락과 과잉 공급 상황 속에서 비공식 채굴 통제를 강화하고 공급 조절 가능성 논의가 본격화
2025.02	코발트 원료 및 제품에 대해 약 4개월간 전면 수출 금지를 발표하며 공급을 직접 차단, 가격 방어 목적의 강경 조치 시행
2025.06	전면 금지 조치의 연장 및 수정 논의를 진행하며 완전 금지 유지 여부와 조건부 완화 가능성을 검토
2025.10	전면 금지에서 전환하여 '수출 허가 제도'를 도입한다고 발표, 행정 승인 기반으로 제한적 수출을 허용하는 구조로 정책 전환
2026년 이후	완전 자유화가 아닌 허가 기반 수출 체계를 유지하며 국가가 공급량을 관리하는 통제형 수출 모델 지속

Source: 언론종합, 다올투자증권

Fig. 38: 코발트 선물 가격 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

II-4. 철근: 미국은 열리고 국내는 타이트해진다

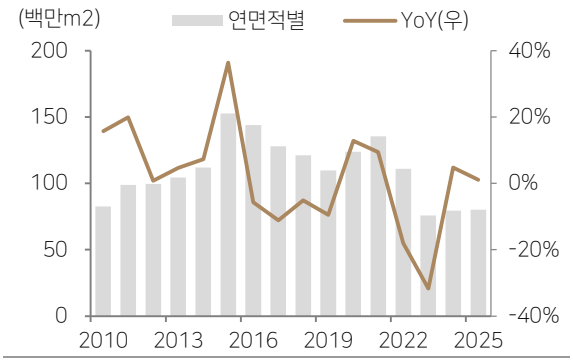
건설 업황 부진으로 철근 수요 지속 감소

국내 철근사의 국내 영업환경은 여전히 개선되지 않고 있지만 실적 개선이 점차 진행 가능하다고 판단한다. 건설업황이 수년간 회복되지 않고 있어 국내 철근의 수요는 지속 감소하고 있다. 2010년 이후 최고치인 2017년 1,137만톤을 기록한 이후 현재는 절반 가까이 떨어져 2025년 국내 명목소비량(국내사 판매량 + 수입량)은 전년 대비 666만톤(YoY -14%)를 기록했다.

가격도 약세, 스프레드는 악화

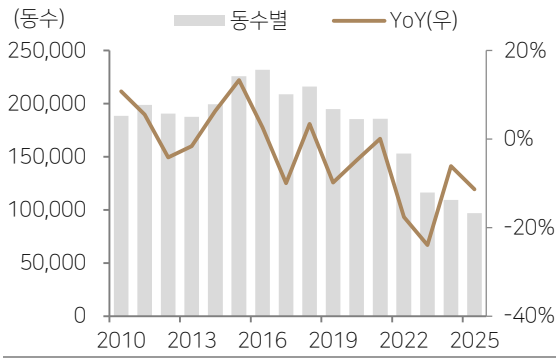
수요가 부진하니 철근 유통가격 역시 꾸준한 하락세를 보였다. 4Q25 평균 철근 유통가격은 2020년 이후 가장 낮은 가격인 톤당 67만원이었다. 반면 철스크랩은 2020년 이후보다는 조금 높은 가격 수준을 유지하면서 철근사의 수익을 악화시키는 요인으로 작용했다.

Fig. 39: 연면적별 착공면적 추이



Source: 국토교통부, 다올투자증권

Fig. 40: 동수별 착공면적 추이



Source: 국토교통부, 다올투자증권

철근 개선1: 수출 증가. 4Q25 8.4만톤, 26.1월 11만톤, 26.2월 13만톤

수요의 지속된 감소에도 불구하고 철근사의 실적 개선을 전망하는 이유는 두 가지이다. 첫 번째로 수출 판로 다변화이다. 기존에 국내에서 해외로 수출하던 물량은 2024년 약 4만톤 수준으로 국내 소비량 666만톤을 감안한다면 낮은 수준이다. 미국의 철강 품목 관세 부과 이후로 대부분 제품들의 수출이 감소한 것 대비해 철근은 오히려 수출량이 증가하기 시작했다. 2025.04월 한달 간 2.2만톤을 수출하면서 전년 수출량의 약 절반을 기록했으며 10월부터는 본격적으로 수출이 시작되면서 4Q25 8.4만톤을, 2026.01월 11.7만톤, 2026.02월 13만톤을 수출했다.

미국향 쿼터는 해제되었고

수출 다변화를 할 수 있던 이유는 1)미국의 철강 품목관세 부과 이후 각국에 부여된 수출쿼터가 종료되면서 한국의 철근 수출량이 증가할 수 있었기 때문이다. 한국은 봉형강류 쿼터는 2015~2017년 평균 36.7만톤을 수출하면서 25.7만톤을 부여받았다. 때문에 국내 철근의 가격이 하락한 시기에도 고수익성 지역인 미국에 수출할 수 있는 여건이 되지 않았지만 쿼터가 해제되면서 수출 여력이 증가했다.

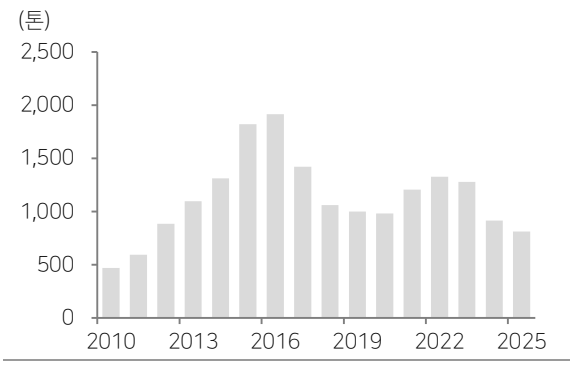
국가간 유통가격의 차이로 가격 경쟁력과 수익성 존재

2) 수출 쿼터가 없어지면서 미국 철근 가격 대비 가격 경쟁력이 있는 국내 철근 수출 가능성이 열렸다. 국내 철근 유통가격은 2025.12월 톤당 65.8만원을 바닥으로 상승 중이며, 현재 가격은 톤당 75.2만원으로 형성되어 있다. 미국의 철근 유통가격 톤당 935달러(달러원 환율 1,440원 적용 시 134.6만원)을 감안 시 가격 경쟁력이 존재한다.

동시에 기존 수출국은 AD/CVD로 가격경쟁력 상실

3) 동시에 2025년 6월 25일 미국에 철근을 저가로 수출하고 있는 알제리, 불가리아, 이집트, 베트남 4개국을 대상으로 AD/CVD(반덤핑/상계관세) 조사가 개시되면서 수입 공백을 차지할 수 있을 전망이다. 불가리아를 제외한 3국의 상계관세율은 알제리 72.94%, 29.51%, 베트남 1.08%로 예비조사 결과가 발표되었고, 알제리는 127.32%의 덤핑 마진율이 있다고 인정되었다.

Fig. 41: 미국 철근 수입량 추이



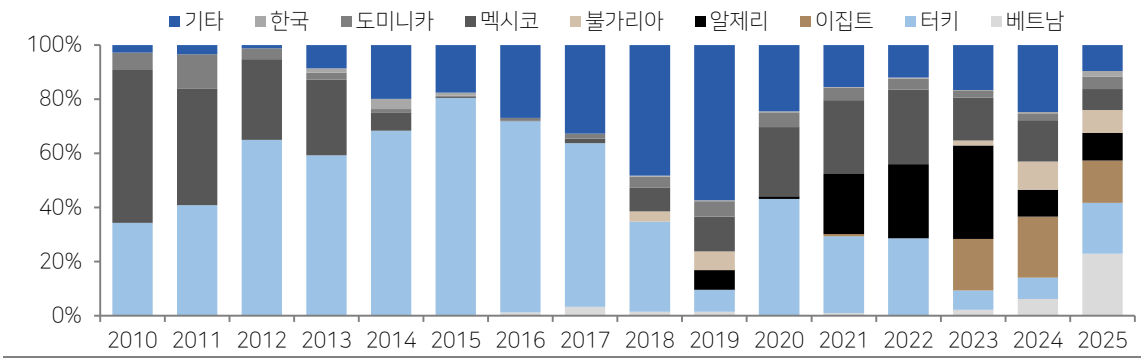
Source: ITA, 다올투자증권

Fig. 42: 4개국 철근 수입량 추이

(단위: 천톤)	2022	2023	2024	2025
알제리	364	441	92	83
불가리아	0	24	95	69
이집트	0	243	206	127
베트남	44	28	56	186
합계	407	736	449	465

Source: ITA, 다올투자증권

Fig. 43: 미국 국가별 철근 수입 비중 추이



Source: ITA, 다올투자증권

Fig. 44: 미국 국가별 철근 수입가격 추이

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
베트남	-	-	-	-	-	-	395	439
터키	524	666	645	587	585	457	378	455
이집트	-	-	-	-	-	-	-	-
알제리	-	-	-	-	-	-	-	-
불가리아	-	-	-	-	-	-	-	-
멕시코	524	674	648	594	600	427	354	521
도미니카	575	593	707	682	691	561	406	559
한국	-	-	-	588	612	541	-	-
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
베트남	586	565	1,341	617	991	605	528	499
터키	560	466	426	589	744	675	589	545
이집트	-	-	-	716	-	597	558	537
알제리	-	502	407	657	755	610	548	556
불가리아	581	525	-	-	-	739	694	641
멕시코	545	545	532	845	1,091	637	686	736
도미니카	648	586	499	660	861	804	762	709
한국	709	567	507	765	981	729	634	516

Source: ITA, 다올투자증권

Fig. 45: 4개국 철근 반덤핑 및 상계관세 조사 개요

	조사 시작일	덤핑 마진율 의혹	반덤핑 예비조사결과	상계관세율 예비조사결과
알제리	2025-06-25	127.32%	127.32%	72.94%
불가리아		27.79%	미정	비대상
이집트		110.87-128.98%	미정	29.51%
베트남		117.61%	미정	1.08%

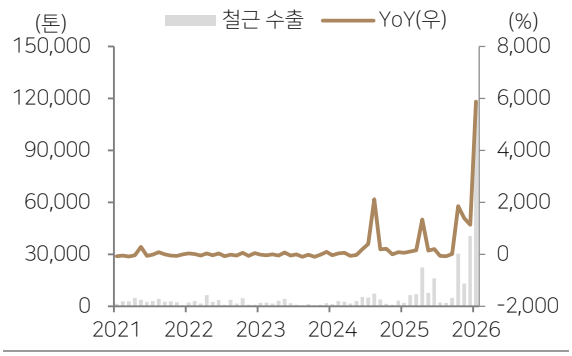
Source: ITA, 다올투자증권

Fig. 46: 철근 수출 추이

	중량 기준(톤)				금액 기준(천달러)			
	철근 수출	YoY	인천	YoY	철근 수출	YoY	인천	YoY
1Q24	7,076	23%	301	39%	5,136	12%	211	19%
2Q24	10,105	8%	314	54%	7,011	-5%	205	33%
3Q24	16,378	509%	1,117	1,609%	10,510	395%	698	1,480%
4Q24	5,700	81%	1,963	58%	3,697	47%	1,149	41%
1Q25	15,496	119%	1,208	301%	8,884	73%	622	195%
2Q25	46,489	360%	13,349	4,151%	25,522	264%	6,676	3,161%
3Q25	8,998	-45%	1,661	49%	5,743	-45%	880	26%
4Q25	84,173	1,377%	69,455	3,437%	45,262	1,124%	36,524	3,078%
2025년 1월	1,968	59%	0	-	1,397	42%	0	-
2025년 2월	6,503	111%	197	-35%	3,725	68%	116	-45%
2025년 3월	7,025	155%	1,011	-	3,762	95%	506	-
2025년 4월	22,553	1,347%	141	-	12,373	821%	71	-
2025년 5월	7,677	145%	5,072	1,515%	4,183	84%	2,524	1,133%
2025년 6월	16,259	201%	8,136	-	8,965	165%	4,082	-
2025년 7월	2,123	-58%	0	-	1,467	-55%	0	-
2025년 8월	2,059	-72%	0	-	1,318	-73%	0	-
2025년 9월	4,815	20%	1,661	669%	2,958	24%	880	608%
2025년 10월	30,361	1,860%	29,005	2,735%	16,228	1,419%	15,171	2,465%
2025년 11월	13,187	1,387%	10,086	-	7,319	1,006%	5,276	-
2025년 12월	40,625	1,145%	30,365	3,130%	21,716	1,004%	16,077	2,782%
2026년 1월	117,779	5,886%	71,251	-	63,803	4,467%	38,758	-
2026년 2월	130,230	1,903%			70,548	1,794%		

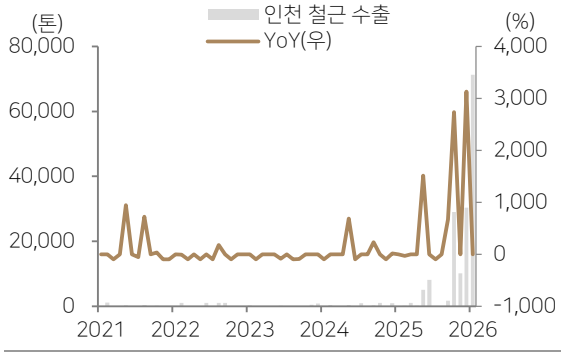
Source: TRASS, 다올투자증권

Fig. 47: 철근 수출량 및 YoY 성장률 추이



Source: TRASS, 다올투자증권

Fig. 48: 인천지역 철근 수출량, YoY 성장률 추이



Source: TRASS, 다올투자증권

철근은 현재 국내 공급과잉 품목

두 번째로 국내 철근 구조조정으로 공급과잉 상태에서 수급 개선을 기대한다. 현재 국내 철근 생산능력은 현대제철, 동국제강, 대한제강 등 9개사를 합산 시 약 1,170만톤이다(현대제철 인천공장 설비 폐쇄 전 1,230만톤). 2025년 철근 생산량 702만톤을 고려하면 57%의 낮은 가동률을 보이고 있다.

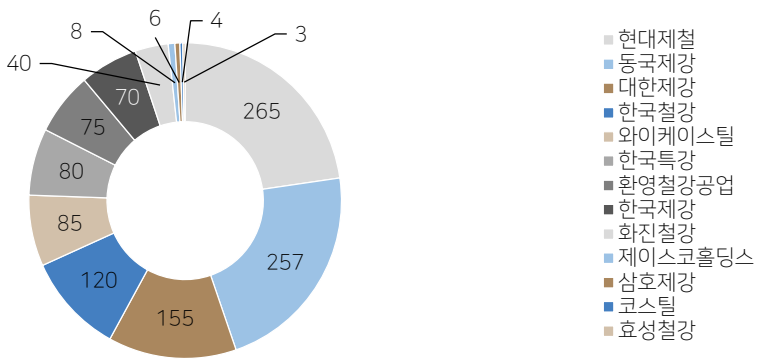
구조조정이 시작. 1H26내 철근 감축 로드맵 발표. 기업들의 자발적인 움직임도

때문에 정부에서도 K-스틸법, 철강산업 고도화 방안 등 철강업계를 지원하기 위한 조치들을 구상 중에 있는데 시작은 2025. 10월 발표된 철강산업 고도화 방안이다. 공급과잉 품목에 대한 구조조정을 언급했지만 업계의 자율적인 방식이라는 문구가 삽입되어 시장에서 기대감은 크게 가지지 않았다. 하지만 2026년 신년사에서 산업부 차관의 구조조정 의지 확인과 더불어 2026년 경제성장전략에서 철근 생산능력 감축 로드맵을 1H26E 내 발표 예정이라고 기재해 구조조정을 통한 철근 수급 개선이 가능하다고 판단한다. 업계에서도 선제적인 움직임이 나타나고 있는데 현대제철은 인천공장의 철근 설비 중 약 절반 가량인 75만톤을 감축한다고 발표했으며, 동국제강은 일부 생산라인만 운영 중으로 알려졌다.

철근 수출과 국내 생산능력 감축으로 수급 개선 전망

철근의 낮은 가격 유지는 건설 업황의 회복이 이루어지지 않아 발생하면서 국내에서 공급과잉이 발생했기 때문이다. 국내 기업들의 구조조정 속 수출 증가라는 이벤트 발생으로 수급이 타이트해질 가능성이 존재한다. 가격의 상승을 바라볼 수 있는 시점이다.

Fig. 49: 한국 철근 생산능력 현황 (만톤)



Source: 한국철강협회, 다올투자증권

II-5. 반덤핑 효과 점진적으로 발현 중

반덤핑 효과 가격은 아직이지만 물량 효과는 발현

2026년 내 반덤핑 효과의 점진적인 발현을 기대한다. 2025년과 2026년에 각각 후판과 열연의 반덤핑 최종판정에서 덤핑이 인정되면서 물량과 가격반등 기대감이 있었지만 가격 측면에서는 아직 실질적인 효과는 나타나고 있지 않다. 열연은 명목소비 대비 중국산과 일본산의 수입비중 합산이 20%까지 하락하면서 국내 기업의 내수판매량이 8.9백만톤에서 9.0백만톤으로 소폭 증가했다. 다만, 명목소비량이 감소하면서 수혜의 정도가 기대했던 것보다는 적었다. 최근 중국산 수입의 공백을 일본산이 일부 메우고 있지만 중국산 수입량의 하락이 주목할 만하다. 2025.12월 1만톤에 이어 2026.01월도 1만톤 밖에 수입되지 않았다. 반덤핑 관세가 부과되기 이전인 2024년 월평균 수입량은 13.7만톤이었다.

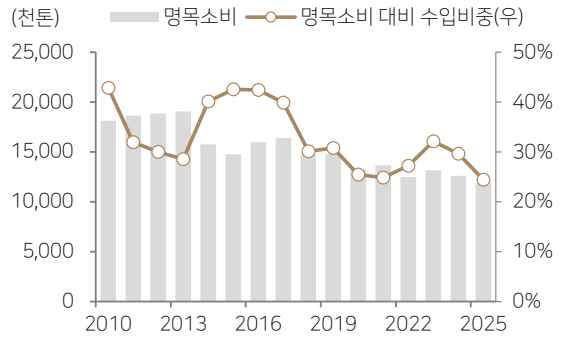
후판의 효과는 보세구역으로 효과 미약

후판은 열연 대비 효과가 미약하다. 조선업 호황이 지속되고 있어 명목소비량은 YoY -0.4%밖에 감소하지 않아 타 품목군이 보인 한자릿수 중후반대의 성장 둔화 대비 좋은 모습을 보였다. 또한, 후판은 명목소비량 대비 수입산 비중이 25%대에서 20%대로 하락하면서 물량 효과를 일부 누릴 수 있었다. 다만, 여전히 조선사의 보세구역 활용으로 기대했던 만큼의 효과는 나오지 않고 이에 따라 가격 반등도 당장 기대하기는 어려운 환경이다. 2025.12월은 일시적으로 수입량의 급증으로 명목소비량 대비 수입산 비중이 30%를 차지했다. 2026.01월에는 다시 약 13만톤으로 하락했다.

특수강봉강은 조사 지연. 역시 중국산 비중 높아 물량 효과 작용 가능

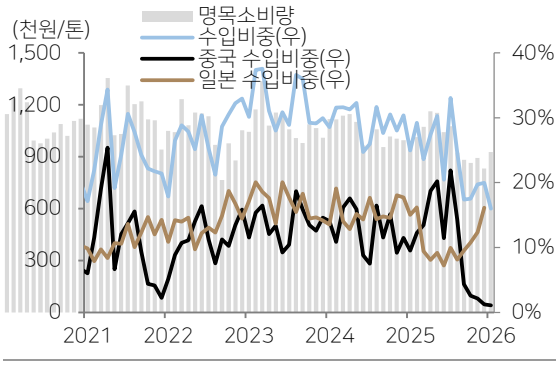
2025.08월에 무역위에 제소한 특수강봉강은 조사 개시 시점이 지연되고 있다. 후판은 제소를 한 당월에 조사가 개시됐고, 열연은 제소시점에서 2개월 이후에 조사가 개시됐다. 특수강봉강은 제소시점 이후 6개월이 지나도 아직 조사가 시작되지 않아 예비판정 조사기간과 국내 재고처리 기간을 감안하면 2026년 내에 반덤핑 효과를 보기 어려울 가능성이 높아졌다. 다만, 열연은 2024년 대비 명목소비 대비 수입비중이 30%에서 24%로 6%p 감소했다. 특수강 봉강 역시 중국산 수입이 지속 증가속에 있어 덤핑 사실이 인정될 시 중국산 수입 감소의 수혜를 입을 수 있다고 판단한다.

Fig. 50: 열연강판 명목소비 및 수입비중 추이(연도별)



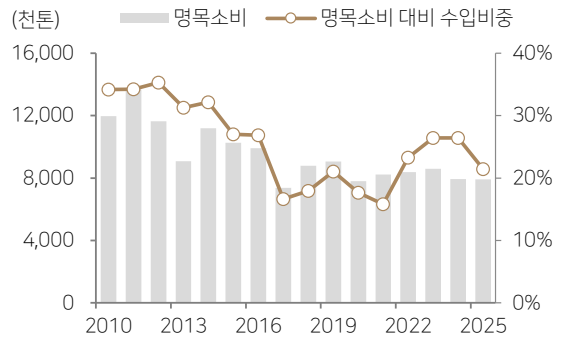
Source: 한국철강협회, 다올투자증권

Fig. 51: 열연 명목소비 및 수입비중 추이(월별)



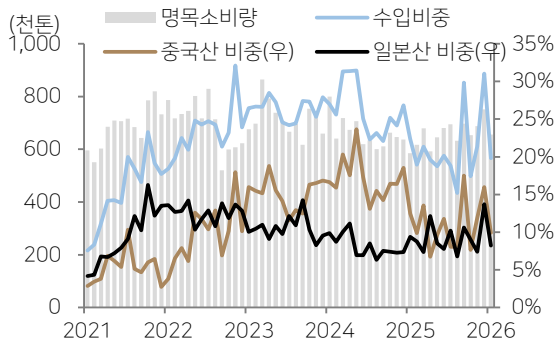
Source: 한국철강협회, 다올투자증권

Fig. 52: 중후판 명목소비 및 수입비중 추이(연도별)



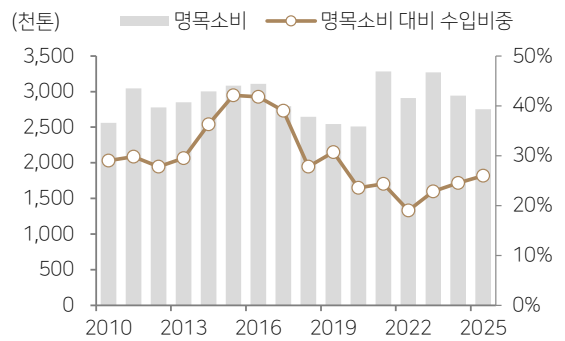
Source: 한국철강협회, 다올투자증권

Fig. 53: 중후판 명목소비 및 수입비중 추이(월별)



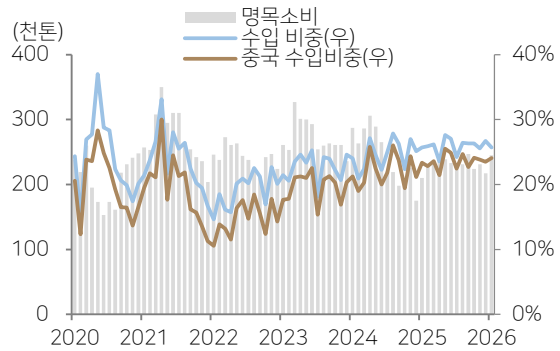
Source: 한국철강협회, 다올투자증권

Fig. 54: 특수강봉강 명목소비 및 수입비중 추이(연도별)



Source: 한국철강협회, 다올투자증권

Fig. 55: 특수강봉강 명목소비 및 수입비중 추이(월별)

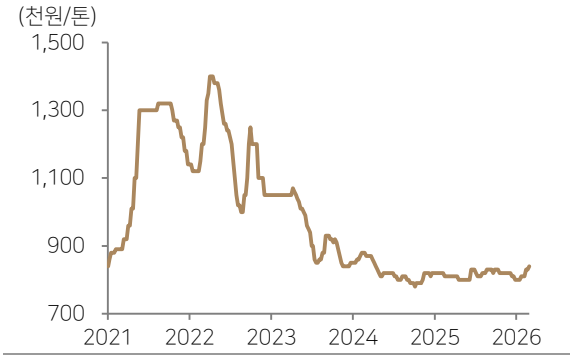


Source: 한국철강협회, 다올투자증권

연초 열연의 가격상승 진행 중. 수입산 재고소진 시기 임박

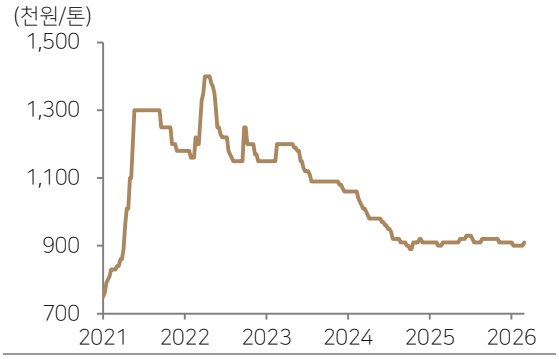
뿐만 아니라 열연 수입량의 감소와 재고소진 시기가 다가오면서 가격 측면에서도 반등의 기미가 나타나고 있다. 물량과는 달리 관세가 부과되었음에도 국내 유통가격의 변화는 미미했는데 2026년 연초 이후 가격이 반등 중에 있다. 아직은 톤당 80만원 수준에서 84만원으로 5% 정도 상승했지만 가격 인상 기조는 초입으로 판단한다. 2026년은 물량뿐 아니라 가격 측면에서도 수혜를 기대한다. 후판 유통향 수입산 물량은 완전히 수입이 중단되었지만 여전히 선급 물량 중심으로 수입되고 있어 당장 가격 인상을 기대하기에는 어려운 환경이다.

Fig. 56: 국내 열연 유통가격 추이



Source: 스틸데일리, 다올투자증권

Fig. 57: 국내 후판 유통가격 추이



Source: 스틸데일리, 다올투자증권

II. 격변의 비철

II-1. 수요, 공급, 그리고 지정학 리스크

광물 지정학 리스크 영향 심화

차이나 사이클 이후 수요보다는 공급단에서의 변화가 광물 가격을 좌우할 수 있는 주요 팩터라는 의견은 유지한다. 여기에 더해 지정학 리스크가 더해지고 있는데 광물의 무기화, 광물 가격 상승에 따른 자국의 부가가치 증대, 전쟁으로 인한 불안 등이 그 예이다. 광물 자원의 수급 균형뿐 아니라 지정학 리스크가 더해지며 선별적인 광물 가격 상승기가 이어질 수 있다고 판단한다.

금: 달러자산 의존도 축소로 대체수요 증가
은: 금과의 동행성 + 재고 이슈. 단독적인 추가 상승은 제약

귀금속은 실질금리의 하락에도 불구하고 달러자산 의존도 축소 목적으로 중앙은행의 매입수요 증가와 달러화 자산의 대체투자 수단으로 자리하고 있어 가격 강세 지속을 예상한다. 은 가격은 금 가격과 어느정도 동행하는 경향이 있어 금 가격 상승 시 동반 강세는 가능하다. 하지만 현재의 금/은 비율은 약 40으로 역사적 저점 수준이다. 산업수요가 이끌었던 과거 가격 랠리와는 다르게 현재는 재고 부족의 이슈가 가격 상승을 유도하고 있어 금/은 비율이 40 이하로 하락하기는 어렵다고 판단한다.

구리 공급부족 지속. 톤당 13,000달러 유지 가능

구리는 여전히 공급의 부족이 주요 이슈이다. Grasberg 광산은 붕괴 사고 이후 2027E에나 생산이 재개될 예정이고, 기타 광산들에서는 아직 뚜렷한 개발단계가 진척되고 있지 않다. 전기동의 수요 증가, 제련소의 제련 수요 증가, 투자 수요가 합쳐지면서 현재 톤당 13,000달러 수준의 구리 가격 유지를 전망한다.

희토류 탈중국 프리미엄과 수혜 가능

희토류는 중국이 일본에 대한 수출 통제를 강화하면서 광물자원 무기화는 끝나지 않는다는 것을 보여줬다. 소량이지만 반도체, 방산, 자동차 등 다양한 산업에 걸쳐 필수적으로 투입되어야 하는 양이 있는 만큼 공급의 부족은 전방산업의 생산 차질과 희토류 가격 상승을 유도한다. 또한, 희토류 가격 하한제에 대한 논의가 지속되고 있고 기업 중 유일하게 NdPr 가격 하한을 약속받은 MP 머티리얼즈 4Q25 실적은 순이익 흑자를 기록했다. 프로젝트 볼트와 공급망 재편을 통해 광범위한 핵심광물 및 제품 수급을 촉진하려 하는 과정에서의 수혜를 볼 수 있는 기업에 대한 관심이 필요하다.

II-2. 귀금속: 불확실성 속 강세 유지

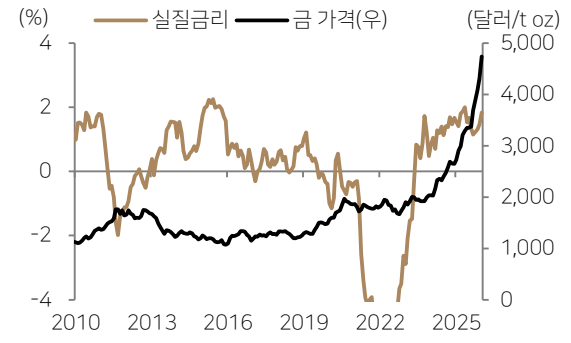
금의 전통적인 설명변수는 실질금리와 달러지수

달러 자산에 대한 의존도 축소, 관세 불확실성과 같은 지정학적 리스크가 심화되고 있어 금 가격 강세 유지를 전망한다. 금 가격의 방향성을 설명하는데 사용되는 전통적인 지표는 실질금리와 달러지수이다. 실질금리가 상승하면 금 보유에 대한 기회비용이 증가하고 실질금리가 하락하면 대체투자수단으로서 금 투자에 대한 매력도가 증가한다. 달러의 약세 상황에서는 달러에 대한 보유 매력이 떨어져 금 보유에 대한 니즈가 증가하고 강세 상황에서는 보유에 대한 가치가 하락한다. 때문에 실질금리 상승기와 달러 약세 상황에서는 금 가격이 상승하게 된다.

최근에는 다른 양상을 보이는 중

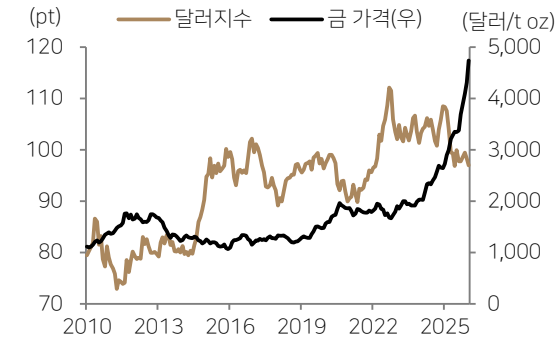
최근 이런 트렌드의 변동이 나타나고 있다. 특히, 실질금리는 1% 후반대로 상승했음에도 불구하고 금 가격은 2025년 초 온스당 2,641달러에서 2026년 초 4,341달러, 현재는 5,000달러 이상으로 상승한 상황이다. 현재는 달러 지수가 100포인트대로 하락했지만 2025년 초반까지만 해도 110포인트로 높아진 상황이었음에도 금 가격은 상승을 지속했다.

Fig. 58: 실질금리 및 금 선물 가격 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 59: 달러지수 및 금 선물 가격 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

감소중이던 중앙은행 매입이 늘고 투자 수요가 증가

실질금리와 달러지수의 설명력이 약해지기 시작한 2023년 이후 금 가격의 상승을 주도하는 요인은 2024년까지는 중앙은행의 매입이었고, 2025년 이후로는 ETF와 실물 금 등의 투자 수요가 자리하고 있다. 배경에는 달러와 국채 자산에 대한 안정성 떨어지기 점이 작용했다.

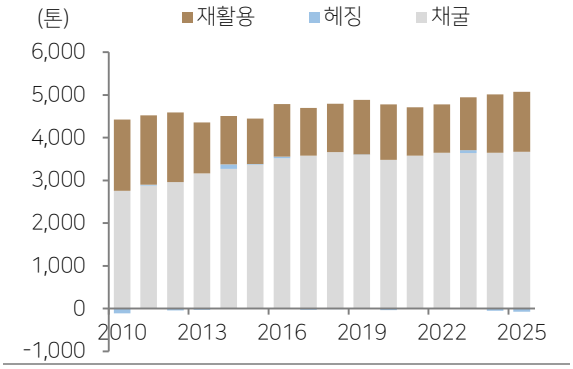
러시아 해외 달러자산 동결. 의존도 축소 촉진. 달러 자산에 대한 우려도 작용

중앙은행의 금 매입은 2Q22부터 시작했는데 달러 의존도를 축소하기 시작했기 때문이다. 러시아-우크라이나 전쟁 발발 이후 미국, EU, 영국이 러시아 중앙은행의 해외달러 자산 약 3,000억 달러를 동결했고 이에 따라 달러 자산의 안정성에 대한 우려가 생겨났다. 이에 따라 2022년까지 1,126톤에 불과하던 중앙은행의 금 매입은 2023년, 2024년 모두 약 1,400톤의 수요를 기록하면서 큰 폭 증가했다. 특히, 중국의 경우 2016년부터 2022년까지 금 보유량의 큰 변화가 없었는데 미 국채 매도 속도가 가팔라짐과 동시에 금 매입을 지속 늘려 현재 약 74백만온스를 보유 중이다. 부채비율의 증가와 120%대 안착된 환경도 중앙은행의 금 매입 수요를 촉진했다.

대외 불확실성으로 대체투자 수요 증가. ETF 자금 유입 급증

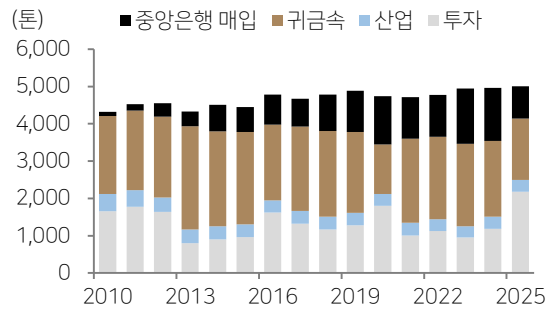
2025년 금 가격의 상승은 트럼프 취임으로 인한 관세 불확실성 및 미국 국채 매도 이후 안전자산으로의 수요가 증가하면서 투자 부문으로 자금이 유입되었기 때문이다. 트럼프 행정부의 관세 이슈는 2026년에도 지속되고 있다. 최근 미국 국제법원에서 상호관세의 위헌 판결을 내렸음에도 무역법 122조를 통해 관세를 10%를 부과했다. 이란과의 전쟁까지 시작된 지금 불확실성이 심화되면서 ETF 자금 유입에 따라 가격 강세가 유지될 가능성이 높다.

Fig. 60: 금 항목별 공급 추이



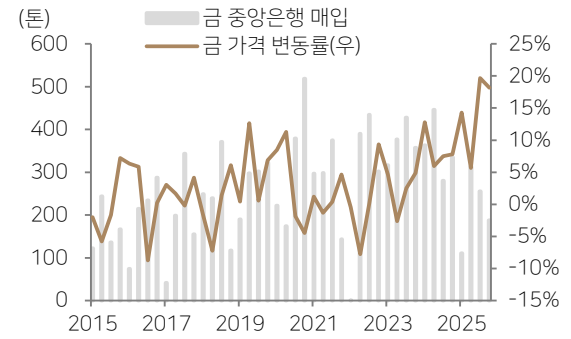
Source: WIND, 다올투자증권

Fig. 61: 금 항목별 수요 추이



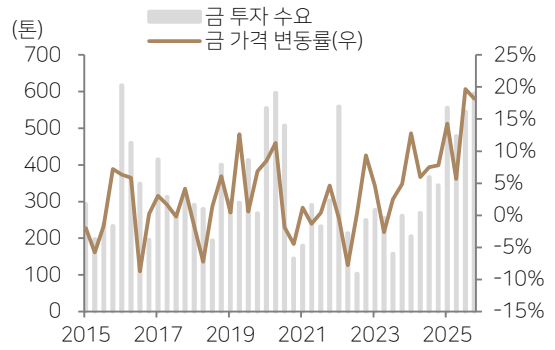
Source: WIND, 다올투자증권

Fig. 62: 금 중앙은행 매입, 분기 가격 변동률 추이



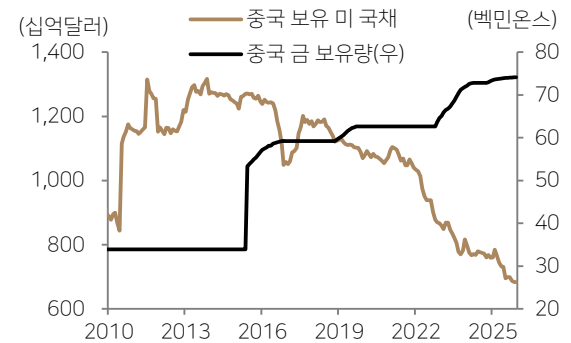
Source: WIND, Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 63: 금 투자 수요, 분기 가격 변동률 추이



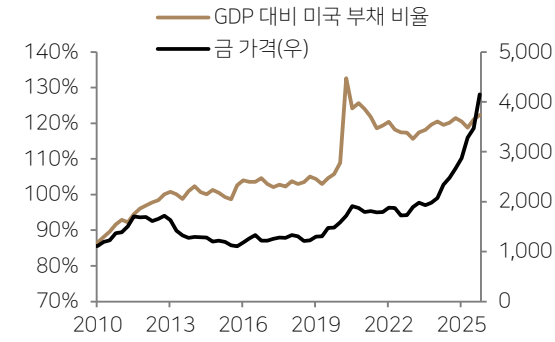
Source: WIND, Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 64: 중국 보유 미국 국채 및 금 보유량 추이



Source: WIND, Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 65: GDP 대비 미국 부채 비율, 금 선물 가격 추이



Source: WIND, Bloomberg, 다올투자증권

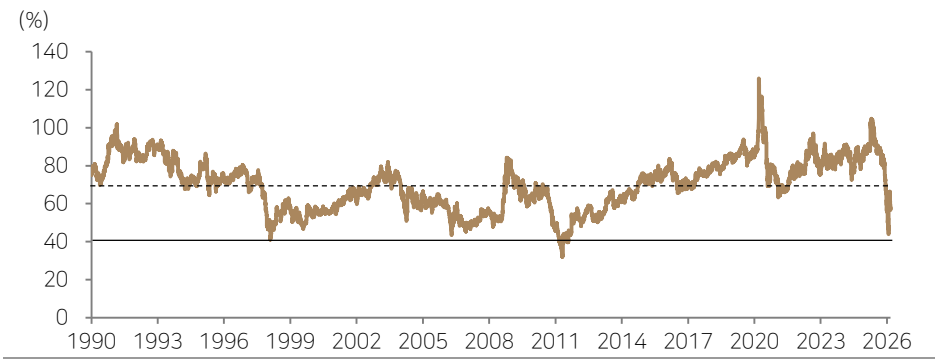
금은 비율 40 이하로 가기는 어려운 환경. 산업용 수요가 이끄는 시기가 아님

금 가격의 강세가 유지된다고 가정할 시 은 가격의 동반 상승을 예상한다. 다만, 금을 제외한 은 혼자만의 단독적인 이유로 2025년 중순부터 시작된 가격 급등과 같은 방식의 상승은 제한적이라고 판단한다. 금과 달리 은의 수요 중 산업향 비중이 높다고 해도 은의 잠재 수요 중 하나가 금에 대한 대체라는 점에 기인한다. 금/은 가격 비율은 역사적으로 평균 70 내외를 유지하고 있는데 현재 금/은 비율은 역사적 저점 수준인 40에 위치하고 있다. 통상 80~90일 시 금 대비 은 가격의 저평가, 40~50 구간에서는 고평가라고 인식되어지는 만큼 금 대비 은의 가격 상승이 가팔랐고 현재는 매력도가 크지 않은 상황이다.

실물이 부족할 때 은 가격의 급등 가능

금/은 비율이 40 이하로 돌파했던 기간은 1990년 이후로 2011년 당시 한번 뿐이었다. 역사적으로는 오일쇼크와 헌트 형재의 매점매석이 있던 1980년, 미국의 제조업 호황 이었던 1968년이 추가로 있다. 40 근처의 가격이 형성되었던 시기는 1998년과 2006-2008년도 있다. 금과 달리 은의 수요 중 산업재로 사용되는 비중이 크다는 점을 생각해보면 중국의 경제발전과 함께 산업 수요가 증가했고, 은 공급부족과 함께 가격 금/은비율이 상당히 낮은 수준을 유지할 수 밖에 없었다.

Fig. 66: 금은 비율 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

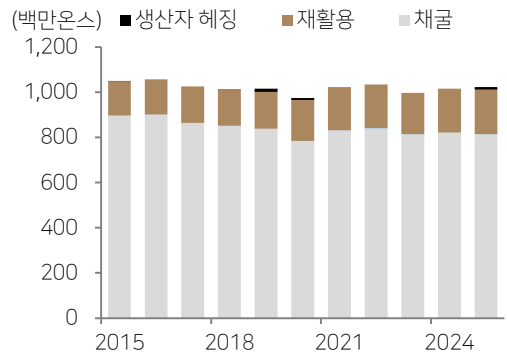
은 가격 상승은 공급부족의 누적과 타이트한 재고 상황이 주 원인

현재의 은 가격 상승 기조는 산업용 수요가 작용은 했지만 직접적인 원인은 아니다. 금 가격 상승에 따라 은 가격이 동반 상승하는 와중, 관세 우려로 인한 CMX로의 재고 이동과 LBMA 내 재고 부족, 그리고 타이트한 수급에 따라 가격 상승폭이 심화되었다고 보는 게 타당하다. 2021년부터 2024년까지는 실제로 전자제품, 태양광 등에 사용되는 은의 사용량이 증가했다. 2020년 512백만 온스였던 산업용 수요는 2021년 564백만 온스로 큰 폭 증가했고, 2024년 680백만 온스를 기록했다. 하지만 수요가 증가하는 시기에 LBMA, CMX가 보유한 재고로 충분히 충당 가능한 수준이었고 재고의 감소는 일어났지만 실제 가격 상승까지는 이어지지 않았다. 은 가격이 상승하기 시작한 2025년 산업용 수요는 오히려 665백만온스로 감소했다.

타이트한 재고 상황에서 관세 우려로 재고 쏠림. 실질 재고는 감소해 실물 인도 우려 형성

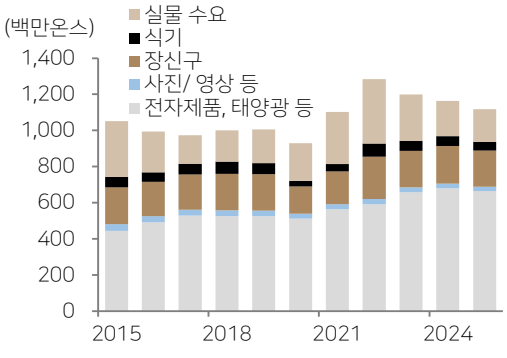
2021년부터 누적된 공급감소가로 인해서 재고가 감소한 상황이었고, 트럼프 행정부의 취임 이후인 2025.03월 관세 부과 우려로 재고 축적에 대한 필요성이 증가했다. 이에 따라 런던 LBMA에서 CMX로 재고가 이동되었고 상대적으로 CMX의 재고가 증가했다. 추가적으로 2025.10월 미국이 은을 핵심광물에 포함시키면서 한 차례 더 CMX의 재고는 늘어났다. 반면 CMX 재고 축적에 따라 LBMA의 총 재고는 감소했음에도 ETP향 수요가 증가함에 따라 실제로 LMBA 내 유통 가능한 물량은 보다 줄어들었다. 현재는 다시 LBMA 내 재고가 2024년 수준으로 회복되어 재고 부족으로 인한 가격 상승은 당분간 제한적으로 판단한다. 2025.10월 34%까지 급등했던 은 리스 이자율도 1%대로 안정화된 상황이다.

Fig. 67: 은 항목별 공급 추이



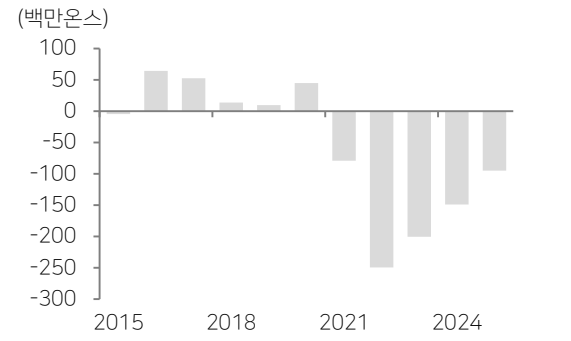
Source: Silver Institute, 다올투자증권

Fig. 68: 은 산업별 수요 추이



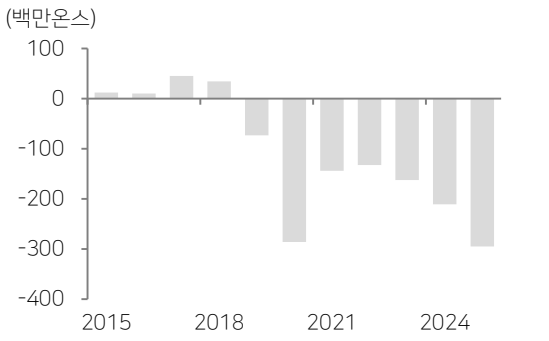
Source: Silver Institute, 다올투자증권

Fig. 69: 은 수급 밸런스 추이



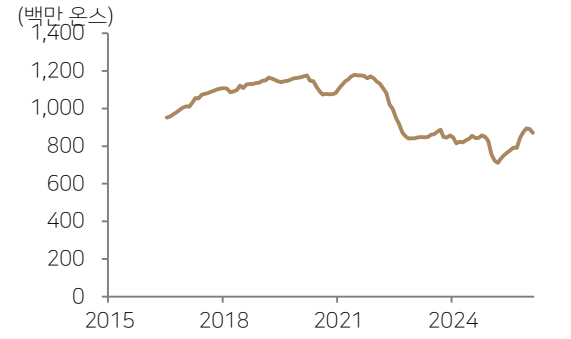
Source: Silver Institute, 다올투자증권

Fig. 70: 은 수급 밸런스 추이(ETP 수요 반영 시)



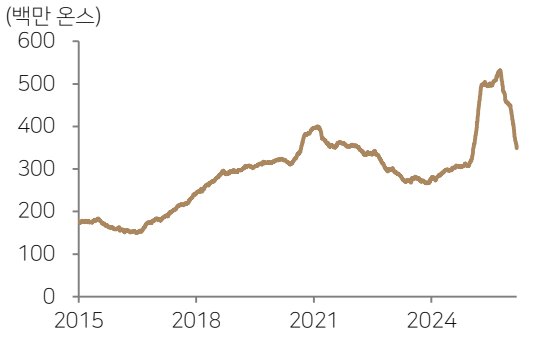
Source: Silver Institute, 다올투자증권

Fig. 71: LBMA 은 재고 추이



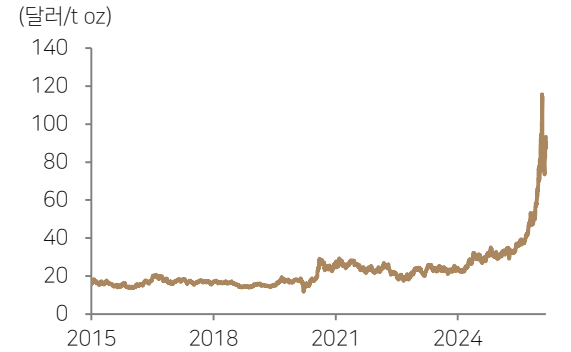
Source: LBMA, 다올투자증권

Fig. 72: CMX 은 재고 추이



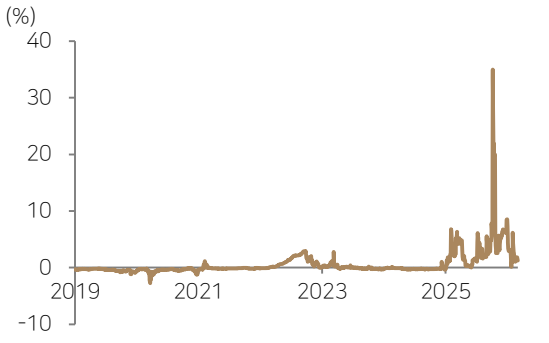
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 73: 은 선물가격 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 74: 은 리스금리 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

II-3. 구리: 예상보다 빠르지만 우상향 전망 유지

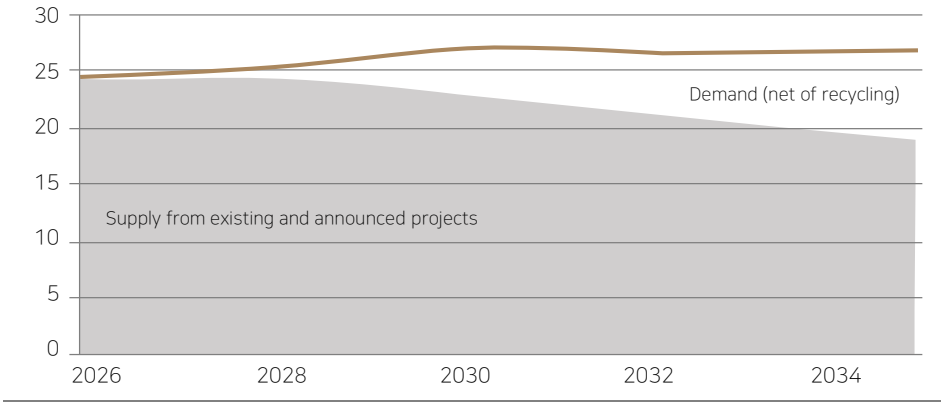
구리 가격 톤당 13,000달러 전망

구리 가격의 장기적 우상향 관점 의견을 유지한다. 공급 부족 시나리오는 여전하며 채굴과는 반대로 중국에 주로 포진된 구레 제련소의 제련소의 생산량은 증가중에 있다. 구리 가격 상승과 소량이지만 은이 부산물로 나와 은 가격 상승 기조가 유지된다면 제련 수요를 꺾지 않을 요인으로 작용한다. 현재 가격 수준인 톤당 13,000 달러 내외의 가격을 유지할 요인이 충분하다.

주요 채굴기업의 생산량 감소. 2026E는 소폭만 증가

주요 기업의 생산량은 구리 가격 상승기에도 불구하고 크게 증가하지 않았다. 2025년 기준 2025.11월 주요 광산 기업의 구리 판매량 컨센서스와 2026.03월 나타난 판매량은 현재 대부분 기업의 실적이 나왔음에도 크게 변동되지 않았다. YoY로는 -5% 감소한 1천만톤 수준이었으며 유의미한 증가폭을 가진 기업은 전년 대비 1.8만톤 증가한 36.6만톤을 판매한 Vale가 유일했다. 대부분의 기업은 전년과 동일하거나 오히려 소폭 감소했다. 구리 증산을 하기 어려운 환경임이 확인된다. IEA 역시 광산 개발이 이루어지지 않은 상황에서의 수요 증가가 2035년까지 구리 공급 부족을 견인하는 요인이라고 전망하고 있다.

Fig. 75: 2035년까지는 공급부족 심화될 전망



Source: IEA, 다올투자증권

Fig. 76: 주요 기업별 구리 생산량(2025.11월 버전) (천톤)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Freeport McMoRan	1,473	1,454	1,743	1,911	1,911	1,911	1,573	1,633
BHP	1,286	1,212	1,134	1,251	1,346	1,464	1,443	1,433
Southern Copper	1,020	1,034	965	924	916	977	969	1,000
Glencore	1,371	1,258	1,196	1,058	1,010	952	841	914
Anglo	638	648	647	664	826	773	712	779
Antofagasta	770	734	722	646	661	664	661	706
Rio Tinto	578	528	494	521	562	624	696	730
KGHM	701	709	754	733	711	730	706	737
Teck Resources	297	276	287	270	296	446	436	491
Ivanhoe*			106	333	394	437	389	
First Quantum	702	779	816	776	708	431	409	483
Lundin Mining	235	231	263	250	315	369	321	334
Vale	420	360	297	253	327	348	366	370
Barrick	196	207	188	200	191	195	218	230
Hudbay	137	95	99	104	132	138	128	139
Boliden	121	128	114	109	89	91	104	130
S32			72	25	71	61	71	72
합계	9,945	9,653	9,897	10,029	10,464	10,611	10,044	10,179
YoY		*-3%*	*3%*	*1%*	*4%*	*1%*	*-5%*	*1%*

Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 77: 주요 기업별 구리 생산량(2026.03월 버전) (천톤)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
Freeport McMoRan	1,473	1,454	1,743	1,911	1,911	1,911	1,535	1,564	1,838
BHP	1,286	1,212	1,134	1,251	1,346	1,464	1,443	1,433	1,389
Southern Copper	1,020	1,034	965	924	916	977	956	934	914
Glencore	1,371	1,258	1,196	1,058	1,010	952	852	863	931
Anglo	638	648	647	664	827	773	695	754	805
Antofagasta	770	734	722	646	661	664	654	676	725
Rio Tinto	578	528	494	521	562	624	735	699	741
KGHM	701	709	754	733	711	730	706	737	739
Teck Resources	297	276	287	270	296	446	454	489	536
Ivanhoe*			106	333	394	437	389	409	409
First Quantum	702	779	816	776	708	431	396	446	651
Lundin Mining	235	231	263	250	315	369	340	326	327
Vale	420	360	297	253	327	348	382	382	382
Barrick	196	207	188	200	191	195	220	221	214
Hudbay	137	95	99	104	132	138	118	127	153
Boliden	121	128	114	109	89	91	104	124	135
S32			72	25	71	61	71	72	78
합계	9,945	9,653	9,897	10,029	10,465	10,611	10,049	10,258	10,966
YoY		*-3%*	*3%*	*1%*	*4%*	*1%*	*-5%*	*2%*	*7%*

Source: Bloomberg, 다올투자증권

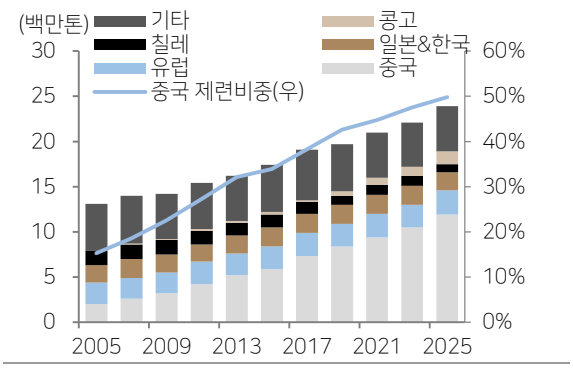
T/C 역사적 저점. 제련 수요 증가로 정광 부족 심화

구리 T/C 역시 -48달러 수준에서 머무르고 있다. 2025년 벤치마크 T/C(Treatment Charge)는 톤당 약 21달러 수준이었지만 제련 수요 증가로 인해 마이너스로 하락 전환했다. 그리고 2026.01월 칠레 광산 기업 안토파가스타와 중국 주요 제련소 간 합의에 기반한 TC/RC 기준치는 톤당 0달러로 확정되었다. 톤당 0달러라는 숫자는 사상 최저 수준이며 2026년에도 제련 수요 하락을 예상하기 예상하기 어려운 이유이다.

T/C 하락은 수익성이 감소하지만 부산물 가격이 상승해 수요 지속되는 중

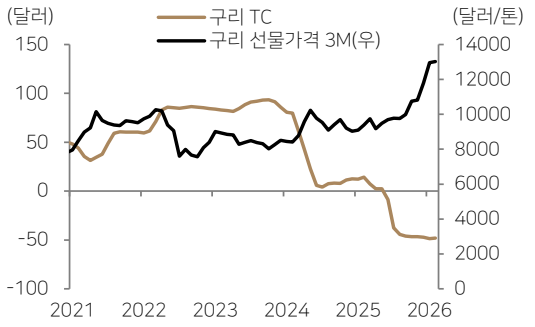
T/C의 등락은 제련 수요를 확인할 수 있는 지표로 사용되기도 하지만 본질적으로 의미하는 바를 생각해 보면 제련사가 얻을 수 있는 이익이 적다는 것이다. 2025년 T/C는 톤당 21달러 수준으로 흑자를 유지할 수 있었지만 2026년은 0으로 내려가면서 사실상 적자이어야지 일반적인 상황이다. 그럼에도 일부 제련소가 수익을 얻고 있다고 알려졌는데 배경에는 높은 구리가격으로 인한 수익성 방어도 있겠지만 부산물도 있다. 구리 정광 부산물로는 은이 소량이지만 일부 나오는데 최근 은 가격 상승이 제련소의 수익을 방어하는 역할을 수행 중이다. 지정학 리스크에 따라 귀금속 가격도 상향 기조를 보이고 있어 제련 수요는 유지 가능하다.

Fig. 78: 국가별 전기동 생산량 추이



Source: IEA, 다올투자증권

Fig. 79: 구리 T/C, 선물가격 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

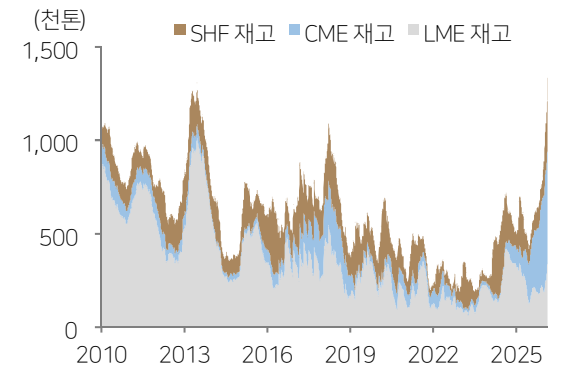
일부 투기적 수요도 존재하지만

LME, COMEX, SHFE 3대 거래소의 구리 재고는 2025년 하반기부터 꾸준히 증가하고 있으며, on-warrant 물량 역시 같은 기간 가파르게 늘었다. 특히 SHFE on-warrant는 2025.01월 약 19천톤에서 2026.02월 약 290천톤으로 15배가량 급증했고, COMEX on-warrant도 같은 기간 66천톤에서 382천톤으로 6배가량 증가했다. 금융 투기적 재고 집적도 일부 작용했다고 보인다.

성수기 도래로 재고 해소 가능성은 충분

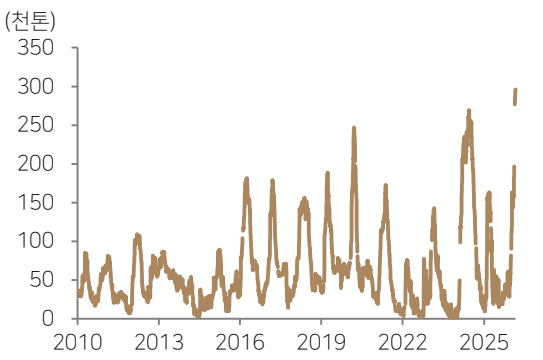
현재의 재고 수준이 부담스러운 건 사실이지만 이러한 재고 급증이 구리 가격의 추세를 꺾지 않을 것으로 전망한다. 중국에서는 춘절 이후 가공업체들의 계절적 소비 회복이 본격화되면서 SHFE 재고가 빠르게 소화될 가능성이 높다. AI 인프라 투자 확대와 에너지 전환이라는 구조적 수요 기반이 유효한 가운데, 가격은 LME 기준 톤당 13,000달러 내외의 견조한 가격 수준을 이어갈 것으로 판단한다.

Fig. 80: 선물거래소 재고량 추이



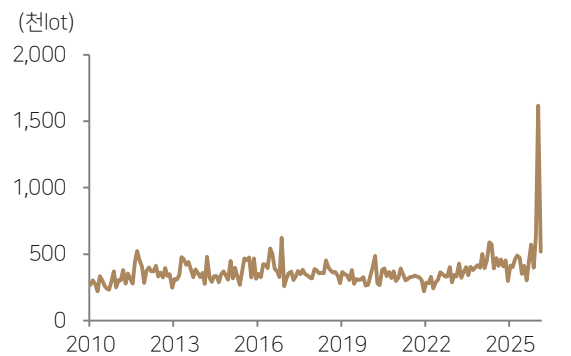
Source: WIND, 다올투자증권

Fig. 81: SHFE on warrant 추이



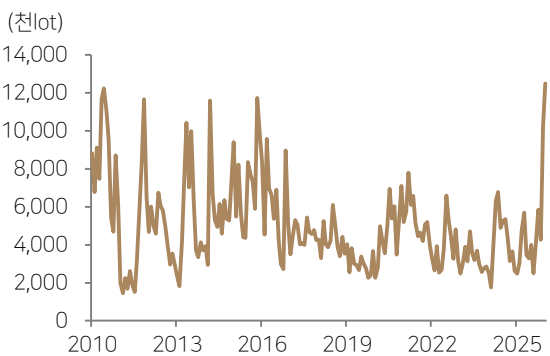
Source: WIND, 다올투자증권

Fig. 82: LME 구리 선물 거래량 추이



Source: WIND, 다올투자증권

Fig. 83: SHFE 구리 선물 거래량 추이



Source: WIND, 다올투자증권

II-4. 희토류: 공급망 재편과 탈중국 프리미엄

중국의 희토류 무기화는 지속

2025년 중국은 희토류를 사용한 이중용도 품목에 대한 수출을 금지한 후 미국과의 합의를 통해 1년간 유예하기로 결론냈다. 하지만 일본 다카이치 총리의 유사시 대만에 개입한다는 발언을 한 이후 외교 관계가 틀어지기 시작했고 다시 일본에 대해 이중용도 품목 수출 통제를 강화했다. 결국 우려했던 대로 중국의 희토류 자원무기화는 언제든 재개할 수 있는 수단임을 확인했다.

가격 하한제 논의 시작. 경제성 부족으로 공급망 내줬었기에 효과적

이에 대응해 논의되기만 하던 G7의 희토류 가격 하한제는 급물살을 탔고 2026.01월 워싱턴 재무장관 회의에서 시장개입을 공식화했다. 아직은 가이드라인이 나오지는 않았지만 희토류 사용량에서 많은 부분을 차지하는 영구자석의 원재료인 NdPr의 가격 하한제가 가장 먼저 도입될 가능성이 높다. 이미 DOD는 MP 머티리얼즈에 지분투자를 했을 때 NdPr 가격 하한을 kg당 110달러로 가격을 보장해준 이력이 있다. 현재 희토류 채굴과 정제 대부분이 중국쪽에 집중된 배경 중 하나가 경제성과 채산성의 부족으로 Mountain Pass 광산이 폐쇄된 이력이 있는 점을 감안하면 느리지만 점차 공급망의 다변화가 이루어질 수 있다고 판단한다.

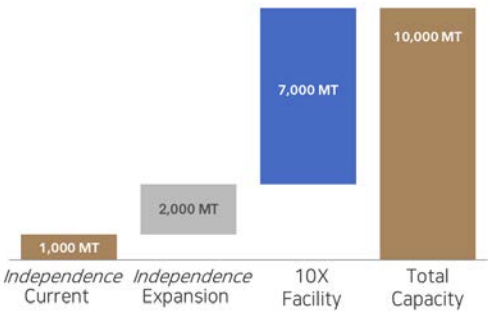
가격 하한 보장으로 MP 머티리얼즈 순이익 흑자전환. 밸류체인 다변화 수혜 존재

미국 정부로부터 가격 하한을 보장받은 MP 머티리얼즈는 매출액 52.7백만달러, 영업이익 -3.7백만달러, 순이익 9.4백만달러로 순이익 기준 흑자전환에 성공했다. 기존에 기대하던 포인트는 가격 하한 보장을 통한 영업이익 흑자전환이었지만 해당 보조금은 기타 수익으로 분류된 것으로 추정, 순이익 흑자전환에 영향을 미쳤다. 시장 기대치에 미치지 못하다고 생각할 수도 있겠지만 중요한 점은 흑자전환이다. 특히 가격 하한선인 kg당 110달러 선에서는 흑자를 낼 수 있다는 점을 확인했으며 NdPr 가격 상승 시 증익이 가능하다. 희토류 밸류체인 다변화 과정 속에 포함되는 기업의 수혜는 분명하다.

Fig. 84: DoD의 NdPr 가격 하한선 보장

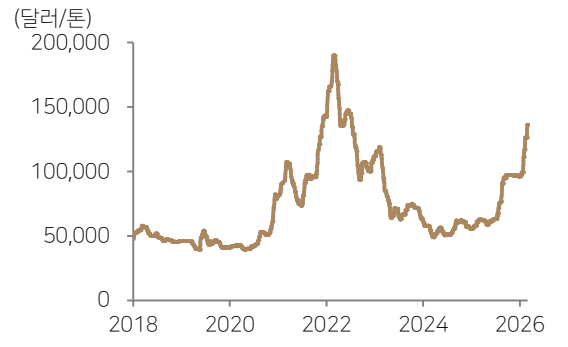
Source: MP Materials, 다올투자증권

Fig. 85: MP Materials 생산능력 확충 계획



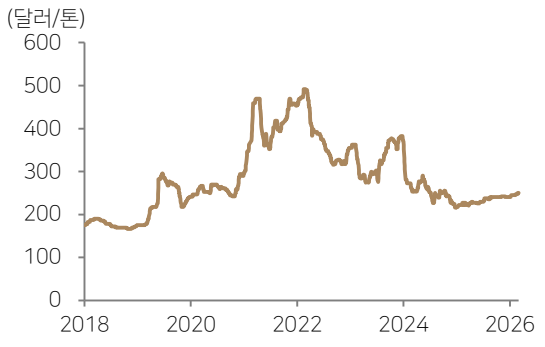
Source: MP Materials, 다올투자증권

Fig. 86: 네오디뮴 가격 추이



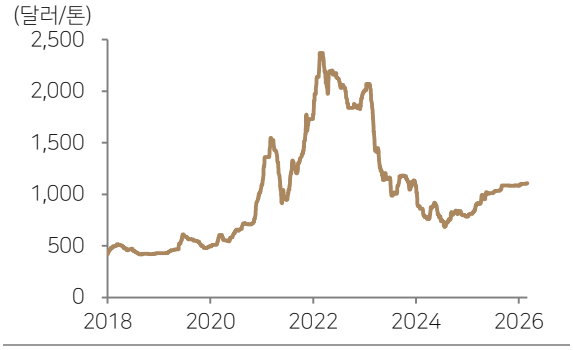
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 87: 디스프로슘 가격 추이



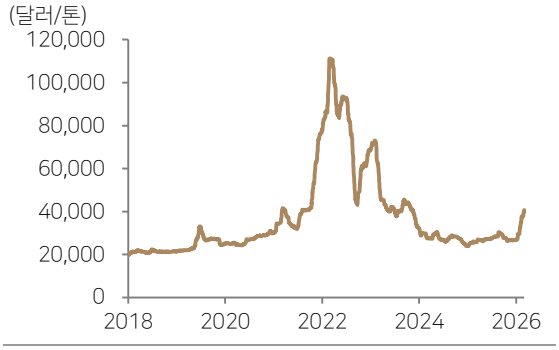
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 88: 터븀 가격 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 89: 가돌리늄 가격 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

미국의 희토류 투자 지속. 프로젝트 볼트 출범

미국 정부의 희토류 관련 투자는 지속되고 있는데 2026.02월 발표한 Project Vault는 단순한 비축 프로그램이 아니라 미국이 희토류·핵심광물 공급망의 구조적 취약성을 처음으로 국가 차원에서 자본화한 시도다. EXIM Bank 100억 달러 대출에 민간자본 최대 20억 달러를 결합한 이 프로그램은, 2025년 4월 중국의 수출 규제 발동으로 미국 공장 가동이 멈췄던 46톤 쇼크가 직접적인 트리거였다. 60일치 비상 재고 확보라는 목표는 다소 소박해 보이지만, 이는 서방 공급망이 자립 기반을 갖출 때까지 시간을 사는 전략에 가깝다. MP Materials 지분 매입, Serra Verde DFC 투자 등 일련의 개별 투자들이 채굴→정제→자석 제조를 수직으로 잇는 공급망 구축 시도라면, Project Vault는 그 공급망이 완성되기 전까지의 완충 장치로 작용한다.

탈중국 공급망 구축은 제품단까지 필요

희토류 공급망 재편은 결국 비중국산 희토류를 사용해 중국의 의존을 낮추고자 하는 데 있다. 또한, 중국의 이중용도 수출 통제 품목은 희토류 뿐 아니라 희토류를 원재료로 생산하는 영구자석 같은 제품에까지 적용되어 있어 탈중국 공급망을 구축하는 데 있어 관련 제품의 수혜도 기대한다. 미국 정부의 투자 대상 중 MP Materials와 USA Rare earth도 포함되어 있는데 두 기업은 희토류 채굴과 정제 뿐만 아니라 영구자석을 생산 진행 혹은 계획을 가지고 있다.

비중국산 프리미엄 부여 가능성 존재

현재 희토류 기업에게 이점으로 작용하는 점이 중국산 사용 제한으로 가격이 상승하고 가격 하한선을 통한 최소 이익 보전이라면, 영구자석 기업이 얻을 수 있는 이점은 비중국산 제품에 대한 프리미엄을 받을 가능성이 존재한다는 점이다. 탈중국 기조가 본격화되기 이전에도 영구자석의 가격은 낮지 않았다. USA RareEarth는 IRPT에 영구자석 가격을 최소 kg당 125달러 가정한다고 지속 언급한다. Noveon은 자사 홈페이지에 연간 2,000톤의 자석 생산을 통해 현재 가격 수준으로 2억 5천만달러 매출과 40%의 EBITDA 마진율을 달성 가능하다고 게재했다. 역산 시 kg당 가격은 125달러로 USA RareEarth와 동일하다.

현재 가격 수준에서는 20% 이상 가능성

네오디뮴 가격이 현재 가격과 비슷한 수준인 2022~2023년 당시 중국 1위 자석기업 JL Mag의 영구자석 판매가격은 톤당 9,000만원~1억원이었다. 앞의 두개 기업이 말한 판매가격이 비 중국산 자석에 대한 프리미엄이 반영되었다고 생각하면 비중국산 대비 프리미엄이 최소 20% 이상 존재한다고 판단한다. 또한, 주요 원재료인 네오디뮴의 가격 하방이 kg당 110달러로 제한되어 영구자석의 비중국산 제품의 판매가격은 톤당 1억원 이상으로 유지 가능하다고 판단한다.

Fig. 90: 미국의 희토류 관련 투자 집행 현황

회사 / 프로젝트	발표월	지분 투자 규모 또는 지분 비율	투자 목적 및 광물 생산 규모(또는 예상 규모)
MP Materials	2025.07	국방부 DoD 가 4 억 달러 규모의 우선주 인수. 워런트 포함 지분 및 전환권을 통해 전체 발행주 기준 약 15% 지분 확보 예정	이 투자는 희토류 정제, 자석 제조 시설 확대, 자석 공급 안정화 등이 목적. 특히 Nd-Pr 자석 생산을 위한 "10X Facility" 건설로 연간 자석 생산능력 확대를 꾀함
Lithium Americas	2025.10	DOE 가 5%의 지분 (지분 취득 방식은 워런트 형태) 및 Thacker Pass JV 에도 별도 5% 지분 확보	Thacker Pass 광산은 배터리용 고순도 리튬 탄산염을 연간 약 40,000 톤 생산하는 것을 목표
Critical Metals	2025.10	정부가 약 5,000 만 달러 규모 보조금 전환을 통해 약 8% 지분 참여하는 방안이 논의 보도	Tanbreez 프로젝트는 Greenland 내 대규모 희토류 매장지로, 일부 보고서에서는 매년 85,000 톤 수준의 희토류 정광 생산 가능성 등을 언급
USA Rare Earth	2025.10	구체적 지분 비율 발표된 것은 없음 다만 정부와 긴밀한 대화 또는 "협상 중" 상태라는 보도	USA Rare Earth 는 Sierra Blanca 광산 및 자석 제조 시설 프로젝트를 추진 중이며, 자체적으로 자석 및 희토류 제품 공급망을 구축하려는 전략을 갖고 있음
Trilogy Metals	2025.10	$35.6m, 지분 10% (+ 워런트 7.5%)	앰블러(UKMP) 개발 지원. 앰블러는 산업용 전용도로 211 마일 (달튼 하이웨이 ↔ 앰블러 지구 연결)로, 광산 개발·물류를 가능하게 하는 핵심 인프라
Vulcan Elements	2025.11	미 상무부(DoC)가 CHIPS Act 인센티브 형태로 5,000 만달러 지분 투자. ※ 정확한 지분율 비공개	NdFeB 영구자석 미국 내 양산 체계 구축. 중국 의존도 축소, 방산·EV·풍력 핵심 부품 내재화 목표 생산능력: NdFeB 자석 약 10,000 톤/년
ReElement Technologies	2025.11	미 국방부가 조건부 대출 + Warrants 확보 지분율 환산 미공개	희토류 분리·정제·재활용 핵심 공정 확보. Vulcan 자석 공장에 공급되는 국내 원료 소싱 축 구축 생산능력: 상업 규모 분리·정제 라인 구축
HyProMag USA (자석 재활용)	2025.12	EXIM Bank 'Make More in America' 이니셔티브 통해 최대 9,200 만 달러 LOI	텍사스에 NdFeB 자석 재활용·제조 허브 구축 생산능력: 연간 재활용 소결 자석 750 톤 + 부산물 807 톤 (5 년 내) 운영수명 40 년, 90~100 개 일자리 창출 예정 (2027 년 중반 상업 가동 목표)
DOE	2025.12	DOE 최대 1 억 3,400 만 달러 규모 공모(NOFO) (광미·e-waste 등 비전통적 원료 기반 희토류 실증시설 지원)	국내 희토류 공급망 강화를 위한 실증 시설 지원. Pr, Nd, Tb, Dy 등 핵심 희토류의 광미, 전자 폐기물 등 비전통적 원료에서의 추출·정제 상업화 가능성 실증이 목표
Serra Verde	2026.02	DFC 5 억 6,500 만 달러 대출 확정 (기존 승인액 대비 22% 증액) + 미 정부 소수 지분 취득 옵션 포함	브라질 고이아스주 Pela Ema 이온성 점토 광산 설비 업그레이드 및 생산 확대 목표 생산: 연간 (TREO) 6,500 톤 2024 년 상업 생산. 중국 오프테이크 계약 2026 년 말 종료 후 서방 바이어로 전환 예정
Project Vault	2026.02	EXIM Bank 100 억 달러 대출 + 민간 자본 최대 20 억 달러 120 억 달러 규모의 희소금속 비축 프로그램	50 여 종 핵심 광물 전략 비축 추진 제조업체(GM, 스텔란티스, 보잉, GE Vernova, 구글 등 다수 참여) 공급망 리스크 완충 및 60 일치 비상 재고 확보 목표

Source: 다올투자증권

II-5. 기타: 사이클 국면에서 확대되는 지정학 리스크

니켈이 수출통제로 정제시설 유치한 성공사례

현재 진행 중인 니켈, 리튬, 코발트 수출통제 정책은 향후 타 광물들에까지 영향력이 확대될 수 있다는 가능성을 보여주었다. 특히, 인도네시아는 니켈 수출 통제책을 통해 제련시설 투자 유치에 성공하면서 부가가치 증대를 이뤄내는데 성공했다. 리튬을 비롯한 수요가 증가하는 광물들에 대한 수출 통제책이 늘어나는 배경에는 인도네시아의 성공적인 선례가 자리했다고 판단한다.

인도네시아의 니켈 수출통제는 STS강 수요 증가시작한 2010년 초중반

리튬과 코발트 같은 경우 신사업 수요 증가가 시작된지 얼마 되지 않아 최근에야 통제책이 나오기 시작했지만 인도네시아의 통제책 시작은 2009년부터였다. 전기차라는 신산업의 등장 이전까지는 니켈의 주 사용처는 철강이었다. 중국의 철강산업이 범용제품 위주로 발전해왔고 2010년대 초중반부터 스테인레스 강판 시장에 뛰어들기 시작해 수요가 증가하기 시작했다. 이에 따라 인도네시아는 부가가치를 얻을 수 없는 원광 위주의 수출보다는 부가가치를 얻을 수 있는 제련 설비에 대한 투자를 요구하기 시작했다.

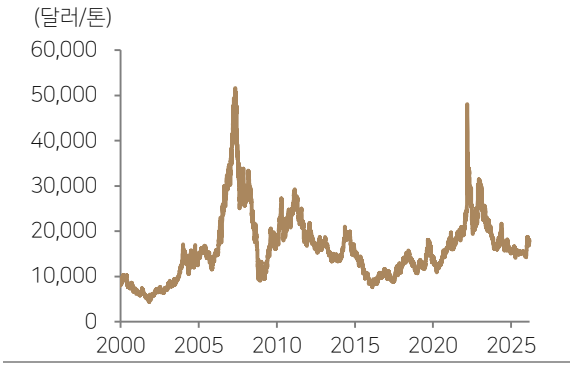
RKAB 제정으로 광물, 보크사이트 등 통제 시작. 정제 시설 유치 성공

2009년 광업법 제 4호로 국내 가공 의무화를 명문화면서 RKAB(Rencana Kerja dan Anggaran Biaya; 광물 및 석탄 채굴 사업계획 및 예산)기반을 마련했다. RKAB는 현재 1년마다 인도네시아의 광물 생산량을 정하는 역할을 수행하고 있다. 2014년 니켈, 보크사이트를 포함한 원광에 대해 처음으로 수출금지 정책을 시작하면서 투자를 가속화 하려는 움직임을 보였다. 결과적으로 인도네시아의 정책은 성공했다. 2014년 인도네시아의 정제량은 약 7만톤으로 글로벌 점유율이 3%가 되지 않았는데 2024년 인도네시아의 니켈 정제량은 약 1.5백만톤으로 글로벌 점유율 43%를 차지하고 있다.

수출 통제책은 광물 가격 상승으로 결론

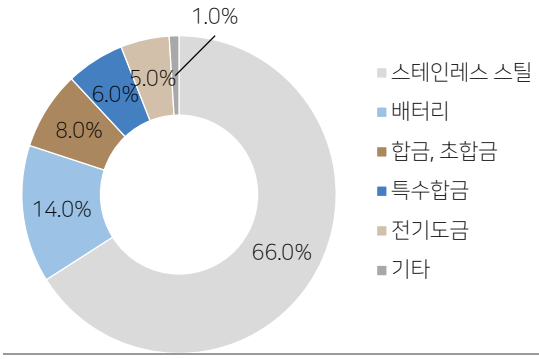
인도네시아의 RKAB가 보여주는 바는 명확하다. 특정 광물의 매장량과 채굴량이 많은 국가는 경제성장 동력을 얻기 위해 정제시설 투자 유치에 대한 욕구가 있다. 과정에서 수요가 증가하는 광물의 원광 혹은 정광까지 수출을 금지할 수 있어 광물의 가격 상승을 유도할 수 있다.

Fig. 91: 니켈 선물 가격 추이



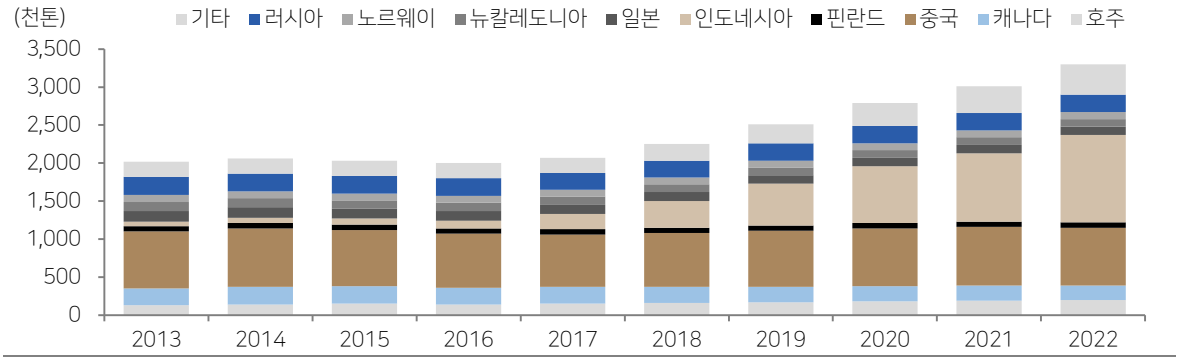
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 92: 니켈 산업별 수요 비중(2024)



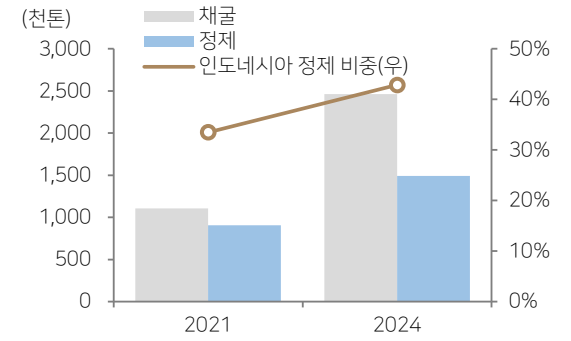
Source: Statista, 다올투자증권

Fig. 93: 정제 니켈 생산량 추이



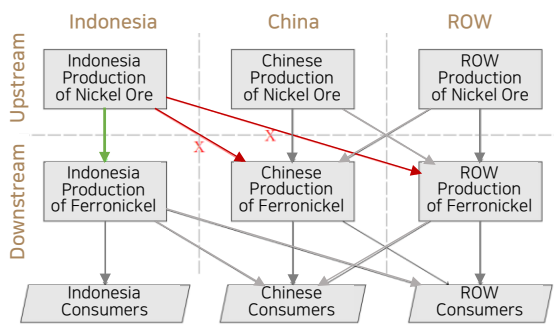
Source: ITA, 다올투자증권

Fig. 94: 인도네시아 니켈 정제 비중(2021 vs. 2024)



Source: IEA, 다올투자증권

Fig. 95: 니켈 공급 구조 변화



Source: ITA, 다올투자증권

Fig. 96: 인도네시아 니켈 정책 타임라인

시기	정책 내용	배경 및 효과
2009년	광업법 제4호: 국내 가공 의무화 명문화	RKAB 제도의 법적 근거. 5년 유예 후 시행 예정 → 이후 수출금지 단계적 집행
2014년	원광 수출금지 첫 시행 (니켈·보크사이트 포함)	설비 미비로 2017년 일부 완화 RKAB 쿼터보다 수출금지가 우선 수단
2020년	니켈 원광 전면 수출금지 재시행	중국계 FDI 대규모 유입, 다운스트림 제련소 급증 → 이후 공급 과잉 문제 발생
2023년 말	3년제 RKAB 도입 (1년 → 3년 확대)	행정 부담 완화 목적. 그러나 업체들이 초과 쿼터 사재기 → 공급 과잉 인식 증폭
2024년 초	RKAB 승인 지연 발생	절차 변경 과도기 혼란. 주석·니켈 승인 지체 → 가격 일시 상승
2025년 9월	190개 IUP 허가 취소 (복구·생산 의무 미이행)	준수 강화 신호. 시장에 공급 축소 가능성 경보
2025년 10월	연간 RKAB 복귀 (장관령 제17호)	가격 안정화·국가 세수 보호 목적 2026·27년 기승인 쿼터 무효화 → 재신청 의무
2025년 12월	2026년 니켈 쿼터 확정: 260Mt (전년比 -31%)	관리형 공급시대 공식 선언 LME 니켈 $14,000 저점 → $17,000+ 반등
2026년 2월	IndoPhil 니켈 코리도 체결	인도네시아·필리핀이 글로벌 니켈 공급의 75% 공조 사실상 OPEC형 구조 형성

Source: 다올투자증권

Fig. 97: RKAB 정책 개요

항목	내용	비고
정식 명칭	Rencana Kerja dan Anggaran Biaya	광물·석탄 채굴 사업계획 및 예산
적용 대상	인도네시아 내 모든 광물·석탄 채굴 허가보유 업체	니켈·주석·구리·보크사이트·석탄 등 전 광물 포함
주관 부처	에너지광물부(ESDM, Kementerian ESDM)	장관령으로 세부 절차 규정
현행 근거	에너지광물부 장관령 제17호	3년제 → 연간 RKAB로 복귀
신청 주기	연 1회	2026년부터 연간 단위 재도입
수정 신청	연 1회 수정 허용	상반기 실적 기반으로만 수정 가능
복구 의무	채굴 종료 전 복구 보증금 사전 적립 의무화	2025년 190개 허가 취소의 계기
디지털 연동	SIMBARA 시스템과 연동 (생산·판매량 실시간 추적)	니켈·주석 우선 적용, 보크사이트·구리 확대 예정
위반 제재	쿼터 초과 시 허가 정지 또는 취소, 과태료 부과	2025년 9월 190개 IUP 허가 취소 선례

Source: 다올투자증권

아프리카 지역의 수출 통제 광물은 많지만 효과는 미미

자국의 부가가치 증대라는 측면 때문에 광물 수출 규제는 아프리카 지역에서 빈번하게 일어난다. 특히, 리튬, 구리, 코발트, 희토류 등 수요가 증가하는 광물들이 주를 이루고 있다. 하지만 짐바브웨의 스포듀민, DRC의 코발트를 제외하면 의미있는 생산량이 나오지 않고 있기 때문에 해당 국가들이 수출금지 정책을 통해 현지 가공화까지 성공하기는 어려울 전망이다.

Fig. 98: 기타 아프리카 지역 광물 규제 현황

국가	광물	시기	조치
나미비아	리튬	2023년~	리튬 원광·정광 수출금지 (SI 도입)
나미비아	구리·코발트	2023년~	원광 수출 부분 제한 (국내 제련 우선)
잠비아	구리·코발트	2023년~	구리 수출세 인상 + 국내 가공 의무 강화
말라위	희토류·기타	2023~2024년	원광 수출금지 (국내 최소 가공 의무화)
르완다	콜탄·주석·텅스텐	2023~	3TG 광물 추적 의무화 강화 (EU OECD 가이드라인 적용)
DRC	리튬	2024년~	콩고 리튬 탐사·개발 규제 검토 (Manono 리튬 분쟁)
DRC	구리	2024년~	구리 원광 수출세 인상 검토 + Glencore KCC 재협상
DRC	코발트	2025년~	코발트 원료 및 제품 전면 4개월간 전면 수출 금지
짐바브웨	리튬	2023년~	리튬 광산 기업 현지 가공, 부가가치화 계획 제출 의무화 발표

Source: 다올투자증권

타 광물로의 확산 가능. 이미 시행중인 광물 다수. 우라늄, 백금, 크롬 우려대상

현재 진행중인 니켈, 리튬, 코발트를 제외하고 향후 수출금지 가능성이 있는 광물은 크롬, 망간, 보크사이트, 우라늄 등이 있다고 판단한다. 크롬과 망간은 이미 수출 허가제를 도입하거나 2029년 수출 금지에 있는 상태이고 백금은 짐바브웨의 모든 원광의 수출 금지가 발표된 바 있어 공급 측면에서 우려가 있다. 보크사이트는 니켈 제련 과정에서도 부산물로 추출할 수 있긴 하지만 생산량 1위를 차지하고 있는 기니의 채굴 허가 취소 압박이 진행되고 있어 향후 리스크로 부각될 수 있는 광물이다. 우라늄은 카자흐스탄이 생산과 제련 모두 1위를 차지하고 있는 상황 속에서 수요가 증가하고 있고 카자흐스탄이 생산량을 크게 줄이면서 가격상승 압박이 심해진 상황이다. 이런 상황에서 나미비아가 우라늄 수출 통제 정책을 펼친다면 가격 상승압박이 심화될 전망이다.

Fig. 99: **지정학 리스크에 있는 광물 현황 및 가능성 있는 광물**

국가	광물	진행사항	생산 비중	대체 가능성
수출통제 현재 시행 중				
콩고	코발트	시행 중 (쿼터제)	~73%	낮음 — 인도네시아 HPAL 부산물 증가 중
짐바브웨	백금	즉각 금지 시행	3 위	낮음 — 남아공이 80% 독점
짐바브웨	스포듀민	즉각 금지 시행	아프리카 최대	중간 — 호주 POSCO·Pilbara, 중국 공급 가능
짐바브웨	크롬 원광	즉각 금지 시행	2~3 위	중간 — 남아공이 최대 공급국
공식 발표 / 예고				
남아공	크롬 원광	수출 허가제 도입	세계 1 위(~40%)	낮음 — 남아공 대체 불가(40% 공급)
가봉	망간 원광	2029 금지 예고	세계 2 위(~23%)	중간 — 남아공·호주·브라질 대안 있으나 고품위는 대체 곤란
고위험 리스크				
남아공	백금	리스크 (미발표)	세계 1 위(~75%)	매우 낮음 — 남아공 없이 글로벌 PGM 공급 불가
필리핀	니켈 원광	부분 규제 강화	~9%(2 위)	매우 낮음 — IndoPhil 합산 75%
기니	보크사이트	허가 취소·압박	세계 1 위(~32%)	낮음 — 기니 대체 불가(세계 1 위)
남아공	망간 원광	수출세 검토 중	세계 1 위(~30%)	낮음 — 남아공 80% 매장량 보유, 대체 불가
나미비아	우라늄	리스크 (논의 중)	세계 2 위(~14%)	중간 — 카자흐(43%) 공급 가능. 단 카자흐도 제한 가능성

Source: 다올투자증권

IV. 투자의견

철강업종 최선호주 POSCO홀딩스, 차선호주 현대제철

POSCO홀딩스(투자의견 BUY, 적정주가 48만원)를 업종 최선호주, 현대제철(투자의견 BUY, 적정주가 4.6만원)을 차선호주로 제시한다. 중국 철강 업황이 바닥을 지나고 있고 수입산 재고 소진에 따른 열연 반덤핑의 가격 반등 효과 시기가 다가오고 있다. 또한, 각각 리튬의 낮은 가격과 철근의 판매량 저하로 수익성이 나지 않고 있던 사업부문의 실적 개선이 기대된다. 대외환경 개선과 개별 실적이 모두 회복 가능한 일관제철 2사를 각각 최선호주, 차선호주로 제시한다.

비철업종 관심종목: 포스코인터내셔널, 제이에스링크

포스코인터내셔널(투자의견 BUY, 적정주가 9.3만원), 제이에스링크(투자의견 Not Rated)를 비철금속 관심종목으로 제시한다. 공급부족과 지정학 리스크가 개별 광물 가격의 상승을 주도 하는 현재 시점에서 탈중국 희토류 공급망을 구축하는 기업에 대한 관심이 필요하다. 포스코인터내셔널은 희토류 뿐 아니라 LNG, 팜유 등의 분야에서 Upstream 사업을 영위하고 있어 원자재 관련 사업을 운영하는 기업이 거의 없는 국내에서 주식 매력도가 부각될 수 있다. 제이에스링크가 영위중인 영구자석 사업은 중국과 일본 외에는 거의 생산하지 못하고 있는 상황으로 동사의 양산 성공 시 글로벌에서 대체하기 힘든 기업 중 하나로 자리 할 수 있다.

Fig. 100: 커버리지 밸류에이션 테이블 (십억원, 원, 배수, %)

				매출액	영업이익	OPM	순이익	BPS	PBR	ROE
POSCO 홀딩스	투자의견	BUY	2024	72,688	2,174	3.0%	1,095	612,645	0.4	1.7%
(005490)	적정주가	480,000	2025	69,095	1,827	2.6%	658	608,756	0.6	0.9%
	종가	345,000	2026E	69,602	3,178	4.6%	1,283	614,667	0.6	3.3%
	상승여력	39.1%	2027E	72,348	3,926	5.4%	1,537	622,584	0.6	3.9%
현대제철	투자의견	BUY	2024	23,226	159	0.7%	-12	131,264	0.2	0.0%
(004020)	적정주가	46,000	2025	22,733	219	1.0%	-7	131,960	0.3	0.0%
	종가	37,400	2026E	23,183	608	2.6%	340	134,358	0.3	1.9%
	상승여력	23.0%	2027E	23,304	806	3.5%	481	138,021	0.3	2.6%
세아베스틸지주	투자의견	BUY	2024	3,636	52	1.4%	20	51,940	0.4	1.0%
(001430)	적정주가	83,000	2025	3,652	102	2.8%	61	51,845	1.3	3.2%
	종가	69,700	2026E	3,703	122	3.3%	69	52,513	1.3	3.5%
	상승여력	19.1%	2027E	3,777	141	3.7%	76	53,284	1.3	3.9%
세아제강	투자의견	BUY	2024	1,809	203	11.2%	137	382,726	0.3	na
(306200)	적정주가	190,000	2025	1,485	48	3.2%	23	383,797	0.3	2.0%
	종가	133,400	2026E	1,603	59	3.7%	43	392,790	0.3	3.8%
	상승여력	42.4%	2027E	1,627	64	3.9%	45	402,690	0.3	4.0%
포스코인터내셔널	투자의견	BUY	2024	32,341	1,117	3.5%	515	37,201	1.1	8.0%
(047050)	적정주가	93,000	2025	32,374	1,165	3.6%	614	37,773	2.0	9.7%
	종가	76,400	2026E	33,698	1,368	4.1%	825	41,495	1.8	12.2%
	상승여력	21.7%	2027E	33,844	1,401	4.1%	840	44,475	1.7	11.4%
풍산	투자의견	BUY	2024	4,554	324	7.1%	236	78,029	0.6	11.3%
(103140)	적정주가	160,000	2025	5,049	297	5.9%	147	79,405	1.3	6.6%
	종가	106,100	2026E	5,878	359	6.1%	243	85,548	1.2	10.4%
	상승여력	50.8%	2027E	6,054	325	5.4%	214	90,687	1.2	8.6%

Source: 다올투자증권

V. 종목별 투자의견

POSCO홀딩스 (005490) _ Top Picks

현대제철 (004020)

세아베스틸지주 (001430)

포스코인터내셔널 (047050)

제이에스링크 (127120)

POSCO홀딩스
(005490)

—

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
적정주가	480,000	450,000	상향
Earnings			유지

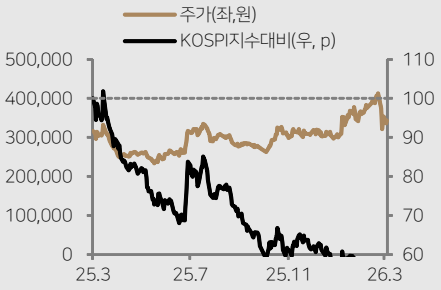
Stock Information

현재가 (3/11)	345,000원
예상 주가상승률	39.1%
시가총액	279,219억원
비중(KOSPI내)	0.61%
발행주식수	80,933천주
52주 최저가 / 최고가	233,500 - 413,000원
3개월 일평균거래대금	2,258억원
외국인 지분율	29.2%
주요주주지분율(%)	
국민연금공단 (외 1인)	8.1
자사주 (외 1인)	6.6
BlackRock (외 14인)	5.6

Valuation wide	2024	2025P	2026E
PER(배)	19.1	42.4	21.8
PBR(배)	0.4	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	5.3	7.0	5.7
배당수익률(%)	3.9	2.9	2.9

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(7.3)	22.6	16.4	13.1
KOSPI 대비 상대수익률(%)	(12.0)	(45.2)	(104.7)	(20.0)

Price Trend



DAOL 다올투자증권

이정우 철강/비철금속 | jungwoo@daolfn.com

보이기 시작하는 리튬 사업 회복

Issue

기업현황 업데이트

Pitch

리튬 가격 톤당 25,000달러 내외 유지 가능한 상황에서 아르헨티나 법인 본격 가동 예정. 2H26E부터 흑자전환 가능. 25년 연결자회사의 적자는 낮은 기저로 작용해 2026E 실적 회복 전망

Rationale

- 2025.09월 CATL 이춘광산 가동중단 외에도 짐바브웨의 정광 수출금지 발표, ESS 확대 기조로 공급부족기에 돌입. 리튬 가격 상승과 아르헨티나 염호 본격 가동에 따라 2026E 염호 흑자전환 가능. P-PLS까지 고려하면 2027E 흑자전환 추정
- 2025년 실적 부진 원인은 포스코이앤씨, 장가항 STS를 포함한 연결 자회사의 적자에서 비롯. 2026E에는 포스코이앤씨와 리튬사업, 장가항 STS의 매각으로 수익성 정상화 가능. 연결 영업이익 3.2조원(YoY +74%, OPM 4.6%) 추정
- 열연 반덤핑 효과 발현 중. 최근의 열연 유통가격 상승세는 수입산 재고 소진에 따른 움직임으로 판단. 3월 유통업계는 톤당 86~87만원으로 2~4만원 추가 인상 계획중에 있음
- 투자의견 BUY, 적정주가 48만원으로 상향. 리튬 가격 상승, 유지 가능 판단해 2027E 리튬 사업 EBITDA 및 가치 상향

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2022	2023	2024	2025P	2026E	2027E	2028E
매출액	84,750	77,127	72,688	69,095	69,602	72,348	76,969
영업이익	4,850	3,531	2,174	1,827	3,178	3,926	5,536
EBITDA	8,544	7,376	6,158	5,999	7,712	8,665	10,144
지배주주순이익	3,144	1,698	1,095	658	1,283	1,537	2,463
순차입금	6,032	8,908	11,444	14,075	15,894	17,612	19,643
매출증가율	11.0	(9.0)	(5.8)	(4.9)	0.7	3.9	6.4
영업이익률	5.7	4.6	3.0	2.6	4.6	5.4	7.2
순이익률	3.7	2.2	1.5	1.0	1.8	2.1	3.2
EPS증가율	(51.0)	(46.0)	(34.0)	(38.7)	95.0	19.8	60.2
ROE	6.9	3.5	1.7	0.9	3.3	3.9	6.0

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

Fig. 101: Valuation (십억원, %, 주)

	부문	기업가치	지분율	적용 기업가치	비고
영업가치	철강부문	20,623	100%	20,623	2026E EBITDA 에 글로벌 Peer 배수 40% 할인 적용
	POSCO Argentina	1,707	100%	1,707	2027E EBITDA 에 글로벌 Peer 평균배수 적용
	포스코 PLS	1,345	82%	1,103	2027E EBITDA 에 글로벌 Peer 평균배수 적용
상장자회사	포스코인터내셔널	13,441	71%	4,752	상장지분가치 50% 할인
	포스코퓨처엠	18,723	60%	5,589	상장지분가치 50% 할인
	포스코 DX	4,956	65%	1,621	상장지분가치 50% 할인
비상장자회사	포스코 E&C	1,015	53%	536	장부가격 50% 할인
기타 투자자산				596	
적정 EV				36,526	
순차입금				-2,612	3Q25 POSCO 홀딩스 별도 순차입금
적정시총				39,138	
발행주식수				80,932,952	
적정주가				480,000	
현재주가				345,000	
상승여력				39%	

Source: 다올투자증권

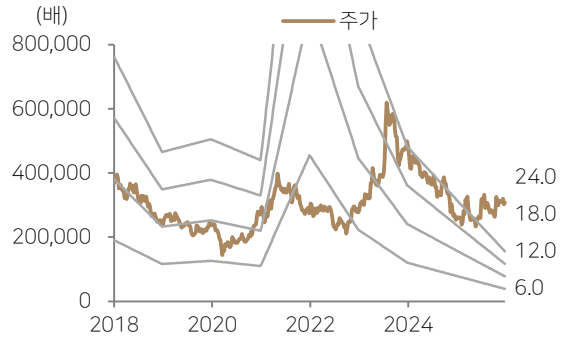
Fig. 102: 철강 및 리튬생산 글로벌 Peer

(십억원, %, 배)

	시가총액	PER(배)		PBR(배)		EV/EBTDA(배)		ROE(%)	
	(십억원)	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
Nucor	57,437	21.5	14.1	1.8	1.7	10.4	8.0	8.8	12.2
Arcelormittal	64,032	14.2	10.9	0.8	0.7	8.3	6.0	5.4	6.8
Baoshan	33,182	14.7	13.0	0.7	0.7	6.0	5.6	5.1	5.7
POSCO 홀딩스	27,113	24.7	13.6	0.5	0.5	7.1	6.0	1.9	3.4
현대제철	4,917	118.0	16.0	0.3	0.3	6.6	5.5	0.2	1.7
글로벌 철강사 평균		20.8	12.8	1.0	1.0	8.3	6.6	5.8	7.6
SQM	28,607	32.1	13.0	3.5	2.8	15.4	7.9	11.3	24.5
Ganfeng	29,192	226.6	36.2	3.2	2.9	59.1	22.8	1.7	8.0
Albemarle	28,579	-	21.3	2.0	1.9	22.3	11.1	-0.7	9.3
Tianqi	18,846	122.0	29.1	2.1	1.9	20.8	9.1	1.7	6.4
글로벌 리튬 업종 평균		93.4	24.6	2.8	2.4	30.4	13.1	3.6	12.5

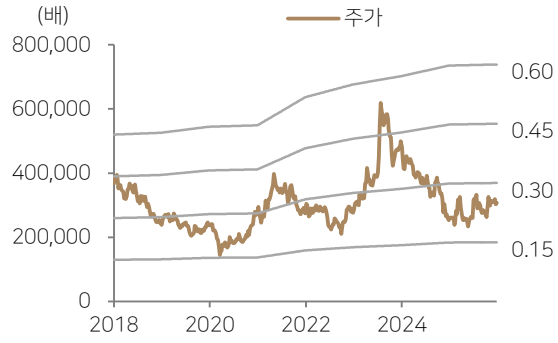
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 103: P/E 밴드 차트



Source: 다올투자증권

Fig. 104: P/B 밴드 차트



Source: 다올투자증권

Fig. 105: POSCO홀딩스 실적추이

(십억원, 천톤, 천원/톤, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025P	2026E	2027E
매출액	17,437	17,556	17,261	16,842	17,479	17,332	17,409	17,381	69,095	69,602	72,348
YoY(%)	*-3%*	*-5%*	*-6%*	*-5%*	*0%*	*-1%*	*1%*	*3%*	*-5%*	*1%*	*4%*
철강	14,963	14,879	14,730	14,029	14,975	14,343	14,121	14,067	58,601	57,506	57,533
POSCO 별도	8,968	8,947	8,797	8,299	9,140	9,112	9,107	9,055	35,011	36,413	36,848
해외	5,085	4,992	4,850	4,736	4,841	4,236	4,020	4,017	19,663	17,114	16,708
인프라	13,326	13,490	13,215	13,314	13,325	13,583	13,688	13,553	53,345	54,149	56,543
이차전지소재	930	764	1,000	644	746	876	1,121	1,263	3,338	4,007	6,148
영업이익	568	607	639	13	622	827	892	837	1,828	3,178	3,926
YoY(%)	-2.5%	-19%	-14%	-86%	9%	36%	40%	6336%	-16%	74%	24%
철강	450	610	656	269	480	589	598	567	1,986	2,234	2,485
POSCO 별도	346	513	585	357	396	485	512	484	1,801	1,878	2,143
해외	68	80	53	-111	58	79	60	58	90	255	242
인프라	307	230	145	-10	331	395	368	298	672	1,392	1,476
이차전지소재	-98	-144	-42	-157	-76	-43	36	80	-441	-3	389
OPM(%)	3.3%	3.5%	3.7%	0.1%	3.6%	4.8%	5.1%	4.8%	2.6%	4.6%	5.4%
철강	3.0%	4.1%	4.5%	1.9%	3.2%	4.1%	4.2%	4.0%	3.4%	3.9%	4.3%
POSCO 별도	3.9%	5.7%	6.6%	4.3%	4.3%	5.3%	5.6%	5.3%	5.1%	5.2%	5.8%
해외	1.3%	1.6%	1.1%	-2.3%	1.2%	1.9%	1.5%	1.4%	0.5%	1.5%	1.4%
인프라	2.3%	1.7%	1.1%	-0.1%	2.5%	2.9%	2.7%	2.2%	1.3%	2.6%	2.6%
이차전지소재	-10.5%	-18.8%	-4.2%	-24.4%	-10.2%	-4.9%	3.2%	6.3%	-13.2%	-0.1%	6.3%
지배주주 NP	302	160	421	-225	314	245	426	299	658	1,283	1,537
YoY(%)	*-44%*	*-70%*	*-7%*	*-47%*	*4%*	*53%*	*1%*	*-233%*	*-40%*	*95%*	*20%*
NPM	1.7%	0.9%	2.4%	-1.3%	1.8%	1.4%	2.4%	1.7%	1.0%	1.8%	2.1%
판매량 및 ASP											
판매량	8,148	8,169	8,241	7,717	8,368	8,263	8,256	8,208	32,275	33,095	33,419
ASP	1,034	1,030	1,008	1,020	1,029	1,038	1,038	1,038	1,021	1,036	1,038

Source: 다올투자증권

20th Anniversary SUSTINVEST

POSCO홀딩스

등급	자산규모	평가시기	섹터
BB	2조이상	2025 하반기	일반지주
	ESG점수	전체순위	섹터내순위
	78.6	491/1299	39/90

연도별 성과

2023	A
2024	AA
2025	BB

섹터내 규모별 기업비교

자산규모	최상위기업	최하위기업
2조이상	풀무원	KPX홀딩스
5천억이상	콜마홀딩스	엘브이엠씨홀딩스
5천억미만	APS	신송홀딩스

ESG 성과

부문	평가항목	점수	섹터평균	가중치	섹터대비
E(환경)		80.8	60.7	25%	▲
	혁신 활동	일반지주	일반지주	일반지주	-
	생산 공정	일반지주	일반지주	일반지주	-
	친환경 공급망 관리	일반지주	일반지주	일반지주	-
	생물다양성	일반지주	일반지주	일반지주	-
S(사회)		47.1	65.3	35%	▼
	인적자원 관리	일반지주	일반지주	일반지주	-
	공급망 관리	일반지주	일반지주	일반지주	-
	고객 관리	일반지주	일반지주	일반지주	-
	사회공헌 및 지역사회	일반지주	일반지주	일반지주	-
G(지배구조)		77.9	59.6	40%	▲
	주주의 권리	73.0	54.7	상	▲
	정보의 투명성	83.4	58.6	하	▲
	이사회의 구성과 활동	90.1	60.2	상	▲
	이사의 보수	74.2	73.5	하	▲
	관계사 위험	60.0	71.7	중	▼
	ESG경영 인프라	92.6	62.3	하	▲

컨트로버시 이슈 (8개)

※ 추가 이슈는 Controversy 시트에서 확인 가능함.

(포스코) [2025하] 사회, Level5, 광양제철소 배관 철거 중 추락사고, 1명 사망, 2명 중상 (사건발생일: 7월 14일)
(포스코이앤씨) [2025하] 사회, Level5, 함양울산고속도로 현장서 60대 근로자 끼임 사고로 사망 (사건발생일: 7월 28일)
(포스코이앤씨) [2025하] 사회, Level5, 광명~서울고속도로 공사 현장서 이주노동자 중상 (사건발생일: 2025년 7월 28일)
(포스코이앤씨) [2025상] 사회, Level5, 아파트 공사현장서 근로자 1명 추락사 (사건발생일: 1월 16일)
(포스코이앤씨) [2025상] 사회, Level5, 가락동 현대아파트 공사장 보행로 붕괴로 하청업체 직원 사망 (사건발생일: 24년 11월 27일)
(포스코) [2025상] 사회, Level5, 포스코피알테크 소속 포항제철소 근로자 1명 사망 (사건발생일: 3월 21일)
(포스코이앤씨) [2025상] 사회, Level5, 광명 신안산선 공사장 지하터널 붕괴로 근로자 1명 사망 및 1명 부상
(포스코이앤씨) [2025상] 사회, Level5, 대구 중구 아파트 건설현장에서 근로자 1명 추락사 (사건발생일: 4월 21일)

***컨트로버시 및 심각성 평가 방법론**

- 컨트로버시 레벨: 심각성과 재발가능성 고려
- 심각성: 이해관계자 피해규모와 이해관계자 및 기타주체 반응 수준 고려
- 이해관계자의 피해규모: 이해관계자의 종류에 따라 다른 평가 방법 적용
- 이해관계자 및 기타주체의 반응 수준: 해당 이벤트가 사회적으로 가져온 파장과 다양한 이해관계자들과 기타주체들의 반응 유효 여부 평가

주주환원정책

연도	배당성향	배당성향 섹터중앙값	TSR (총주주환원율)
2022	29.0%	17.8%	5.5%
2023	44.7%	23.1%	84.0%
2024	69.2%	23.9%	-48.0%

www.sustinvest.com ©2026 Sustinvest. All rights reserved.

POSCO홀딩스 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
유동자산	46,212.3	44,029.9	41,498.2	40,126.5	39,040.5
현금성자산	18,324.4	15,663.2	15,048.2	13,228.8	11,721.3
매출채권	12,715.9	12,689.5	12,634.5	12,761.8	12,967.8
재고자산	13,825.5	14,143.5	12,266.4	12,571.3	12,771.3
비유동자산	54,733.1	59,374.3	59,652.6	61,917.6	64,368.6
투자자산	12,261.1	12,703.3	13,320.8	13,571.7	13,868.5
유형자산	35,206.2	39,846.8	41,382.4	43,331.5	45,328.6
무형자산	4,714.8	4,774.8	4,949.4	5,014.4	5,171.5
자산총계	100,945.4	103,404.2	101,150.8	102,044.1	103,409.1
유동부채	21,861.5	22,779.7	22,004.7	22,293.2	22,636.6
매입채무	9,278.4	10,260.6	8,667.6	8,945.0	9,227.0
유동성이자부채	11,306.9	11,408.6	12,215.5	12,215.5	12,265.5
비유동부채	19,420.0	19,174.1	18,490.4	18,551.8	18,775.6
비유동이자부채	15,925.3	15,699.0	16,907.5	16,907.5	17,067.5
부채총계	41,281.5	41,953.8	40,495.2	40,845.0	41,412.2
자본금	482.4	482.4	482.4	482.4	482.4
자본잉여금	1,663.3	1,648.9	1,676.7	1,676.7	1,676.7
이익잉여금	53,857.5	53,658.4	53,411.3	53,954.8	54,752.6
자본조정	(1,822.4)	(395.4)	(1,352.7)	(1,352.7)	(1,352.7)
자기주식	(1,889.7)	(1,550.9)	(1,176.3)	(1,176.3)	(1,176.3)
자본총계	59,663.9	61,450.4	60,655.7	61,199.1	61,996.9
투하자본	61,000.5	66,106.7	67,589.4	69,952.3	72,432.0
순차입금	8,907.8	11,444.4	14,074.8	15,894.2	17,611.7
ROA	1.9	0.9	0.5	1.7	2.1
ROE	3.5	1.7	0.9	3.3	3.9
ROIC	4.2	2.6	1.2	3.5	4.2

손익계산서

(단위: 십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
매출액	77,127.2	72,688.1	69,095.4	69,601.8	72,347.6
증가율 (Y-Y,%)	(9.0)	(5.8)	(4.9)	0.7	3.9
영업이익	3,531.4	2,173.6	1,827.0	3,178.0	3,926.3
증가율 (Y-Y,%)	(27.2)	(38.5)	(15.9)	73.9	23.5
EBITDA	7,376.1	6,158.0	5,998.6	7,712.1	8,665.3
영업외손익	(896.3)	(922.4)	(720.2)	(845.3)	(1,131.1)
순이자수익	(449.0)	(397.8)	(671.6)	(1,023.2)	(990.3)
외화관련손익	(348.0)	(741.2)	66.5	(94.6)	(106.0)
지분법손익	447.9	(315.7)	311.5	265.9	260.8
세전계속사업손익	2,635.2	1,251.2	1,106.8	2,332.7	2,795.1
당기순이익	1,845.8	947.6	503.8	1,772.9	2,124.3
지배기업당기순이익	1,698.1	1,094.9	657.8	1,282.8	1,537.1
증가율 (Y-Y,%)	(48.2)	(48.7)	(46.8)	251.9	19.8
NOPLAT	2,473.7	1,646.1	831.6	2,415.3	2,984.0
(+) Dep	3,844.7	3,984.5	4,171.6	4,534.1	4,739.0
(-) 운전자본투자	(9.6)	(337.7)	(334.8)	159.2	128.1
(-) Capex	6,745.2	7,669.7	5,531.0	6,055.4	6,294.2
OpFCF	(417.2)	(1,701.4)	(193.0)	734.8	1,300.6
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	10.1	(1.6)	(6.6)	(3.4)	(0.2)
영업이익증가율(3Yr)	13.7	(38.3)	(27.8)	(3.5)	21.8
EBITDA증가율(3Yr)	7.0	(21.7)	(11.1)	1.5	12.1
순이익증가율(3Yr)	1.1	(49.1)	(47.9)	(1.3)	30.9
영업이익률(%)	4.6	3.0	2.6	4.6	5.4
EBITDA마진(%)	9.6	8.5	8.7	11.1	12.0
순이익률 (%)	2.4	1.3	0.7	2.5	2.9

현금흐름표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
영업현금	6,167.7	6,663.7	3,867.2	6,005.7	6,464.7
당기순이익	1,845.8	947.6	503.8	1,772.9	2,124.3
자산상각비	3,844.7	3,984.5	4,171.6	4,534.1	4,739.0
운전자본증감	(1,087.3)	336.9	101.9	(159.2)	(128.1)
매출채권감소(증가)	(1,127.6)	1,566.1	(911.0)	(127.3)	(205.9)
재고자산감소(증가)	1,383.7	218.5	1,762.4	(305.0)	(199.9)
매입채무증가(감소)	(118.8)	(376.3)	(938.7)	277.3	282.1
투자현금	(7,388.2)	(4,486.8)	(6,251.4)	(7,250.7)	(7,611.1)
단기투자자산감소	343.7	3,666.5	10.7	(164.9)	(168.2)
장기투자증권감소	(275.3)	(256.6)	(229.8)	(286.8)	(288.6)
설비투자	(6,745.2)	(7,669.7)	(5,531.0)	(6,055.4)	(6,294.2)
유무형자산감소	(451.6)	(436.9)	(314.1)	(492.8)	(598.9)
재무현금	(178.6)	(2,301.7)	2,554.4	(739.3)	(529.3)
차입금증가	609.2	(2,046.5)	2,396.6	0.0	210.0
자본증가	(815.5)	(936.5)	(757.5)	(739.3)	(739.3)
배당금지급	815.5	844.2	757.5	739.3	739.3
현금 증감	(1,382.4)	97.0	97.3	(1,984.3)	(1,675.8)
총현금흐름(Gross CF)	7,875.8	6,593.5	4,736.7	6,164.9	6,592.8
(-) 운전자본증가(감소)	(9.6)	(337.7)	(334.8)	159.2	128.1
(-) 설비투자	6,745.2	7,669.7	5,531.0	6,055.4	6,294.2
(+) 자산매각	(451.6)	(436.9)	(314.1)	(492.8)	(598.9)
Free Cash Flow	(599.6)	2,443.6	(1,412.9)	(1,245.0)	(1,146.5)
(-) 기타투자	275.3	256.6	229.8	286.8	288.6
잉여현금	(874.9)	2,187.0	(1,642.7)	(1,531.8)	(1,435.1)

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	20,079	13,252	8,128	15,850	18,992
BPS	584,904	612,645	608,756	614,667	622,584
DPS	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
Multiples(x,%)					
PER	24.9	19.1	42.4	21.8	18.2
PBR	0.9	0.4	0.6	0.6	0.6
EV/ EBITDA	6.9	5.3	7.0	5.7	5.3
배당수익율	2.0	3.9	2.9	2.9	2.9
PCR	5.4	3.2	5.9	4.5	4.2
PSR	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4
재무건전성 (%)					
부채비율	69.2	68.3	66.8	66.7	66.8
Net debt/Equity	14.9	18.6	23.2	26.0	28.4
Net debt/EBITDA	120.8	185.8	234.6	206.1	203.2
유동비율	211.4	193.3	188.6	180.0	172.5
이자보상배율	7.9	5.5	2.7	3.1	4.0
이자비용/매출액	1.3	1.4	2.8	5.6	5.3
자산구조					
투하자본(%)	66.6	70.0	70.4	72.3	73.9
현금+투자자산(%)	33.4	30.0	29.6	27.7	26.1
자본구조					
차입금(%)	31.3	30.6	32.4	32.2	32.1
자기자본(%)	68.7	69.4	67.6	67.8	67.9

자료: 다올투자증권

현대제철
(004020)

—

BUY

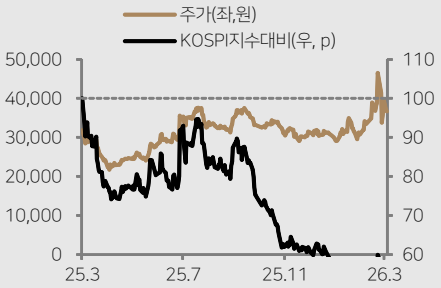
	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
적정주가	46,000		유지
Earnings			유지

Stock Information	
현재가 (3/11)	37,400원
예상 주가상승률	23.0%
시가총액	49,909억원
비중(KOSPI내)	0.11%
발행주식수	133,446천주
52주 최저가 / 최고가	21,700 - 46,500원
3개월 일평균거래대금	465억원
외국인 지분율	19.0%
주요주주지분율(%)	
기아 (외 6인)	36.0
국민연금공단 (외 1인)	8.8
자사주 (외 1인)	1.4

Valuation wide	2024	2025P	2026E
PER(배)	n/a	n/a	14.7
PBR(배)	0.2	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	5.9	6.8	5.7
배당수익률(%)	3.6	1.3	1.3

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	9.5	1.1	31.5	20.5
KOSPI 대비 상대수익률(%)	4.7	(66.7)	(89.6)	(12.7)

Price Trend



DAOL 다올투자증권

이정우 철강/비철금속 | jungwoo@daolfn.com

철근이 먼저일 줄이야

Issue

기업현황 업데이트

Pitch

기대했던 반덤핑 효과보다 철근 판매량 회복 가시성이 먼저 나타나는 중. 미국향 철근 수출은 기존 수출 점유가 높은 국가에 대한 반덤핑 반사 수혜 가능성으로 지속 가능 판단

Rationale

- 4Q25부터 증가 시작한 철근 수출량은 2026년에도 지속. 1월과 2월 철근 수출량은 각각 11만톤, 13만톤. 현대제철 위치한 인천지역의 1월 수출량은 7만톤, 현대제철 5만톤 수출 추정
- 미국향 수출량 증가는 기존에 미국 시장에 주로 수출하던 볼리비아, 알제리 등 4개국의 반덤핑 사실이 인정되어 관세 부과에 대한 반사수혜 판단. 현재 한국에서 수출 중인 철근 가격은 타국대비 가격 경쟁력 존재해 4개국의 대체 가능
- 1H26E 내 정부의 철근 감축 로드맵이 공개 예정. 철근업계 전체적으로 2025년 가동률은 약 50% 정도에 불과. 철근 수출과 더불어 국내 철근 설비의 구조조정은 수급 밸런스 정상화와 더불어 가격 정상화 기대를 가질 수 있는 이벤트
- 투자의견 BUY, 적정주가 4.6만원 유지. 수익성이 저조했던 봉형강류 사업의 판매량 증가 기대감 있는 국면. 최근 열연 유통가격 상승은 수입산 재고 소진으로 반덤핑 효과도 기대

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2022	2023	2024	2025P	2026E	2027E	2028E
매출액	27,341	25,915	23,226	22,733	23,183	23,304	23,508
영업이익	1,616	798	159	219	608	806	864
EBITDA	3,205	2,441	1,870	1,976	2,302	2,474	2,510
지배주주순이익	1,018	461	(12)	(7)	340	481	526
순차입금	10,297	8,404	8,258	8,423	8,070	7,540	7,009
매출증가율	19.7	(5.2)	(10.4)	(2.1)	2.0	0.5	0.9
영업이익률	5.9	3.1	0.7	1.0	2.6	3.5	3.7
순이익률	3.7	1.8	(0.1)	(0.0)	1.5	2.1	2.2
EPS증가율	(30.4)	(54.7)	적전	적지	흑전	41.5	9.4
ROE	5.7	2.3	0.0	0.0	1.9	2.6	2.8

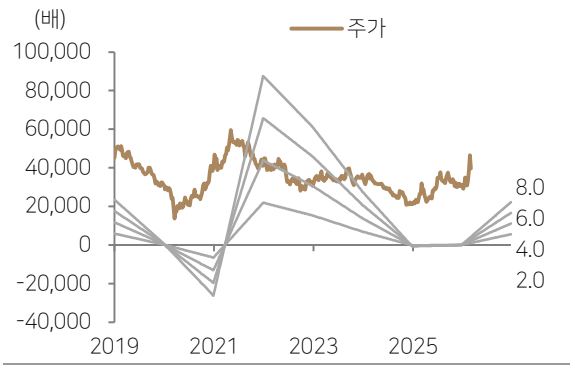
Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

Fig. 106: Valuation (원, 배수, %)

	2021	2022	2023	2024	2025P	2026E
BPS(원)	123,676	130,283	132,358	131,264	131,960	134,358
YoY(%)		*5%*	*2%*	*-1%*	*1%*	*2%*
적정 PBR(배)						0.34
적정주가(원)						45,682
적정주가(원)						46,000
종가(원)						37,400
상승여력						23%

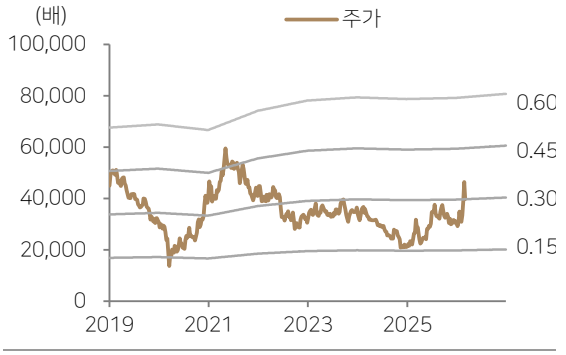
Source: 다올투자증권

Fig. 107: P/E 밴드 차트



Source: 다올투자증권

Fig. 108: P/B 밴드 차트



Source: 다올투자증권

Fig. 109: 현대제철 실적추정 (십억원, 천톤, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025P	2026E	2027E
연결기준											
연결매출액	5,563	5,946	5,734	5,490	5,976	5,974	5,647	5,586	22,733	23,183	23,304
YoY(%)	*-6%*	*-2%*	*2%*	*-2%*	*7%*	*0%*	*-2%*	*2%*	*-2%*	*2%*	*1%*
별도	4,290	4,680	4,533	4,298	4,715	4,853	4,585	4,450	17,800	18,603	18,816
기타	1,274	1,266	1,202	1,192	1,261	1,121	1,062	1,136	4,933	4,580	4,487
연결영업이익	-19	102	93	43	99	183	162	164	219	608	806
YoY(%)	*적전*	*4%*	*81%*	*흑전*	*흑전*	*79%*	*74%*	*278%*	*37%*	*177%*	*33%*
OPM	-0.3%	1.7%	1.6%	0.8%	1.7%	3.1%	2.9%	2.9%	1.0%	2.6%	3.5%
별도	-56	-7	47	106	68	159	136	143	89	506	715
기타	37	109	46	-62	31	23	26	20	130	101	91
지배주주 NP	-55	34	17	-3	46	107	91	95	-7	340	481
YoY(%)	*적전*	*흑전*	*흑전*	*적지*	*흑전*	*216%*	*435%*	*흑전*	*적지*	*흑전*	*41%*
NPM	-1.0%	0.6%	0.3%	0.0%	0.8%	1.8%	1.6%	1.7%	0.0%	1.5%	2.1%
별도기준											
매출액	4,290	4,680	4,533	4,298	4,715	4,853	4,585	4,450	17,800	18,603	18,816
YoY(%)	*-11%*	*-4%*	*2%*	*-4%*	*10%*	*4%*	*1%*	*4%*	*-4%*	*5%*	*1%*
판재류	2,952	3,260	3,238	3,001	3,333	3,357	3,266	3,110	12,450	13,067	13,193
봉형강류	1,338	1,420	1,294	1,297	1,382	1,495	1,319	1,340	5,350	5,536	5,623
판매량	4,126	4,526	4,346	4,032	4,398	4,533	4,275	4,154	17,030	17,359	17,560
판재류	2,821	3,111	3,053	2,734	3,022	3,043	2,961	2,819	11,730	11,861	11,980
봉형강류	1,305	1,415	1,293	1,298	1,377	1,489	1,314	1,334	5,311	5,507	5,562
ASP(천원/톤)	1,040	1,034	1,043	1,066	1,072	1,071	1,073	1,071	1,045	1,072	1,072
판재류	1,046	1,048	1,061	1,098	1,103	1,103	1,103	1,103	1,061	1,102	1,101
봉형강류	1,026	1,004	1,001	999	1,004	1,004	1,004	1,004	1,007	1,005	1,011
GP	186	237	309	355	319	404	383	400	1,087	1,506	1,735
YoY(%)	*-45%*	*-15%*	*9%*	*295%*	*72%*	*70%*	*24%*	*13%*	*10%*	*39%*	*15%*
GPM	4.3%	5.1%	6.8%	8.2%	6.8%	8.3%	8.4%	9.0%	6.1%	8.1%	9.2%
OP	-56	-7	47	106	68	159	136	143	89	506	715
YoY(%)	*적전*	*적전*	*47%*	*흑전*	*흑전*	*흑전*	*189%*	*35%*	*496%*	*468%*	*41%*
OPM	-1.3%	-0.2%	1.0%	2.5%	1.4%	3.3%	3.0%	3.2%	0.5%	2.7%	3.8%

Source: 다올투자증권

SUSTINVEST 20th Anniversary

현대제철

등급	자산규모	평가시기	섹터
BB	2조이상	2025 하반기	소재
	ESG점수	전체순위	섹터내순위
	82.9	393/1299	44/174

연도별 성과

2023	A
2024	A
2025	BB

섹터내 규모별 기업비교

자산규모	최상위기업	최하위기업
2조이상	한국광해광업공단	고려제강
5천억이상	에스케이피아이씨글로벌	일진다이아
5천억미만	포스코엠텍	한국주강

ESG 성과

부문	평가항목	점수	섹터평균	가중치	섹터대비
E(환경)		**88.5**	**54.5**	**25%**	▲
	혁신 활동	87.0	55.2	중	▲
	생산 공정	80.9	55.5	중	▲
	친환경 공급망 관리	100.0	60.5	하	▲
	생물다양성	100.0	76.8	하	▲
S(사회)		**72.2**	**52.8**	**35%**	▲
	인적자원 관리	87.7	53.6	상	▲
	공급망 관리	100.0	49.1	중	▲
	고객 관리	92.0	67.3	하	▲
	사회공헌 및 지역사회	96.8	50.5	하	▲
G(지배구조)		**66.5**	**55.2**	**40%**	▲
	주주의 권리	54.9	49.7	상	▲
	정보의 투명성	86.8	62.5	하	▲
	이사회의 구성과 활동	66.0	54.1	상	▲
	이사의 보수	95.3	69.5	하	▲
	관계사 위험	72.5	67.4	중	▲
	ESG경영 인프라	92.9	46.5	하	▲

컨트로버시 이슈 (2개)

※ 추가 이슈는 Controversy 시트에서 확인 가능함.

[2025상] 사회, Level5, 당진제철소서 '가스 누출' 추정 사고로 노동자 사망(사건 발생일: 12월 12일)
[2025상] 사회, Level5, 포항공장 20대 근로자 쇳물 작업 중 추락사 (사건발생일: 3월 14일)

***컨트로버시 및 심각성 평가 방법론**

- 컨트로버시 레벨: 심각성과 재발가능성 고려
- 심각성: 이해관계자 피해규모와 이해관계자 및 기타주체 반응 수준 고려
- 이해관계자의 피해규모: 이해관계자의 종류에 따라 다른 평가 방법 적용
- 이해관계자 및 기타주체의 반응 수준: 해당 이벤트가 사회적으로 가져온 파장과 다양한 이해관계자들과 기타 주체들의 반응 유효 여부 평가

주주환원정책

연도	배당성향	배당성향 섹터중앙값	TSR (총주주환원율)
2022	12.9%	17.8%	-23.0%
2023	28.5%	23.1%	19.3%
2024	-	23.9%	-40.5%

www.sustinvest.com ©2026 Sustinvest. All rights reserved.

현대제철 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
유동자산	11,953.6	11,459.9	9,965.6	11,049.0	12,308.6
현금성자산	2,198.3	2,310.5	1,662.3	2,614.6	3,744.8
매출채권	3,031.9	2,655.4	2,551.0	2,595.5	2,675.5
재고자산	6,279.3	6,290.6	5,546.9	5,631.4	5,678.8
비유동자산	23,265.3	23,283.9	23,240.4	23,078.5	22,956.2
투자자산	3,577.7	3,451.6	3,945.1	4,105.3	4,271.9
유형자산	18,249.9	18,430.6	17,975.0	17,731.9	17,516.8
무형자산	1,437.5	1,401.6	1,320.3	1,241.4	1,167.4
자산총계	35,218.8	34,743.8	33,206.1	34,127.5	35,264.8
유동부채	7,984.2	7,699.1	6,583.6	7,035.7	7,928.8
매입채무	3,898.2	3,956.7	2,948.0	2,999.4	3,091.8
유동성이자부채	3,951.0	3,676.0	3,568.6	3,968.6	4,768.6
비유동부채	7,738.7	7,711.2	7,215.0	7,443.2	7,272.6
비유동이자부채	6,651.0	6,892.7	6,516.5	6,716.5	6,516.5
부채총계	15,722.8	15,410.2	13,798.6	14,478.9	15,201.4
자본금	667.2	667.2	667.2	667.2	667.2
자본잉여금	3,906.1	3,904.9	3,870.7	3,870.7	3,870.7
이익잉여금	13,639.3	13,400.0	13,296.2	13,537.3	13,952.1
자본조정	887.5	946.2	1,095.6	1,095.6	1,095.6
자기주식	(112.5)	(112.5)	(112.5)	(112.5)	(112.5)
자본총계	19,496.0	19,333.6	19,407.5	19,648.6	20,063.4
투하자본	26,206.5	25,889.9	25,770.1	25,575.3	25,372.8
순차입금	8,403.8	8,258.2	8,422.7	8,070.5	7,540.2
ROA	1.2	0.0	0.0	1.1	1.4
ROE	2.3	0.0	0.0	1.9	2.6
ROIC	2.5	0.4	0.6	1.8	2.4

손익계산서

(단위: 십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
매출액	25,914.8	23,226.1	22,733.2	23,183.4	23,303.6
증가율 (Y-Y,%)	(5.2)	(10.4)	(2.1)	2.0	0.5
영업이익	798.3	159.5	219.2	607.6	805.7
증가율 (Y-Y,%)	(50.6)	(80.0)	37.5	177.1	32.6
EBITDA	2,440.6	1,870.0	1,975.6	2,301.7	2,473.9
영업외손익	(266.2)	(219.0)	(262.5)	(140.3)	(144.8)
순이자수익	(297.1)	(276.0)	(133.8)	147.6	148.2
외화관련손익	(36.6)	(59.1)	(68.3)	0.0	0.0
지분법손익	4.9	12.4	1.4	2.0	2.0
세전계속사업손익	532.1	(59.5)	(43.2)	467.2	660.9
당기순이익	443.0	8.8	1.4	355.1	502.3
지배기업당기순이익	461.2	(11.6)	(6.9)	339.8	480.6
증가율 (Y-Y,%)	(57.3)	(98.0)	(84.3)	25,621.7	41.5
NOPLAT	664.7	115.6	158.9	461.7	612.3
(+) Dep	1,642.2	1,710.5	1,756.3	1,694.1	1,668.2
(-) 운전자본투자	(1,351.5)	(595.8)	162.0	79.0	36.3
(-) Capex	824.0	1,672.3	1,672.3	1,391.0	1,398.2
OpFCF	2,834.4	749.6	81.0	685.8	846.1
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	12.9	0.5	(6.0)	(3.6)	0.1
영업이익증가율(3Yr)	121.9	(59.8)	(48.6)	(8.7)	71.6
EBITDA증가율(3Yr)	13.9	(22.6)	(14.9)	(1.9)	9.8
순이익증가율(3Yr)	n/a	(82.0)	(89.0)	(7.1)	284.8
영업이익률(%)	3.1	0.7	1.0	2.6	3.5
EBITDA마진(%)	9.4	8.1	8.7	9.9	10.6
순이익률 (%)	1.7	0.0	0.0	1.5	2.2

현금흐름표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
영업현금	1,948.4	1,777.1	1,962.3	1,980.9	2,139.7
당기순이익	443.0	8.8	1.4	355.1	502.3
자산상각비	1,642.2	1,710.5	1,756.3	1,694.1	1,668.2
운전자본증감	304.4	276.2	698.7	(79.0)	(36.3)
매출채권감소(증가)	(212.0)	564.5	144.6	(44.5)	(80.0)
재고자산감소(증가)	618.3	156.9	780.2	(84.6)	(47.3)
매입채무증가(감소)	30.0	(88.7)	(90.8)	51.4	92.4
투자현금	(132.3)	(1,502.8)	(2,183.0)	(1,573.6)	(1,589.1)
단기투자자산감소	482.8	127.6	(74.6)	(43.6)	(45.4)
장기투자증권감소	0.1	(1.1)	(19.9)	(81.7)	(85.1)
설비투자	(824.0)	(1,672.3)	(1,672.3)	(1,391.0)	(1,398.2)
유무형자산감소	18.6	4.6	20.3	19.3	19.3
재무현금	(2,120.9)	(353.9)	(480.9)	501.3	534.2
차입금증가	(2,024.0)	(308.5)	(445.0)	600.0	600.0
자본증가	(132.4)	(131.5)	(98.7)	(98.7)	(65.8)
배당금지급	132.4	131.5	98.7	98.7	65.8
현금 증감	(312.9)	(90.1)	(708.2)	908.6	1,084.9
총현금흐름(Gross CF)	2,397.7	1,929.6	1,415.7	2,059.9	2,176.0
(-) 운전자본증가(감소)	(1,351.5)	(595.8)	162.0	79.0	36.3
(-) 설비투자	824.0	1,672.3	1,672.3	1,391.0	1,398.2
(+) 자산매각	18.6	4.6	20.3	19.3	19.3
Free Cash Flow	2,569.8	702.9	(68.6)	407.3	550.6
(-) 기타투자	(0.1)	1.1	19.9	81.7	85.1
잉여현금	2,569.9	701.8	(88.5)	325.6	465.6

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	3,456	(87)	(52)	2,546	3,601
BPS	132,358	131,264	131,960	134,358	138,021
DPS	1,000	750	500	500	500
Multiples(x,%)					
PER	10.6	n/a	n/a	14.7	10.4
PBR	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
EV/ EBITDA	5.4	5.9	6.8	5.7	5.1
배당수익율	2.7	3.6	1.3	1.3	1.3
PCR	2.0	1.5	3.5	2.4	2.3
PSR	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
재무건전성 (%)					
부채비율	80.6	79.7	71.1	73.7	75.8
Net debt/Equity	43.1	42.7	43.4	41.1	37.6
Net debt/EBITDA	344.3	441.6	426.3	350.6	304.8
유동비율	149.7	148.8	151.4	157.0	155.2
이자보상배율	2.7	0.6	1.6	n/a	n/a
이자비용/매출액	1.6	1.8	1.2	n/a	n/a
자산구조					
투하자본(%)	81.9	81.8	82.1	79.2	76.0
현금+투자자산(%)	18.1	18.2	17.9	20.8	24.0
자본구조					
차입금(%)	35.2	35.3	34.2	35.2	36.0
자기자본(%)	64.8	64.7	65.8	64.8	64.0

자료: 다올투자증권

이정우 철강/비철금속 | jungwoo@daolfn.com

세아베스틸지주
(001430)

—

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
적정주가	83,000	37,000	상향
Earnings			유지

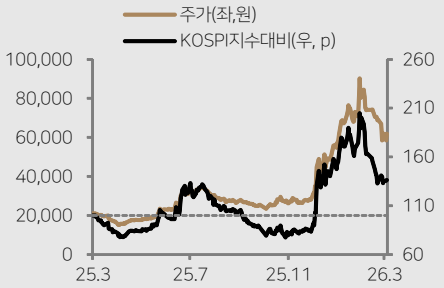
Stock Information

현재가 (3/11)	69,700원
예상 주가상승률	19.1%
시가총액	24,996억원
비중(KOSPI내)	0.05%
발행주식수	35,862천주
52주 최저가 / 최고가	15,140 - 90,300원
3개월 일평균거래대금	359억원
외국인 지분율	9.4%
주요주주지분율(%)	
세아홀딩스 (외 4인)	62.7
국민연금공단 (외 1인)	7.4
세아베스틸지주우리사주 (외 1	2.1

Valuation wide	2024	2025P	2026E
PER(배)	35.0	40.8	36.4
PBR(배)	0.4	1.3	1.3
EV/EBITDA(배)	8.7	14.9	14.1
배당수익률(%)	6.1	1.7	1.7

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(7.4)	159.1	240.0	38.8
KOSPI 대비 상대수익률(%)	(12.2)	91.4	118.9	5.7

Price Trend



DAOL 다올투자증권

머지 않은 SST 준공

Issue

기업현황 업데이트

Pitch

미국 SST 공장의 성장성은 카펜터 실적을 통해 미리 가늠 가능한 영역. 기존 적정시총 1.3조와 SST 공장의 사업가치 1.6조원 추가로 반영해 적정주가 8.3만원으로 상향

Rationale

- 2026.06월 미국 SST 준공 예정. 연간 6,000톤의 모합금과 특수합금 파우더 생산능력을 보유했으며, 항공·방산·우주향으로 공급 예정. 공급자 우위의 시장으로 형성되어 있어 2027E 본가동 시 20% 이상 OPM, 연간 영업이익 약 600억원 추정
- CY 4Q25 카펜터 영업이익 155.2백만달러(YoY +30.5%), SAO 부문 Adj. OPM 33.1% 기록. 항공엔진향 수주가 QoQ +23% 증가하며 견조한 수요 지속. 이에 따라 FY 2026 OP 가이던스 $660M~$700M에서 $680M~$700M으로 상향
- 다른 성장 동력인 특수강봉강 반덤핑 조사 개시와 CASK 발주 지연되어 각각 1H26E 내, 2026E 내 개시 예상. 인도네시아 RKAB 정책에 따라 니켈 생산 쿼터 축소 및 가격 상승으로 세아창원특수강의 판가도 상승 중. 본업의 회복도 기대
- SST의 사업가치 1.6조원 반영해 적정주가 8.3만원으로 상향

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2022	2023	2024	2025P	2026E	2027E	2028E
매출액	4,386	4,083	3,636	3,652	3,703	3,777	3,814
영업이익	128	197	52	102	122	141	170
EBITDA	238	302	169	228	247	269	302
지배주주순이익	91	128	20	61	69	76	102
순차입금	855	805	772	884	986	1,073	1,139
매출증가율	20.1	(6.9)	(11.0)	0.4	1.4	2.0	1.0
영업이익률	2.9	4.8	1.4	2.8	3.3	3.7	4.4
순이익률	2.1	3.1	0.6	1.7	1.9	2.0	2.7
EPS증가율	(51.1)	41.0	(84.2)	203.0	12.2	10.8	33.8
ROE	4.8	6.6	1.0	3.2	3.5	3.9	5.0

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

Fig. 110: SOTP Valuation (원, 배수, %)

① 본사							
	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026E
BPS(원)	47,786	53,158	54,981	53,091	51,940	51,713	52,513
YoY		*11%*	*3%*	*-3%*	*-2%*	*0%*	*1%*
적정 PBR(배)							0.70
적정주가(원)							36,759
주식수(천주)							35,862
적정시총(십억원)							1,318
② SST							
2027E 순이익							54.7
Peer 2027E PER							29.8
적정시총(십억원)							1,631
합산 적정시총(십억원)							2,949
적정주가(원)							83,000
종가(원)							69,700
상승여력							19%

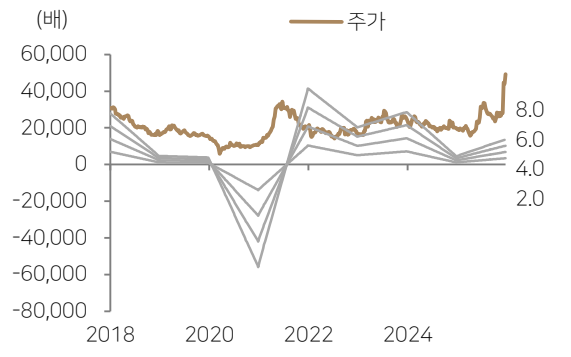
Source: 다올투자증권
Note: SST 법인 생산능력 6,000톤, 가동률 80%, 판가 6천만원, OPM 20% 가정

Fig. 111: 글로벌 특수함금 Peer Table (십억원, %, 배)

	시가총액	PER(배)			EV/EBTDA(배)			ROE(%)		
	(십억원)	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E
ATI	31,485	49.1	37.7	31.4	26.9	22.9	20.0	25.1	28.6	29.1
Carpenter	28,927	38.7	32.7	28.0	24.2	20.7	18.4	25.2	25.8	27.7
글로벌 특수합금 평균		44.1	35.3	29.8	25.6	21.8	19.3	25.2	27.3	28.4

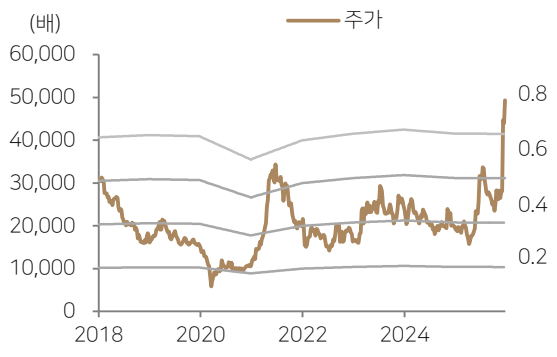
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 112: P/E 밴드 차트



Source: 다올투자증권

Fig. 113: P/B 밴드 차트



Source: 다올투자증권

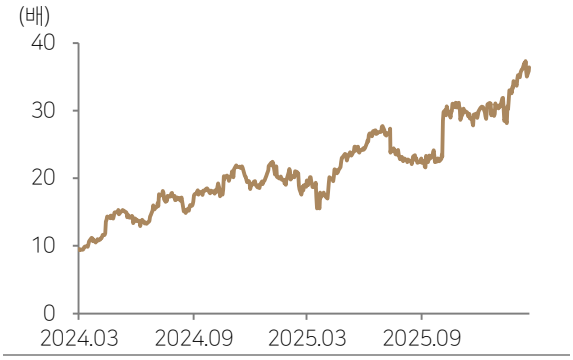
Fig. 114: 카펜터 실적 테이블

(백만달러, 톤, 달러/톤, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	727	756	734	726	795	844	806	799	2,878	2,942	3,244
SAO	643	674	660	652	720	769	730	729	2,571	2,628	2,947
PEP	105	105	94	95	95	99	98	90	409	398	382
매출원가	526	542	517	725	555	585	555	545	2,187	2,311	2,239
매출총이익	201	214	216	227	240	258	252	255	691	858	1,005
GPM(%)	28%	28%	29%	31%	30%	31%	31%	32%	24%	29%	31%
영업이익	139	153	154	156	177	204	186	189	454	602	756
OPM(%)	19%	20%	21%	22%	22%	24%	23%	24%	16%	20%	23%
SAO	151	167	171	175	197	218	202	204	515	664	821
OPM(%)	24%	25%	26%	27%	27%	28%	28%	28%	20%	25%	28%
PEP	11	12	9	7	12	12	10	9	34	39	43
순이익	95	112	123	117	131	148	137	138	269	447	553
NPM(%)	13%	15%	17%	16%	16%	18%	17%	17%	9%	15%	17%
SAO 판매량											
판매량(톤)	20,223	21,261	20,298	21,244	21,442	22,561	21,317	21,648	92,017	83,026	86,968
ASP(달러/톤)	31,791	31,706	32,495	31,142	33,589	34,063	34,226	33,661	27,939	31,775	33,886

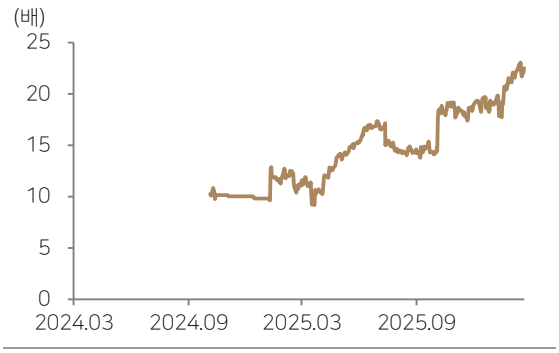
Source: Bloomberg, 다올투자증권
Note: CY(Calendar year) 기준 작성

Fig. 115: 카펜터 12개월 선행 PER



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 116: 카펜터 12개월 선행 EV/EBITDA



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 117: 세아베스틸지주 실적 테이블

(십억원, 천톤, 천원/톤, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025P	2026E	2027E
매출액	900	965	926	862	907	983	933	879	3,652	3,703	3,777
YoY(%)	*-6%*	*-1%*	*5%*	*4%*	*1%*	*2%*	*1%*	*2%*	*0%*	*1%*	*2%*
베스틸	498	542	497	464	501	542	503	469	2,001	2,016	2,056
창원특수강	349	371	352	326	348	377	363	348	1,399	1,435	1,464
항공방산	33	33	33	30	29	30	31	29	129	119	119
영업이익	18	45	27	13	27	51	30	15	102	122	141
YoY(%)	*-15%*	*-30%*	*10%*	*흑전*	*48%*	*15%*	*10%*	*흑전*	*96%*	*20%*	*15%*
베스틸	5	22	5	3	12	26	15	1	35	54	63
창원특수강	12	19	18	5	15	21	8	12	54	56	62
항공방산	6.9	6.6	6.9	4.3	5.9	5.9	6.3	5.8	25	24	24
OPM	2.0%	4.6%	2.9%	1.5%	2.9%	5.2%	3.2%	1.7%	2.8%	3.3%	3.7%
베스틸	1.0%	4.1%	0.9%	0.7%	2.4%	4.9%	3.0%	0.1%	1.8%	2.7%	3.1%
창원특수강	3.5%	5.1%	5.1%	1.5%	4.3%	5.6%	2.3%	3.4%	3.9%	3.9%	4.3%
항공방산	21.1%	19.7%	21.0%	14.5%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	19.2%	20.0%	20.0%
지배주주 NP	6	18	34	4	17	35	19	-3	62	69	76
YoY(%)	*-62%*	*-62%*	*201%*	*-108%*	*185%*	*97%*	*-44%*	*-170%*	*205%*	*11%*	*11%*
NPM	0.7%	1.9%	3.6%	0.5%	1.9%	3.6%	2.0%	-0.3%	1.7%	1.9%	2.0%
주요자회사별 실적											
판매량(천톤)											
베스틸	391	435	400	375	402	435	405	374	1,601	1,617	1,648
창원특수강	103	116	103	94	102	110	106	102	416	420	428
항공방산	2	2	2	2	2	2	2	2	7	7	7
판매량 YoY(%)											
베스틸	-6%	6%	12%	11%	3%	0%	1%	0%	5%	1%	2%
창원특수강	-10%	-6%	-6%	0%	-1%	-5%	3%	8%	-6%	1%	2%
항공방산	9%	18%	10%	-6%	-15%	-12%	-5%	2%	8%	-8%	0%
ASP(천원/톤)											
베스틸	1,275	1,244	1,242	1,239	1,246	1,246	1,243	1,253	1,181	1,177	1,180
창원특수강	3,379	3,214	3,399	3,443	3,404	3,404	3,404	3,404	3,353	3,404	3,404
항공방산	16,270	17,443	17,914	18,641	17,233	17,625	17,907	17,636	17,502	17,601	17,693

Source: 세아베스틸지주, 다올투자증권

20th Anniversary SUSTINVEST

세아베스틸지주

등급	자산규모	평가시기	섹터
A	2조이상	2025 하반기	일반지주
	ESG점수	전체순위	섹터내순위
	86.3	309/1299	22/90

연도별 성과

2023	A
2024	B
2025	A

섹터내 규모별 기업비교

자산규모	최상위기업	최하위기업
2조이상	풀무원	KPX홀딩스
5천억이상	콜마홀딩스	엘브이엠씨홀딩스
5천억미만	APS	신송홀딩스

ESG 성과

부문	평가항목	점수	섹터평균	가중치	섹터대비
E(환경)		84.4	60.7	25%	▲
	혁신 활동	일반지주	일반지주	일반지주	-
	생산 공정	일반지주	일반지주	일반지주	-
	친환경 공급망 관리	일반지주	일반지주	일반지주	-
	생물다양성	일반지주	일반지주	일반지주	-
S(사회)		81.6	65.3	35%	▲
	인적자원 관리	일반지주	일반지주	일반지주	-
	공급망 관리	일반지주	일반지주	일반지주	-
	고객 관리	일반지주	일반지주	일반지주	-
	사회공헌 및 지역사회	일반지주	일반지주	일반지주	-
G(지배구조)		65.0	59.6	40%	▲
	주주의 권리	68.6	54.7	상	▲
	정보의 투명성	48.6	58.6	하	▼
	이사회의 구성과 활동	82.7	60.2	상	▲
	이사의 보수	87.0	73.5	하	▲
	관계사 위험	46.6	71.7	중	▼
	ESG경영 인프라	92.9	62.3	하	▲

컨트로버시 이슈 (없음)

※ 추가 이슈는 Controversy 시트에서 확인 가능함.

해당사항 없음

***컨트로버시 및 심각성 평가 방법론**

- 컨트로버시 레벨: 심각성과 재발가능성 고려
- 심각성: 이해관계자 피해규모와 이해관계자 및 기타주체 반응 수준 고려
- 이해관계자의 피해규모: 이해관계자의 종류에 따라 다른 평가 방법 적용
- 이해관계자 및 기타주체의 반응 수준: 해당 이벤트가 사회적으로 가져온 파장과 다양한 이해관계자들과 기타 주체들의 반응 유효 여부 평가

주주환원정책

연도	배당성향	배당성향 섹터중앙값	TSR (총주주환원율)
2022	42.4%	17.8%	-12.4%
2023	30.1%	23.1%	60.0%
2024	190.5%	23.9%	-20.5%

www.sustinvest.com ©2026 Sustinvest. All rights reserved.

세아베스틸지주 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
유동자산	1,664.2	1,712.7	1,771.9	1,665.0	1,686.0
현금성자산	112.5	295.9	427.0	274.5	268.1
매출채권	433.9	405.7	406.1	423.8	435.9
재고자산	1,104.9	970.0	897.3	924.7	939.6
비유동자산	2,000.9	2,114.0	2,161.0	2,231.6	2,302.4
투자자산	297.3	353.5	367.8	382.8	398.3
유형자산	1,652.2	1,683.4	1,715.9	1,765.7	1,815.4
무형자산	51.4	77.1	77.3	83.1	88.6
자산총계	3,665.2	3,826.6	3,933.0	3,896.6	3,988.4
유동부채	749.3	1,137.2	994.2	921.7	973.8
매입채무	406.3	387.3	396.7	414.2	426.2
유동성이자부채	283.3	562.3	483.8	433.8	513.8
비유동부채	876.8	658.0	992.6	999.0	1,005.5
비유동이자부채	634.7	505.4	827.2	827.2	827.2
부채총계	1,626.1	1,795.2	1,986.9	1,920.7	1,979.3
자본금	219.3	219.3	219.3	219.3	219.3
자본잉여금	305.5	305.5	305.5	305.5	305.5
이익잉여금	1,289.7	1,263.6	1,268.8	1,298.6	1,331.7
자본조정	140.8	151.3	142.9	142.9	142.9
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	2,039.0	2,031.4	1,946.1	1,975.9	2,009.0
투하자본	2,722.3	2,635.2	2,615.9	2,739.4	2,849.9
순차입금	805.4	771.9	884.0	986.5	1,072.9
ROA	3.4	0.5	1.6	1.8	1.9
ROE	6.6	1.0	3.2	3.5	3.9
ROIC	5.9	1.7	2.7	3.5	3.8

손익계산서

(단위: 십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
매출액	4,083.5	3,636.1	3,652.2	3,702.5	3,777.4
증가율 (Y-Y,%)	(6.9)	(11.0)	0.4	1.4	2.0
영업이익	196.7	52.3	102.4	122.4	140.9
증가율 (Y-Y,%)	53.8	(73.4)	95.6	19.5	15.1
EBITDA	302.0	169.3	227.6	247.1	269.4
영업외손익	(41.4)	(29.1)	(12.6)	(31.5)	(40.2)
순이자수익	(26.2)	(25.1)	(31.2)	(22.9)	(22.1)
외화관련손익	(3.6)	(9.1)	(6.0)	1.7	(1.6)
지분법손익	(7.2)	(3.7)	(1.4)	0.2	0.2
세전계속사업손익	155.3	23.2	89.8	90.9	100.7
당기순이익	126.0	20.3	61.7	69.1	76.5
지배기업당기순이익	128.3	20.2	61.3	68.8	76.2
증가율 (Y-Y,%)	42.7	(83.9)	204.4	11.9	10.8
NOPLAT	159.6	45.7	70.4	93.0	107.1
(+) Dep	105.3	117.0	125.3	124.7	128.5
(-) 운전자본투자	27.6	(243.8)	(7.4)	68.1	55.4
(-) Capex	119.3	167.3	149.7	170.3	173.8
OpFCF	118.0	239.2	53.4	(20.7)	6.4
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	17.2	(0.1)	(5.9)	(3.2)	1.3
영업이익증가율(3Yr)	n/a	(39.7)	(7.1)	(14.6)	39.1
EBITDA증가율(3Yr)	19.3	(21.8)	(1.5)	(6.5)	16.7
순이익증가율(3Yr)	n/a	(52.0)	(11.3)	(18.1)	55.7
영업이익률(%)	4.8	1.4	2.8	3.3	3.7
EBITDA마진(%)	7.4	4.7	6.2	6.7	7.1
순이익률 (%)	3.1	0.6	1.7	1.9	2.0

현금흐름표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
영업현금	229.8	318.0	216.6	131.6	155.7
당기순이익	126.0	20.3	61.7	69.1	76.5
자산상각비	105.3	117.0	125.3	124.7	128.5
운전자본증감	(54.4)	137.1	45.8	(68.1)	(55.4)
매출채권감소(증가)	39.7	38.6	5.6	(17.7)	(12.1)
재고자산감소(증가)	(2.7)	143.1	83.0	(27.5)	(14.9)
매입채무증가(감소)	(121.5)	(47.0)	(4.0)	17.5	12.0
투자현금	(146.0)	(248.4)	(181.5)	(195.3)	(199.3)
단기투자자산감소	(2.1)	(6.8)	0.0	(0.2)	(0.2)
장기투자증권감소	(32.5)	(40.1)	(24.4)	(8.5)	(8.9)
설비투자	(119.3)	(167.3)	(149.7)	(170.3)	(173.8)
유무형자산감소	2.1	(20.9)	(10.1)	(10.0)	(10.0)
재무현금	(123.2)	90.8	125.8	(89.0)	37.0
차입금증가	(81.5)	122.1	245.5	(50.0)	80.0
자본증가	(37.7)	(37.5)	(38.5)	(39.0)	(43.0)
배당금지급	37.7	37.5	38.5	39.0	43.0
현금 증감	(39.6)	166.3	158.0	(152.7)	(6.6)
총현금흐름(Gross CF)	358.5	262.9	218.6	199.6	211.1
(-) 운전자본증가(감소)	27.6	(243.8)	(7.4)	68.1	55.4
(-) 설비투자	119.3	167.3	149.7	170.3	173.8
(+) 자산매각	2.1	(20.9)	(10.1)	(10.0)	(10.0)
Free Cash Flow	158.2	151.5	82.9	(63.7)	(43.6)
(-) 기타투자	32.5	40.1	24.4	8.5	8.9
잉여현금	125.6	111.4	58.5	(72.2)	(52.5)

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	3,576	564	1,710	1,917	2,125
BPS	53,091	51,940	51,845	52,513	53,284
DPS	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
Multiples(x,%)					
PER	6.9	35.0	40.8	36.4	32.8
PBR	0.5	0.4	1.3	1.3	1.3
EV/ EBITDA	5.6	8.7	14.9	14.1	13.3
배당수익율	4.8	6.1	1.7	1.7	1.7
PCR	2.5	2.7	11.4	12.5	11.8
PSR	0.2	0.2	0.7	0.7	0.7
재무건전성 (%)					
부채비율	79.7	88.4	102.1	97.2	98.5
Net debt/Equity	39.5	38.0	45.4	49.9	53.4
Net debt/EBITDA	266.7	455.9	388.3	399.2	398.3
유동비율	222.1	150.6	178.2	180.6	173.1
이자보상배율	7.5	2.1	3.3	5.3	6.4
이자비용/매출액	0.8	0.9	1.1	1.0	1.0
자산구조					
투하자본(%)	86.9	80.2	76.7	80.6	81.0
현금+투자자산(%)	13.1	19.8	23.3	19.4	19.0
자본구조					
차입금(%)	31.0	34.5	40.3	39.0	40.0
자기자본(%)	69.0	65.5	59.7	61.0	60.0

자료: 다올투자증권

이정우 철강/비철금속 | jungwoo@daolfn.com

포스코인터내셔널
(001430)

—

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		신규
적정주가	93,000		신규
Earnings			신규

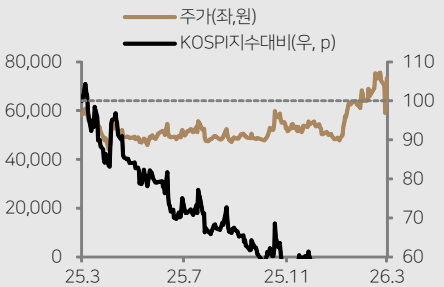
Stock Information

현재가 (3/11)	76,400원
예상 주가상승률	21.7%
시가총액	134,405억원
비중(KOSPI내)	0.29%
발행주식수	175,923천주
52주 최저가 / 최고가	44,000 - 76,600원
3개월 일평균거래대금	608억원
외국인 지분율	7.3%
주요주주지분율(%)	
포스코홀딩스 (외 4인)	70.7
국민연금공단 (외 1인)	6.0
자사주 (외 1인)	3.1

Valuation wide	2024	2025P	2026E
PER(배)	13.6	21.9	16.3
PBR(배)	1.1	2.0	1.8
EV/EBITDA(배)	7.4	10.8	9.5
배당수익률(%)	3.9	2.4	2.4

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	18.1	54.0	29.9	54.0
KOSPI 대비 상대수익률(%)	13.3	(13.7)	(91.1)	20.9

Price Trend



DAOL 다올투자증권

이제는 Upstream 기업

Issue

Coverage Initiation

Pitch

동사의 장점인 안정적인 실적 창출능력과 더불어 성장성이 기대되는 시점. Upstream 기업으로서의 가치도 부각받을 수 있을 예정. 투자의견 BUY, 적정주가 9.3만원으로 커버리지 개시

Rationale

- 2026년부터 동사의 성장 스토리 시작. 2026E 영업이익 1.4조원(YoY+17.4%) 전망. 세넥스 가스전 증설과 더불어 팜 농장 인수효과가 1Q26E부터 온기로 반영 시작. 향후 정제공장 가동 시 높은 판가의 RPO 판매해 이익률 추가 상승도 가능
- 국내에 Upstream 사업을 운영하는 기업은 거의 없지만 동사는 LNG, 팜유 자원개발 이력 및 흑연도 광산개발 시작한 상태. 희토류 역시 광산부터 영구자석까지의 풀 밸류체인 구축을 준비중으로 희토류 탈중국 공급망의 주요 기업이 될 것. 리엘리먼트사와 정제공장 합작법인 설립, 북미 영구자석 진출업체에 투자를 통해 통합 밸류체인 구축 예정
- 투자의견 BUY, 적정주가 9.3만원으로 커버리지 개시. 2026E BPS에 적정 PBR 2.3배 적용. Upstream 매력 증가함에 따라 자원개발에 대한 기대감이 적용되던 시기 멀티플 적용

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2022	2023	2024	2025P	2026E	2027E	2028E
매출액	37,990	33,133	32,341	32,374	33,698	33,844	33,947
영업이익	903	1,163	1,117	1,165	1,368	1,401	1,410
EBITDA	1,303	1,701	1,628	1,699	1,950	2,014	2,052
지배주주순이익	590	674	515	614	825	840	838
순차입금	3,430	4,944	5,155	4,974	5,048	5,053	5,045
매출증가율	11.9	(12.8)	(2.4)	0.1	4.1	0.4	0.3
영업이익률	2.4	3.5	3.5	3.6	4.1	4.1	4.2
순이익률	1.6	2.0	1.6	1.9	2.4	2.5	2.5
EPS증가율	63.5	(19.9)	(23.6)	19.3	34.4	1.7	(0.2)
ROE	16.2	13.5	8.0	9.7	12.2	11.4	10.7

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

포스코인터내셔널은,

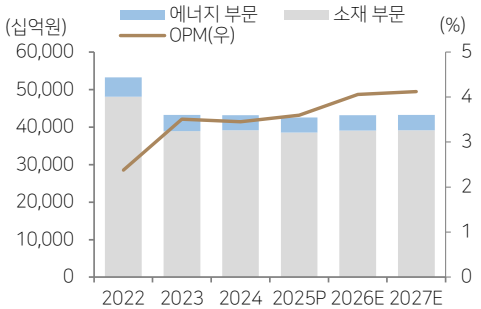
2000년 대우에서 인적분할하여 설립된 이후 2010년 포스코에 인수되면서 사명을 포스코인터내셔널로 변경하였다. 전통적인 상사 비즈니스인 트레이딩부터 가스전, 팜유 등의 Upstream 사업도 영위하고 있다.

오래전부터 사업을 운영하면서 쌓인 네트워크와 자원 개발 능력을 토대로 가스전, 팜 농장 등 주요 사업부문을 인수, 확장하며 실적의 계단식 성장이 이루어지고 있다.

최대주주는 포스코홀딩스이며, 지분 70%를 보유하고 있다.

Financials

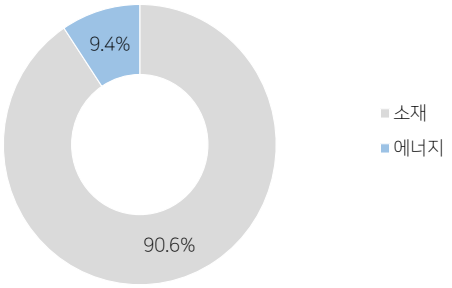
- 22년 철강 업황 호조로 매출액 규모 일시 증가. 이후에는 안정적인 매출액을 시현
- 연결 OPM은 지속 개선 중인데 세넥스 가스전 편입과 팜 오일 농장 인수가 배경
- 팜 정제유 생산과 LNG 터미널 증설 등 동사 실적규모 증가세는 지속 전망



Source: 포스코인터내셔널, 다올투자증권 추정

사업부문 Breakdown

- 25년 기준 소재와 부문의 매출액은 각각 3.8조원, 에너지 부문은 4조원을 기록했다
- 매출액 상으로는 소재부문의 절대액수가 크지만 영업이익은 반대로 에너지 부문이 6,266억원으로 소재 부문 5,308억원을 상회한다



Source: 포스코인터내셔널, 다올투자증권
Note: 연결조정 전 단순 사업부문 매출

주가

- 동사의 주가 상승은 주로 LNG와 연관. 2022년 대왕고래 개발 기대감, 2025년 알래스카 LNG에 대한 기대감으로 주가 상승
- 지금의 주가 상승은 종합 Upstream으로의 가치 부각 중. 팜 오일, 세넥스 가스전, 희토류 공급망 구축에 대한 기대가 작용

Source: 다올투자증권

I. Valuation

I-1. 적정주가 93,000원으로 커버리지 개시

포스코인터내셔널을 투자의견 BUY, 적정주가 9.3만원으로 커버리지 개시한다. 2026E BPS에 적정 PBR 2.3배를 적용했다. 동사의 멀티플은 2022년까지 낮은 수준을 유지했지만 2023년 대왕고래 개발에 대한 기대감으로 2.3~2.4배까지 상승했다. 또한, 미얀마 가스전 생산 이전인 2012년도 2배 이상의 멀티플을 부여받은 바 있다. 동사의 Upstream 매력이 증가하는 지금 2.3배까지는 멀티플을 적용 받을 수 있다고 판단한다.

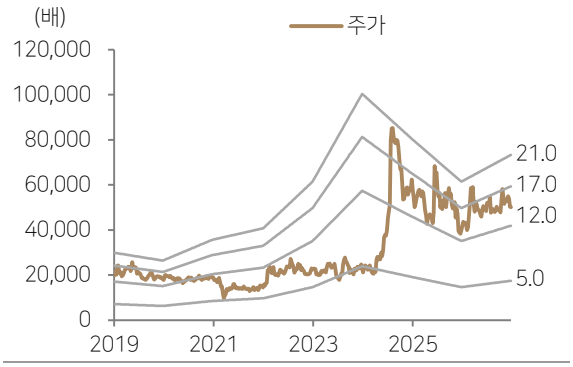
Fig. 118: 포스코인터내셔널 Valuation Table (십억원, 배, 천주, 원, %)

	2021	2022	2023	2024	2025P	2026E
BPS(원)	28,259	32,283	34,693	37,201	37,773	41,495
YoY(%)		*14%*	*7%*	*7%*	*2%*	*10%*
적전 PBR						2.3
적정주가(십억원)						93,364

적정주가(원)	93,000
종가(원)	76,400
상승여력	22%

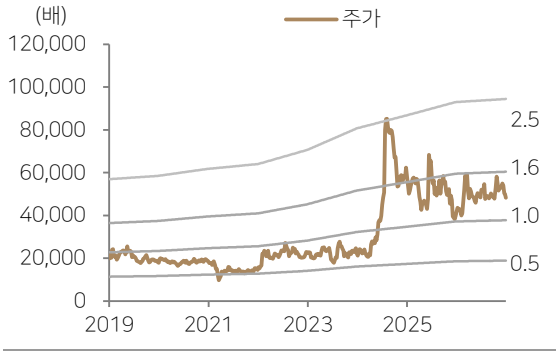
Source: 다올투자증권

Fig. 119: P/E 밴드 차트



Source: 다올투자증권

Fig. 120: P/B 밴드 차트



Source: 다올투자증권

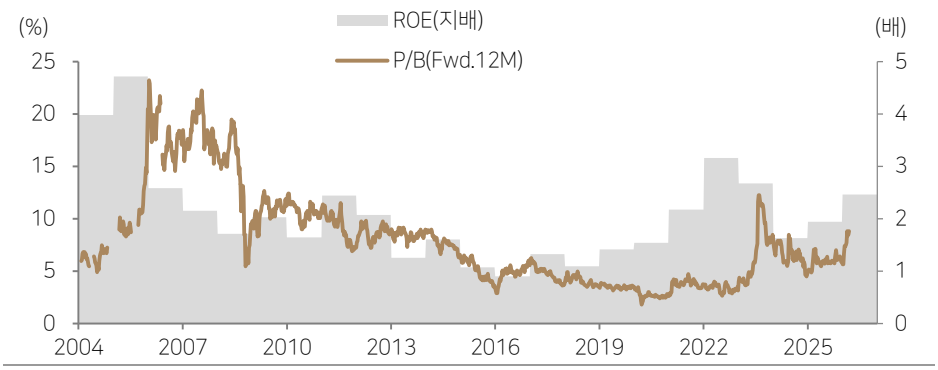
Fig. 121: 일본 상사 Peer Table

(십억원, %, 배)

	시가총액	PER(배)			PBR(배)			ROE(%)		
	(십억원)	2024	2025P	2026E	2024	2025P	2026E	2024	2025P	2026E
미쓰비시 상사	194,382	11.1	26.7	22.3	1.1	2.2	2.1	10.3	8.0	9.4
미쓰이 물산	159,555	9.1	20.0	18.0	1.1	2.1	1.9	11.9	10.7	11.3
이토추 상사	154,165	11.2	16.2	15.5	1.7	2.3	2.1	15.7	15.1	14.4
스미토모 상사	65,165	7.3	12.0	11.1	0.9	1.5	1.4	12.4	12.4	12.9
마루베니	83,779	7.9	16.3	15.5	1.1	2.2	2.0	14.2	14.2	13.5
일본 상사 평균		9.8	19.8	17.7	1.2	2.1	2.0	12.7	11.5	11.9

Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 122: 포스코인터내셔널 Fwd 12M PBR, ROE 추이



Source: Quantiwise, 다올투자증권

II. 실적 전망

4Q25P 매출액과 영업이익은 각각 7.8조원(YoY -1.4%), 2,656억원(YoY +83.6%)를 기록했다. 이익의 큰 폭 증가는 4Q25 낮은 기저와 세넥스 가스전의 증설 효과 및 팜 농장의 인수효과가 더해졌다. 4Q24는 부진했던 업황으로 철강트레이딩과 무역 사업의 이익이 저조했고 에너지 부문의 발전소 수리와 난방 수요가 좋지 않아 낮은 기저가 형성되었다. 기저 외에도 동사의 성장동력인 세넥스 가스전의 증설이 당 분기 마무리되었고 11월에 인수한 팜 농장 PT SA의 실적이 일부 반영되었다. 영업환경 정상화에 따라 무역 및 철강 트레이딩 법인의 실적 개선도 작용했다.

2026E 매출액과 영업이익을 각각 33.7조원(YoY +4.1%), 1.4조원(YoY +17.4%) 전망한다. 2025년 대비 견조한 이익 증가를 예상하는 이유는 1) 세넥스 가스전 증설에 따른 판매량 및 이익의 증가이다. 2025년 생산능력을 기존 대비 3배 수준으로 증설을 완료해 2026E 판매량은 YoY +38% 증가한 48bcf를 기대한다. 이에 따라 세넥스 가스전의 매출액 4,964억원(YoY +26.5%), 영업이익 1,309억원(YoY +73.6%)을 예상한다. 2) 팜 농장의 인수 효과가 2026년 온기로 반영될 예정이다. 인수 효과로 기존 생산능력 연간 20만톤에서 40만톤이 더해져 60만톤 생산체제를 확보했다. 2026E 판매량은 55만톤으로 YoY +189% 증가, 매출액과 영업이익 각각 8,617억원(YoY +141.2%), 영업이익 2,781억원(YoY +175.7%)으로 추정한다.

Fig. 123: 포스코인터내셔널 실적 (십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025P	2026E	2027E
연결매출액	8,154	8,144	8,248	7,828	8,351	8,513	8,507	8,327	32,374	33,698	33,844
YoY(%)	*5%*	*-2%*	*-1%*	*-1%*	*2%*	*5%*	*3%*	*6%*	*0%*	*4%*	*0%*
소재	9,746	9,756	9,583	9,476	9,781	9,813	9,790	9,681	38,560	39,065	39,114
철강	3,721	3,678	3,774	3,373	3,647	3,605	3,699	3,306	14,547	14,256	13,970
소재바이오	2,239	2,117	2,140	2,334	2,217	2,096	2,119	2,311	8,831	8,742	8,655
무역법인	3,186	3,351	3,252	3,308	3,250	3,418	3,317	3,374	13,098	13,360	13,627
투자법인	594	604	411	440	663	690	647	672	2,049	2,671	2,826
인니팜	72	95	56	134	214	233	199	216	357	862	880
모터코어	286	310	306	286	318	352	367	367	1,187	1,403	1,564
에너지	858	921	1,226	988	962	1,073	1,064	965	3,994	4,064	4,182
E&P	254	308	268	272	299	346	303	267	1,102	1,216	1,213
미얀마	150	202	150	144	153	202	164	127	646	646	637
세넥스	81	90	105	116	126	125	122	123	392	496	510
발전사업	465	480	488	396	404	432	424	394	1,830	1,654	1,682
LNG/터미널	139	133	470	320	259	296	336	303	1,063	1,194	1,287
연결영업이익	270	314	316	266	349	375	354	290	1,165	1,368	1,401
YoY(%)	*2%*	*-10%*	*-12%*	*84%*	*29%*	*20%*	*12%*	*9%*	*4%*	*17%*	*2%*
소재	131	156	114	131	185	188	172	169	531	714	720
철강	50	85	67	35	57	56	56	50	237	219	216
소재바이오	24	15	20	12	17	15	15	15	70	63	62
무역법인	27	24	22	34	31	33	31	27	107	121	120
투자법인	28	32	5	32	74	78	64	71	97	287	296
인니팜	30	40	15	15	73	76	61	69	101	278	284
모터코어	0	4	2	-4	4	4	4	4	2	17	20
에너지	135	149	197	145	163	187	181	121	627	653	681
E&P	94	123	109	128	119	149	124	103	455	494	492
미얀마	87	140	90	75	87	117	94	73	392	371	370
세넥스	10	10	27	29	33	34	32	32	75	131	139
발전사업	32	14	66	3	31	22	41	2	114	96	106
LNG/터미널	9	12	23	14	12	15	16	15	58	57	80
영업이익률(%)	3.3	3.9	3.8	3.4	4.2	4.4	4.2	3.5	3.6	4.1	4.1
소재	1.3	1.6	1.2	1.4	1.9	1.9	1.8	1.7	1.4	1.8	1.8
철강	1.3	2.3	1.8	1.0	1.6	1.5	1.5	1.5	1.6	1.5	1.5
소재바이오	1.1	0.7	0.9	0.5	0.8	0.7	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7
무역법인	0.9	0.7	0.7	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8	0.9	0.9
투자법인	4.7	5.3	1.3	7.3	11.2	11.3	9.9	10.6	4.8	10.7	10.5
인니팜	42.1	42.1	27.1	11.5	33.9	32.4	30.9	31.7	28.2	32.3	32.2
모터코어	-0.1	1.3	0.8	-1.4	1.2	1.2	1.2	1.2	0.2	1.2	1.3
에너지	15.7	16.2	16.1	14.7	17.0	17.5	17.0	12.6	15.7	16.1	16.3
E&P	37.1	40.1	40.6	47.2	39.7	43.1	40.7	38.5	41.3	40.6	40.6
미얀마	58.1	69.1	60.0	52.4	57.1	57.8	57.5	57.4	60.7	57.5	58.1
세넥스	11.7	11.0	25.4	25.3	26.0	27.0	26.1	26.4	19.2	26.4	27.4
발전사업	6.8	3.0	13.5	0.6	7.7	5.1	9.6	0.6	6.2	5.8	6.3
LNG/터미널	6.4	8.8	4.9	4.4	4.8	5.0	4.6	4.9	5.4	4.8	6.2

Source: 다올투자증권

III. 투자포인트

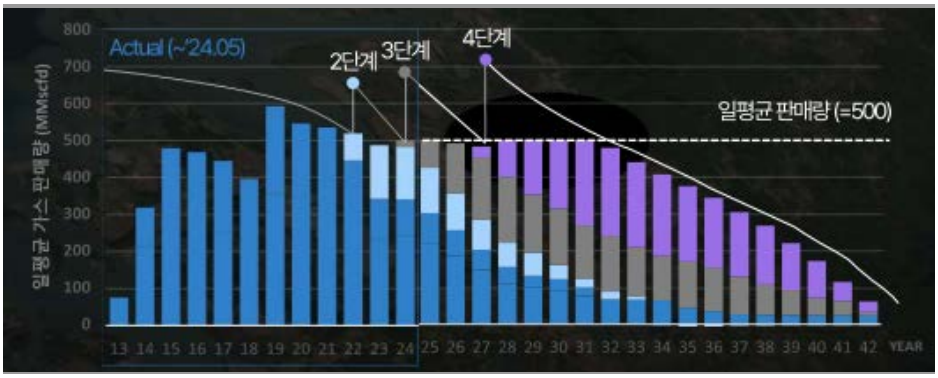
III-1. 국내 Upstream을 찾는다면

자원이 부족한 한국 내에서는 광산이나 자원개발을 하기 어렵기 때문에 국내 기업들 중 Upstream 사업을 영위중인 곳은 거의 없다. 역사적으로 원유는 중동지역에서 외교적으로나 경제적으로나 무기화를 할 수 있던 수단 중 하나였으며, 최근 중국은 이에 더해 희토류나 핵심광물들에 대한 수출통제 정책을 강화하면서 무기화를 진행 중에 있다. 동사는 LNG 가스전, 팜유 생산, 흑연 광산 개발을 통해 Upstream 사업을 영위중에 있으며, 최근에는 희토류 광산 개발에 대한 검토 중에 있다고 알려졌다. 동사의 이익률이 높은 사업은 대부분 Upstream에 분포해 있고 자원의 중요성이 지속 부각되고 있어 다방면으로 운영중인 Upstream 사업 관점에서의 관심이 필요하다.

현재 가스전 사업은 미얀마와 호주 두 지역에서 사업이 진행되고 있다. 2004년 미얀마 쉐(Shwe) 가스전 발견을 시작으로 쉐퓨(Shwe Phyu), 미야(Mya) 가스전을 발견했으며 개발에 착수했고 2013년 6월부터 가스 생산을 시작해 미얀마와 중국에 LNG를 공급 중에 있다. 해당 1단계를 거쳐 현재 총 3단계까지 개발이 완료된 상황이며 시간이 지나면서 가스전의 단계별 생산량이 줄어드는 특성을 감안해 단계별로 개발해 일평균 판매량을 안정적으로 유지 중에 있다. 4단계 개발이 진행 중이며 2027년부터 판매가 가능할 전망이다.

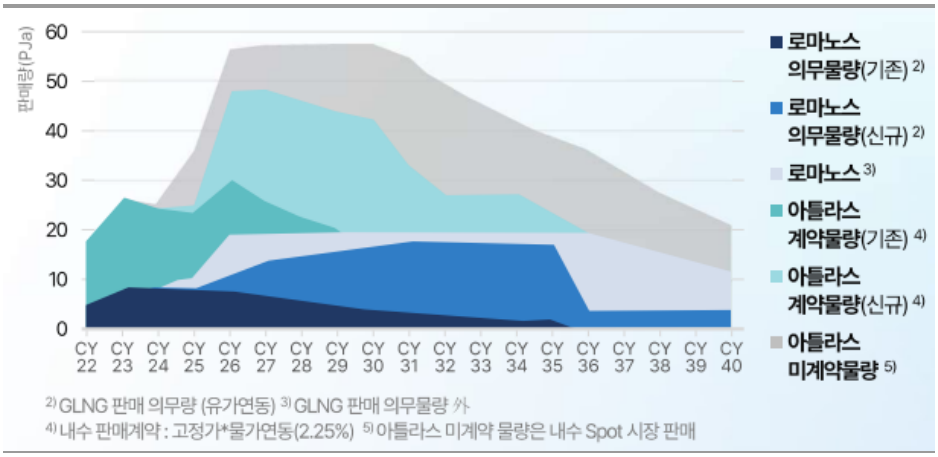
호주의 세넥스 가스전은 2022년 호주 자원개발 기업인 핸콕과 함께 약 8,000억원에 공동 인수하였으며, 포스코인터내셔널이 50.1% 지분을 확보해 실질적인 운영을 주도하고 있다. 2022년 인수 당시 4월~12월까지의 판매량은 18.5페타줄 수준이었으며, 2025년도에 가스처리시설 3기를 건설 완료 및 신규 설비 정상 가동 중이다. 기존 대비 생산량이 3배 늘어난 60페타줄이 판매가 가능한 수준으로 세넥스 증설에 따른 증익이 가능하다.

Fig. 124: 미얀마 가스전 일평균 판매량 추이 및 전망



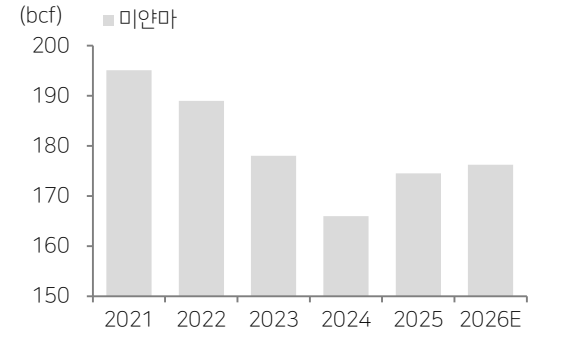
Source: 포스코인터내셔널, 다올투자증권

Fig. 125: 세넥스 가스전 판매량 추이 및 전망



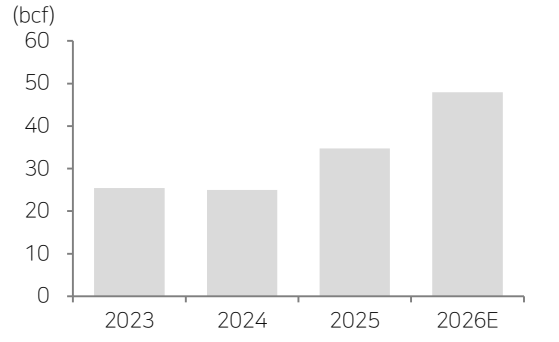
Source: 포스코인터내셔널, 다올투자증권

Fig. 126: 미얀마 가스전 판매량 추이 및 전망



Source: 포스코인터내셔널, 다올투자증권

Fig. 127: 세넥스 가스전 판매량 추이 및 전망

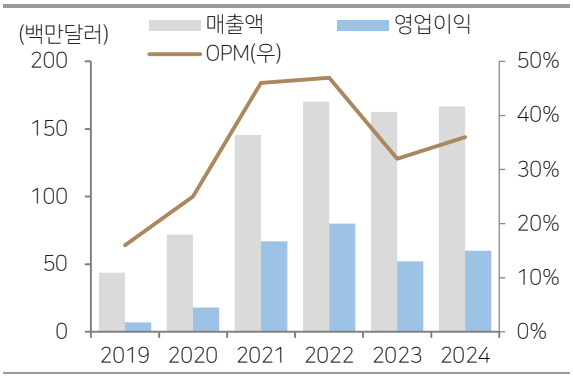


Source: 포스코인터내셔널, 다올투자증권

팜유 사업은 2011년 인도네시아 파푸아 농장개발 시작 이후 2016년부터 상업생산을 시작했다. 팜유는 식자재뿐만 아니라 바이오 연료 등에 사용되고 있는데 인도네시아와 말레이시아에서 글로벌 생산량의 대부분을 차지하고 있다. 인도네시아는 팜유에 대해 내수 공급 위주의 수출 통제정책과 바이오연료에 사용되는 팜유 의무혼합비율 정책을 시행하면서 내수가격은 안정적으로 유지하고 수출 가격을 상승시키고 있다. 또한, 유채, 대두, 해바라기보다 단위당 생산량과 생산마진이 월등히 높은 특성을 보인다. 해당 요인이 복합적으로 작용해 현재 운영 중인 PT.BIA 법인의 영업이익률은 2024년 영업이익률은 36% 수준으로 높게 유지되고 있다. 또한, 2025.11월 팜유 정제공장을 완공하면서 현재 생산중인 팜 원유를 정제해 본 가동 시 현재보다 높은 부가가치를 창출할 수 있을 예정이다.

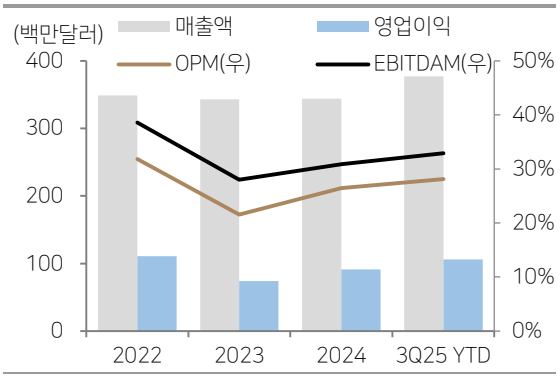
동사의 2025년 11월 추가적인 인니팜 기업 PT Sampoerna Agro(PT.SA) 인수를 발표했다. 인니 내 2위의 종자 개발/판매중에 있고 30% 이상의 안정적인 EBITDA 마진을 창출 중에 있다. 해당 인수를 통해 기존 20만톤 수준의 팜 원유 생산량에서 60만톤으로 생산량이 증가하고, 정제팜유 생산량 3.5만톤에서 12만톤, 팜유를 활용한 바이오연료 생산량 3천톤에서 7천톤으로 증가할 예정이다. 또한, 경작지의 특성 상 PT BIA는 상반기 중에, PT SA는 하반기에 생산량이 집중되어 있는데 인수를 통해 연중 안정적으로 생산 및 판매가 가능하다.

Fig. 128: PT BIA 실적 추이



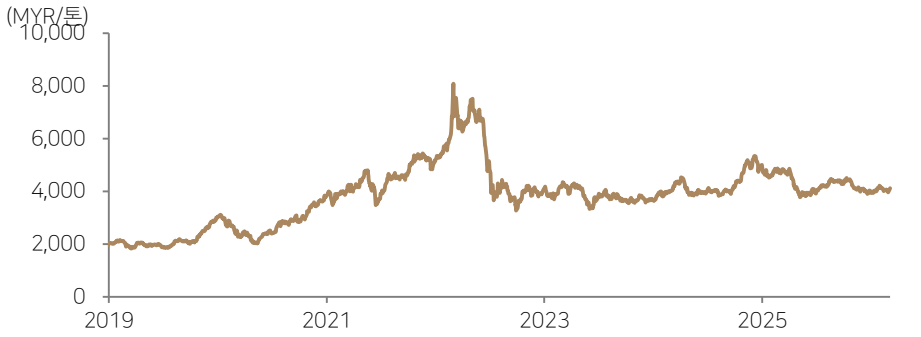
Source: 포스코인터내셔널, 다올투자증권

Fig. 129: PT SA 실적 추이



Source: 포스코인터내셔널, 다올투자증권

Fig. 130: 인도네시아 CPO FOB 수출 가격 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

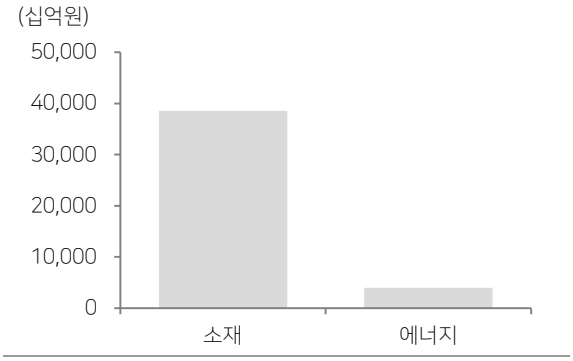
흑연광산은 2021년 Blackrock Mining에 750만달러를 투자하면서 탄자니아 마헨게 광산 개발에 참여하기 시작했다. 2024년 2단계 투자계약을 체결하였으며, 2025.10월 착공이 시작되었다. 1단계는 연간 3만톤씩 25년간, 2단계도 동일한 규모로 25년간 3만톤의 생산량을 확보했다. 2028년 가동이 시작될 예정이며, 연간 총 6만톤 규모를 안정적으로 조달받을 수 있다.

희토류 광산 개발은 아직 구체적인 내용이 발표되지 않았지만 '핵심광물: 주도형 공급망 구축 토론회'에서 채굴부터 정제, 영구자석 생산까지의 통합 밸류체인을 구축하겠다는 계획을 발표했다. 향후 계획이 구체화될 시 국내 유일한 희토류 Upstream 기업으로 중국 위주의 공급망에서 의존도를 줄일 수 있게 된다. 또한, 희토류 통합 밸류체인을 구축할 예정으로 리엘리먼트사와 희토류 정제 합작 법인을 계획하고 있고 북미 진출 영구자석업체에 투자해 영구자석을 확보할 예정이다.

III-2. 안정에 성장을 더해

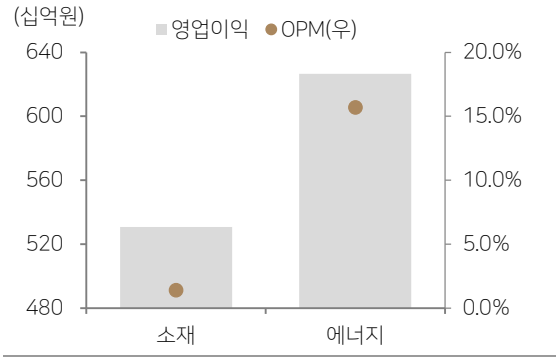
LNG 통합 밸류체인 구축, 팜유 생산 이전까지 동사가 영위하던 사업은 상사 위주였다. 전통적인 상사의 철강 트레이딩, 무역, 식량 조달 등 시황에 따른 매출 변동성은 있지만 안정적인 이익률을 창출할 수 있다는 장점이 있다. 다만, 트레이딩으로 인한 차익을 얻는 구조이기에 규모가 크지는 않다. 2024년과 2025년 소재 사업부문의 이익률은 1.3%, 1.4%였다. 또한, 에너지 사업부문은 매출 규모 자체는 소재 사업보다는 작지만 이익률이 높은 특성을 보인다. 동시에, Upstream인 가스전부터 Downstream인 발전까지 통합 밸류체인을 구축해 해당 사업부 또한 안정적인 이익률 창출이 가능하다.

Fig. 131: 2025년 소재, 에너지 부문 매출액



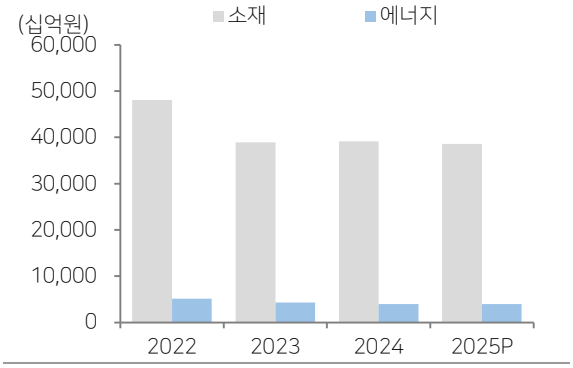
Source: 포스코인터내셔널, 다올투자증권

Fig. 132: 2025년 소재, 에너지 부문 영업이익, OPM



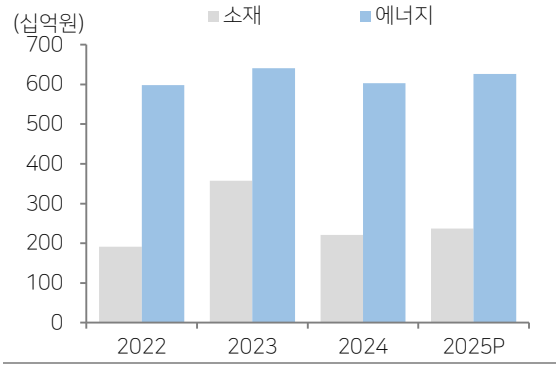
Source: 포스코인터내셔널, 다올투자증권

Fig. 133: 부문별 매출액 추이



Source: 포스코인터내셔널, 다올투자증권

Fig. 134: 부문별 영업이익 추이

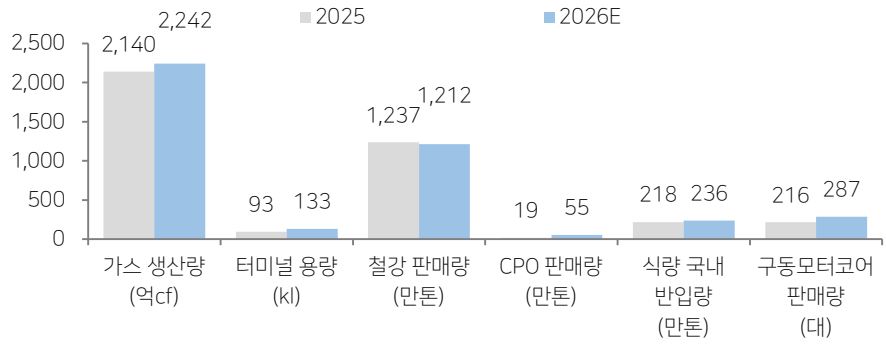


Source: 포스코인터내셔널, 다올투자증권

에너지 부문의 성장동력으로는 1) 2026E부터 온기 반영될 세넥스 증설에 따른 판매량 증가가 있다. 세넥스 가스전의 경우 2025년 세 차례에 나눠 증설을 진행했다. 때문에 아직 온기로 반영되지 않아 2025년 매출액 3,923억원(YoY +46.2%)과 영업이익은 754억원(YoY + 89.9%)에 그쳤다. 2026E에는 증설 효과가 온기로 반영되는 해로 매출액 4,964억원(YoY +26.5%), 영업이익 1,309억원(YoY +73.6%) 전망한다. 2) 또한, LNG터미널의 7,8호기가 2026E 말 예정으로 증설 완료 시 터미널 용량 93만kl에서 133만kl로 증가할 예정이다. 2027E 터미널 사업 영업이익을 633억원으로(2025년 440억원 대비 +44%) 추정한다.

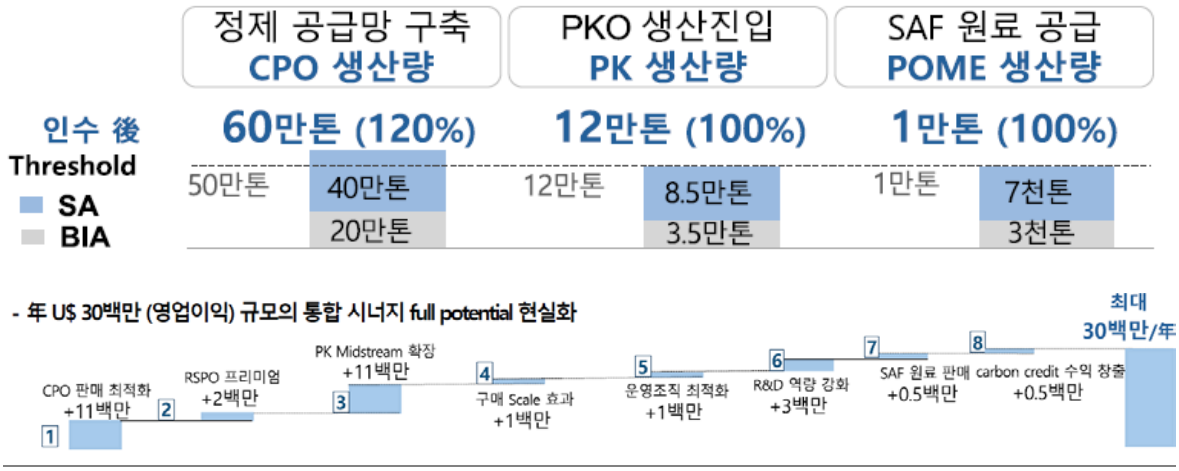
소재 부문 성장 동력으로는 1) 팜 사업 인수 효과가 있다. PT SA의 인수 효과로 연간 팜 오일 판매량 증가가 기대된다. 2025년 판매량 19만톤에서 YoY +189% 증가한 55만톤을 전망한다. 이에 따라 2026E 팜 사업의 매출액과 영업이익을 8,617억원(YoY +141.2%), 영업이익 2,781억원(YoY +175.7%)로 추정한다. 향후 PKO 정제시설의 가동과 POME 생산에 따른 부가가치를 고려한다면 팜 사업의 성장은 2030년까지 지속될 예정이다. 2) 구동모터코어의 성장이다. 멕시코와 폴란드 공장 준공으로 구동모터코어 생산능력이 600만대 이상으로 증가했다. 예상보다 늦어지는 전기차 침투율로 가동률 상승은 늦어지고 있지만 2026E 판매량은 YoY +33% 증가한 287만대를 기대한다. 동사는 2030년 700만대 판매를 목표로 하고 있다.

Fig. 135: 사업부문별 2025 현황 및 2026E 전망



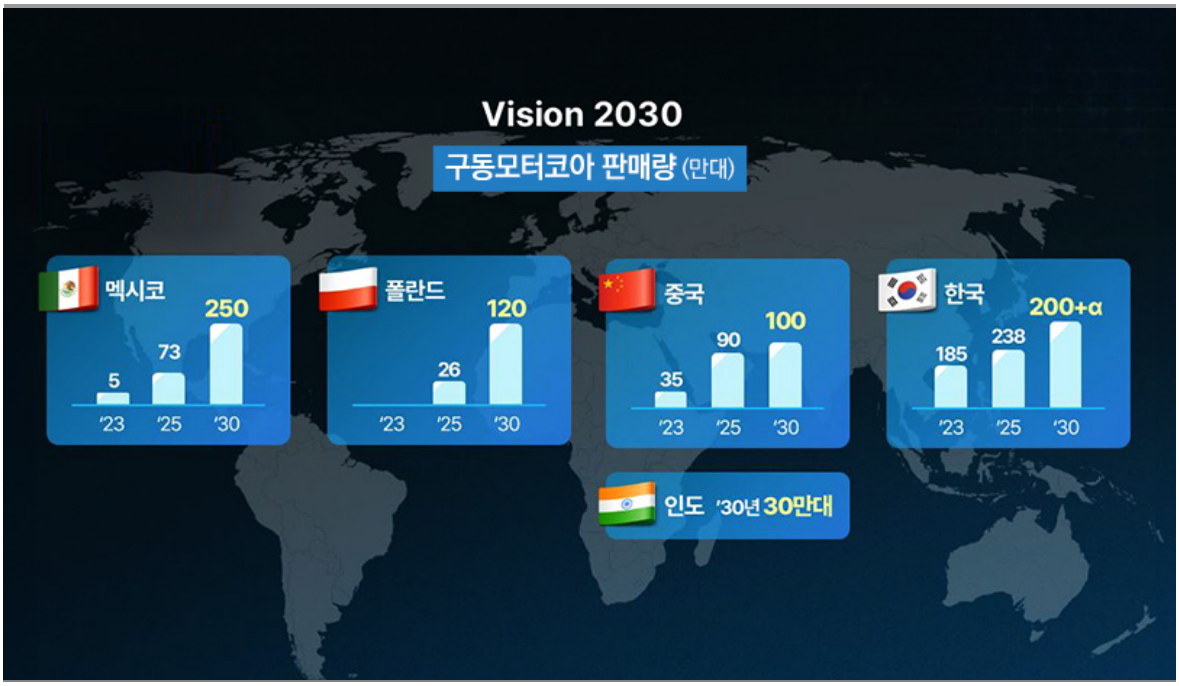
Source: 포스코인터내셔널, 다올투자증권

Fig. 136: 포스코인터내셔널 PT SA 인수효과



Source: 포스코인터내셔널, 다올투자증권

Fig. 137: 포스코인터내셔널 구동모터코어 판매량 Vision 2030



Source: 포스코인터내셔널, 다올투자증권

20th Anniversary SUSTINVEST

포스코인터내셔널

등급	자산규모	평가시기	섹터
A	2조이상	2025 하반기	자본재
	ESG점수	전체순위	섹터내순위
	87.6	280/1299	39/172

연도별 성과

2023	A
2024	BB
2025	A

섹터내 규모별 기업비교

자산규모	최상위기업	최하위기업
2조이상	경기주택도시공사	대림
5천억이상	대전도시공사	STX
5천억미만	엠앤씨솔루션	기신정기

ESG 성과

부문	평가항목	점수	섹터평균	가중치	섹터대비
E(환경)		64.6	50.9	25%	▲
	혁신 활동	84.0	59.6	중	▲
	생산 공정	73.6	47.1	중	▲
	친환경 공급망 관리	0.0	52.8	하	▼
	생물다양성	100.0	84.3	하	▲
S(사회)		86.3	57.7	35%	▲
	인적자원 관리	85.8	60.7	상	▲
	공급망 관리	84.5	55.4	중	▲
	고객 관리	87.1	70.3	하	▲
	사회공헌 및 지역사회	94.7	57.3	하	▲
G(지배구조)		65.6	60.2	40%	▲
	주주의 권리	73.5	56.1	상	▲
	정보의 투명성	63.6	66.6	하	▼
	이사회의 구성과 활동	68.3	61.8	상	▲
	이사의 보수	86.0	71.9	하	▲
	관계사 위험	20.0	68.2	중	▼
	ESG경영 인프라	97.1	58.1	하	▲

컨트로버시 이슈 (없음)

※ 추가 이슈는 Controversy 시트에서 확인 가능함.

해당사항 없음

***컨트로버시 및 심각성 평가 방법론**

- 컨트로버시 레벨: 심각성과 재발가능성 고려
- 심각성: 이해관계자 피해규모와 이해관계자 및 기타주체 반응 수준 고려
- 이해관계자의 피해규모: 이해관계자의 종류에 따라 다른 평가 방법 적용
- 이해관계자 및 기타주체의 반응 수준: 해당 이벤트가 사회적으로 가져온 파장과 다양한 이해관계자들과 기타 주체들의 반응 유효 여부 평가

주주환원정책

연도	배당성향	배당성향 섹터중앙값	TSR (총주주환원율)
2022	20.9%	20.8%	4.9%
2023	25.3%	22.6%	176.1%
2024	51.3%	23.6%	-35.3%

www.sustinvest.com ©2026 Sustinvest. All rights reserved.

포스코인터내셔널 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
유동자산	8,077.3	8,268.2	7,423.8	7,720.8	7,739.1
현금성자산	1,317.6	1,252.6	1,233.6	1,160.1	1,154.8
매출채권	4,432.4	4,484.3	4,131.9	4,395.6	4,409.3
재고자산	1,958.8	2,080.7	1,603.2	1,705.5	1,710.8
비유동자산	8,540.5	9,068.2	9,768.5	10,320.2	10,849.3
투자자산	2,503.6	2,274.5	2,687.3	2,796.5	2,910.0
유형자산	3,704.9	4,240.6	4,482.3	4,927.7	5,345.9
무형자산	2,331.9	2,553.0	2,598.9	2,596.0	2,593.4
자산총계	16,617.7	17,336.3	17,192.3	18,041.0	18,588.5
유동부채	6,275.5	6,659.7	6,261.8	6,445.8	6,458.8
매입채무	3,096.4	2,937.1	2,826.5	3,006.9	3,016.3
유동성이자부채	2,826.2	3,365.3	3,074.5	3,074.5	3,074.5
비유동부채	3,717.5	3,327.2	3,424.8	3,434.6	3,444.8
비유동이자부채	3,435.0	3,042.1	3,133.2	3,133.2	3,133.2
부채총계	9,993.0	9,986.9	9,686.6	9,880.4	9,903.6
자본금	879.6	879.6	879.6	879.6	879.6
자본잉여금	1,826.2	1,836.7	1,839.7	1,839.7	1,839.7
이익잉여금	3,336.7	3,635.1	3,841.8	4,496.7	5,020.9
자본조정	60.7	193.1	83.9	83.9	83.9
자기주식	(29.2)	(27.7)	(27.7)	(27.7)	(27.7)
자본총계	6,624.8	7,349.5	7,505.8	8,160.6	8,684.8
투하자본	10,534.3	11,735.5	11,702.3	12,399.1	12,895.8
순차입금	4,943.6	5,154.8	4,974.0	5,047.5	5,052.8
ROA	4.7	3.0	3.7	4.8	4.7
ROE	13.5	8.0	9.7	12.2	11.4
ROIC	9.7	7.1	7.6	8.6	8.4

손익계산서

(단위: 십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
매출액	33,132.8	32,340.8	32,373.6	33,698.0	33,844.1
증가율 (Y-Y,%)	(12.8)	(2.4)	0.1	4.1	0.4
영업이익	1,163.1	1,116.9	1,165.3	1,367.9	1,401.4
증가율 (Y-Y,%)	28.9	(4.0)	4.3	17.4	2.4
EBITDA	1,701.2	1,628.2	1,699.0	1,950.3	2,014.2
영업외손익	(248.5)	(410.3)	(330.2)	(250.2)	(264.1)
순이자수익	(220.1)	(229.4)	(211.3)	(221.2)	(224.0)
외화관련손익	3.1	(19.6)	68.6	27.5	35.7
지분법손익	87.0	(18.2)	98.4	86.1	86.1
세전계속사업손익	914.6	706.6	835.1	1,117.7	1,137.3
당기순이익	680.4	503.4	636.8	849.5	864.4
지배기업당기순이익	673.9	514.6	614.1	825.3	839.5
증가율 (Y-Y,%)	12.5	(26.0)	26.5	33.4	1.8
NOPLAT	865.3	795.7	888.6	1,039.6	1,065.1
(+) Dep	538.0	511.3	533.7	582.3	612.8
(-) 운전자본투자	448.2	410.8	(718.3)	186.5	10.6
(-) Capex	462.4	754.4	718.6	786.1	789.5
OpFCF	492.8	141.8	1,422.0	649.3	877.7
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	15.6	(1.6)	(5.2)	0.6	1.5
영업이익증가율(3Yr)	34.8	24.0	8.9	5.6	7.9
EBITDA증가율(3Yr)	28.2	20.6	9.2	4.7	7.3
순이익증가율(3Yr)	43.7	12.2	1.7	7.7	19.7
영업이익률(%)	3.5	3.5	3.6	4.1	4.1
EBITDA마진(%)	5.1	5.0	5.2	5.8	6.0
순이익률 (%)	2.1	1.6	2.0	2.5	2.6

현금흐름표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
영업현금	1,076.4	876.9	1,792.6	1,144.9	1,365.8
당기순이익	680.4	503.4	636.8	849.5	864.4
자산상각비	538.0	511.3	533.7	582.3	612.8
운전자본증감	(286.4)	(558.2)	580.2	(186.5)	(10.6)
매출채권감소(증가)	(213.5)	94.3	437.6	(263.7)	(13.7)
재고자산감소(증가)	91.2	(65.3)	378.3	(102.3)	(5.3)
매입채무증가(감소)	10.1	(483.5)	45.9	180.4	9.4
투자현금	(27.1)	(846.1)	(750.1)	(1,050.7)	(1,058.7)
단기투자자산감소	27.5	142.1	62.3	(2.7)	(2.9)
장기투자증권감소	2.6	50.7	26.4	54.5	53.2
설비투자	(462.4)	(754.4)	(718.6)	(786.1)	(789.5)
유무형자산감소	(254.0)	(324.9)	(156.2)	(238.9)	(238.9)
재무현금	(1,225.4)	(176.1)	(898.3)	(170.4)	(315.3)
차입금증가	(964.3)	(250.9)	(549.8)	0.0	0.0
자본증가	(140.3)	(176.6)	(409.1)	(170.4)	(315.3)
배당금지급	140.3	176.6	409.1	170.4	315.3
현금 증감	(160.8)	(79.7)	108.8	(76.3)	(8.2)
총현금흐름(Gross CF)	1,769.4	1,763.9	1,492.1	1,331.4	1,376.4
(-) 운전자본증가(감소)	448.2	410.8	(718.3)	186.5	10.6
(-) 설비투자	462.4	754.4	718.6	786.1	789.5
(+) 자산매각	(254.0)	(324.9)	(156.2)	(238.9)	(238.9)
Free Cash Flow	1,455.8	359.6	1,322.2	94.2	307.2
(-) 기타투자	(2.6)	(50.7)	(26.4)	(54.5)	(53.2)
잉여현금	1,458.4	410.3	1,348.6	148.7	360.4

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	3,831	2,925	3,491	4,691	4,772
BPS	34,693	37,201	37,773	41,495	44,475
DPS	1,000	1,550	1,850	1,850	1,850
Multiples(x,%)					
PER	16.3	13.6	21.9	16.3	16.0
PBR	1.8	1.1	2.0	1.8	1.7
EV/ EBITDA	9.4	7.4	10.8	9.5	9.2
배당수익율	1.6	3.9	2.4	2.4	2.4
PCR	6.2	4.0	9.0	10.1	9.8
PSR	0.3	0.2	0.4	0.4	0.4
재무건전성 (%)					
부채비율	150.8	135.9	129.1	121.1	114.0
Net debt/Equity	74.6	70.1	66.3	61.9	58.2
Net debt/EBITDA	290.6	316.6	292.8	258.8	250.9
유동비율	128.7	124.2	118.6	119.8	119.8
이자보상배율	5.3	4.9	5.5	6.2	6.3
이자비용/매출액	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
자산구조					
투하자본(%)	73.4	76.9	74.9	75.8	76.0
현금+투자자산(%)	26.6	23.1	25.1	24.2	24.0
자본구조					
차입금(%)	48.6	46.6	45.3	43.2	41.7
자기자본(%)	51.4	53.4	54.7	56.8	58.3

자료: 다올투자증권

Note: 무형자산의 대부분을 광업권이 차지하고 있어 무형자산을 차감하지 않은 일반 BPS 사용

제이에스링크
(127120)

—

Not Rated

	현재	직전	변동
투자의견	Not Rated		유지
적정주가			
Earnings			

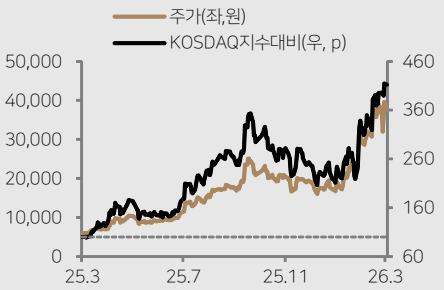
Stock Information

현재가 (3/11)	36,850원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	12,573억원
비중(KOSPI내)	0.20%
발행주식수	34,119천주
52주 최저가 / 최고가	5,960 - 39,650원
3개월 일평균거래대금	92억원
외국인 지분율	2.9%
주요주주지분율(%)	
주성씨앤에어 (외 6인)	26.9
우리사주 (외 1인)	1.4
권오준 (외 1인)	0.1

Valuation wide	2022	2023	2024
PER(배)	n/a	n/a	n/a
PBR(배)	2.3	28.4	35.9
EV/EBITDA(배)	n/a	n/a	n/a
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	36.0	122.4	541.6	122.1
KOSPI 대비 상대수익률(%)	29.2	80.1	484.5	97.4

Price Trend



DAOL 다올투자증권

이정우 철강/비철금속 | jungwoo@daolfn.com

퀄리티 테스트만 잘 마무리된다면

Issue

기업현황 업데이트

Pitch

미국과 말레이시아 공장 설립 협상 순항 중. 빅테크향 영구자석 수주 가능성과 포스코 인터내셔널과의 협력이 가시화될 시 신뢰를 얻는 첫 번째 구간으로 진입

Rationale

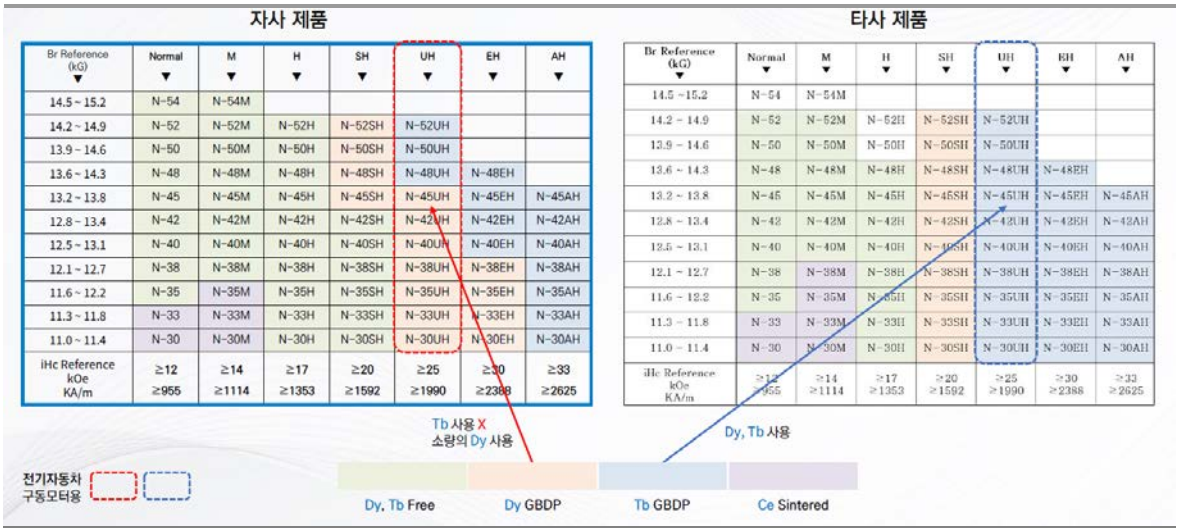
- 예산공장은 2025.10월 준공 이후 샘플 제작에 집중. 현재는 HDD용 모터 수요 증가로 N52 등급 자석 샘플 생산 집중하고 있으며 완료되는 대로 45H, 48H 자석 대응 예정
- 미국은 당초 계획했던 연간 3천톤에서 5천톤으로 계획 변경, 말레이시아는 3천톤 유지. 착공 진행 시 건설기간 1년 이내로 품질 테스트 등 감안 시 2028E 본 가동 가능 판단. 비중국산 영구자석 프리미엄 증가 중, 톤당 ASP 1억 상회 가능성 존재
- 포스코인터내셔널과의 MOU 체결로 미국 공장 운영 시 안정적인 원료 조달처 추가 확보, 판매 네트워크 확보. 포스코인터내셔널은 리엘리먼트와 희토류 정제공장 합작법인 설립 예정
- 현재 중국과 일본 외 안정적인 영구자석 조달국이 없고 북미권 영구자석 기업 중 실제 양산으로 이어진 이력이 거의 없음. 동사는 소량이지만 이미 PO를 받은 바, 양산능력만 검증될 시 중국 대체 가능한 소수 기업 중 하나

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	15	16	15	23	17	22	16
영업이익	(3)	(6)	(8)	(5)	(5)	(4)	(9)
EBITDA	(1)	(4)	(6)	(3)	(3)	(3)	(7)
지배주주순이익	(4)	(13)	(13)	(5)	(8)	(6)	(11)
순차입금	(1)	6	(35)	(20)	(5)	(3)	13
매출증가율	2.7	4.7	(1.8)	50.4	(26.1)	29.3	(27.5)
영업이익률	(19.6)	(37.5)	(52.7)	(22.4)	(30.3)	(19.8)	(57.3)
순이익률	(25.2)	(84.2)	(85.5)	(22.2)	(45.8)	(25.5)	(67.9)
EPS증가율	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지
ROE	(17.4)	(89.6)	(57.0)	(17.3)	(26.6)	(20.7)	(42.1)

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

Fig. 138: 중희토류 첨가량이 적은 제이에스링크 영구자석



Br Reference (kG)	Normal	M	H	SH	UH	EH	AH
14.5 ~ 15.2	N-54	N-54M					
14.2 ~ 14.9	N-52	N-52M	N-52H	N-52SH	N-52UH		
13.9 ~ 14.6	N-50	N-50M	N-50H	N-50SH	N-50UH		
13.6 ~ 14.3	N-48	N-48M	N-48H	N-48SH	N-48UH	N-48EH	
13.2 ~ 13.8	N-45	N-45M	N-45H	N-45SH	N-45UH	N-45EH	N-45AH
12.8 ~ 13.4	N-42	N-42M	N-42H	N-42SH	N-42UH	N-42EH	N-42AH
12.5 ~ 13.1	N-40	N-40M	N-40H	N-40SH	N-40UH	N-40EH	N-40AH
12.1 ~ 12.7	N-38	N-38M	N-38H	N-38SH	N-38UH	N-38EH	N-38AH
11.6 ~ 12.2	N-35	N-35M	N-35H	N-35SH	N-35UH	N-35EH	N-35AH
11.3 ~ 11.8	N-33	N-33M	N-33H	N-33SH	N-33UH	N-33EH	N-33AH
11.0 ~ 11.4	N-30	N-30M	N-30H	N-30SH	N-30UH	N-30EH	N-30AH
iHc Reference kOe KA/m	≥12 ≥955	≥14 ≥1114	≥17 ≥1353	≥20 ≥1592	≥25 ≥1990	≥30 ≥2388	≥33 ≥2625

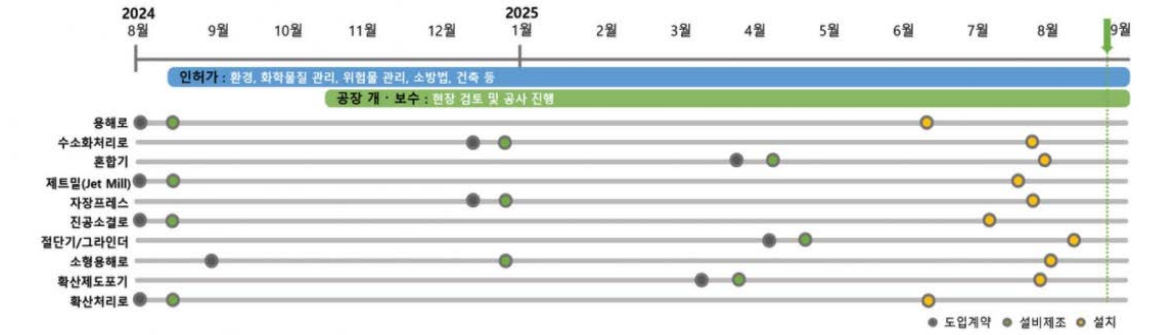
Br Reference (kG)	Normal	M	H	SH	UH	EH	AH
14.5 ~ 15.2	N-54	N-54M					
14.2 ~ 14.9	N-52	N-52M	N-52H	N-52SH	N-52UH		
13.9 ~ 14.6	N-50	N-50M	N-50H	N-50SH	N-50UH		
13.6 ~ 14.3	N-48	N-48M	N-48H	N-48SH	N-48UH	N-48EH	
13.2 ~ 13.8	N-45	N-45M	N-45H	N-45SH	N-45UH	N-45EH	N-45AH
12.8 ~ 13.4	N-42	N-42M	N-42H	N-42SH	N-42UH	N-42EH	N-42AH
12.5 ~ 13.1	N-40	N-40M	N-40H	N-40SH	N-40UH	N-40EH	N-40AH
12.1 ~ 12.7	N-38	N-38M	N-38H	N-38SH	N-38UH	N-38EH	N-38AH
11.6 ~ 12.2	N-35	N-35M	N-35H	N-35SH	N-35UH	N-35EH	N-35AH
11.3 ~ 11.8	N-33	N-33M	N-33H	N-33SH	N-33UH	N-33EH	N-33AH
11.0 ~ 11.4	N-30	N-30M	N-30H	N-30SH	N-30UH	N-30EH	N-30AH
iHc Reference kOe KA/m	≥12 ≥955	≥14 ≥1114	≥17 ≥1353	≥20 ≥1592	≥25 ≥1990	≥30 ≥2388	≥33 ≥2625

Source: 제이에스링크, 다올투자증권

Fig. 139: 미국 콜럼버스 공장 설립 주변 제조업 분포

Source: 제이에스링크, 다올투자증권

Fig. 140: 제이에스링크 예산 공장 설립 타임라인



Source: 제이에스링크 다올투자증권

Fig. 141: NdFeB 영구소결자석 샘플

Source: 제이에스링크, 다올투자증권

Fig. 142: NdFeB 플레이크

Source: 제이에스링크, 다올투자증권

제이에스링크 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	47.4	33.4	18.7	14.5	14.3
현금성자산	37.4	21.7	11.2	7.3	6.3
매출채권	3.7	6.9	3.9	3.0	3.6
재고자산	3.8	1.9	2.9	3.8	2.6
비유동자산	5.1	7.6	24.8	24.3	40.1
투자자산	1.8	1.7	17.5	16.8	17.3
유형자산	3.2	5.8	7.0	7.3	22.7
무형자산	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2
자산총계	52.5	41.0	43.5	38.8	54.4
유동부채	14.6	9.3	10.5	8.9	27.1
매입채무	3.1	3.3	3.6	2.7	3.8
유동성이자부채	2.5	1.4	1.1	1.3	18.2
비유동부채	0.5	1.3	5.1	3.6	2.2
비유동이자부채	0.3	0.1	5.0	3.0	0.9
부채총계	15.1	10.7	15.6	12.5	29.4
자본금	8.2	8.2	8.5	9.3	11.2
자본잉여금	86.0	86.1	87.8	92.1	100.0
이익잉여금	(56.0)	(61.8)	(68.9)	(75.0)	(86.3)
자본조정	0.5	0.3	0.4	(0.3)	0.1
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	37.5	30.4	27.9	26.3	25.0
투하자본	2.3	9.1	5.9	8.0	23.3
순차입금	(34.6)	(20.2)	(5.1)	(3.0)	12.9
ROA	(35.1)	(13.2)	(19.1)	(13.6)	(23.2)
ROE	(57.0)	(17.3)	(26.6)	(20.7)	(42.1)
ROIC	(65.1)	(65.6)	(49.9)	(45.4)	(42.2)

손익계산서

(단위: 십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	15.3	23.0	17.0	21.9	15.9
증가율 (Y-Y,%)	(10.0)	50.4	(26.1)	29.3	(27.5)
영업이익	(8.1)	(5.2)	(5.1)	(4.3)	(9.1)
증가율 (Y-Y,%)	적지	적지	적지	적지	적지
EBITDA	(5.9)	(3.5)	(3.3)	(2.8)	(7.5)
영업외손익	(5.7)	(1.0)	(2.9)	(1.3)	(1.7)
순이자수익	(0.4)	0.3	0.4	0.0	(0.1)
외화관련손익	(0.3)	0.5	0.4	(0.0)	0.1
지분법손익	0.0	(0.0)	(2.0)	(0.5)	(3.8)
세전계속사업손익	(13.8)	(6.2)	(8.1)	(5.6)	(10.8)
당기순이익	(13.8)	(6.2)	(8.1)	(5.6)	(10.8)
지배기업당기순이익	(13.1)	(5.1)	(7.8)	(5.6)	(10.8)
증가율 (Y-Y,%)	적지	적지	적지	적지	적지
NOPLAT	(5.8)	(3.7)	(3.7)	(3.1)	(6.6)
(+) Dep	2.1	1.7	1.9	1.5	1.6
(-) 운전자본투자	(6.6)	5.8	(5.7)	1.5	(0.4)
(-) Capex	1.1	4.0	4.9	2.9	16.7
OpFCF	1.8	(11.9)	(1.1)	(6.0)	(21.3)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	1.8	15.6	2.9	12.8	(11.6)
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익률(%)	(52.7)	(22.4)	(30.3)	(19.8)	(57.3)
EBITDA마진(%)	(38.7)	(15.1)	(19.2)	(12.8)	(47.0)
순이익률 (%)	(90.1)	(26.9)	(47.6)	(25.5)	(67.9)

현금흐름표

(단위: 십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
영업현금	0.8	(6.4)	0.9	(5.0)	(6.8)
당기순이익	(13.8)	(6.2)	(8.1)	(5.6)	(10.8)
자산상각비	2.1	1.7	1.9	1.5	1.6
운전자본증감	5.3	(7.5)	2.7	(2.8)	(0.4)
매출채권감소(증가)	0.3	(3.7)	3.2	(1.1)	(0.5)
재고자산감소(증가)	(0.0)	0.9	(1.1)	(0.9)	0.9
매입채무증가(감소)	0.1	(0.1)	0.6	(0.3)	0.2
투자현금	1.6	(23.1)	(2.7)	(3.7)	(18.6)
단기투자자산감소	0.3	(18.1)	18.0	(0.3)	(0.6)
장기투자증권감소	(0.0)	0.0	(10.0)	0.2	(1.7)
설비투자	(1.1)	(4.0)	(4.9)	(2.9)	(16.7)
유무형자산감소	(0.1)	(0.0)	(0.2)	0.1	0.7
재무현금	28.2	(1.7)	6.6	4.6	23.5
차입금증가	(0.3)	(1.7)	4.5	(0.3)	14.6
자본증가	28.5	0.0	2.1	5.0	8.8
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	30.5	(31.1)	4.9	(4.2)	(1.8)
총현금흐름(Gross CF)	(4.4)	1.1	(2.1)	(2.2)	(6.6)
(-) 운전자본증가(감소)	(6.6)	5.8	(5.7)	1.5	(0.4)
(-) 설비투자	1.1	4.0	4.9	2.9	16.7
(+) 자산매각	(0.1)	(0.0)	(0.2)	0.1	0.7
Free Cash Flow	2.5	(29.5)	(2.0)	(8.7)	(25.6)
(-) 기타투자	0.0	0.0	10.0	(0.2)	1.7
잉여현금	2.5	(29.5)	(12.1)	(8.5)	(27.3)

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2020	2021	2022	2023	2024
Per share Data					
EPS	(797)	(311)	(455)	(299)	(480)
BPS	2,350	1,989	1,614	1,396	1,105
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PBR	4.1	2.4	12.1	14.0	17.7
EV/ EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	n/a	73.4	n/a	n/a	n/a
PSR	10.3	3.4	19.7	16.6	27.6
재무건전성 (%)					
부채비율	40.2	35.1	56.0	47.5	117.3
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	51.6
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	325.2	357.6	178.0	162.3	52.6
이자보상배율	n/a	16.7	13.6	134.2	n/a
이자비용/매출액	3.5	0.2	0.3	1.2	3.6
자산구조					
투하자본(%)	5.5	28.0	17.0	24.9	49.8
현금+투자자산(%)	94.5	72.0	83.0	75.1	50.2
자본구조					
차입금(%)	6.9	4.8	17.9	14.1	43.4
자기자본(%)	93.1	95.2	82.1	85.9	56.6

자료: 다올투자증권

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다

투자등급 비율

BUY : 88.7%	HOLD : 11.3%	SELL : 0.0%

투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미

- BUY: 추천기준일 종가대비 +15% 이상
- HOLD: 추천기준일 종가대비 -15% 이상~ +15% 미만.
- SELL: 추천기준일 종가대비 -15% 미만.
- SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커진 경우, 분석 잠정적 중단. 적정주가 미제시.

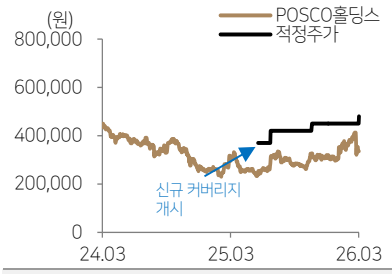
투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음

- Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

포스코홀딩스 (005490)



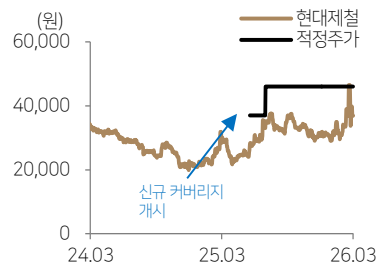
일자	커버리지	2025-05-28	2025-07-03	2025-10-28	2026-03-12
투자의견	개시	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가		370,000원	420,000원	450,000원	480,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2025.05.28	370,000원	258,591원	269,500원	-30.1	-27.2
2025.07.03	420,000원	297,468원	335,000원	-29.2	-20.2
2025.10.28	450,000원	332,816원	413,000원	-26.0	-8.2
2026.03.12	480,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(26년 3월 11일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

현대제철 (004020)



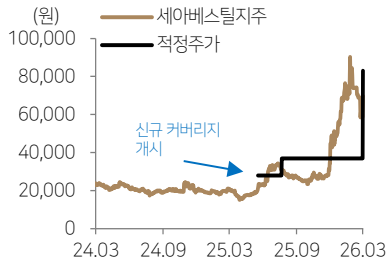
일자	커버리지	2025.05.28	2025.07.11
투자의견	개시	BUY	BUY
적정주가		37,000원	46,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2025.05.28	37,000원	30,231원	35,550원	-18.3	-3.9
2025.07.11	46,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(26년 3월 11일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

세아베스틸지주 (001430)



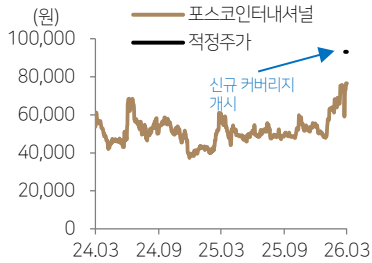
일자	커버리지 개시	2025.05.28	2025.08.01	2026.03.12
투자의견		BUY	BUY	BUY
적정주가		28,000원	37,000원	83,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2025.05.28	28,000원	28,844원	34,350원	3.0	22.7
2025.08.01	37,000원	41,598월	90,300원	12.4	144.1
2026.03.12	83,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(26년 3월 11일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

포스코인터내셔널 (127120)



일자	커버리지 개시	2026-03-12
투자의견		BUY
적정주가		93,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2026-03-12	93,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(26년 3월 11일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

MEMO

MEMO

MEMO

Research Division

DAOL 다올투자증권

리서치본부장

상무
김현
hyunkim@daolfn.com

기업분석

조선 · 기계 · 방산
최광식
gs.choie@daolfn.com

건설 · 부동산
박영도
ypark@daolfn.com

자동차 · 이차전지
유지웅
jwyoo@daolfn.com

제약 · 바이오
이지수
jislee@daolfn.com

금융
김지원
jiwonkim@daolfn.com

반도체 · 소부장
고영민
ym.ko@daolfn.com

화장품 · 의료기기
박종현
alex.park@daolfn.com

인터넷 · 게임 · 레저
김혜영
hyyy@daolfn.com

음식료
이다연
dayeonlee@daolfn.com

철강 · 비철금속
이정우
jungwoo@daolfn.com

운송 · 로봇
오정하
junghao@daolfn.com

엔터테인먼트
임도영
dy.lim@daolfn.com

전기전자
김연미
ym.kim@daolfn.com

투자전략

투자전략
조병현
bhcho@daolfn.com

계량분석
김경훈
aimhigh2027@daolfn.com

채권분석
허정인
jeongin@daolfn.com

시황분석
김지현
jeehyun12@daolfn.com

최근 3개월간 발간한 In-Depth

2026.01.05	최광식	조선 – 깡통아 태평양을 건너라
2026.01.06	김연미	전기전자 – 소문난 AI 잔치, 메인디쉬를 가져오너라
2026.01.12	유지웅 · 고영민 · 오정하	2026 CES 참관기 – From Imagination to Reality
2026.01.21	이다연	음식료 – 나는 건물 사이에 피어난 장미
2026.02.13	허정인	채권분석 – 역경을 반영한 금리 상단
2026.02.23	유지웅	자동차 - 공급자 우위로 전환
2026.03.03	이지수	제약 · 바이오 - Who's Next? : 특허 절벽 이후 빅파마의 선택
2026.03.05	김혜영	인터넷 - AI 에이전트와 사는 인간
2026.03.06	박영도	건설 · 부동산 – NEED MORE HOUSES : 나는 아빠차가 싫어요

www.daolfn.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL 다올투자증권

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.