

철강/비철금속 (Positive)

Cyclical to Critical

철강/비철금속 권지우

jiwoo.kwon@hanwha.com

3772-7689

| Contents |

I. 핵심 요약	03
II. 슈퍼사이클이 아닌 하단 레벨업	04
1. 귀금속이 먼저 연 가격 - 금은	05
2. 산업금속으로 이어지는 차례 - 구리	08
3. 2분기를 받치는 본업 - 아연·연	13
III. 제련: 높아진 가격을 이익으로 바꾸는 회수 구조	15
1. 국내 비철 밸류체인 - 마진은 제련·가공에서	15
2. 제련은 추출 사업 - Free Metal과 부산물	17
3. 낮은 TC에도 높아진 마진	20
IV. 핵심광물 프리미엄 - 부산물은 밸류에이션으로	23
1. 핵심광물이라는 변수 - 기준과 통제방식	23
2. 희토류와의 비교, 그리고 고려아연의 위치	28
3. 핵심광물 포트폴리오: 신규 매출과 이익의 질	35
4. Project Crucible: 단순 CAPEX가 아니라 미국 공급망 옵션	37
5. 밸류에이션	40
V. 구리 밸류체인의 정점은 전선	44
1. 전력화 수요의 지속성	45
2. 왜 LS전선인가 - 제조·인증·턴키 경쟁력	47
3. 수주잔고의 질과 향후 신규 수주	54
4. 실적 전망과 밸류에이션	58
VI. 기업분석	65
1. 고려아연 (010130)	66
2. LS (006260)	72

I. 핵심 요약

비철 밸류체인 최선호주는 고려아연과 LS	비철금속 밸류체인 중 제련과 전선에 비중확대 의견을 제시한다. 1Q26 제련 실적은 사상 최대급이었고, 시장은 곧바로 피크아웃을 우려한다. 그러나 봐야 할 것은 1Q26 이익이 다시 나오느냐가 아니라, 한 단 올라선 이익 체력에 시장이 어떤 가치를 매기느냐다. 비철금속 밸류체인 내 최선호주로 고려아연과 LS를 제시한다.
귀금속은 통화 신뢰, 산업금속은 공급 병목을 반영	출발점은 금속 가격의 하단이 과거보다 높아졌다는 점이다. 귀금속은 유동성과 통화 신뢰의 변화를, 산업금속은 공급 병목을 가격에 먼저 새겼다. 구리는 정광 부족과 제련수수료(TC) 붕괴, 황산 병목이 겹치며 완제품 총량보다 병목이 가격을 끌어올렸고, 아연도 단기적으로 광산 원료가 빠듯한 같은 병목 위에서 있다.
높아진 금속 가격을 이익으로 전환하는 한국 제련의 회수 구조	높아진 가격을 이익으로 바꾸는 것은 한국 제련의 회수 구조다. 국내 광산 기반이 없는 한국 제련사의 마진은 회수율이 만드는 Free Metal, 정광에서 함께 나오는 부산물과 회소금속에서 나온다. TC가 사상 최저인 환경에서도 한국 제련 양강이 1Q26 사상 최대급 실적을 낸 배경이다.
1Q26 피크아웃보다 중요한 구조적 이익 체력의 증가	피크아웃 우려보다는 구조적 이익 체력의 증가에 주목한다. 1Q26을 끌어올린 메탈게인과 가격 레깅은 가격이 정상화되면 약해진다. 그러나 회수가 만드는 Free Metal과 부산물 회소금속은 낮은 TC에서도 남는다. 빠지는 것은 일회성이고, 채우는 것은 구조적 이익이다. 분기 EPS의 등락보다 이익의 질이 개선되는 국면으로 봐야 한다.
고려아연은 회수, LS는 전선으로 비철 강세를 구현	고려아연과 LS는 높아진 가격을 두 가지 경로의 투자 아이디어로 구현한다. 고려아연은 같은 정광에서 핵심광물까지 더 많은 금속을 뽑아 이익을 키우고, 그 회수 경쟁력이 핵심광물 프리미엄으로 재평가받는다. LS는 구리를 전력망·데이터센터용 고부가 케이블로 전환해 가격 사이클과 분리된 프로젝트 이익을 키우고, 가려져 있던 전선 가치가 드러나며 멀티플이 정상화된다. 비철 강세를 사는 두 개의 서로 다른 방식이다.
고려아연: 투자의견 BUY, 목표주가 1,593,000원 제시 비중국 핵심광물 회수 플랫폼으로 재평가받는 고려아연	고려아연에 투자의견 BUY, 목표주가 1,593,000원을 제시한다. 핵심은 부산물이 이익을 넘어 밸류에이션으로 바뀐다는 데 있다. 회수 금속 상당수가 공급망 안보에 중요한 핵심광물이고, 비중국 회수 플랫폼의 회소성이 부각된다. 단기이익만 보면 1Q26이 정점일 수 있으나, 일회성이 구조적 이익으로 교체되고 미국 Project Crucible이라는 공급망 거점이 더해진다. 거점의 가치는 경쟁자 대비 배타적 위치에서 나오는 만큼, 현금흐름이 확정되기 전이라도 현재가치로 당겨 반영할 수 있다. 이에 목표주가는 본업 정상화 가치에 거점 가치를 합산한 SOTP 방식으로 산출했다.
LS 투자의견 BUY, 목표주가 542,000원 제시 해저-HVDC 경쟁력에도 아직 덜 반영된 LS전선 가치 비상장·지주 할인 축소	LS에 투자의견 BUY, 목표주가 542,000원을 제시한다. 핵심은 이익이 매출보다 빠르게 늘어나는데, 그 가치가 아직 가려져 있다는 데 있다. 전선 수요는 AI 하나가 아니라 전력망 병목·노후망 교체·에너지전환으로 분산돼 한 축이 흔들려도 나머지가 받친다. LS전선은 해저-HVDC의 제조·525kV 인증 핵심 고객 관문을 이미 통과했고, 고마진 수주가 매출로 인식되며 외형보다 이익이 빠르게 늘어나는 믹스 개선 구간에 들어섰다. 글로벌 상위권에 준하는 경쟁력을 갖췄음에도 그 가치가 비상장·지주사 구조에 가려져 있고, 이 할인을 좁히는 사건이 2028년까지 이어진다.

II. 슈퍼사이클이 아닌 하단 레벨업

1Q 이익 재현보다 중요한
가격 하단의 변화

1Q26 제련 실적의 급등을 두고 시장은 피크아웃을 우려한다. 그러나 이 리포트가 먼저 던지는 질문은 1Q 이익이 다시 나오느냐가 아니라, 금속 가격의 하단이 과거보다 올라섰느냐다. 전자는 한 분기의 재현 가능성을 따지는 질문이고, 후자는 이익 레벨 자체가 한 단 높아졌는지를 따지는 질문이다.

고려아연 1Q 서프라이즈의
중심은 TC보다 귀금속

고려아연의 1Q26 연결 영업이익은 7,460억원으로 전년 동기 대비 175.3%, 전분기 대비 74.1% 증가했다. 별도 영업이익도 6,930억원, 영업이익률 16.1%까지 올라섰고, 시장 기대치를 18.9% 웃돌았다. 다만 호조의 중심은 TC 반등이 아니었다. 별도 매출에서는 비중은 51%, 금 비중은 14%였고, 금은 합산 귀금속 비중은 65%를 넘어섰다. 귀금속 가격 급등이 매출과 이익을 동시에 밀어 올린 만큼, 금속 가격 조정 이후 2Q 이익 둔화를 우려하는 것은 자연스럽다.

가격 효과 이후에도 남은
Free Metal과 부산물

따라서 1Q26 이익을 그대로 연율화하는 것은 무리다. 금속 가격이 가파르게 오르는 구간에서는 판매가격과 원료 매입원가의 시차, 보유 재고의 평가이익, Metal Gain이 손익에 함께 섞인다. 가격 상승 속도가 둔화되면 이 부분은 약해진다. 다만 이를 전부 일회성으로 보는 것도 맞지 않다. 가격 상승 효과가 걷힌 뒤에도 payable과 실제 회수율의 차이에서 발생하는 Free Metal, 금은-황산-희소금속 등 부산물 회수 이익은 남는다.

결국 2Q 이후 확인할 것은 1Q의 연장이 아니라, 높아진 가격대에서 이익 체력이 어느 선에 자리 잡느냐다. 핵심은 두 가지다. 금속 가격의 하단은 왜 높아졌는가. 그리고 그 하단을 이익으로 바꾸는 회수 구조는 무엇인가. 앞의 질문은 공급과 수요의 구조 변화에 관한 것이고, 뒤의 질문은 한국 제련사의 사업 구조에 관한 것이다.

[표1] 1Q26 제련사 실적 우려의 분해

구분	1Q26에 작동한 요인	지속성 판단
Metal Gain	금속 가격 급등, 평가원가 시차	일시적
Free Metal	payable 과 회수율 차이	구조적
귀금속 판매량	은 판매량 증가, 고품위 원료	일부 지속
희소금속-부산물	희소금속, 황산, 부산물 회수	구조적이나 가격 변동
환율 자회사	우호적 환율, SMC/Pedalpoint 개선	변동성 존재

자료: 한화투자증권 리서치센터

1. 귀금속이 먼저 연 가격 - 금은

귀금속이 먼저 반영한
유동성과 통화 신뢰 변화

이번 금속 강세의 출발점은 경기민감 수요가 아니라, 귀금속이 먼저 반영한 유동성과 통화 신뢰의 변화였다. 금은 제조업 경기보다 실질금리, 달러 신뢰, 중앙은행 매입, 지정학 리스크에 먼저 반응한다. 중국 부동산과 자동차 같은 전통 수요가 약한 국면에서도 귀금속이 먼저 오를 수 있었던 이유다. 이번 귀금속 강세는 경기 회복의 신호라기보다, 통화신뢰 환경의 변화가 가격에 먼저 새겨진 결과로 보는 편이 맞다.

주얼리보다 바코인과
중앙은행이 이끈 금 수요

금 가격의 하단을 끌어올린 것은 소비가 아니라 보유 수요다. 1Q26 금 총수요는 1,231톤으로 전년 동기 대비 2% 늘어나는 데 그쳤지만, 금액 기준 수요는 1,930억달러로 74% 증가하며 분기 기준 사상 최대를 기록했다. 주얼리 수요가 23% 줄어든 반면, 바코인은 474톤으로 42% 늘었고 중앙은행 순매입도 244톤에 달했다. 금이 가격에 민감한 소비재에서, 거시 판단과 헤지 목적으로 보유하는 준비자산으로 무게중심을 옮기고 있음을 보여준다.

실질금리와 강달러가 낮춘
귀금속의 상단

최근 귀금속 조정은 수요 구조가 무너진 결과가 아니라, 실질금리와 달러가 만들었다. 금은 1월 고점 대비 약 23% 내렸고, 은은 41% 하락했다(6/24일 기준). 통상 지정학 리스크는 안전자산 금에 우호적이지만, 봄까지는 호르무즈 긴장발 에너지 가격 상승이 인플레이션-금리 기대를 자극했고, 종전 이후로는 매파적 통화정책과 강달러가 실질금리를 높게 유지했다. 이자가 없는 금에는 안전자산 수요보다 보유 기회비용 상승이 더 크게 반영됐다.

은 가격 하단을 받치는
부산물 공급 구조

은의 하단은 금과 다른 곳에서 만들어진다. 금이 중앙은행이라는 가격 비민감 매수자에 기댄다면, 은을 받치는 것은 공급의 비탄력성이다. 은 시장은 2026년에도 46.3백만온스의 공급 부족이 예상되며, 이미 6년 연속 부족 국면에 있다. 광산 은 가운데 독립 은광에서 나오는 물량은 약 28%에 그치고, 나머지는 납·아연·구리·금을 캐는 과정에서 따라 나오는 부산물이다. 은 가격이 오른다고 은만 빠르게 증산하기 어려운 구조다.

투자수요와 산업수요를 함께
가진 은의 구조

따라서 은의 강세 논리는 산업 수요가 폭발한다는 데 있지 않다. 수요가 일정 수준만 유지해도 공급이 곧바로 따라붙지 못한다는 데 있다. 태양광은 은 사용량 절감 기술 확산으로 산업 수요의 탄력을 낮출 수 있지만, 반도체·전기전자·전력 인프라는 중장기 성장 축으로 남아 있다. 이 때문에 은은 금보다 변동성이 크지만, 동시에 귀금속과 산업금속 사이를 잇는 금속이다. 투자수요와 실질금리에 반응한다는 점에서는 금에 가깝고, 산업수요를 가진다는 점에서는 산업금속에 가깝다.

상단은 낮아져도 훼손되지
않은 귀금속 하단

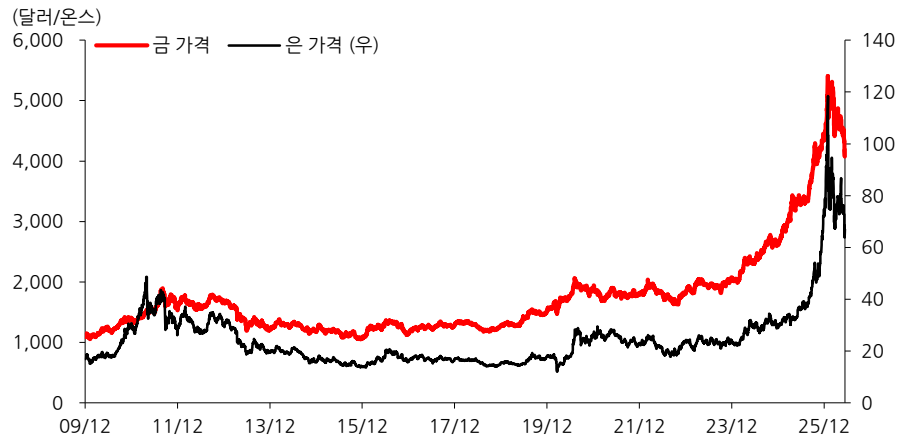
정리하면, 금과 은의 조정은 상단을 낮췄을 뿐 하단을 훼손하지는 않았다. 금은 중앙은행 매입이, 은은 공급 부족과 부산물 공급의 비탄력성이 받친다. 귀금속이 먼저 가격화한 것은 유동성과 불확실성이었다. 이제 눈점은 귀금속이 열어둔 높아진 가격대를 비철금속의 공급 병목과 새로운 수요가 어디까지 이어받을 수 있느냐로 넘어간다.

[표2] 금과 은, 같은 귀금속 다른 하단 구조

구분	금	은
수요 성격	준비자산·투자자산	귀금속 + 산업금속 (하이브리드)
하단 지지	중앙은행 매입 (가격 비민감)	공급 비탄력 (1차 은광 28%)
1Q26 수요 시그널	물량 +2% / 금액 +74% YoY	6년 연속 공급부족, 2026F -46.3Moz
주요 리스크	실질금리·달러	산업수요(태양광 thrifting)·변동성
변동성	상대적으로 낮음	금보다 큼
제련사 연결	가격 레벨	가격 변화율 + Metal Gain

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 금·은 가격 추이



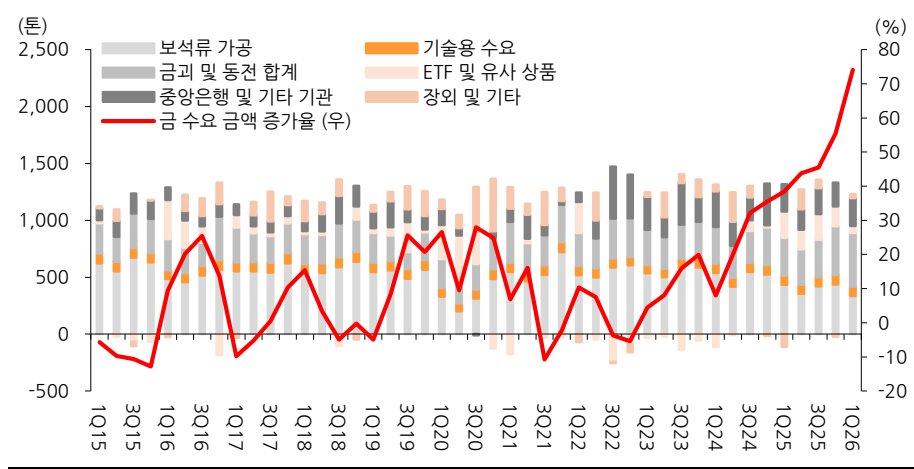
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 귀금속 vs 주요 6대 비철금속 - 사이클 위치와 동인

구분	귀금속 (금은)	산업금속 (구리아연 등)
먼저 반응하는 것	유동성, 실질금리, 달러 신뢰	물가, 실물 투자, 산업활동, 공급 병목, 전령막
강세의 성격	통화·신뢰 환경 변화	공급 구조 + 수요 구조 변화
자산 성격	금융 헤지	실물 경기·물가 동행 자산
하단 지지	중앙은행(금)·공급부족(은)	광산 개발기간·TC 역전·부산물 비탄력
전쟁 민감도	실질금리 영향 하락	비용·부원료 경로로 공급 제약

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 금 수요 추이



자료: WGC, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 은 수요와 공급

구분	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	YoY 2025	YoY 2026F
공급									
광산 생산	790.3	825.4	833.7	810.7	823.6	846.6	844.1	3%	-0.3%
재활용	181.5	191.8	194.6	184.6	194.5	197.6	211.3	2%	7%
순 해징 공급	8.5	0.0	0.0	0.0	0.0	44.7	10.0	na	-78%
순 공격부문 매각	1.2	1.5	1.7	1.6	1.5	1.5	1.0	4%	-35%
총 공급	981.6	1018.7	1030.1	997.0	1019.6	1090.4	1066.4	7%	-2%
수요									
산업용(합계)	511.9	564.1	592.3	657.1	679.0	657.4	639.6	-3%	-3%
전기·전자	321.4	350.7	370.7	444.4	460.9	449.5	422.9	-2%	-6%
↳ 태양광	82.8	88.9	118.1	192.7	197.5	186.6	151.0	-6%	-19%
브레이징 합금·솔더	47.5	50.5	49.2	50.2	49.7	50.5	51.0	1%	1%
기타 산업용	142.9	162.9	172.4	162.6	168.4	157.4	165.7	-7%	5%
사진	26.9	27.7	27.7	27.3	25.5	24.2	22.5	-5%	-7%
주얼리	150.2	181.0	233.2	201.7	205.1	189.3	159.4	-8%	-16%
은식기	31.2	40.7	73.5	55.1	53.5	42.1	33.5	-21%	-20%
코인 및 순 바 수요	209.0	285.3	339.5	244.2	190.9	217.7	257.6	14%	18%
순 해징 수요	0.0	3.5	17.9	11.5	3.5	0.0	0.0	na	na
총 수요	929.0	1102.4	1284.1	1197.0	1157.4	1130.6	1112.6	-2%	-2%
시장 수급 균형	52.5	-83.7	-254.0	-200.1	-137.9	-40.3	-46.3	-71%	15%
ETP 순투자	331.1	64.9	-117.4	-37.3	67.5	278.1	30.0	312%	-89%
ETP 제외 수급 균형	-278.6	-148.7	-136.6	-162.7	-205.4	-318.4	-76.3	55%	-76%
은 가격(US\$/oz)	20.6	25.1	21.7	23.4	28.3	40.0	-	42%	na

자료: Metal Focus, 한화투자증권 리서치센터

2. 산업금속으로 이어지는 차례 - 구리

유동성을 먼저 산 금, 실물 전환을 기다리는 산업금속

금속 강세를 떠받치는 동인은 통화-유동성에서 물가-실물로 넘어오고 있고, 그 무게중심은 이제 산업금속을 가리킨다. 산업금속은 금의 후행 자산이라기보다, 금과 다른 질문에 답하는 자산이다. 금이 먼저 가격화한 것은 유동성, 실질금리, 달러 신뢰, 중앙은행 매입이었다. 반면 구리와 같은 산업금속은 그 변화가 물가와 재고, 설비투자와 산업활동으로 번지는 국면에서 움직인다. 금은 기대를 먼저 사고, 산업금속은 그 기대가 현실의 비용과 투자로 나타날 때 반응한다.

실질금리는 금을 누르고, 비용 상승은 산업금속을 지지

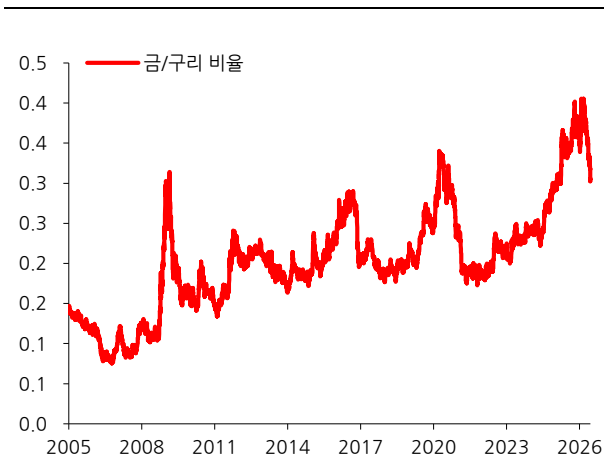
같은 인플레이션 충격도 금과 산업금속에는 반대로 작동한다. 앞서 본 대로 이번 에너지물가 압력은 실질금리를 끌어올려 이자가 없는 금에는 보유의 기회비용을 높이는 역풍이 됐다. 반면 산업금속에는 원재료비와 재고 확보 비용, 거래 프리미엄과 계약가격을 끌어올리며 가격 하단을 떠받치는 경로로 들어온다. 귀금속 조정 국면에서 산업금속의 상대강도가 동시에 살아날 수 있는 배경이다.

먼저 오른 금과 덜 반영된 산업금속의 간극

상대가격도 같은 전환을 가리킨다. 금이 먼저 오른 결과, 산업금속은 통화성 자산 대비 덜 가격화된 영역으로 남았다. 2023년 이후 구리도 전력망-전기차-데이터센터 투자에 힘입어 의미 있게 올랐지만, 같은 기간 금이 더 가파르게 오르면서 금 대비 구리의 상대가격은 통화성 자산 쪽으로 기울었다. 구리가 절대적으로 싸졌다는 뜻은 아니다. 금이 유동성과 통화 신뢰를 먼저 반영한 만큼, 산업금속에는 아직 실물 변수가 반영될 여지가 남아 있다는 의미다. 산업금속의 차례라는 판단은 순서상 다음이라는 기대가 아니라, 먼저 오른 귀금속과 덜 반영된 산업금속 사이의 간극에서 출발한다.

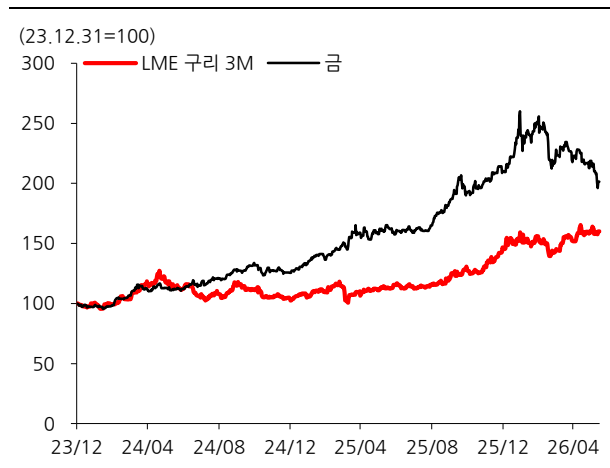
정리하면, 산업금속이 받을 거시적 조건은 이미 만들어지고 있다. 강세의 동인은 통화-유동성에서 물가-실물로 넘어졌고, 산업금속도 중국 부동산과 제조업 경기의 대리변수에서 물가-재고-정책비축-설비투자에 두루 반응하는 자산으로 확장되고 있다. 그러나 거시적 동인의 전환만으로 가격 하단이 고정되지는 않는다. 이 흐름이 실제 하단으로 굳어지려면 공급이 쉽게 따라오지 못해야 한다. 그래서 다음 질문은 공급이다.

[그림3] 금/구리 상대가격 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 구리, 금 가격 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

>> 산업금속의 하단: 공급 요인

구리 강세의 모순, 총량보다 병목을 가격화

산업금속의 하단을 가장 먼저 설명하는 금속은 구리다. 다만 이번 구리 강세는 단순한 공급부족으로 설명하기 어렵다. 공식 수급표만 보면 구리 시장은 이미 부족한 시장이 아니다. ICSG는 2026년 정련구리 수급을 공급우위로 보고 있고, 거래소 재고도 과거보다 낮다고 보기 어렵다. 그럼에도 구리 가격은 사상 최고권에서 버티고 있다. 이 모순은 수급표가 틀렸다는 뜻이 아니라, 시장이 정련구리 총량보다 광산 원료와 지역별 가용성, 제련 병목을 더 크게 가격화하고 있다는 의미에 가깝다.

부족한 것은 구리 전체가 아니라 광산 원료

핵심은 정련구리가 아니라 정광이다. 정광은 광산에서 나온 구리 원료이고, 제련소가 전 가동을 만들기 위해 투입하는 출발점이다. 완제품 기준으로는 공급우위가 가능해도, 광산에서 나오는 정광이 부족하면 제련 생산의 확장성은 제한된다. 실제로 1Q26 글로벌 광산 생산은 지역별로 엇갈렸고, 인도네시아-콩고-칠레 등 주요 공급지에서 차질이 반복됐다. 정련구리 총량보다 정광의 흐름이 더 중요해진 이유다. 부족한 것은 '구리 전체'가 아니라 '광산 원료'다.

[표5] ICSG 구리 수요 및 공급 전망

구분	2025	2026E	해석
광산 생산 증가율	0.9%	1.6%	공급 증가는 제한적
정련 생산 증가율	4.5%	0.4%	정광 타이트니스로 생산 둔화
정련 수요 증가율	2.8%	1.6%	수요는 완만한 증가
정련 수급 균형	+45.5 만톤	+9.6 만톤	공식 수급표는 공급우위

자료: ICSG, 한화투자증권 리서치센터

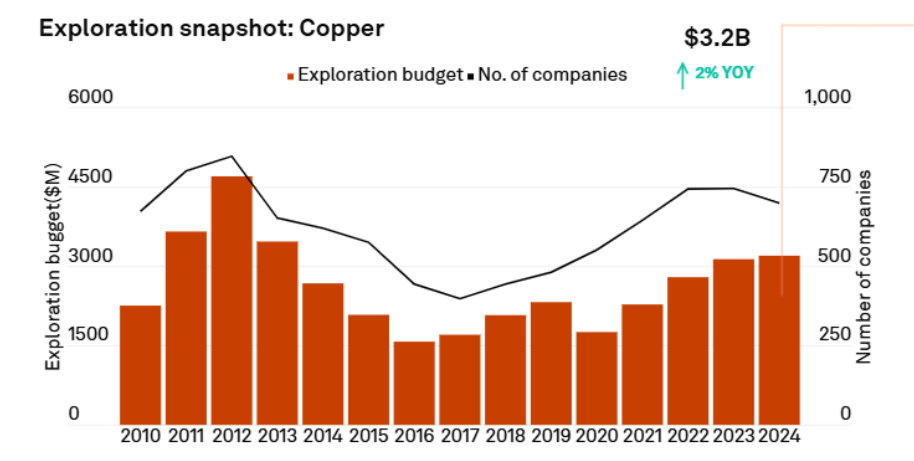
가격 상승에도 바로 늘지 못하는 광산 공급

광산 공급은 가격이 오른다고 바로 늘어나는 설비가 아니다. 광산은 가격보다 시간에 묶여 있고, 그 시간이 최근 몇 년 사이 더 길어졌다. 글로벌 구리 탐사 예산은 2012년 약 47억달러에서 2024년 약 30억달러 수준으로 이전 고점을 회복하지 못했고, 고품위 대형 광산의 신규 발견도 줄었다. 새로 찾은 광체는 인프라가 부족하거나 정치 리스크가 높은 지역에 몰려 있어 탐사에서 상업 생산까지 10년 이상 걸리는 경우가 흔하다. 기존 광산은 품위 하락과 심부화로 같은 양을 캐기 위해 더 많은 광석을 처리해야 한다.

단기 차질로 드러난 장기 탐사개발 공백

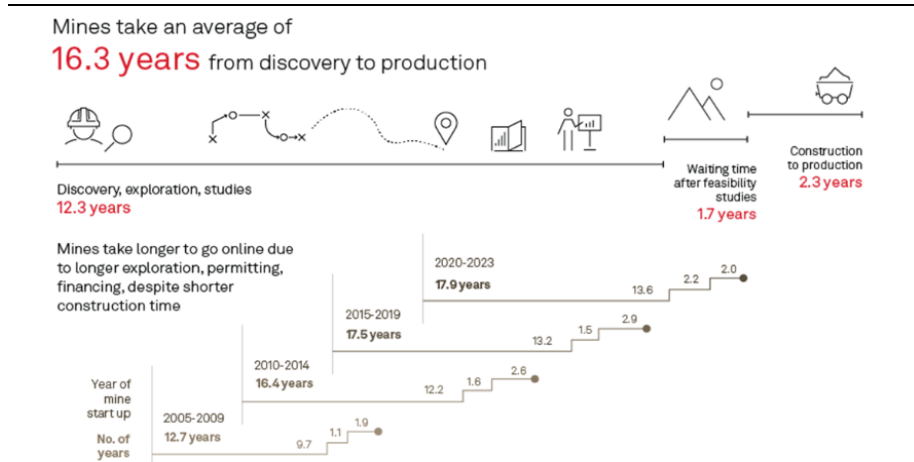
올해 들어 확인된 차질도 이 구조 위에 놓여 있다. 1분기 세계 광산 생산은 사실상 정체했고, 그 안에서 인도네시아 Grasberg의 사고와 콩고민주공화국 Kamao의 조업 중단, 칠레의 품위 저하가 겹쳤다. ICSG가 2026년 광산 생산 증가율 전망을 기존 2.3%에서 1.6%로 낮춘 배경이다. 개별 사고는 단기 뉴스지만, 반복되는 차질은 10여 년간 누적된 탐사개발 공백이 뒤늦게 드러나는 과정에 가깝다.

[그림5] 글로벌 구리 탐사 예산 및 기업 수 추이



자료: S&P Global

[그림6] 구리 장기 평균 광산 개발 기간: 17.9년까지 증가



자료: S&P Global

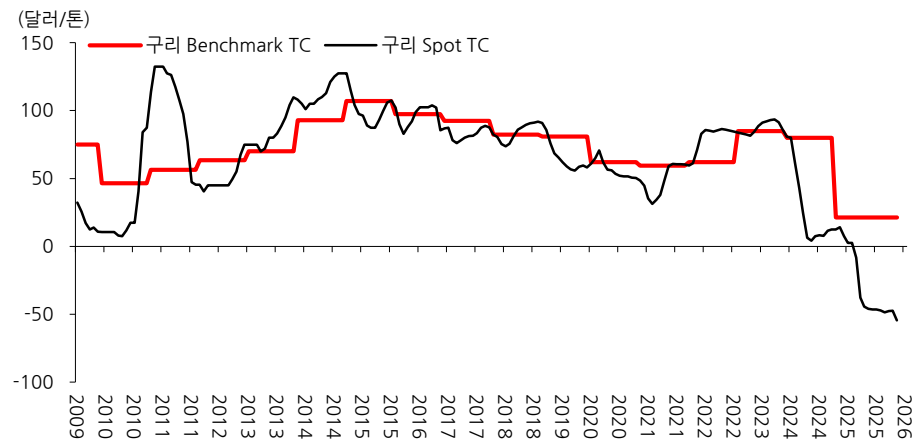
완제품보다 먼저 타이트해진
정광 시장

정광 부족은 가격보다 제련 수수료에서 먼저, 더 선명하게 드러난다. 부족한 것은 완제품 구리가 아니라 제련소가 투입하는 광산 원료, 정광이다. 중국 제련 생산은 높은 수준을 유지하는데 정광 수입과 항구 재고는 타이트해, 정광을 둘러싼 쟁탈이 가공비를 끌어내렸다. 그 결과 2026년 연간 제련수수료(TC/RC) 벤치마크는 톤당 0달러로 협상 사상 최저 수준에서 타결됐고, 현물 가공비는 이미 마이너스권으로 내려갔다.

원료를 가진 광산으로
넘어간 가격 결정력

TC가 0이거나 마이너스라는 것은 제련사가 광산으로부터 받던 수수료를 오히려 일부 부담하며 원료를 확보한다는 뜻이다. 이 지표는 제련사가 얼마를 버느냐의 문제이기 이전에, 광산과 제련 사이의 협상력이 원료를 가진 광산 쪽으로 넘어갔다는 신호다. ICSG가 2026년 정련 생산 증가율을 0.4%로 보는 이유도 여기에 있다.

[그림7] 구리 TC 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

정광 다음 병목으로 떠오른
황산

병목은 정광에서 끝나지 않는다. 구리 공급을 제약하는 두 번째 축은 황산이다. 황산은 일반 제련소에는 공정에서 나오는 부산물이지만, 산화광에서 구리를 직접 뽑아내는 습식제련(SX-EW)에는 없어서는 안 될 투입재다. SX-EW는 글로벌 구리 생산의 약 17%를 담당하는 만큼, 황산 조달이 막히면 그만큼의 구리 생산이 직접 흔들린다. 중국이 올해 5월부터 황산 수출을 사실상 중단하고 호르무즈 물류 차질이 겹치면서, 황산 가격은 연초 톤당 150달러 안팎에서 봄 들어 300달러에 가까운 수준까지 올랐다. 황산 수입 의존도가 높은 칠레와 콩고민주공화국의 습식동 생산이 직접 노출되는 구간이다.

SX-EW에는 비용,
제련사에는 수익으로
작동하는 황산

황산 가격 상승이 한쪽에서는 SX-EW의 원가 부담과 감산 위험으로, 다른 한쪽에서는 황산을 회수해 파는 제련사의 수익으로 정반대로 작동한다. 어느 쪽이든 결론은 같다. 부원료가 막히면 구리 공급은 한 번 더 제약되고, 가격 하단은 그만큼 단단해진다.

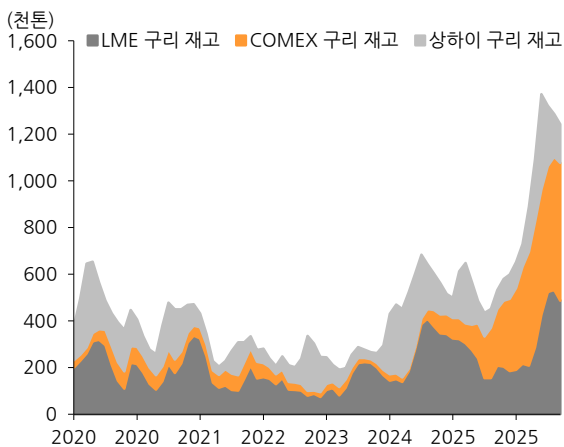
재고 총량보다 중요한
관세-비축-지역별 가격차

재고는 이 논리에 대한 반론이다. 거대소 재고가 늘어났다면 가격 하단이 약해져야 한다는 주장은 타당하다. 다만 이번 재고 증가는 실수요 둔화만으로 설명하기 어렵다. 미국 정련동 관세 우려를 앞둔 선제 비축, COMEX 중심의 재고 축적, 지역별 프리미엄 변화가 함께 작동했다. 따라서 재고 총량만 보고 구리 가격 하단이 약하다고 단정하기는 어렵다. 다만 관세 결정 이후 재고와 프리미엄, 지역별 가격차는 되돌림이 가능하다. 재고와 관세는 구조적 하단의 본질이라기보다 단기 가격 경로를 흐르는 변수로 보는 편이 맞다. 실제로 6월 들어 주요 글로벌 투자은행이 구리 전망을 잇따라 상향했는데, 그 근거는 수요 회복이 아니라 광산 공급이 줄었다는 공급 측 변수였다.

구리 결론은 슈퍼사이클보다
하단 레벨업

결국 구리의 결론은 슈퍼사이클 선언이 아니라 하단 레벨업이다. 가격이 높아지면 스크랩, 대체재, 수요 파괴가 작동할 수 있다. 구리 가격이 직선으로 오른다고 단정할 필요는 없다. 그러나 광산 개발기간, 정광 부족, TC 붕괴, 황산 병목은 단기 휴전이나 관세 이벤트로 사라지는 변수가 아니다. 구리 시장은 완제품 총량보다 병목을 가격화하고 있고, 그 병목은 과거보다 높은 가격 하단을 만든다.

[그림8] 구리 재고 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 중국 황산 가격 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

3.2 분기를 받치는 본업 - 아연·연

2Q 실적 우려를 낮추는
아연·연·황산

1Q26 고려아연 실적을 끌어올린 것은 귀금속이지만, 2분기 우려를 더는 것은 다시 본업 금속이다. 고려아연 1Q26 별도 매출에서 은은 51%, 금은 14%로 귀금속이 65%를 넘었고, 시장의 걱정도 같은 자리에서 출발한다. 금은 가격이 조정되고 판가원가 래깅에서 나온 일시적 이익이 견히면 2Q 이후 실적이 꺾이지 않겠느냐는 우려다. 그러나 같은 별도 매출에서 아연과 연은 여전히 본업의 한 축을 차지하고 있고, 2분기 귀금속 가격 약세에도 불구하고, 높아진 아연 가격대와 가격이 급등한 황산 등 부산물 수익이 이익 둔화를 일부 방어할 전망이다.

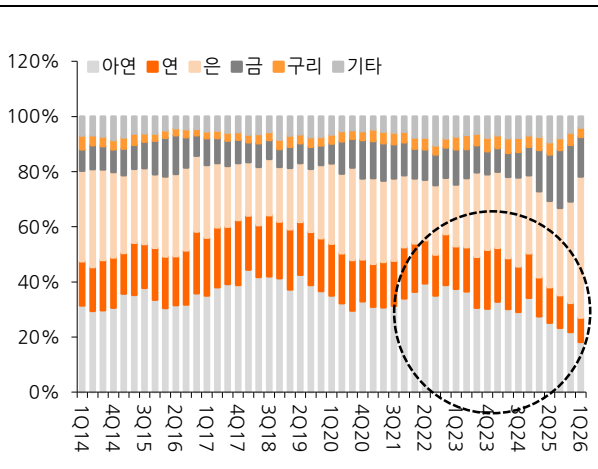
아연도 완제품보다 정광이
먼저 타이트한 시장

아연 강세의 뿌리도 완제품·수요가 아닌 아니라 정광에 있다. 정련아연 자체는 광산과 제련 증설이 맞물려 글로벌 기준 공급이 빠듯하지 않다는 전망이 우세하고, 총량 전망치는 기관과 시점에 따라 부족과 과잉 사이를 오간다. 그러나 그 앞단의 광산 원료는 다른 그림이다. 세계 아연 광산 생산은 최근 수년간 정체에 가까웠고, 올해 들어서도 호주 마운트아이사의 폭우·철도 차질, 페루 안타미나와 스웨덴 가펜베리의 조업 차질이 겹쳤다. 주요 투자은행이 2026년 정련아연 생산 전망을 잇따라 낮춘 것도 이런 광산 측 차질을 반영한 결과다. 정련금속 총량은 남아도 광산 원료는 빠듯하다는 점에서, 아연은 구리와 같은 정광 병목 구조 위에서 있다.

품위 하락과 단기 차질이
겹친 아연 정광 부족

정광이 부족해진 배경은 일회성 사고 하나로 설명하기 어렵다. 일부 기존 아연 광산은 자원 고갈과 광석 품위 하락, 채굴순사·배광 조정의 영향을 받고 있다. 광산은 통상 고 품위·저비용 광체부터 채굴하기 때문에 시간이 지날수록 남은 광석의 품위가 낮아지고, 구리·귀금속 등 수익성이 더 높은 광체를 우선 채굴할 경우 아연 정광 산출은 더 줄어들 수 있다. 여기에 호주 Mount Isa 철도 차질, 페루 Antamina 노사 갈등, 스웨덴 Garpenberg 지진성 이벤트 같은 단기 차질이 겹쳤다.

[그림10] 고려아연 금속별 매출 비중 추이



주: 별도 기준
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 아연 가격 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

제련 마진 부담이자 가격
하단 신호인 TC 하락

낮은 제련수수료는 제련사에게는 비용이지만, 시장 전체로 보면 원료가 부족하다는 가장 빠른 신호다. 아연 정광을 둘러싼 확보 경쟁이 격화되면서, 올해 5~6월 중국 현물 TC는 마이너스권으로 내려갔고 일부 광산 입찰에서는 금속 톤당 마이너스 수백 위안 수준까지 제시됐다. 낮은 TC 자체는 제련사 마진에 부담이지만, 이 상태가 길어지면 원료 부족은 결국 제련소의 감산 여부를 묻게 되고, 정련아연 가격의 하단을 떠받치는 방향으로 작동한다. 제련소가 곧바로 멈추지 않는 이유도 부산물에 있다.

부산물 수익이 흡수하는
낮은 TC 부담

중국 시장 추정 기준으로 황산을 제외하면 아연 제련 이익은 톤당 마이너스 수천 위안의 적자이지만, 황산과 부산물 수익을 포함하면 흑자로 돌아선다. 부산물이 낮은 TC를 일부 흡수하며 가동률을 버티게 하고, 그 결과 정광 부족은 더 오래 이어진다.

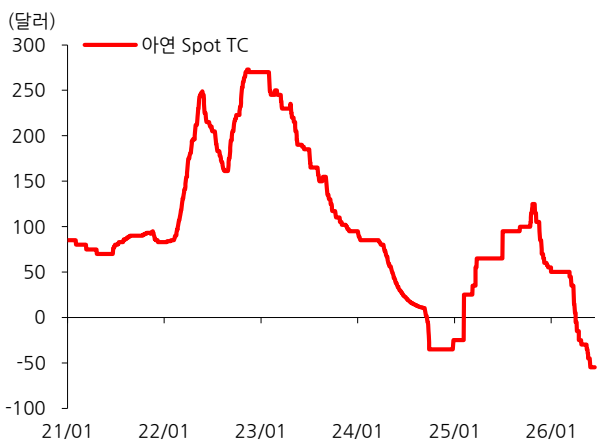
아연·연 정광에서 함께
나오는 귀금속 회수

고려아연에게 아연·연 정광은 베이스메탈만의 원료가 아니다. 금·은이 많이 함유된 정광은 주로 연 정광 쪽에 몰려 있어, 아연·연 강제와 귀금속 회수가 같은 원료에서 동시에 일어난다. 2분기 들어 금은 가격이 조정되더라도, 그 일부를 본업 정광이 받치는 구조다.

연은 정광 부족에도 재고가
상단을 제한

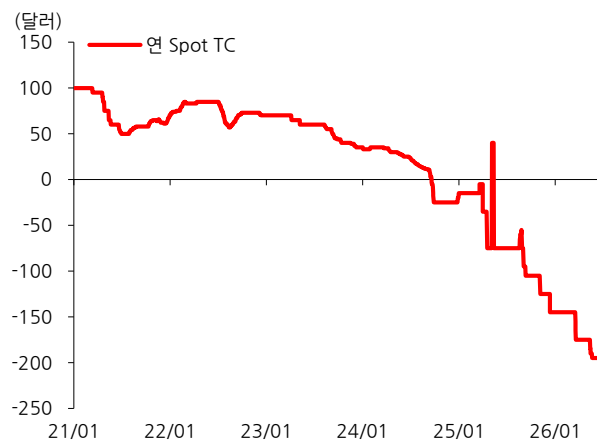
연은 아연과 같은 정광·부산물 구조를 공유하되, 가격은 한층 차별하게 움직인다. 연은 단독으로 캐는 경우가 드물고 아연·은·구리를 캐는 과정에서 부산물로 따라 나오는 금속이어서, 광산 측 사정은 아연과 상당 부분 겹친다. 연 정광의 가공비 역시 깊은 마이너스권으로 원료 부족을 가리키지만, 가격의 위쪽은 다른 요인이 누른다. 거래소 연 재고가 여러 해 만의 높은 수준까지 쌓였고 납축전지 수요가 계절적 비수기에 들어가면서, 연 가격은 톤당 1,900달러대 후반에서 2,000달러 안팎의 낮은 박스권에 머물러 있다.

[그림12] 아연 Spot TC 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 연 Spot TC 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

III. 제련: 높아진 가격을 이익으로 바꾸는 회수 구조

1. 국내 비철 밸류체인 - 마진은 제련·가공에서

높아진 가격대를 이익으로
바꿀 제련사

여기서 투자 대상의 범위가 좁혀진다. 금속 가격의 하단이 높아졌다는 판단만으로는 충분하지 않다. 중요한 것은 그 높아진 가격대를 누가 이익으로 바꿀 수 있는가이다. 한국에는 순수 광산 투자 대안이 제한적이다. 따라서 이번 사이클에서 국내 비철 투자 논리는 광산이 아니라, 정광 안의 금속을 더 많이 회수하고 부산물을 별도 이익으로 만드는 제련사에서 출발한다. 원료 협상력은 약해도, 제련 공정 안에서 회수되는 금·황산·희소 금속의 가치가 커지면 이익의 설명 변수는 TC에서 회수 구조로 이동한다.

원료 협상력은 약하지만
판매 전가는 안정적

한국 비철 산업은 국내 광산 기반이 제한적인 가운데 수입 정광을 제련·가공하는 구조로 출발했다. 동·아·연 정광은 대부분 해외에서 들여오고, 글로벌 광산 메이저의 시장 집중도가 높은 만큼 한국 제련사의 원재료 협상력은 구조적으로 약한 편으로 평가된다. 반면 국내 판매시장으로 가면 양상이 바뀐다. 제련 영역의 진입장벽이 높고 시장이 사실상 독점·복점 형태로 형성되어 있어, LME 시세와 환율 변동을 판매가격에 비교적 안정적으로 반영할 수 있는 구조가 자리잡혀 있다.

광산 부재가 정하는 한국
비철의 부가가치

광산이 없다는 사실은 한국 비철 산업의 부가가치가 어디에 형성되는지를 결정한다. 광산 단의 자원 가치를 누릴 수 없는 만큼, 의미 있는 마진은 제련 단계의 회수 기술과 부산물 포트폴리오, 그리고 가공 단의 제품 믹스로 좁혀진다.

한국 비철 제련은 양강 구도가 명확하다. 전기동 본업은 LS MnM이 국내 유일의 사업자이며, 아연은 고려아연과 영풍 두 곳이, 연은 고려아연 중심의 생산 구조다. 고려아연 역시 통합공정 안에서 동을 함께 회수하지만, 전기동 본업이라기보다 통합 제련 과정에서 부산물 성격으로 추출되는 구조에 가깝다. 자본·기술집약적 장치산업 특성과 환경 설비 부담이 결합되면서, 제련 영역의 신규 진입은 사실상 봉쇄된 상태로 평가된다.

[그림14] 국내 비철금속 산업 밸류체인



자료: 한화투자증권 리서치센터

범용 가공재는 가격 전가력에서 차별화

가공 단으로 내려가면 그림이 또 바뀐다. 신동 가공의 대표 기업 풍산은 동·동합금 가공 품 전반(판대, 봉·선, 소전, 리드프레임 소재 등)을 생산하며, 특히 주화용 소전은 세계 교역량의 약 절반을 점유하는 것으로 평가된다. 다만 가공 단의 수익성은 LME 구리 가격보다 롤마진과 제품 믹스, 가격 전가력에 더 크게 좌우된다. 원재료 매입에서 제품 매출까지 약 3개월의 시차가 있어 단기 가격 변동은 재고 효과로 흡수되지만, 중장기 수익성은 결국 고부가 제품 비중에서 갈린다. 황동봉 전문 가공사 대창이 올해 들어 수요 부진을 이유로 황동봉 판가를 수개월간 동결해온 사례는, 범용 가공재에서 원재료 가격 상승을 모두 전가하기 어렵다는 점을 보여주는 비교군으로 활용된다.

제련은 회수, 가공은 전가, 전선은 프로젝트

가공 단을 여기서 짚는 이유는 제련과 구분하기 위해서다. 같은 동 가격 상승 국면이라도, 범용 가공은 가격 전가력의 문제이고 전선은 프로젝트 수주와 인증의 문제다. 반면 제련은 원료 안의 금속을 얼마나 더 회수하느냐의 문제다.

전선은 동 가공 안에서도 별도 사이클

전선은 같은 동 가공 밸류체인 안에 있지만, 수요 측 사이클이 별개로 움직인다. 일반 신동 가공이 건설·자동차 등 전방 수요 부진에 직접 노출되는 반면, 전선의 전방은 전력망 투자, AI 데이터센터, 해상풍력처럼 수요 가시성이 높은 산업으로 구성된다. 이 차이가 가치 구동축을 원재료 가격 전가가 아니라 프로젝트 수주, 인증·레퍼런스, 해저·HVDC 생산능력으로 옮겨놓는다. 한국에서는 LS전선이 글로벌 HVDC 케이블 양산 가능 5개사 안에 포함된 유일한 사업자이며, 대한전선이 그 뒤를 잇는다.

[그림15] 신동 가공과 전선 - 같은 동 밸류체인, 다른 사이클



자료: 한화투자증권 리서치센터

2. 제련은 추출 사업 - Free Metal 과 부산물

제련 손익을 가르는 추출의 폭과 깊이

제련의 손익은 정광 매입 마진이 아니라 추출의 폭과 깊이가 좌우한다. 광산이 자원 가격에, 가공이 롤마진에 손익을 의존하는 것과 달리, 제련은 같은 정광에서 얼마나 많은 금속을 회수하느냐가 손익의 크기를 가른다. 본업 금속 외에 Free Metal과 부산물이라는 별도의 이익 축이 존재하기 때문이다.

부산물 가격이 낮추는 광산의 현금원가

광산은 LME 시세와 by-product credit, 가공은 롤마진과 제품 믹스가 핵심 손익 드라이버다. 광산은 commodity price taker로 LME 시세에 직접 노출되지만, 다금속 광산의 경우 부산물 credit이 cash cost를 차감하는 형태로 손익에 영향을 준다. Southern Copper의 1Q26 동 cash cost는 by-product credit 차감 후 파운드당 -\$0.11을 기록해 전년 동기 +\$0.77에서 마이너스권으로 전환됐다. Vale 역시 1Q26 copper all-in costs가 톤당 -\$642로 마이너스를 기록했으며, 양사 모두 귀금속아연 등 부산물 가격 및 판매량 개선이 원가 지표를 크게 낮춘 핵심 요인으로 확인된다.

가공 손익의 핵심은 롤마진과 제품 믹스

가공은 정련 금속을 LME 가격으로 매입해 가공품을 제조하는 사업이며, 핵심 수익원은 원재료와 제품 가격의 차이인 롤마진이다. 매입에서 제품 매출까지 시차로 단기 재고효과가 발생할 수 있으나, 중장기 수익성은 가격 전가력과 고부가 제품 비중에 따라 달라진다.

광산·가공과 다른 제련의 부산물 이익 구조

산업금속과 귀금속이 동반 강세를 보이는 국면에서 제련기업의 손익은 광산·가공과 다른 방식으로 다층화된다. 광산은 주금속 가격 상승이 이익에 직접 반영되고, 금은 등 부산물 크레딧이 현금원가를 낮추는 효과로 작동한다. 가공은 제품 프리미엄과 가공마진이 기본 축이며, 가격 상승기에는 단기 재고효과가 더해질 수 있다. 반면 제련은 TC/RC 하락 부담에도 본업 외 부산물이 별도 이익 축으로 작동한다.

[표6] 광산·가공·제련의 손익 구조 비교

구분	광산	가공	제련
핵심 사업	광석 채굴·정광 판매	정련 금속 매입·가공품 제조	정광 매입·정련 금속 생산
주요 수익원	광물 가격 × 채굴량	롤마진 × 제품 믹스	TC/RC + 프리미엄 + Free Metal + 부산물
가격 노출	직접 (가격 수용)	약 3개월 시차 (재고효과)	정광 payable 구조에 종속
현금원가 동인	품위·심도·부산물 크레딧	원재료비·전력비·인건비	정광 단가·전력비·환경비
진입장벽 성격	자본·자원·지정학	설비·기술·고객 인증	통합공정·회수 노하우·환경설비
1Q26 대표 사례	SCCO 현금원가 -\$0.11/lb	풍산·대창 가공 마진 정체	고려아연 별도 OP +71% QoQ, 회소금속 GPM 74%

자료: 한화투자증권 리서치센터

>> 제련은 정광 매입 마진이 아닌 추출 사업

TC 바닥에서도 이익을 만든
Free Metal과 부산물

제련 손익의 핵심은 정광 매입 마진이 아니라 그 위에 얹히는 Free Metal과 부산물이다. 제련사는 LME 시세에 payable 비율을 곱하고 TC/RC를 차감해 정광을 매입하지만, 손익은 이 단계에서 끝나지 않는다. 실제 회수율이 payable 비율을 상회하는 만큼의 Free Metal, 정광 매입가에 가격이 책정되지 않는 부산물, 공정에서 발생하는 황산이 본업 마진 위에 별도 매출로 잡힌다. 현재 TC/RC가 사상 최저 수준에 머무는 환경에서도 한국 제련 양강이 1Q26 사상 최대급 실적을 기록한 배경이 여기에 있다.

payable을 넘는 회수율이
만드는 Free Metal 레버리지

Free Metal은 같은 정광에서 회수율이 높은 제련사가 더 가져가는 손익이다. 정광 매입가의 payable 비율은 아연 85%, 연 95%, 동 96% 안팎이 시장 표준이며(Fastmarkets, MDPI Processes Journal), 실제 회수율은 이를 상회한다. 아연의 경우 회수율 97% 이상이 통용 수준으로, 그 차이 약 12%p가 매입 시점에 비용으로 지불되지 않은 채 매출로 인식된다. 가격이 상승할수록 Free Metal의 가치도 함께 커지기 때문에, 같은 정광을 처리하더라도 회수 기술이 우위인 제련사의 손익 레버리지가 더 크게 작동한다.

은 함량 높은 연 정광이
만드는 고려아연의 차별성

고려아연이 이를 구체적으로 보여준다. 회사는 가공비보다 정광에 함유된 부산물-귀금속 함량을 보고 원료를 매입한다고 설명해 왔고, 은 함유량이 높은 연 정광을 전략적으로 소싱하며 일부 광산과는 장기 공급계약을 맺고 있다. 가공비가 마이너스로 내려간 국면일수록 회수 우위의 손익 기여는 더 커진다.

정광 안의 숨은 금속을
수익화하는 제련 공정

부산물과 황산은 제련기업의 추가 수익원으로 작동한다. 동-아연 연 정광에는 주력 금속 외에도 금은과 인듐-갈륨-안티모니 등 다양한 부산물-마이너메탈이 함유되어 있다. 금은처럼 정광 가격에 일부 반영되는 금속도 있지만, 모든 함유 금속의 가치가 동일한 방식으로 온전히 반영되는 것은 아니다. 회수 기술과 별도 공정을 보유한 제련사는 원료 안에 포함된 금속을 추가로 회수해 판매할 수 있고, 이 과정에서 금속 가격 상승은 본업 수수료 외의 이익 축으로 작동한다.

제련 공정 부산물인 황산의
수익화

황산도 유사하다. 동-아연 제련 과정에서 발생하는 이산화황을 황산으로 회수해 판매할 경우, 별도 원료를 매입하는 사업과 달리 제련 공정에서 발생한 부산물을 수익화하는 구조가 된다.

매출 비중보다 큰 부산물의
이익 기여

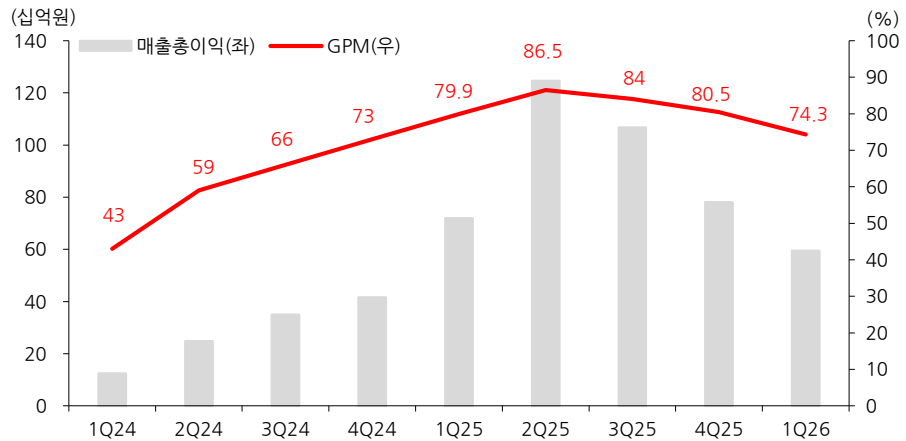
한국 제련 양강의 실적은 이 회계 구조가 손익으로 어떻게 작동하는지 보여준다. 고려아연 1Q26 별도 손익에서 본업 매출총이익률은 17.7%인 반면 회소금속 매출총이익률은 74.3%다. 회소금속은 매출의 1.9%에 불과하지만 매출총이익 기여는 7.4%로, 매출 대비 약 4배의 손익 레버리지를 만든다. 분기 시계열로 보면 회소금속 GPM은 1Q24 43%에서 출발해 2024년 60%대, 2025년 80%대로 상승했으며, 1Q26은 안티모니 가격 약세로 74.3%까지 일부 후퇴했으나 70%대 중반대를 유지했다. LS MnM도 황산 부문 영업이익이 4Q25 169억원에서 1Q26 253억원으로 QoQ 49.7% 증가했으며, 부산물의 이익 기여는 LS MnM 영업이익의 약 80%를 차지한 것으로 추정된다.

[그림16] 정광 매입가 결정과 제련사의 수익 채널



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 고려아연 회소금속 GPM 추이



자료: 고려아연, 한화투자증권 리서치센터

3. 낮은 TC에도 높아진 마진

>> 광산: 가격 상승의 1차 수혜는 광산이었다

제련 양강과 글로벌 광산의 다른 실적 레버리지

1Q26 고려아연 별도 영업이익과 LS MnM 영업이익은 전년 동기 대비 각각 +120%, +154% 증가했다. 같은 분기 글로벌 광산 역시 금속 가격 상승의 직접 수혜를 누렸다. 그러나 이익이 늘어난 경로는 같지 않았다.

금속 가격 상승이 가장 직접적으로 반영되는 광산

광산은 금속 가격 상승이 마진에 가장 직접적으로 반영되는 사업이다. Southern Copper(SCCO)의 영업이익률은 구리 강세가 본격화된 2021년 55.5%까지 확대됐고, 2024년 48.6%, 2025년 52.2%, 1Q26 58.3%를 기록했다. Freeport-McMoRan(FCX)는 같은 강세 국면에서 2021년 OPM 36.6%, 2025년 25.1%, 1Q26 34.3%로 회복했다. 가격이 오를 때 광산의 OPM은 30~50%대로 확장된다. 광산과 제련을 함께 보유한 Boliden에서도 같은 차이가 나타났다. 1Q26 광산부문 EBIT는 SEK 3,114mn으로 전년 동기 대비 133% 증가해 제련부문 증가율 28%를 크게 웃돌았다.

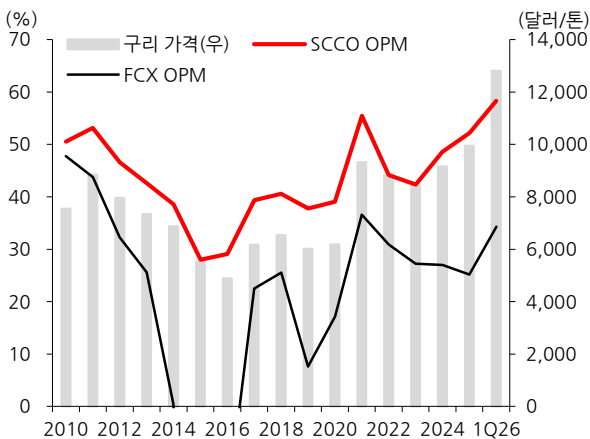
부산물물은 있지만 조합을 넓히기 어려운 광산

광산도 부산물을 함께 판다. 다만 어떤 금속이 얼마나 함께 나오는지 매장된 광석의 구성에 크게 좌우된다. SCCO의 부산물 매출 비중은 2013~2025년 18~25%, 평균 22.0% 수준에서 움직였다. 같은 기간 구리 매출은 46.6억달러에서 122.9억달러로 약 2.6배 증가했지만, 부산물 비중은 여전히 20% 안팎에 머물렀다. 광산의 다금속 노출은 존재하지만, 그 조합을 능동적으로 넓히기는 어렵다.

광산의 직접 수혜 다음에 봐야 할 제련의 이익 구조

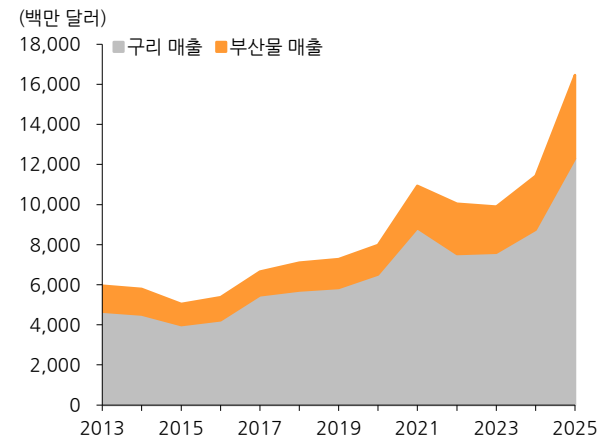
광산의 강점은 명확하다. 금속 가격 상승은 판매가격과 부산물 credit을 통해 마진에 가장 직접적으로 반영된다. 그렇다면 원료를 보유하지 않고 매입하는 제련사는 같은 가격 강세를 어떻게 이익으로 남겼을까.

[그림18] 구리가격 및 SCCO-FCX 영업이익률 추이



주: FCX는 2014~2016년 동안 미국 oil & gas 사업에서 대규모 자산손상을 인식했으며, 그 영향으로 2015년 GAAP 기준 영업이익률(OPM)이 약 -92.5%까지 하락
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] SCCO 매출 구성 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

>> 제련사 이익: TC가 누른 하단, 금속 바스켓이 연 상단

과거에는 TC가 고려아연
마진의 기준선

과거 고려아연의 이익률은 아연 Benchmark TC와 같은 방향으로 움직였다. TC는 정광을 사들여 금속으로 만들어주는 대가로, 이 수수료가 높을수록 제련 마진도 두터워지는 구조다. 실제로 2007~2018년 고려아연 별도 OPM과 아연 Benchmark TC의 연간 상관관계수는 +0.85로, TC가 제련 본업 마진의 중요한 기준선으로 작동했다. 그러나 이 관계는 2019년 이후 약해졌다. 2019~2023년 두 지표의 상관관계수는 -0.14로 사실상 설명력이 사라졌다. 가장 분명한 사례가 2020년과 2023년의 비교다. 아연 Benchmark TC는 2020년 284달러, 2023년 265달러로 두 해 모두 높았지만, 고려아연 별도 OPM은 13.9%에서 9.7%로 오히려 낮아졌다. 높은 TC만으로 이익률을 설명하기 어려운 구간이 나타나기 시작했다.

귀금속 믹스 확대가 TC
하락을 압도

2024년 이후에는 양상이 달라졌다. 연간 기준 아연 Benchmark TC는 2024년 192달러에서 2025년 101달러로 낮아졌고, 특히 2Q25 이후 적용 TC가 80달러로 유지됐다. 그런데 같은 기간 고려아연 별도 OPM은 2024년 10.1%에서 2025년 11.1%, 1Q26 16.2%로 오히려 상승했다. 같은 기간 금은 합산 매출 비중은 38.6%에서 65.7%로 빠르게 확대됐다. 최근 관측치는 제한적이지만, 낮은 TC에도 귀금속 믹스 확대가 마진 개선과 동행했다는 점은 확인된다

과거 TC 공식으로 설명되지
않는 1Q26 이익률

과거 TC 관계만으로는 최근 마진을 설명하기 어렵다는 점이 정량적으로도 드러난다. 2007~2018년 고려아연 분기 OPM과 아연 Benchmark TC의 단순 관계를 적용하면, TC 80달러 구간의 OPM은 약 9.9% 수준에 해당한다. 그러나 2Q25 이후 적용 TC가 80달러로 동일하게 유지된 구간에서 실제 OPM은 단순 추정선을 점차 상회했고, 1Q26에는 16.2%로 6.2%p를 웃돌았다. 최근 마진 상승은 TC 반등이 아니라, 금은 믹스 확대를 중심으로 회수율, 고품위 원료 소싱, 환율, 가격 래깅 효과가 함께 작동한 결과로 읽는 편이 맞다.

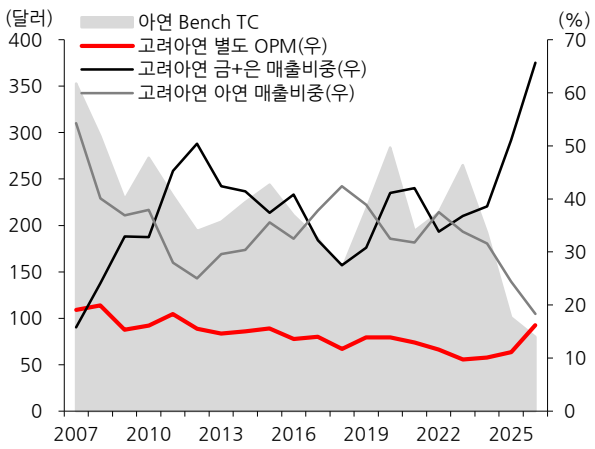
글로벌 제련사에서도 확인된
TC 설명력 약화

이 현상은 고려아연만의 예외가 아니다. 글로벌 제련사의 최근 실적에서도 TC/RC 부담을 다른 이익원이 방어하는 구조가 확인된다. Boliden 제련부문은 1Q26 TC/RC가 전년 동기 대비 SEK 199mn의 부담으로 작용했지만, 금은구리 등 메탈가격 효과가 SEK 741mn의 긍정 요인으로 반영되며 EBIT ex PIR이 28% 증가했다. Aurubis도 FY25/26 상반기 총마진에서 동 정광 TC/RC 비중이 14%에서 6%로 낮아졌지만, 금은구리 Metal result 비중 확대와 황산·리사이클링·제품 수익이 함께 작동하며 영업 EBT를 전년 수준으로 유지했다. 낮은 TC/RC에도 다른 이익원이 실적을 방어하거나 확대하는 현상은 한국과 유럽에서 동시에 확인된다.

낮은 TC에도 남은 Free
Metal과 부산물·회소금속

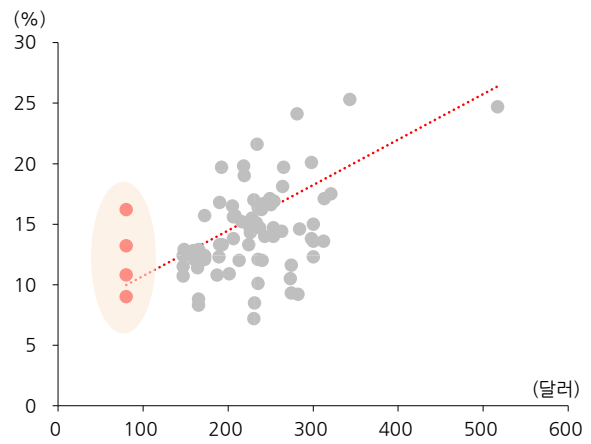
결국 제련 이익의 상단을 설명하는 변수가 넓어졌다. 낮은 TC는 여전히 본업 수익성을 누르지만, 이익의 상단을 연 것은 가격화할 수 있는 금속의 범위였다. 핵심은 분기 이익이 아니라 이익 체력의 레벨이다. 메탈게인·래깅 같은 일회성은 가격이 정상화되면 빠지지만, Free Metal과 부산물·회소금속은 낮은 TC에서도 남는다. 높아진 가격대와 이 회수 구조가 맞물리며 한국 제련의 이익 체력은 한 단 올라섰다. 이제 중요한 것은 그 높아진 체력에 시장이 매길 가치다. 고려아연과 LS는 그 답을 서로 다르게 보여준다.

[그림20] TC는 낮아졌는데 마진은 높아졌다



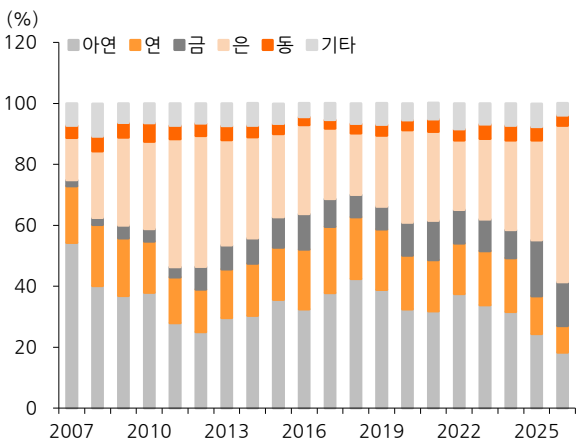
자료: 고려아연, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] 아연 벤치마크 TC 및 고려아연 별도 OPM 분포



자료: 고려아연, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] 고려아연 별도 부문 매출 비중 추이



자료: 고려아연, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 낮은 TC를 다른 이익원이 방어한 최근 제련사 실적

기업·부문	TC/RC 부담	TC 외 이익원 효과	실적 결과
Boliden 제련부문 1Q26 (YoY)	TC/RC -SEK 199mn	금·구리 등 메탈가격 효과 +SEK 741mn	EBIT ex PIR +28%
Aurubis 전사 H1 FY25/26	동 정광 TC/RC 비중 14% → 6%	Metal result 24% → 31% 황산·리사이클링· 제품 수익 방어	영업 EBT EUR 226mn 전년 수준 유지
고려아연 별도 2024 → 1Q26	아연 Bench TC 192 → 80달러	금·은 매출비중 38.6% → 65.7% 회수율·소싱·환율·레깅	별도 OPM 10.1% → 16.2%

TC는 본업 마진의 하단을 누른다. 이익의 상단을 연 것은 가격화되는 금속의 병위였다.

주: Aurubis 동 정광 TC/RC 비중은 그룹 총마진 기준

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표7] 낮은 TC에 따른 실적 부담을 방어한 글로벌 제련사 사례

기업·부문	시점	TC/RC 부담	TC 외 이익원 효과	실적
Boliden 제련부문	1Q26 (YoY)	TC/RC -SEK 199mn	금·구리 등 메탈가격 효과 +SEK 741mn	EBIT ex PIR +28%
Aurubis 전사	H1 FY25/26	동 정광 TC/RC 비중 14% → 6%	Metal result (24% → 31%)·황산·리사이클링· 제품 수익 방어	영업 EBT EUR 226mn, 전년 수준 유지
고려아연 별도	2024 → 1Q26	아연 Bench TC 192 → 80달러	금·은 매출비중 38.6% → 65.7%, 회수율·소싱·환율·레깅	별도 OPM 10.1% → 16.2%

자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

IV. 핵심광물 프리미엄. 부산물은 밸류에이션으로

1. 핵심광물이라는 변수 - 기준과 통제방식

이익 입증 이후 남은 밸류에이션 문제	앞선 파트에서 확인한 것은 회수 경쟁력이 곧 이익이라는 사실이었다. 같은 정광에서 더 많은 금속을 뽑아내는 능력이 Free Metal과 부산물이라는 별도 이익 축으로 손익에 잡혔고, 제련수수료가 사상 최저인 환경에서도 한국 제련 양강이 사상 최대급 실적을 낸 배경이 거기에 있었다. 손익 차원의 입증은 이미 끝난 셈이다. 그렇다면 다음 질문은 얼마나 더 버느냐가 아니라 "그 이익에 시장이 어떤 멀티플을 부여할 것이냐"가 된다.
분기 이익보다 중요한 회수 구조의 대체 불가능성	이익과 밸류에이션의 시간축은 다르게 움직인다. 이익은 사이클을 탄다. 귀금속 가격이 조정되고 Metal Gain이 겹치면 분기 이익은 1Q26 고점에서 내려올 수 있다. 반면 멀티플도 이익에 좌우되긴 하지만, 그 이익을 떠받치는 구조가 얼마나 희소하고 대체하기 어려운가에도 좌우된다고 판단한다.
회수 경쟁력을 밸류에이션으로 있는 핵심광물	이번 파트의 질문은 고려아연의 회수 경쟁력이 밸류에이션에서도 차별적 대우를 받을 수 있는가, 그 근거는 무엇인가다. 출발점에 핵심광물이라는 변수가 있다. 회수 대상 금속 상당수가 단순 산업 원자재가 아니라 각국 정부가 공급망 안보 차원에서 관리하는 전략 자원이라는 점이 손익과 밸류에이션을 잇는다.
독립 광산보다 부산물에 묶인 핵심광물 공급	고려아연이 회수하는 핵심광물 상당수는 독립 광산이 아니라 다른 금속을 제련하는 과정에서 부산물로 나온다. 미국 핵심광물 제도도 인듐·갈륨·게르마늄·텔루륨을 모(母)금속 생산에 회수가 종속되는 '부산물'로 분류한다.
희귀성보다 공급망 취약성이 핵심광물의 기준	핵심광물은 단순히 희귀해서 중요한 것이 아니라, 공급이 끊기면 미국의 경제와 국가안보에 큰 타격을 주기 때문에 중요하다. 미국 핵심광물 기준의 중심도 매장량 희소성보다 경제·안보상 중요성, 공급망 취약성, 그리고 제조업·에너지·방산·첨단산업에서의 대체 곤란성이다. 구리·아연·납·은처럼 전통 금속까지 핵심광물 리스트에 포함된 것은 이 기준이 희귀 금속에서 '공급망이 끊기면 산업이 흔들리는 금속'으로 확장됐음을 보여준다.

[그림24] 핵심광물: 희소성이 아니라 '끊길 위험'의 문제



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표8] USGS 2025 핵심광물 리스트 (희토류 외)

구분	광물	주요 용도	비고
전통 비철 / 제련 연계	알루미늄(Aluminum)	전 산업 범용 소재	경량금속
	구리(Copper)	전선·케이블·전력망	2025 신규 편입 / 고려아연 연계
	납(Lead)	배터리·탄약·유리·세라믹	2025 신규 편입 / 고려아연 연계
	니켈(Nickel)	스테인리스·이차전지	배터리·합금
	주석(Tin)	회로기판·도금·캔	전자소재
	아연(Zinc)	철강 도금·방청	고려아연 본업
고려아연 회수금속 / 회수금속	안티모니(Antimony)	납축전지·난연재·방산	고려아연 연계
	비스무스(Bismuth)	저독성 금속·의료·원자력 연구	고려아연 연계
	갈륨(Gallium)	화합물 반도체·전력반도체	고려아연 미래 옵션
	게르마늄(Germanium)	광섬유·반도체·적외선 장비	고려아연 미래 옵션
	인듐(Indium)	디스플레이·터치스크린·광통신	고려아연 연계
	텔루륨(Tellurium)	태양전지·반도체·합금 첨가	고려아연 연계
귀금속 / PGM	은(Silver)	전기회로·배터리·태양전지·의료	2025 신규 편입
	이리듐(Iridium)	전기화학 공정·촉매	PGM
	팔라듐(Palladium)	촉매변환기·전자촉매	PGM
	백금(Platinum)	촉매변환기·항공합금·정유/화학	PGM
	로듐(Rhodium)	촉매변환기·전기부품·촉매	PGM
	루테튬(Ruthenium)	촉매·전기접점·칩 저항	PGM
배터리 / 전력전자 / 첨단소재	코발트(Cobalt)	배터리·내열합금	배터리
	흑연(Graphite)	윤활제·배터리·연료전지	음극재
	리튬(Lithium)	충전식 배터리	배터리
	망간(Manganese)	철강·배터리	배터리/철강
	실리콘(Silicon)	반도체 웨이퍼	2025 신규 편입
	바나듐(Vanadium)	철강 강화·레독스플로우 배터리	배터리/철강
철강 / 합금 / 항공·방산 소재	베릴륨(Beryllium)	항공·방산용 합금	고성능 합금
	크롬(Chromium)	스테인리스강	철강 원료
	하프늄(Hafnium)	원자로 제어봉·반도체·항공	첨단 합금
	마그네슘(Magnesium)	항공·자동차·전자 합금	경량화
	제철용 석탄(Metallurgical coal)	철강 생산	2025 신규 편입
	니오븀(Niobium)	철강 강화	특수강
	레늄(Rhenium)	제트엔진·가스터빈	2025 신규 편입
	탄탈럼(Tantalum)	고온·고내구 전자부품	전자·항공
	티타늄(Titanium)	항공기·우주선·군용 장갑·안료	항공·방산
	텅스텐(Tungsten)	제트엔진·탄약·절삭공구	방산·공구
지르코늄(Zirconium)	원자로·항공 열차폐·엔진부품	원전·항공	
화학 / 비료 / 에너지 / 기타 산업재	비소(Arsenic)	반도체	화합물 반도체
	중경석(Barite)	석유·가스 시추·의료영상	에너지
	붕소(Boron)	철강·유리 강화·원자력	2025 신규 편입
	세슘(Cesium)	원자시계·GPS	정밀기기
	형석(Fluorspar)	합성소재·철강·세라믹·정유	화학·제련
	인산염(Phosphate)	비료	2025 신규 편입
	칼륨염(Potash)	비료	2025 신규 편입
	루비듐(Rubidium)	원자시계·GPS·데이터 네트워크 동기화	정밀기기
	우라늄(Uranium)	원전 연료·의료	2025 신규 편입

자료: USGS, 한화투자증권 리서치센터

>> 2025년 희소금속 가격 급등은 사이클이 아니라 통제의 산물이다

수요 폭발보다 중국 통제가 만든 가격 급등

핵심광물 가격을 2025년에 끌어올린 것은 수요 폭발이 아니라 공급을 진 쪽의 통제였다. 같은 해 비스무스가 270%, 안티모나가 144%, 게르마늄이 106% 오르는 동안 구리와 아연은 각각 6%, 3% 상승에 그쳤다. 경기 사이클을 함께 타는 산업금속과 이렇게 갈렸다는 것은, 핵심광물을 움직인 변수가 전망 수요가 아니었음을 가리킨다.

중국 수출통제가 단계적으로 넓힌 가격 프리미엄

그 변수는 중국의 수출통제다. 중국은 2023년 갈륨·게르마늄을 시작으로 2024년 8월 안티모나, 2025년 2월 비스무스·인듐·텔루륨 등 5종, 2025년 4월 중희토류 7종으로 통제 품목을 단계적으로 넓혀 왔다. 통제 대상에 새로 오른 금속의 가격은 발표 직후 가격이 뛰었다. 비스무스가 2025년 2월 통제 직후 몇 주 만에 몇 배로 된 것이 대표적이다. 수급보다는 정책이 가격을 움직인 것이다.

전면 금수보다 중요한 통제의 상시화

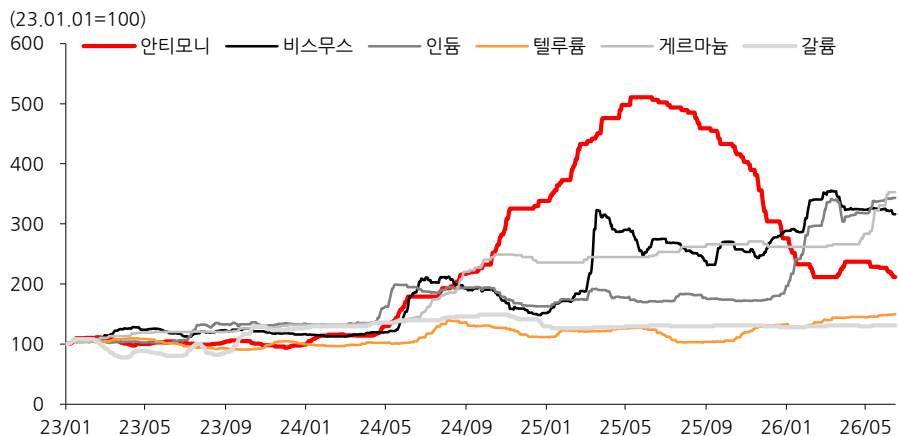
통제는 사라진 것이 아니라 상시 정책 수단으로 자리 잡았다. 2025년 11월 마중 긴장 완화로 중국은 갈륨·게르마늄·안티모나 등 이중용도 전략금속의 대미 수출금지를 2026년 11월까지 유예했다. 다만 세 금속은 여전히 이중용도 통제 품목으로 남아 수출 때마다 허가를 받아야 하고, 군사 용도 수출 금지도 그대로다. 전면 금수에서 허가제로 형태가 바뀌었을 뿐, 중국이 언제든지 다시 조일 수 있는 구조는 유지된다. 시장이 가격에 반영해야 하는 것도 통제의 해제가 아니라 통제의 상시화다.

[표9] 중국 핵심광물 수출통제 타임라인

시점	통제 품목	조치 성격	가격·공급 반응
2023년	갈륨·게르마늄	수출허가제 도입	가격 상승 출발
2024년 8월	안티모나	수출제한 발표	가격 급등
2024년 12월	갈륨·게르마늄·안티모나	대미 수출금지	비중국 가격 추가 상승
2025년 2월	비스무스·인듐·텔루륨·텅스텐·몰리브덴	수출허가제	대미 수출 급감
2025년 4월	중·중희토류 7종	수출허가제	자석 공급망 긴장
2025년 11월	갈륨·게르마늄·안티모나	대미 금수 유예(~2026.11), 허가제 군사용도 금지 유지	금수→허가제 전환

자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 희소금속 가격 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

중국 통제가 끌어올리는
핵심광물 가격 하단

중국 통제의 더 중요한 효과는 일회성 가격 급등이 아니라, 비중국 수요자를 재고·비축 대체 조달로 떠밀어 가격 하단을 끌어올린다는 데 있다. 미국의 수입의존도는 갈륨·인듐 100%, 비스무스 92%, 안티모니 91%, 게르마늄 50%로 높다. 의존도가 높은 상태에서 공급이 끊길 수 있다는 사실이 확인되면, 수요자는 비싸다고 사지 않는 것이 아니라 끊기기 전에 확보하는 쪽으로 움직인다. 산업금속에서 광산 개발 지연과 정광 부족이 만든 하단 레벨업이, 핵심광물에서는 통제와 비축 수요라는 경로로 나타난다.

단가보다 조달 안정성을
사기 시작한 미국

미국·EU·일본의 대응은 더 싸게 사는 것이 아니라 끊기지 않게 사는 쪽으로 방향을 틀었다. 가장 분명한 신호는 2026년 2월 미국이 발표한 핵심광물 비축 프로젝트(Project Vault)다. 미국 수출입은행(EXIM)이 100억달러를 대출하고 민간이 약 20억달러를 더해, 보잉·GE버노바·웨스턴디지탈 등 수요 기업이 선급금을 내고 핵심광물을 고정가로 미리 확보하는 구조다. 정부와 기업이 돈을 들여 가격 하단 자체를 사기 시작했다는 점에서, 조달의 논리가 단가에서 안정성으로 넘어갔음을 보여준다.

가격하한·우선구매가 높이는
비중국 플랫폼 가치

가격하한과 우방국 우선구매를 제도화하려는 움직임도 이어진다. 마·일·EU는 가격 지지와 보장 구매, 공동 비축을 묶은 협력 틀을 논의하고 있다. 다만 가격 결정 방식을 둘러싼 진영 내부이견이 남아 있어, 정책 방향은 굳어졌으나 구체적 적용은 아직 설계 단계다. 분명한 것은 비중국 진영이 조달 안정성에 비용을 치를 의사를 드러냈다는 점이고, 그만큼 비중국 회수·제련 플랫폼의 전략적 가치는 올라간다.

[그림26] Project Vault: 정부·기업이 함께 가격 하단을 사들이는 구조



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표10] 핵심광물 공급망 재편 - 최근 정책·시장 이벤트 종합 (2025~2026)

구분	시점	주체	핵심 내용	수단
중국 통제 확산	2023.8~2024.12	중국	갈륨-게르마늄(2023.8)→안티모니(2024.8)→대미 3종 금수(2024.12)로 통제 단계적 확대	수출허가제·금수
	2025.2	중국	비스무스·인듐·텔루륨·텅스텐·몰리브덴 허가제. 인듐 통제 후 대미 수출 14개월간 77% 급감	수출허가제
	2025.4	중국	중중희토류 7종+영구자석 허가제. 대일 갈륨-게르마늄 수출 0 기록(투트랙 보복)	수출허가제
	2025.11	중국	갈륨-게르마늄-안티모니 대미 금수 1년 유예. 단 허가제·군사용도 금지 유지	금수→허가제 전환
비중국 정책 대응	2026.2~4	미국	Project Vault — USGS 60종 전체 대상 약 120억달러 비축, 우방국 우선조달 Waterfall 구조	비축·정책금융
	2026.3~4	미·일·EU	가격하한제·국경조정가격(price floor)·공동투자 액션플랜 논의	가격하한·offtake
	2026.6.16	미국 G7	트럼프 가격규제 블록 추진, 그러나 G7 회의적·업계 이견(가격통제 vs 세액공제)	가격블록(난항)
	2026.4~6	미국	Perpetua 안티모니 EXIM 27억달러, US Antimony-DLA 2.45억달러 방산 계약	정책금융·offtake
시장·회수 메커니즘	2026.5	시장	신규 광산보다 기존 제련 공정의 부산물 회수 확충이 대안으로 부각	회수형 공급
	2026.4~5	미국·EU	TRACE-Ga(갈륨), Lattice-Lumentum 등 스크랩·잔재물 기반 회수 공정 추진	회수·재자원화

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

2. 희토류와의 비교, 그리고 고려아연의 위치

희토류와 고려아연
희소금속의 공통점과 차이

핵심광물에서 가장 주목되는 것은 희토류다. 중국의 수출통제가 밸류에이션으로 가장 극적으로 전환된 사례가 희토류다. 희토류와 고려아연의 희소금속은 같은 문법을 공유하면서도 가치를 만드는 방식이 다르다. 이 장의 질문은 두 가지다. 희토류 프리미엄의 어느 부분이 고려아연에 적용되고 어느 부분은 아닌가. 그리고 고려아연은 다른 글로벌 제련사보다 희소금속에서 실제로 앞서 있는가.

희토류 기업도 아니지만
일반 부산물도 아닌
고려아연

희토류 광산도, 자석 업체도, 분리·정제 pure player도 아니다. 고려아연의 희소금속은 아연·연·동 통합 제련 공정 안에서 회수되는 금속이고, 전체 기업가치 안에서는 여전히 본업 제련과 귀금속, 구리, 자회사 실적도 함께 반영된다. 따라서 MP Materials나 Lynas 같은 희토류 pure play 멀티플을 고려아연 전체에 직접 적용하는 것은 무리다. 그러나 반대 방향도 조심해야 한다. 고려아연의 희소금속을 일반 제련 부산물로만 보아 제련사 평균에 묻어버리는 것도 과소평가다.

광산보다 분리·정제·자석
병목에 붙는 가치

희토류의 높은 멀티플은 희소성이 아니라 병목과 정책에서 나온다. 희토류는 이름과 달리 지각에 절대적으로 희귀한 금속군이라기보다, 경제성 있게 분리·정제하고 자석으로 가공하는 과정이 어렵고 특정 국가에 집중된 금속군이다. 투자 관점에서 주목되는 것도 17개 희토류 전체가 아니라 Nd·Pr·Dy·Tb처럼 영구자석으로 연결되는 원소다. 이들이 NdFeB 자석을 만들고, 자석은 전기차, 풍력, 로봇, 방산, 고성능 모터 수요로 이어진다. 희토류 프리미엄은 여기서 출발한다. 광산 하나가 아니라, 광산 이후의 분리·정제·금속·화자석 제조까지 이어지는 미드스트림 병목에 가격이 붙는다.

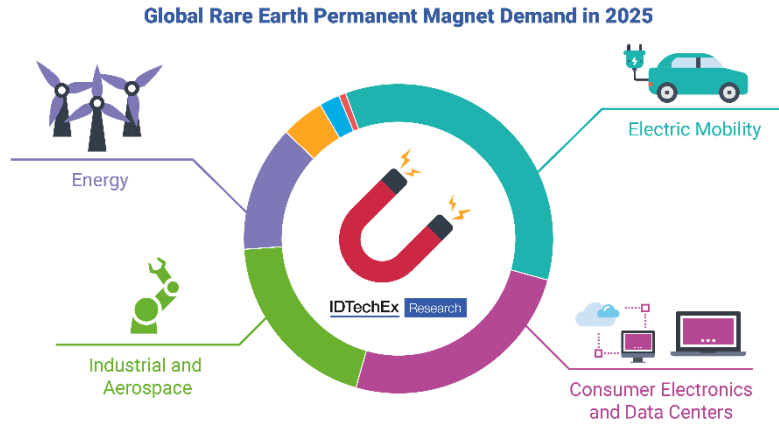
후단으로 갈수록 커지는
중국 희토류 집중도

중국 집중도는 밸류체인 후단으로 갈수록 더 높아진다. IEA 기준 2024년 중국은 자석용 희토류 채굴의 약 60%를 차지하지만, 정련 91%, 소결 영구자석 94%로 후단으로 갈수록 집중도가 높아진다. 원광은 호주·미국 등에 있어도, 이를 고객이 쓸 산화물·금속·자석으로 바꾸는 공정이 중국에 묶여 있다는 의미다. 2025년 4월 중국이 중희토류 7종과 영구자석에 수출허가제를 적용했을 때 시장이 민감하게 반응한 것도, 단순 가격이 아니라 자동차·로봇·방산 생산 차질로 직결되는 병목을 건드렸기 때문이다.

가격하한·구매보장이
자본화된 희토류 프리미엄

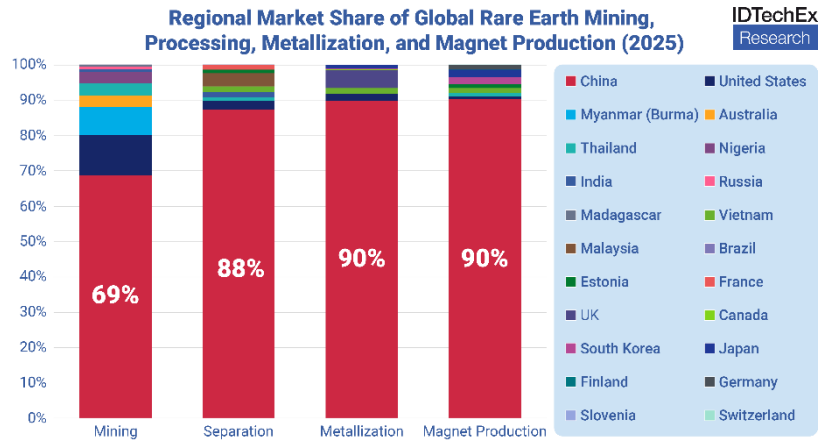
MP Materials의 사례는 희토류 프리미엄이 어떻게 현금흐름으로 자본화되는지를 보여 준다. 미국 국방부는 우선주로 지분을 투자하고, 네오디뮴·프라세오디뮴 산화물에 킬로그램당 110달러의 가격하한을 적용했으며, 신설 자석공장 완공 후 10년간 생산 물량의 구매를 보장하는 구조를 제시했다. 가격하한 110달러는 발표 당시 시장가의 약 두 배 수준이었다. 희토류 기업의 높은 멀티플 가운데 상당 부분이 현재 이익이 아니라 정책이 보장한 미래 현금흐름의 하단을 자본화한 결과임을 보여주는 사례다. 즉 시장이 MP에 부여한 높은 멀티플은 단순히 “희토류라서”가 아니라, 정책이 판매량과 가격의 하방을 직접 보강한 데서 나왔다. 비중국 미드스트림 병목, 정책 하단 보장이 결합될 때 pure play의 멀티플이 만들어진다.

[그림27] 2025년 글로벌 희토류 영구 자석 수요



자료: IDTechEx, 한화투자증권 리서치센터

[그림28] 2025년 글로벌 희토류 밸류체인별 점유율



자료: IDTechEx, 한화투자증권 리서치센터

>> 고려아연의 희소금속의 특성 및 현황: 희토류와 어떤 차이가 있나

수요가 늘어도 따로 증산하기 어려운 부산물 금속

희토류와 나란히 놓고 보려면 고려아연이 다루는 희소금속이 어떤 금속인지부터 짚어야 한다. 안티모나·인듐·비스무스·갈륨·게르마늄은 쓰임새도, 공급을 쥌 주체도, 통제의 강도도 제각각이지만 한 가지 공통점이 있다. 독립 광산에서 캐는 금속이 아니라 아연·연·동을 제련하는 과정에서 따라 나오는 부산물이라는 점이다. 미국 지질조사국 기준으로도 인듐은 아연 광물 섬아연석에서, 비스무스는 연·아연 제련에서, 게르마늄은 아연·연·아연·동 황화광에서, 갈륨은 보크사이트와 아연 처리 과정에서 회수된다. 수요가 늘어도 그 금속만 따로 증산하기 어려운 구조가 여기서 비롯된다.

모금속 제련량에 묶이고 중국이 쥌 희소금속 공급

희소금속의 공급은 가격 신호에 빠르게 반응하지 못한다. 모(母)금속 제련량과 원광 함량, 회수 공정에 물량이 종속되기 때문이다. 여기에 공급집중이 겹친다. 중국은 갈륨 저순도 1차 생산의 약 99%, 비스무스 정련의 약 88%, 인듐의 약 70%를 차지한다. 부산물이라 비탄력적인 공급을 특정 국가가 높은 비중으로 쥐고 있는 구조이며, 2023년 갈륨·게르마늄을 시작으로 중국이 단계적으로 넓혀 온 수출통제가 가격을 크게 흔들 수 있었던 배경도 여기에 있다.

안티모니는 난연재와 방산이 이끄는 통제 금속

안티모니는 불을 늦추고 탄을 만드는 금속이다. 난연재가 미국 용도의 약 절반, 탄약과 납축전지가 그 다음으로, 산업 안전재와 방산이 양대 수요축이다. 중국 수출통제의 첫 타자로 2024년 가격이 급등했으나, 동남아 가공능력이 늘고 통제가 완화되며 2025년 7월 고점 이후 조정에 들어간 상태다.

인듐은 디스플레이에서 AI 광통신으로 수요축 확대

인듐은 화면을 만드는 투명 전극에서 출발해 광통신으로 수요축이 넓어지고 있다. 산화인듐주석(ITO) 박막은 디스플레이의 투명 전도층으로 인듐 소비의 대부분을 차지하나, 이 수요는 성숙 국면에 가깝다. 새로 부상하는 것은 인화인듐(InP)이다. InP 기판은 AI 데이터센터와 5G 광통신망의 고속 광모듈에서 레이저·수광 소자로 쓰이며, 미국 지질조사국도 인공지능이 InP 수요를 끌어올릴 것으로 본다. 비탄력적인 부산물 공급 위에 AI 발 신규 수요가 얹히며, 2026년 들어 인듐 가격은 큰 폭으로 올랐다.

비스무스·갈륨·게르마늄은 집중도와 통제 강도에서 차별화

나머지 금속은 통제 강도와 생산 분산 정도에서 갈린다. 비스무스는 낮은 독성으로 납을 대체하는 금속이며, 중국이 정련의 약 88%를 차지해 6종 가운데 집중도가 가장 높다. 갈륨은 비소화갈륨·질화갈륨 형태로 화합물 반도체에 쓰이고, 중국 집중도가 약 99%에 이르러 통제가 곧 공급 차단으로 직결되는 금속이다. 게르마늄은 광섬유와 적외선 광학의 핵심 소재로, 같은 통제를 받았지만 생산이 비교적 분산돼 가격 충격은 갈륨보다 완만했다. 다만 2026년 상반기 미국 창고 가격이 중국 내수 가격을 두 배 이상 웃돌아, 비중국권 확보에 붙는 웃돈이 뚜렷하다.

[표11] 주요 희소금속 6종 특징

금속	주요 용도	희수 출처	공급집중 (중국/생산)	美 수입의존도	중국 수출통제
안티모니 (Antimony)	난연재 49%, 납축전자·탄약 40%, 세라믹·유리·고무 11%	연 정광·폐납축전지(2 차)	중국 광산 약 4.0 만 t / 세계 11.0 만 t (약 36%)	91%	2024.8 수출제한 → 2024.12 대미 금수 → 2025.11 금수 유예
인듐 (Indium)	ITO·평판디스플레이(대부분), 합금·솔더, InP·반도체	아연 광물 섬아연석(sphalerite) 부산물	중국 정련 약 70% (세계 1,100t 중 760t)	100%	2025.2 수출허가제
비스무스 (Bismuth)	화학·의약·화장품·연구, 무독성 납 대체(합금·솔더·황동)	연·아연 제련 부산물 (한국·일본=아연 부산물)	중국 정련 약 88% (세계 1.6 만 t 중 1.4 만 t)	92%	2025.2 수출허가제 (금속 제품)
갈륨 (Gallium)	화합물 반도체 GaAs·GaN — IC 73%, 광전자(LED·레이저·태양전지) 26%	보크사이트 정제·아연 처리 부산물	중국 저순도 1 차생산 약 99% (세계 90.0 만 kg 중 90.0 만 kg)	100%	2023.8 수출허가제 → 2024.12 대미 금수 → 2025.11 금수 유예
게르마늄 (Germanium)	광섬유, 적외선 광학(아간투시·열영상), 반도체·태양전지, 방사선 검출기	아연·연·아연·동 황화광 부산물	중국 주도(metal). 미·벨기에·캐나다·러시아 등 일부 분산	>50%	2023.8 수출허가제 → 2024.12 대미 금수 → 2025.11 금수 유예
셀레늄 (Selenium)	아금(전해망간 등) 40%, 농업·동물 20%, 유리 20%, 전자태양광(CIGS) 10%	전해동 정련 양극잔재물(anode slime) 부산물	중국 정련 약 53% (세계 3,800t 중 2,000t)	>50%	통제 대상 아님

자료: USGS, 한화투자증권 리서치센터

[표12] 주요 희소금속 품목별 미국 수입의존도 및 중국·최대생산국 집중도

(단위: %)

금속	美 수입의존도	중국 집중도	집중도 기준	비고
갈륨	100	99	중국 저순도 1 차생산 비중	수입의존 100% / 중국 99%
인듐	100	70	중국 정련 비중	수입의존 100% / 중국 70%
비스무스	92	88	중국 정련 비중	수입의존 92% / 중국 88%
안티모니	91	36	중국 광산/세계 광산	수입의존 91% / 중국 광산 36% (4.0 만 t÷11.0 만 t)
게르마늄	50	NA	중국 주도(metal), % 미공개	수입의존 >50% / 중국 집중도 미공개
셀레늄	50	53	중국 정련 비중	수입의존 >50% / 중국 53%

자료: USGS, 한화투자증권 리서치센터

[표13] 주요 희소금속별 가격 동향

금속	2025 가격	2025 YoY	2026 상반기 방향	비고
안티모니	\$25/lb (US 평균)	+약 2 배	하락 (YTD -47%)	2025.7 \$59,750/t 고점 후 동남아 증산·통제완화로 조정
인듐	\$370/kg (US wh)	+11%	급등 (YTD +78%)	2025.6 \$408/kg 고점 / InP·AI 데이터센터 수요 부각
비스무스	\$20/lb (Rotterdam)	+약 4 배	상승 (YTD +27%)	2025.3 \$34.22/lb 고점 / 금속·산화물 가격 디커플링
갈륨	\$580/kg (수입단가)	+30%	보합 (YTD +1%)	비중국 희수 프로젝트 추진이 상단 압박
게르마늄	metal \$4,100/kg	+106%	상승 (YTD +13%)	美 창고가 中 내수가 대비 약 +130% 프리미엄
셀레늄	\$28/kg (US)	+16%	완만	동 정련량에 생산 연동

주: 2025 가격은 USGS MCS 2026 기준, 2026 가격은 6/25일 중국 현물 등 시장 가격 기준 (가격 기준 다름 유의)

자료: USGS, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

» 고려아연도 희토류 같은 문법을 공유하되, 가치를 만드는 방식은 다름

희토류는 구축 중, 고려아연은 이미 이익화

희토류와 희소금속 모두 가치는 광산보다 그 뒤 공정에서 나온다. 희토류가 분리-정제에서 자석에 이르는 단계에서, 고려아연은 아연-연-동 통합 제련의 회수-정련 역량에서 손익을 만든다. 차이는 비중국 진영이 그 후단 공정을 어디까지 확보했는가다. 희토류의 비중국 밸류체인은 아직 만들어지는 중이지만, 고려아연은 안티모니·인듐 등에서 이미 이익을 내고 있다. 다만 갈륨·게르마늄과 Crucible은 아직 옵션이다.

자석으로 수렴하는 희토류, 전방이 분산된 희소금속

희토류 역시 용도가 다양하지만, 밸류에이션을 끌어올리는 서사는 자석이라는 단일 부품과 그 전방인 전동화·로봇·방산으로 수렴한다. 반면 고려아연의 희소금속은 난연재·납축전지(안티모니), 디스플레이(인듐), 광섬유·적외선 광학(게르마늄), 전력반도체·RF(갈륨)처럼 서로 다른 전방산업에 뿌리를 둔다. 이는 고려아연 프리미엄의 한계이자 장점이다. 희토류처럼 자석 하나로 EV·풍력·로봇 수요를 직관적으로 설명하기는 어렵다. 그러나 인듐·갈륨·게르마늄은 AI·광통신·반도체로, 안티모니는 방산·안전재로, 텔루륨은 태양광으로 연결된다.

희토류도 단순 제련사도 아닌 다금속 회수 플랫폼

고려아연은 부산물을 통해 희소금속을 회수하는 강점과 한계를 동시에 안는다. 희소금속 고마진의 배경은 높은 회수율 덕분이다. 정광에 함유된 일부 희소금속이 매입시점에 거의 비용으로 반영되지 않은 채 회수되어 높은 마진으로 잡힌다. 동시에 부산물은 수요가 늘어도 부산물에 대해서만 증산하기 어렵다. 아울러, 정책 보장 역시 MP 수준은 아니다. 록히드마틴과 게르마늄 공급 MOU 같은 사례는 있으나 가격하한·확정·offtake가 자리잡은 단계는 아니다. 결국 고려아연은 희토류 기업도 단순 제련사도 아닌, 이미 이익화된 회수금속과 미래 핵심광물 옵션이 공존하는 다금속 회수 제련사다.

[표14] 희토류 vs 고려아연 희소금속: 용도와 수요 축 비교

구분	금속/원소	주요 용도	핵심 수요
희토류	네오디뮴-프라세오디뮴	고성능 영구자석(NdFeB)	영구자석
	디스프로슘-터븀	NdFeB 자석의 고온 안정성·보자력 강화 (중희토류)	영구자석
	사마륨	SmCo 영구자석(항공·방산) > 촉매·세라믹	영구자석
	란타넘-세륨	석유·자동차 촉매, 유리 연마·첨가	촉매·연마 (전통 용도)
	이트륨	형광체·세라믹·YAG 레이저	형광·세라믹 (전통 용도)
고려아연 희소금속	안티모니	난연재(약 50% 안팎) > 납축전지 > 탄약·반도체	난연·배터리
	인듐	ITO-디스플레이(과반) > InP·광통신·태양광	디스플레이·광통신
	게르마늄	광섬유(약 44%) > 적외선·아간투시 > 위성·태양전지	광학·적외선
	갈륨	화합물 반도체(GaAs·GaN, 약 70%) > 전력반도체·RF·LED	반도체·전력전자
	비스무스·텔루륨	의약 합금·납 대체(Bi), 열전소자 중심·일부 태양전지(Te)	산업소재 보조

자료: 산업자료, 한화투자증권 리서치센터

» 그러나 일반 제련사와는 다른 희소금속 경쟁력 보유

비중국권에서 드문 전략금속 제련 플랫폼	순수 희토류 기업의 멀티플 직접 적용이 무리이지만, 다른 비중국 제련사보다 높은 경쟁력을 가진 것은 분명하다. 고려아연은 아연·연 본업의 스케일과 인듐·안티모니·비스무스·텔루륨·갈륨·게르마늄을 아우르는 포트폴리오, 그리고 한국 및 미국 양측에서의 공급망 위치를 종합하면, 비중국권에서 유사한 수준의 제련 플랫폼을 가진 경쟁사는 사실상 찾기 어렵다고 판단된다.
다금속 회수 자체만으로는 차별화 부족	고려아연의 차별점을 ‘다금속 회수’ 자체로는 볼 수 없다. Aurubis는 텔루륨·셀레늄을 회수하는 생산자이고, Boliden도 귀금속·황산·부산물을 회수한다. 비중국 희소금속으로 좁혀도 경쟁자는 있다. 캐나다 Teck는 게르마늄과 인듐을 생산하며 일본 DOWA는 인듐·게르마늄·갈륨을, Nyrstar는 안티모니·비스무스·게르마늄·인듐 생산을 추진한다.
고려아연 차별점은 전략금속의 플랫폼 조합	고려아연의 차별점은 특정 금속의 독점보다는, 전략금속을 한 플랫폼 위에 조합하는 방식에 있다. 온산제련소와 향후 미국 테네시 U.S. Smelter 프로젝트를 통해 아연·연 제련기반 위에 인듐·안티모니·비스무스·텔루륨에 더해, 갈륨·게르마늄과 같은 전략금속 생산까지 단계적으로 추진하고 있다는 점이 특징적이다.
미국 인듐 공급망에서 이미 의미 있는 고려아연	인듐은 이 논리에서 현재성이 높다. 고려아연은 연 150톤 내외 생산과 글로벌 수요 약 10% 내외 공급하는 것으로 파악된다. 미국은 인듐을 사실상 전량 수입에 의존하고 있고, USGS 통계 기준 한국산이 미국 인듐 수입의 약 30%를 차지해 최대 공급국으로 나타난다. 한국 내 인듐 생산은 거의 고려아연에 집중돼 있다는 것을 감안하면, 고려아연은 미국 인듐 공급망에서 의미있는 비중을 차지하고 있는 것으로 파악된다.
갈륨·게르마늄은 비중국 공급 축으로 가는 옵션	갈륨과 게르마늄은 현재 중국이 1차 생산을 압도적으로 장악한 품목이다. 최근 자료에 따르면 중국은 저순도 갈륨 생산의 약 98~99%를 차지하며, 인듐·비스무스·텔루륨·안티모니 등도 높은 글로벌 점유율을 보이고 있다. 고려아연은 온산제련소에 갈륨 회수 설비를 구축해 2028년부터 연 10~15톤 규모의 갈륨 생산을 목표로 하고 있으며, 향후 게르마늄 등 추가 전략금속 회수도 검토하고 있다. 이미 캐나다 Teck Trail 등 비중국 게르마늄 생산자가 존재하지만, 고려아연이 갈륨·게르마늄을 포함한 다수 전략금속을 한국과 미국 양 측에서 동시에 상업화할 경우, 중국 중심 구조 속에서 드문 비중국 공급 축 중 하나로 자리 잡을 여지가 있다.

[표15] 주요 제련사별 전략금속 플랫폼 조합

회사	주력 제련 기반	전략 희소금속	대표 수차캐파	특징
고려아연	아연-연 (한국 온산, 미 테네시)	인듐, 안티모니, 비스무스, 텔루륨, 향후 갈륨, 게르마늄	인듐: 연 90~150t, 글로벌 생산-수요 기준 점유율 약 9~11% 수준. 갈륨: 온산에 연 15t 설비, 2028년 가동 목표. U.S. Smelter: 연 110만t 원료 처리, 54만t 완제품(13개 품목)	세계 최대급 인듐 제련사. 아연-연 플랫폼 위에 인듐-안티모니-비스무스-텔루륨-갈륨-게르마늄 등 다수 전략금속을 통합하는 모델 추진
Aurubis	구리 제련 (유럽 다수 제련소)	셀레늄, 텔루륨 등 부산물	RETORTE 셀레늄 설비 증설, 유럽 셀레늄 공급 비중 높은 편. 개별 셀레늄-텔루륨 tpa는 비공개	구리-귀금속-셀레늄-텔루륨 중심 다금속 회수. 인듐-게르마늄-갈륨 관련 캐파 정보는 제한적.
Boliden	아연-구리-납 제련 (북유럽)	금, 은, 황산, 기타 부산물	귀금속-황산 중심 부산물 생산. 인듐-게르마늄-갈륨-안티모니 등 전략금속에 대한 구체 tpa는 공시 제한	귀금속-황산 중심 다금속 구조. 희소금속은 회수 역량 언급 수준에 머무는 편
Teck	아연-연 제련 (캐나다 Trail)	인듐, 게르마늄	게르마늄: Trail 기준 연 12~15t(글로벌 5~7% 추정). 미국 Empire State Mines 연 ~13t 추가 회수 잠재력 평가 중. 인듐: 통합 생산이나 최신 tpa 미공개	비중국권에서 통합 게르마늄-인듐 생산이 강점. 다만 안티모니-비스무스-갈륨-텔루륨까지 아우르는 조합은 아직 제한적
Nyrstar	아연-납 제련 (Port Pirie 등)	안티모니, 비스무스 등 critical 금속	Port Pirie 안티모니: 파일럿 기준, 단기적으로 연 2,000t, 투자 확대 시 연 5,000t까지 확장 잠재력. 비스무스 등은 잠재 생산 대상으로, 구체 tpa 미공개	안티모니-비스무스 중심 critical 금속 강화. 인듐-갈륨-게르마늄은 아직 파일럿-검토 단계에 가까움

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

3. 핵심광물 포트폴리오: 신규 매출과 이익의 질

<p>EPS 증가보다 중요한 구조적 이익 전환</p>	<p>고려아연의 핵심광물은 앞으로 생길 것과 이미 들어와 있는 것이 한 회사 안에 섞여 있다. 안티모나·인듐은 이미 손익에 잡히는 고마진 축이고, 구리와 게르마늄·갈륨은 2026~2028년에 걸쳐 매출이 새로 붙는 축이다. 따라서 질문은 EPS가 얼마나 늘어나느냐가 아니다. 일회성에 기대 이익이 구조적 이익으로 교체되는냐다.</p>
<p>현재 이익·확장 이익·장기 옵션의 3층 구조</p>	<p>포트폴리오는 세 층으로 나뉘 본다. 이미 이익화된 현재 이익(안티모나·인듐), 매출이 새로 붙는 확장 이익(구리·게르마늄·갈륨), 손익이 아니라 밸류에이션 옵션으로만 잡히는 장기 옵션(Crucible)이다.</p>
<p>매출 비중보다 큰 희소금속의 손익 기여</p>	<p>안티모나와 인듐은 미래 기대가 아니라 이미 EPS에 반영된 고마진 축이다. 희소금속 매출총이익률은 분기마다 74~85% 사이에서 움직이며 4Q25에도 80.5%를 기록했다. 고마진의 뿌리는 가격이 아니라 회수 구조에 있다. 정광에 함유된 금속을 매입 시점에 거의 비용으로 반영하지 않은 채 회수하기 때문이다. 규모는 작지만 손익 기여는 크다. 희소금속의 매출 비중은 1.9%에 불과하지만 매출총이익 기여는 7.4%로, 약 4배의 손익 레버리지가 작동한다.</p>
<p>미국 프로젝트 전까지의 중간 성장축, 구리</p>	<p>신규로 붙는 매출의 본체 중 하나는 구리다. 2025년 습식 기준 약 3.3만톤에서 2028년 건식·습식 합산 약 15만톤 체제로, 현재의 다섯 배까지 늘릴 계획이다. 매출은 3.3만톤 시점의 약 5,000억원에서 15만톤 체제의 약 2.5조원으로, 가격 상승분을 더하면 3조원까지 열려 있다. 미국 프로젝트 가동 전 2026~2029년의 중간 성장축이 된다.</p>
<p>구리는 매출 성장과 핵심광물 서사를 동시에 충족</p>	<p>구리가 중요한 이유는 외형만이 아니다. 2025년 11월 미국이 구리를 핵심광물 목록에 새로 올리면서(총 60종), 구리 증설은 매출의 본체이자 핵심광물 서사를 동시에 충족하는 축이 됐다. 게다가 동사의 구리는 동정광을 대규모로 매입해 만드는 것이 아니라 아연·연 부산물과 2차원료에서 회수하는 구조다. payable이 낮아 마진 레버리지가 크다.</p>
<p>빠지는 일회성을 채우는 구조적 신규 이익</p>	<p>이러한 신규 매출축은 2027년 정상화가 만드는 빈자리를 메우는 연료다. 금속 가격이 정상 수준으로 돌아오면 2027년은 어느 정도 감익 가능성을 열어둬야 한다. 다만 빠지는 것과 채우는 것의 성격이 다르다. 빠지는 것은 메탈계인과 귀금속 래깅 같은 일회성이고, 채우는 것은 구리와 희소금속 마진 같은 구조적 이익이다. 이익의 절대 규모보다 이익의 질이 개선되는 국면이다.</p>
<p>TC 민감 제련사에서 다금속 이익 플랫폼으로</p>	<p>이 전환은 고려아연이 더 이상 예전과 같은 회사가 아님을 보여준다. 제련 마진을 좌우하던 TC 등락에 손익이 휘둘리던 구조에서, 부산물·구리·희소금속이 이익을 받치는 구조로 옮겨왔다. 이익의 하단이 한 단계 올라선 셈이다. 결국 남는 질문은 이익이 아니라 멀티플이다. 신규 매출이 EPS 급증을 보장하지는 않지만, 일회성이 구조적 이익으로 교체되고 이익의 하단이 올라섰다는 점은 고려아연을 제련사 평균으로 되돌려 볼 이유를 약화시킨다.</p>

[표16] 고려아연 실적 추정

(단위: 십억원, 톤)

항목	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액 (십억원)	12,053	16,588	24,013	23,937	24,310
별도	8,089	10,534	16,530	15,932	15,798
아연	2,560	2,555	3,121	2,782	2,580
연	1,421	1,294	1,444	1,442	1,503
은	2,383	3,477	8,193	7,468	6,704
금	748	1,951	1,986	2,008	1,764
구리	390	466	1,060	1,438	2,182
희소금속	181	458	340	375	400
희소금속 GPM	62.9%	83.2%	78.1%	78.6%	78.6%
기타	406	333	386	420	665
자회사	3,964	6,054	7,484	8,005	8,511
판매량 (톤)					
아연	643,061	589,495	600,000	605,000	605,000
연	445,662	405,336	430,000	435,000	435,000
은	1,973	2,047	2,250	2,150	2,150
금	7.1	12.3	8.5	8.5	8.5
구리	31,131	32,882	53,500	74,000	110,000
아연 (USD/t)	2,778	2,865	3,335	2,955	2,834
연 (USD/t)	2,072	1,962	1,976	2,016	2,200
은 (USD/oz)	28.24	40.00	77.23	74.94	68.39
금 (USD/oz)	2,388	3,437	4,861	4,998	4,450
구리 (USD/t)	9,148	9,946	13,250	13,317	14,047
영업이익	723	1,232	2,517	2,125	2,738
YoY	9.6%	70.3%	104.3%	-15.6%	28.9%
영업이익률	6.0%	7.4%	10.5%	8.9%	11.3%
순이익(지배)	191	775	1,561	1,363	1,717
ROE	2.3%	8.5%	13.5%	10.7%	12.4%

자료: 고려아연, 한화투자증권 리서치센터

[표17] 핵심광물 포트폴리오 지도

구분	금속사업	현재 상태	핵심 숫자/규모	이익 성격	반영
현재 이익	안티모니	생산·판매 중	2025 판매량 4,376 톤	고마진 방어축	정상 이익에 반영
	인듐	생산 중	CAPA 120 톤	AMnP 옵션 보유	정상 이익 + 프리미엄
	비스무스·텔루륨	생산 중	세부 CAPA 미공개	보조 프리미엄	정상 반영
확장 이익	구리	증설 진행	3.3 만톤 → 15 만톤	신규 매출 본체	2026~28E 반영
	Ge/Ga	투자·공정 구축	GP 500~600 억 목표	고마진 신규 GP	2028E 이후 반영
장기 옵션	Crucible	미국 프로젝트	2030년 이후	정책 결합형 옵션	

자료: 고려아연, 한화투자증권 리서치센터

4. Project Crucible: 단순 CAPEX 가 아니라, 미국 공급망 옵션

검증된 회수 역량을 미국 공급망으로 확장

Crucible의 본질은 두 가지다. 검증된 온산 회수 플랫폼을 그대로 옮기는 것, 그리고 미국 정부가 자금과 지분으로 직접 떠받치는 정책 결합 구조다. 고려아연은 기존 Nyrstar 제련소 부지를 인수해 핵심광물 11종을 포함한 비철금속 13종과 반도체급 황산을 생산할 계획이다. 일정은 2027년 착공, 2029년 시운전, 2030년 풀가동으로 짜여 있다.

미국 정부·전략투자자가 떠받치는 자금 구조

주목할 부분은 자금 구조다. 총 투자비 약 74.3억 달러(약 10.9조원) 가운데 고려아연의 직접 투자는 5.85억 달러, 여기에 합작법인(JV) 출자분 0.9억 달러를 더한 equity성 부담도 약 6.75억 달러로 전체의 9% 수준에 그친다. 나머지는 JV(최대 출자자는 미 전쟁부)의 고려아연 지분 10.59% 인수대금 19.4억 달러, 미 전쟁부·금융기관 차입 47억 달러, CHIPS 보조금 2.1억 달러로 조달된다. 미국 정부·전략투자자 지분과 정책금융 차입, 보조금이 결합된 외부자금 조달형 구조다.

미국 전략광물 정책 흐름에 올라탄 Crucible

특히 JV가 지분 인수대금으로 납입한 19.4억 달러는 회사로 유입되는 자금이어서, Crucible을 고려아연 단독의 CAPEX 부담으로만 보기는 어렵다. 이 구조는 정책 의지의 방증이기도 하다. 미국 정부는 최근 MP Materials, Lithium Americas 등 전략광물 기업의 지분을 직접 취득해왔고, Crucible도 같은 흐름 위에 놓여 있다. 단순 보조금이 아니라 지분·차입·인허가가 한데 묶였다는 점이 이 프로젝트를 비용이 아닌 옵션으로 만든다.

[표18] Crucible 자금조달 구조

(단위: 억 달러)

구분	금액	출자자
자본	25.2	
└ Foreign JV	19.4	미 전쟁부 14.0·전략투자자 4.5·고려아연 0.9
└ 고려아연 직접투자	5.85	
차입	47	미 전쟁부·금융기관
보조금(CHIPS)	2.1	미 상무부
총 투입	74.3	

자료: 고려아연, 한화투자증권 리서치센터

>> Crucible 을 현재 가치에 반영할 수 있을까

Damodaran식 옵션가치로 보는 Crucible

Crucible을 지금 가치에 반영해도 되는지는 현금흐름이 확정됐는지가 아니라, 그 기회에 배타성이 있는지로 갈린다. Damodaran은 미래 사업의 옵션 가치를 경쟁이 얼마나 제한되는지로 본다. 경쟁자가 적은 배타적 위치에 지속적인 초과수익이 더해지면 옵션 가치가 온전히 살지만, 경쟁우위가 없으면 그 가치는 사라진다. 그는 "기회가 곧 옵션은 아니다"라고 경고하며, 먼저 한 투자가 다음 투자의 발판이 되는지까지 따진다.

게르마늄·갈륨에서 가장 높은 Crucible의 배타성

Crucible의 배타성은 한 덩어리가 아니라 등급이 다른 세 층으로 쌓여 있다. 첫째, 게르마늄·갈륨은 배타성이 가장 높다. Aurubis·Boliden 같은 서방 제련사가 만들지 않고, 계획 생산능력이 미국 수요를 넘어서며(게르마늄 44톤 대 33톤, 갈륨 54톤 대 19톤), 온산과 SMC 잔재가 그 전제조건이다. 마침 중국이 2024년 말 대미 수출을 금지했다가 한시 유예 중이나 라이선스와 군사용 금지는 유지하고 있어, 통제는 언제든지 재발동될 수 있다.

정부 파트너십과 기반 제련이 만드는 옵션의 층위

둘째, 미국 정부 파트너십은 계약으로 굳은 배타성이다. CHIPS 보조금 2.1억 달러와 미 전쟁부 주도의 차입 47억 달러, 정부의 JV 지분 참여가 마무리됐고, 인허가도 FAST-41 가속 대상으로 지정됐다. 가격하한과 offtake는 여기에 더해질 상향 요인이다. 셋째, 아연·연구리 제련은 그 자체로는 옵션 가치가 거의 없지만, 마이너메탈을 뽑아내려면 반드시 깔려 있어야 하는 토대다.

회수소싱 역량에 기대는 Crucible의 실현 가능성

이 우위가 계획에만 머물지 않는다는 점은 기술이 뒷받침한다. Crucible은 새 광산을 여는 사업이 아니라, 검증된 온산의 다금속 회수 공정을 미국에 그대로 옮기는 사업이다. 광산을 새로 개발할 때의 긴 시간과 자원 리스크 대신, 회수소싱이라는 고려아연이 가장 잘하는 영역에 기대므로 실현 가능성이 높다.

배타적 공급 지위는 현재가치에 반영 가능

이러한 배타성은 현재 가치에 반영할 수 있다고 판단된다. 시장은 이미 그렇게 값을 매긴다. 희토류·전략광물 pure play는 제대로 된 이익을 내기 전부터 미래 캐피와 정부 지원을 선반영해 높은 멀티플을 받는다. MP Materials는 26E 자기자본이익률이 약 3%인데도 EV/EBITDA 58배에, 적자인 개발사 Perpetua는 수조 원대 시가총액에 거래된다. 현금흐름이 아니라 배타적 공급 지위에 값을 매긴 것이다. 고려아연은 흑자 제련사라 이들의 극단적 멀티플을 그대로 쓸 수는 없지만, 배타성을 지금 현재가치에 반영한다는 논리 자체는 다르지 않다.

[표19] 미국 시장 대비 계획 생산능력

(단위: 톤)

금속	미국 시장	Crucible	비중	미국 수입의존도
아연	820,000	300,000	36.6%	73%
연	1,400,000	200,000	14.3%	28%
구리	1,800,000	35,309	1.9%	45%
은	6,400	1,040	16.5%	64%
안티모니	24,000	2,559	10.8%	85%
인듐	250	91	43.3%	100%
비스무트	760	431	58.1%	89%
갈륨	19	54	>100%	100%
게르마늄	33	44	>100%	>50%

자료: 고려아연, USGS, 한화투자증권 리서치센터

[표20] Project Crucible - 미 정부의 지원

구분	제도	Crucible 효과
세액공제 IRA 45X	미국 내에서 생산·판매한 핵심광물 제조원가의 10%를 연방 세금에서 공제해주는 제도. 현금 환급(direct pay)이나 제 3자 매각으로 현금화 가능. 태양광 풍력 등 타 품목은 2030년부터 단계적으로 축소되지만, 핵심광물은 phase-out 예외로 장기 유지	생산량 증가에 따라 매년 반복 수령. 핵심광물 비중이 큰 Crucible 에 구조적으로 유리
즉시 상각 OBBBA 보너스 감가상각	2025년 OBBBA 도입. 미국 내 제조설비 투자비(CAPEX)를 가동 초기에 한 번에 비용 처리해 초기 과세소득과 세부담을 크게 줄여줌	74억 달러 대형 CAPEX 관련 초기 현금흐름·세후 수익성 개선 효과 큼
직접 보조금 CHIPS Act	미 상무부가 반도체 공급망반도체급 확산 등을 지원하려고 주는 반환 의무 없는 직접 보조금	2.1억 달러 수령 → 자본비용 직접 절감
저리 정책금융	미국 정부 주도의 저금리 차입. 전쟁부·금융기관 통해 금리가 미 10년물 국채 +175bp 수준으로 일반 금융보다 50~125bp 낮음	차입 47억 달러에 적용 → 이자비용 절감
저렴한 전력	클래스빌 산업용 전기요금 이 온산의 약 1/3. 제련업 최대 변동비인 전력비를 구조적으로 낮춤	30년 누적 전력비 절감액 약 48억 달러
세제·보조금 합계	추정세·연방 세제 혜택 단순 합산. 현재가치 미반영	약 14.4억 달러: 테네시 8.6 + IRA 5.8
인허가·전략적 지위 FAST-41	연방 인허가 가속 제도 지정으로 인허가 일정 단축. 'Trusted supplier' 지위로 장기 공급계약방산 등 국가 핵심산업 진출 우위	착공·가동 일정 리스크 완화. 정책·조달 측면 우위

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[표21] 핵심광물 관련사 밸류에이션

구분	회사	26E ROE	26E EV/EBITDA
전략광물 pure play	MP Materials	3.0%	51.2x
	Energy Fuels	-10.0%	(27E 44.2x)
안티모니/금 개발	Perpetua	-3.8%	적자
제련사	고려아연	10.5%	10.8x
	Boliden	14.3%	6.3x
	Aurubis	6.9%	11.6x

주: 2026년 6월 25일 컨센서스 기준

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

5. 벨류에이션

<p>본업 정상화 가치와 미국 거점을 나눠 보는 벨류에이션</p>	<p>고려아연 벨류에이션은 이익의 증감보다, 일회성이 정상화돼도 가치가 방어되는지와 그 가치가 어디에서 오는지에 달려 있다. 답은 하나의 배수로 누르는 대신, 본업 정상화 가치와 미국 공급망 거점을 따로 평가해 합산하는 데 있다.</p>
<p>피크 이익이 아니라 2Q 이후 체력으로 보는 본업 가치</p>	<p>1Q26은 은 등의 원자재 가격 급등으로 호실적을 달성한 분기다. Damodaran은 사이클 원자재 기업은 최근 이익을 그대로 외삽하면 피크 직후엔 고평가, 바닥 직후엔 저평가된다고 정상화를 권한다. 정상 이익은 1Q26이 아니라 2Q26 이후의 분기 체력으로 판단하는 편이 맞다. 2027년 감익 가능성도 같은 맥락에서 열어둔다. 금속 가격이 정상 수준으로 돌아오면 2027년 이익은 2026년보다 줄어들 수 있다. 다만 이는 이익 체력이 훼손된 것이 아니라 사이클이 제자리를 찾는 과정이며, 정상화한 이익으로 보면 고려아연의 체력은 유지된다.</p>
<p>본업은 정상화, Crucible은 거점 가치로 평가</p>	<p>본업과 Crucible은 성격이 다르다. 본업은 이미 이익을 내는 사이클 사업이고, Crucible은 아직 손익에 잡히기 전의 미국 공급망 거점이다. 둘을 한 배수로 묶으면 본업은 피크 이익에 눌러 과대평가처럼 보이고, 거점의 가치는 통째로 빠진다. 그래서 본업 정상화 가치와 거점을 각각 평가하는 SOTP를 사용했다.</p>
<p>목표주가 1,593,000원</p>	<p>본업 정상화 가치에 미국 공급망 거점을 더하면 목표주가는 1,593,000원이다. 본업은 정상화 EBITDA(2027년 기준)에 제련 피어 멀티플을 적용하되 희소금속은 전략광물 프리미엄으로 따로 분해해, 본업 기업가치 32.6조원을 얻는다. 블렌디드 배수는 12.4배로, 순수 제련사 Boliden(6.3배)보다 높고 귀금속·희소금속 비중을 반영한 Aurubis(12.1배) 수준이다. Crucible은 DCF로 산출한 정상가동 가치에 개발단계 할인율 적용해 지분 가치 4.9조원으로 반영했다. 착공·금융종결·고객계약이 모두 확정 전인 단계임을 감안해 보수적으로 평가한 값이며, 실행 변수가 해소될수록 가치는 10조원 이상까지 충분히 상승할 수 있다.</p>
<p>내재 PBR 2.6배, 기대에서 이익으로 옮겨온 프리미엄</p>	<p>SOTP 목표가를 역산한 내재 PBR 2.6배는 고려아연이 최근 받아온 벨류의 연장선에 있다. CAPEX·중설 기대만 있던 시절 PBR은 1배 안팎이었지만(2013~15년 1.4배, 2024년 0.9배), 희소금속 고마진이 확인된 2025년부터 2배를 넘어섰다. 프리미엄의 근거가 기대에서 이익으로 옮겨온 셈이다. 다만 2025년 이후의 높은 PBR에는 경영권 분쟁과 자사주 소각, 유통물량 축소가 함께 얹혀 있어, 2.6배를 펀더멘털만의 값으로 보긴 이르다. 본업 멀티플과 Crucible 가정에 따라 충분히 달라질 수 있는 수준이다.</p>
<p>정상화 이익이 하단, 미국 거점이 상단을 만드는 구조</p>	<p>고려아연의 프리미엄은 본업의 정상화 이익이 가치의 하단을 받치고, 그 위에 미국 공급망 거점이 더해지는 데서 나온다. 전략광물이니까 더 준다는 막연한 프리미엄과는 결이 다르다. 2027년 일회성 감익에도 가치가 방어되는 이유는 이익의 질이 개선되고 거점의 가치가 누적되기 때문이다. 거점의 트리거, 즉 offtake·가격하한·착공·가동이 하나씩 확인될수록, 지금 당겨 반영한 가치는 실현 가치로 자리를 옮길 전망이다. 고려아연이 높아진 가격을 회수와 벨류에이션으로 바꾸는 대안이라면, 같은 구리 강세를 전혀 다른 경로로 받는 또 하나의 대안이 전선이다.</p>

[표22] 고려아연 SOTP 밸류에이션

항목	십억원	비고
본업 영업가치	32,646	연결 2027E 기준 본업 기업가치. Blended 12.4 배
기존 제련	28,200	정상화 EBITDA 2.35 조 × 12 배
회소금속	4,446	회소금속 EBITDA 0.29 조 × 15.6 배(전략광물 프리미엄)
Crucible 사업가치	4,882	개발단계 실행 리스크 반영한 보수적 기준. 상향 여지 有
(-) 본업 순차입금 (2026E)	4,538.5	
(-) 비지배지분	246.9	2027E 비지배지분
총 지분가치	32,742	
÷ 유통주식수 (전주)	20,549	
목표주가 (원)	1,593,000	지분가치 ÷ 유통주식수
현재주가 (원)	1,110,000원	6/25 일 기준
상승여력	43.5%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표23] Crucible 제련소 매출액 추정

(단위: 십억원)

금속	생산능력(톤)	가격(\$/톤)	2029E	2030E	2031E	2032E
가동률	-	-	50.0%	90.0%	100.0%	100.0%
아연	-	-	50.0%	90.0%	100.0%	100.0%
연	-	-	20.0%	85.0%	100.0%	100.0%
구리	-	-	10.0%	80.0%	100.0%	100.0%
회소금속	-	-	45.0%	88.0%	100.0%	100.0%
기초금속/귀금속	536,355	9,141	2,751	5,990	6,864	6,864
아연	300,000	2,834	595	1,071	1,190	1,190
연	200,000	2,200	123	524	616	616
구리	35,309	14,047	69	556	694	694
은	1,040	68	1,441	2,817	3,202	3,202
금	6	4,450	523	1,022	1,162	1,162
회소금속	4,989	62,004	200	382	433	433
안티모니	2,559	38,571	62	122	138	138
비스무스	431	16,298	4	9	10	10
인듐	91	421,800	24	47	54	54
텔루륨	110	99,000	7	13	15	15
게르마늄	44	2,846,000	79	154	175	175
갈륨	54	407,000	14	27	31	31
기타	1,700	4,201	10	10	10	10
매출액 합계			2,952	6,372	7,297	7,297

주1: 환율은 1,400원 가정

주2: 금은 가격은 \$/oz 기준

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표24] Crucible 제련소 현금흐름 전망

(단위: 십억원)

	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040
매출액	2,952	6,372	7,297	7,297	7,297	7,297	7,297	7,297	7,297	7,297	7,297	7,297
EBITDA	531	1,147	1,313	1,313	1,313	1,313	1,313	1,313	1,313	1,313	1,313	1,313
(-) 감가상각	(212)	(414)	(470)	(470)	(470)	(470)	(470)	(470)	(470)	(470)	(470)	(470)
영업이익	320	733	843	843	843	843	843	843	843	843	843	843
(-) 법인세	(38)	(87)	(133)	(166)	(199)	(232)	(232)	(232)	(232)	(232)	(232)	(232)
NOPAT	282	647	711	678	645	612	612	612	612	612	612	612
(+) 감가상각	212	414	470	470	470	470	470	470	470	470	470	470
(-) CAPEX	(59)	(127)	(146)	(146)	(146)	(146)	(146)	(146)	(146)	(146)	(146)	(146)
FCFF	434	933	1,035	1,002	969	936	936	936	936	936	936	936
할인계수	0.802	0.745	0.693	0.644	0.598	0.556	0.516	0.480	0.446	0.414	0.385	0.358
FCFF 현재가치	349	695	717	645	579	520	483	449	417	388	360	335

주: WACC 7.6% 가정

자료: 한화투자증권 리서치센터 추정

[표25] Crucible DCF 밸류에이션

(단위: 십억원)

항목	값	설명
FCFF 현재가치(29~40)	5,936	2029~2040 FCFF 현재가치 합
Normalized FCFF ('41~)	936	
영구가치	16,976	정상 FCFF × (1+g)/(WACC-g), g=2%
영구가치의 현재가치	6,071	TV 를 2026 시점으로 할인
Crucible EV	12,007	FCFF 현재가치 + 영구가치의 현재가치
× P/NAV (개발단계)	40%	착공 금융종결·고객계약 전 단계 반영, 보수적 적용
Crucible 지분가치	4,882	
Implied EV/EBITDA	13.2x	EV ÷ 풀가동 EBITDA(2031)

자료: 한화투자증권 리서치 센터

[표26] 글로벌 제련 업체 Valuation Table

기업명	국가	시가총액 (십억달러)	주가 (각국 통화)	주가상승률(%)					P/E		P/B		ROE		EV/EBITDA	
				1W	1M	3M	6M	YTD	26	27	26	27	26	27	26	27
Korea Zinc	SK	15.0	1,110,000	-8.8	-22.1	-30.3	-16.0	-15.7	17.8	18.4	1.7	1.6	10.5	9.1	9.5	11.0
Aurubis	GE	9.5	187	-4.8	-6.8	20.2	54.2	50.7	19.6	17.0	1.4	1.3	6.9	8.2	11.6	10.0
Jiangxi	CH	19.6	28	-13.5	-10.5	-12.5	-12.7	-24.2	8.0	7.5	1.0	0.9	13.6	15.2	9.2	9.1
Tongling	CH	13.2	7	-11.6	-0.9	13.0	21.0	11.1	16.4	11.4	2.2	2.0	10.8	17.5	n/a	n/a
Yunnan	CH	6.0	17	-6.3	-7.5	-9.8	-8.2	-18.1	14.1	13.0	2.3	2.1	14.3	14.1	15.3	14.7
Mitsubishi	JN	3.6	4,424	-9.7	-15.8	-14.7	20.4	20.5	26.4	9.4	0.8	0.8	3.2	8.3	11.8	11.5
SMM	JN	13.8	7,653	-17.5	-21.9	-17.2	20.9	20.4	14.3	11.0	1.1	1.0	7.2	9.3	13.7	12.1
DOWA	JN	3.3	8,735	-10.4	-20.1	-6.0	19.3	18.8	9.8	10.3	1.2	1.1	12.4	10.7	9.8	7.4
Boliden	SW	15.7	540	-7.5	-3.1	-7.9	7.6	4.9	13.2	10.5	1.8	1.6	14.3	16.0	6.3	5.5

주: 2026년 6월 25일 기준

자료: Bloomberg, 에프앤가이드, 한화투자증권 리서치센터

V. 구리 밸류체인은 정점은 전선

구리 강세를 받는 두 갈래,
회수와 전력 인프라

금속 가격 피크아웃이 우려되는 구간에서 투자 대안은 두 갈래로 좁혀진다. 하나는 높아진 가격 레벨을 제련·회수 이익으로 바꾸는 기업이고, 다른 하나는 구리를 고부가 전력 인프라 제품으로 전환하는 기업이다. 앞에서 고려아연을 본 이유가 전자라면, 이제 LS를 봐야 하는 이유는 후자에 있다.

구리 가격보다
전압-레퍼런스·CAPA가
정하는 전선 마진

한국 비철금속 산업은 광산보다 제련과 가공에서 부가가치가 생긴다. 광산 단의 자원 프리미엄은 제한적이지만, 제련사는 회수율·부산물-Free Metal로, 가공사는 제품 믹스와 가격 전가력으로 마진을 만든다. 다만 전선은 일반 가공재와 다르다. 구리 가격은 매출의 기준이지만, 이익률은 전압, 레퍼런스, 수주잔고, 생산능력, 포설 역량 등이 결정한다.

구리를 전력 인프라
자산으로 바꾸는 기업 가치

따라서 구리 강세를 단순 가격 민감도로만 보면 투자대상은 광산과 제련에 머문다. 그러나 전력망, AI 데이터센터, 해저 HVDC, 초고압 지중케이블 수요가 커지는 국면에서는 구리를 전력 인프라 자산으로 바꾸는 기업의 가치가 더 중요해진다. 전선은 동 가공의 끝단이지만, 손익 구조는 범용 가공보다 프로젝트 산업에 가깝다.

남은 질문은 전력화 수요의
지속성과 LS의 경쟁력

LS는 이 구조를 한 그룹에 담은 국내 유일의 전력 인프라 수직계열이다. 구리를 제련하는 LS MnM, 해저·지중·HVDC·부스덕트의 LS전선, 변·배전·제어 기기의 LS일렉트릭, 권선·통신선의 LS아이앤디로 이어진다. 전기동 생산부터 송·변·배전까지가 한 울타리 안에 있고, 이 사이클에서 그룹 재평가를 끌어올리는 축은 전선이다. 그룹의 이익률을 정하는 변수도 동가 자체가 아니라 제련수수료와 부산물, 제품 믹스다. 남은 질문은 둘이다. 이 전력화 수요가 얼마나 오래 가는가, 그리고 같은 전선 가운데 왜 LS인가.

[표27] 비철 밸류체인별 손익 driver

단계	동가 민감도	마진의 핵심 변수	국내 대표기업
광산	직접·경비례	광석 품위·채굴원가	순수 광산주 부재
제련	간접(정광 타이트 시 TC 압박, 부산물로 방어)	TC/RC·부산물(황산·귀금속 등)	고려아연, LS MnM
가공	전가하나 롤마진 스프레드에 노출	전가력·롤마진(스프레드)	풍산
전선	대체로 전가 → 가격과 분리	수주잔고·전압·믹스·설치역량	LS 전선, 대한전선

자료: 한화투자증권 리서치 센터

[표28] LS 그룹 전력 인프라 밸류체인 지도

단계	법인	지분율	핵심 제품	상장	밸류체인 역할
제련·소재	LS MnM	75.1%	전기동·황산·금은	비상장	구리 소재 + 부산물 레버리지
전선	LS 전선	92.3%	해저·지중·HVDC·부스덕트	비상장	고부가 전력망 — 재평가 견인
전력기기	LS 일렉트릭	48.5%	변전·배전·제어	상장	송·변·배전 — 지분가치가 하방 지지
권선·통신	LS 아이앤디	95.1%	특수권선·통신선	비상장	권선·통신선 회복

자료: LS, 한화투자증권 리서치 센터

1. 전력화 수요의 지속성

AI보다 큰 전선 수요의 본질은 계통 병목

전선 수요의 진짜 동인은 AI 하나가 아니라, 전기가 필요한 곳까지 이동하지 못하는 계통 병목이다. IEA는 세계 전력수요가 2026~2030년 연 3.6% 증가하고, 그리드 투자는 현재 연 4,000억 달러에서 2030년까지 50%가량 더 확대돼야 한다고 본다. 미국에서도 계통 접속 대기 물량은 발전·저장 설비 기준 2,000GW를 넘고, 과거 접속 물량 중 실제 상업운전에 도달한 비율은 13%에 그쳤다. 막힌 곳은 발전이 아니라, 전기를 실어 나르는 송전망과 접속 설비다.

대형 부하가 앞당기는 계통 투자 사이클

수요측도 데이터센터·노후망 교체·에너지전환이 서로 다르게 움직여, 한 축이 흔들려도 나머지가 받친다. BNEF는 미국 데이터센터 전력수요가 2035년 106GW까지 확대될 수 있다고 본다. 아직 상당 부분은 계획·건설 단계의 물량인 만큼, 핵심은 숫자 자체보다 신규 대형 부하가 계통 투자를 앞당기고 있다는 방향성이다.

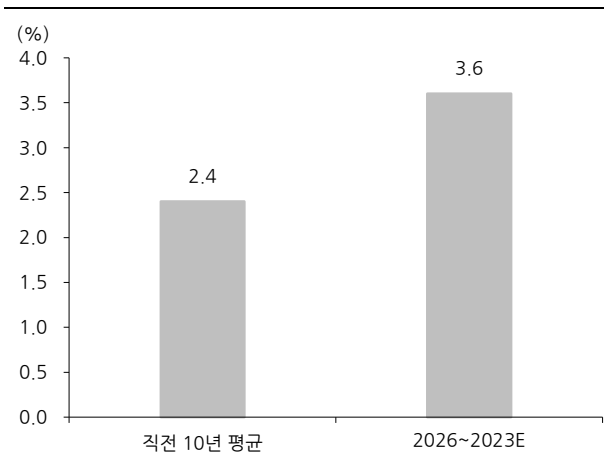
고전압 케이블 공급을 막는 네 관문

고전압 전선은 가격이 올라도 공급이 빨리 늘지 못한다. 신규 케이블 공장은 짓는 데 2~4년이 걸리고, 일부 대형 프로젝트 기준 HVDC 케이블의 납기 대기는 5년을 넘는다. 생산설비뿐 아니라 525kV 같은 고전압 인증, 바다에 케이블을 까는 포설선, TSO·빅테크의 공급사 등록까지 네 관문이 동시에 걸린다. 따라서 케이블 가격 상승에도 공급은 단기간에 늘기 어렵고, 고사양을 딸 수 있는 소수 업체가 가격 협상력을 쥔다.

LS 수혜는 해저 HVDC·지중 초고압·데이터센터로 압축

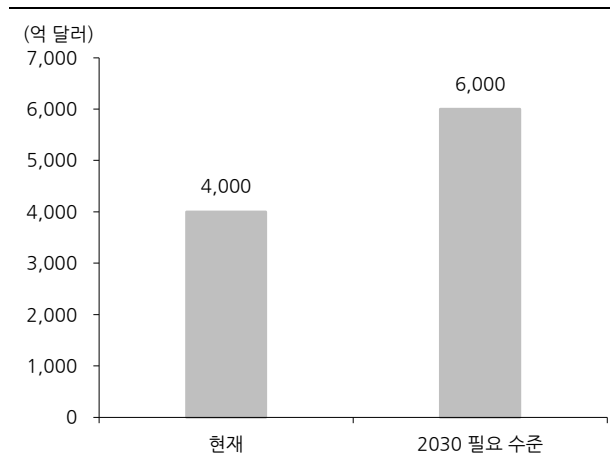
수요는 이미 TSO의 다년 계약으로 장기 공급망 선점 경쟁으로 구체화되고 있다. 영국 National Grid는 약 213억 파운드 규모의 HVDC 케이블 프레임워크에 여섯 공급사를 올렸는데, LS전선이 그중 한 자리를 차지했다. 다만 전력망 투자가 모두 LS전선의 고부가 케이블 수요로 이어지지 않는다는 점이다. 미국의 765kV 가공 송전망이나 변전소·토목은 직접성이 낮은 것으로 보이고, LS의 수혜는 해저 HVDC, 지중 초고압, 데이터센터 인입·내부 배전 같은 고사양 구간으로 좁힐 때 선명해진다. 유럽은 TenneT 525kV와 National Grid 프레임워크로 연결성이 이미 확인됐고, 미국은 버지니아 GreenLink로 현지 생산 거점을 확보하는 중이다.

[그림29] 글로벌 전력수요 성장률 vs 직전 10년 평균



자료: IEA, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] 연간 그리드 투자 필요액



자료: IEA, 한화투자증권 리서치센터

[표29] 전선 수요축별 LS 노출도

수요축	지역 앵커	대표 수요	LS 노출
해저 HVDC-인터커넥터	유럽·영국	TenneT, National Grid	해저케이블, 525kV HVDC, 동해 4·5 동
지중 초고압 HVDC	미국	PJM 지중 HVDC, 데이터센터	지중 초고압, GreenLink
데이터센터 내부 배전	미국·글로벌	하이퍼스케일러 전력분배	부스덕트, LS Electric
국내 전력고속도로	한국	서해안·동해안 HVDC	해저·지중, LS 마린솔루션
해상풍력 해저망	대만·아시아	대만 해상풍력	해저케이블, 포설 레퍼런스

자료: LS, 한화투자증권 리서치 센터

[표30] 전선 수급 - 수요는 분산되고, 공급은 낮다

수요: 전력망 병목이 길어진다	공급: 고사양 전선은 빨리 못 된다
전력수요 2026~2030년 연평균 3.6% 증가	DC 케이블 납기 대기 5년+
그리드 투자 2030년까지 약 50% 확대 필요	케이블 변압기 리드타임 장기화
미국 계통 접속 대기 2,000GW+	신규 케이블 공장 2~4년
데이터센터·노후망 에너지전환 수요 분산	525kV HVDC 인증·포설선·고객 등록 장벽

자료: 한화투자증권 리서치 센터

[표31] 글로벌 HVDC-해저케이블 공급 구도 - 소수 고사양 업체 중심

권역	주요 공급사	비고
유럽	Prismian · Nexans · NKT	해저/HVDC 케이블의 전통적 선도 업체. 생산능력, 프로젝트 레퍼런스, 포설·터키 역량 보유
아시아	Sumitomo Electric · LS 전선	Sumitomo는 일본계 장거리 케이블 강자, LS 전선은 525kV HVDC 상용화·양산 이력과 국내외 HVDC 레퍼런스 보유
신규·기타	Hellenic · Taihan · 중국계(Hengtong 등)	National Grid 프레임워크 진입 등으로 참여 범위 확대. 다만 고사양 해저/HVDC 레퍼런스와 글로벌 TSO 공급 실적은 업체별 차이 존재

자료: IEA, National Grid, LS, 한화투자증권 리서치센터

[표32] 영국 National Grid HVDC 공급망 프레임워크

부문	규모	선정 공급사
HVDC 케이블	213 억파운드	Hellenic & Jan De Nul Consortium · LS Cable & System · NKT Cables · Prismian Group · Sumitomo Electric · Taihan Cable & Solution
HVDC 컨버터	246 억파운드	GE Vernova · Hitachi Energy · Mitsubishi Electric · Siemens Energy
HVDC 토목·시공	120 억파운드	Lot 1: Balfour Beatty · BAM Nuttall · Galliford Try · Laing O'Rourke · Skanska · Taylor Woodrow / Lot 2: Balfour Beatty · Murphy · VolkerFitzpatrick
합계	590 억파운드	-

자료: National Grid, 한화투자증권 리서치센터

2. 왜 LS 전선인가 - 제조·인증·턴키 경쟁력

>> 고마진 수주와 매출인식은 이제 시작이다

<p>LS전선 숫자의 핵심은 잔고가 아니라 질</p>	<p>전선 수요가 길어진다는 판단은 앞에서 확인했다. 이제 볼 것은 그 수요가 LS전선의 숫자로 어떻게 내려오는지, 그중에서도 잔고의 크기가 아니라 질이다. 2025년 말 수주잔고는 7조 6,300억원으로 전년보다 약 22% 늘었다. 그러나 잔고가 많다는 사실만으로는 충분하지 않다. 범용 전선 잔고는 외형을 만들지만, 해저·HVDC·지중 초고압·부스덕트 잔고는 이익률을 바꾼다. 잔고는 매출 가시성이고, 믹스는 이익률이다.</p>
<p>아직 손익에 덜 들어온 해저·지중 고마진 잔고</p>	<p>고마진은 이미 잔고에 들어와 있지만, 아직 손익에는 들어오지 않았다. 해저케이블은 아직 매출 천장이 열려있다. 해저케이블은 1Q26 기준 OPM 18%로 높인데, 향후 TenneT향 매출 본격 인식과 동해 4·5동 가동이 정상화되면 해저 매출은 한 단계 올라갈 수 있다. 해저 성장은 단순 증설 효과가 아니라, 고전압·장거리 프로젝트가 기존 슬롯을 채우는 효과로 봐야 한다. 지중케이블은 다른 방식으로 올라간다. 물량 기준 가동률은 이미 100%에 가깝지만, 고압·대구경 프로젝트 비중이 오르면 같은 물량이라도 단가와 마진이 함께 올라간다.</p>
<p>해저 가동률 상승이 시작한 LS전선 마진 전환</p>	<p>변곡의 단서는 2025년 실적에 있다. 외형은 12% 늘었지만 영업이익은 2% 증가에 그쳤는데, 이익률이 가장 높은 해저가 아직 본격적으로 기여하기 전이었던 영향으로 보인다. 2025년 57.6%에 머물던 해저 가동률이 1분기 72.7%로 올라온 것이 전환의 시작이고, 별도 영업이익률은 2025년 3.7%에서 2028년 7% 후반 대 진입을 시도할 전망이다.</p>
<p>Framework가 열어둔 데이터센터 반복 주문 상방</p>	<p>한편 부스덕트는 해저·지중 케이블과 다른 고마진 축이고, 그 본질은 계약 금액보다 고객 지위다. 1Q26 실제 부스덕트 실적은 LS전선 별도 기준 매출 약 1,000억원, OPM 16% 중반대를 기록했다. 전선 안에서도 수익성이 높은 또 다른 제품군이 실적에 들어오기 시작한 것이다. 여기에 미국 AI 데이터센터용 부스덕트 장기 공급계약이 붙었다. 공시상 계약금액은 약 2조~4조원으로 추정되지만, 실제 매출은 향후 PO에 따라 확정되는 framework다. 확정 수주로 전환되기 전까지는 실적 추정 바깥에 있고, 전환되는 만큼이 실적 추정치의 상방으로 남는다. Framework는 확정 매출이 아니라 반복 주문이 열리는 공급망 안에 들어갔다는 신호다. LS일렉트릭도 북미 빅테크 데이터센터에 올해 5,000억 원의 수배전반·변압기 등을 수주하며, 그룹 차원의 고객 접점이 넓어지고 있다.</p>
<p>TenneT·부스덕트·GreenLink로 이어지는 단계적 상향</p>	<p>향후 고마진 수주가 매출로 인식되며 이익이 매출보다 빠르게 늘어날 전망이다. 이 상향은 한 번에 끝나는 이벤트가 아니다. 2026~2027년에는 해저 TenneT 매출 인식과 지중 ASP·믹스 개선, 부스덕트 PO 전환이 작동하고, 2027년 이후 멕시코 부스덕트 증분, 2028년 이후 GreenLink의 미국 현지 생산이 새 축으로 붙는다. 여기에 동해 6동이 공식화되면 장기 CAPA 상단이 다시 올라갈 수 있다.</p>

[그림31] LS전선 신규 동력 타임라인



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표33] LS전선 공시 내역

발표일	프로젝트	제품	지역	계약액(십억원)	인식/계약기간	비고
2019.12.20	한국전력 북당진-고덕 2 단계 HVDC 지중송전	지중 HVDC	한국	110.2	2019.12~2025.06	
2020.12.17	한국전력 완도-제주 #3 HVDC 해저케이블	해저 HVDC	한국	263.2	2020.12~2026.08	정정
2022.01.13	Orsted Ocean Wind	해저	북미	387.4	2022.01~2025.02	환율 1,300 원 적용
2022.01.13	LS Cable Systems America	해저	북미	357.8	2022.01~2025.07	
2022.12.08	Hai Long 2&3 Offshore Windfarm	해저	대만	209.3	2022.12~2026.06	정정
2022.12.12	Vattenfall Norfolk West & East	해저	영국	401.3	2022.12~2028.09	
2023.05.25	Orsted Greater Changhua 2204	해저	대만	216.4	2023.05~2026.03	정정
2023.12.07	TenneT Offshore 2GW BalWin4	해저 HVDC	독일	861.6	2023.12~2029.09	
2023.12.07	TenneT Offshore 2GW LanWin1	해저 HVDC	독일	824.7	2023.12~2030.09	
2024.03	CIP Fengmiao	해저	대만	130.0	2024.03~2027.06	
2024.06.20	ELIA MOG2 Lot 2	해저	벨기에	282.1	2024.06~2029.04	
2024.07	LS PowerGrid California	지중	미국	100.0	2024.07~2028.07	종료일 추정
2024.12.12	TenneT Offshore 2GW LanWin5	해저 HVDC	독일	907.3	2024.12~2031.09	
2024.12.30	TenneT 장기공급 LOA	해저 HVDC	독일	1,000.0	2024.12~2030.12	LOA / 종료일 추정
2024.12	NY Transco	지중	미국	190.0	2024.12~2028.12	종료일 추정
2025.04.09	SP PowerAssets	지중	싱가포르	349.3	2025.04~2033.01	
2025.07.09	안마해상풍력	해저	한국	177.1	2025.07~2028.05	해지
2025.09.01	SRE 대만 Formosa 4	해저	대만	160.0	2025.09~2028.09	종료일 추정
2026.02.09	LSCSA 345kV 해저초고압	해저 초고압	미국	236.3	2026.02~2030.04	
2026.02.09	LSCSA 345kV 지중초고압	지중 초고압	미국	216.2	2026.02~2029.10	
2026.05.15	美 AIDC 부스덕트 Framework	부스덕트	미국	2~4조원	2026.05~2030.12	

자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터

>> 왜 LS 전선인가: 인증된 제조능력 대비 저평가

유럽 3사와 함께 거론되는 LS전선의 HVDC 진입

LS전선은 해저·HVDC 시장에서 유럽 3사인 Prysmian, Nexans, NKT와 함께 거론되는 글로벌 상위권 플레이어다. 525kV급 HVDC 해저케이블은 인증·생산설비·고객 Qualification·시공 경험이 모두 필요한 시장으로 공급 가능 업체가 제한적이며, LS전선은 TenneT향 2조원 장기공급계약과 525kV HVDC 양산을 통해 이 시장에 진입했다. 대한전선도 HVDC 프레임워크와 기술 인증을 확보하며 추격 중이나, 해저 HVDC 생산·납품 레퍼런스는 아직 축적 단계다.

고압 사업 규모가 그룹 별류를 떠받치는 Prysmian

벨류에이션 프리미엄을 줄 수 있는지 여부에서 중요한 것은 고압 사업 자체의 절대 체급, 잔고의 가시성, 그리고 그 잔고가 어느 정도의 마진으로 매출이 되느냐다. 글로벌 선두 업체들이 이를 보여준다. Prysmian은 그룹 매출에서 고압 송전을 담는 Transmission 비중이 10%대 중반에 그치지만, 송전 잔고가 약 170억 유로(약 27조원)로 피어 대비 최대이고 해저·HVDC 부문 EBITDA 마진은 올해 1분기 약 20%에 이른다. 순수 고압 전선 플레이어는 아니어도, 고압 사업의 절대 규모와 수익성이 그룹 전체의 멀티플을 떠받친다.

NKT는 고압·해저 집중도가 만드는 프리미엄

NKT는 반대로 회사 자체가 고압·해저에 쏠려 있다. 송전 잔고가 향후 연결 매출의 3배를 넘고, 그 잔고의 95% 이상이 유럽 송전망 운영사 물량이다. 비중은 정반대지만, 두 회사 모두 고압 사업의 체급과 가시성이 타 전선사들을 압도한다는 공통점을 가진다.

Nexans 할인은 낮은 고압 노출도와 분산된 성장축

같은 잣대를 적용하면 Nexans의 할인도 설명된다. Nexans도 PWR-Transmission backlog 79억유로를 보유하고 있지만, 잔고/매출 배수와 사업 노출도는 NKT보다 낮고, 회사의 성장 스토리도 PWR-Connect·PWR-Grid를 포함한 전력화 포트폴리오 전반에 분산돼 있다.

Prysmian과 닮았지만 설치 레퍼런스가 남은 LS전선

LS전선을 같은 표에 놓으면 위치가 분명해진다. 해저·지중 고압 잔고는 향후 연결 매출의 0.8배 수준으로, NKT·Nexans보다는 낮지만 Prysmian과 비슷한 구간이다. 매출 구성에서도 닮았다. 고압이 연결 매출에서 차지하는 비중은 LS전선과 Prysmian 모두 10%대 중후반으로, 다양한 제품을 함께 다루는 다변화형 구조다. 다만 숫자상 잔고 배수가 Prysmian과 비슷하다고 해서 두 회사를 같은 자리에 둘 수는 없다. Prysmian은 글로벌 포설선과 턴키, TSO 레퍼런스를 이미 완성한 회사인 반면, LS전선은 제조·기술은 빠르게 따라붙었어도 글로벌 대형 턴키·설치 레퍼런스를 더 쌓아야 한다는 할인 요인이 남아 있다.

부스덕트와 해저 증설이 더하는 LS전선의 고마진 축

대신 LS전선에는 다른 한 축이 있다. 고압 외 잔고에 들어 있는 부스덕트가 단순 범용이 아니라 15%를 웃도는 마진의 고부가 제품이라는 점이다. 다변화 안에 또 하나의 고마진 축을 품은 셈이다. 여기에 동해 5동 준공으로 해저 생산능력을 기존의 4배 이상으로 키웠고, 2025년 말 수주잔고가 전년 대비 22% 늘며 그 체급을 빠르게 키우고 있다.

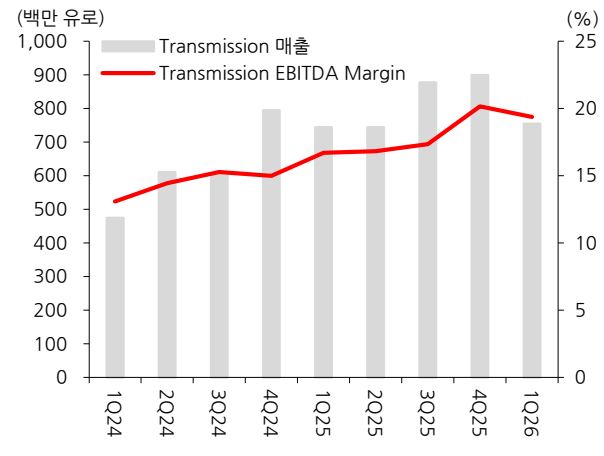
[표34] 글로벌 전선 피어 고압 케이블 사업 비교

구분	Pysmian	NKT	Nexans	LS 전선	대한전선
포지션	글로벌 종합 플랫폼	고압-해저 순수형	전력화 포트폴리오형	다변화형 (고압 확대 중)	국내 후발
고압 잔고	약 170 억€ (약 27 조원)	약 135 억€ (약 22 조원)	약 79 억€ (약 13 조원)	6.6 조원 (해저 3.0+지중 3.6)	약 1.5~2 조원 (추정)
고압 잔고 / 26E 연결매출 (배)	0.74	3.63	1.18	0.84	0.55 (추정)
고압 매출 비중 (연결 매출 대비)	10%대 중반	약 50%	약 27%	10%대 중후반	10%대 중후반 (추정)
고압 부문 수익성	약 20% (EBITDA margin)	약 15% (EBITDA margin)	-	해저 OPM 18%	-
EV/EBITDA (26E)	18.1x	17.0x	9.3x	비상장 (지주 9.1x)	32.2x
ROE (26E)	19.3%	9.6%	15.3%	11.5% (지주)	6.8%
설치-턴키 레퍼런스	글로벌 CLV-완성형	자체 CLV 보유	보유	국내 레퍼런스 '28년 CLV로 턴키 보장	근해-국내 중심

주: 고압 잔고 = 해저+지중 송전(Transmission) 부문 기준. 배수 = 현재 고압 잔고+2026E 연결매출. 멀티플은 26E, Bloomberg. LS는 비상장(별도/연결 추정). 대한전선 고압 잔고는 추정치

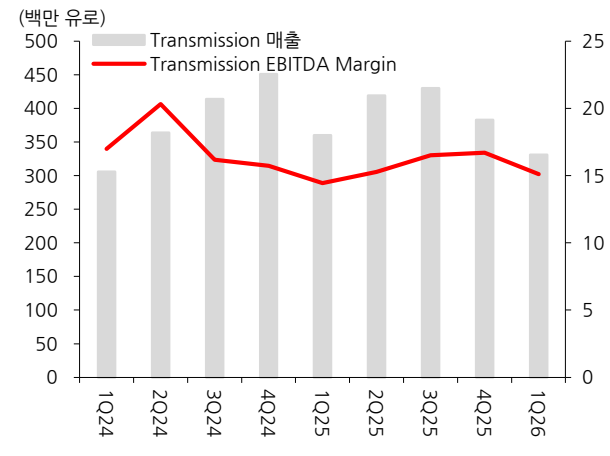
자료: LS전선, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] Pysmian 고압 케이블 매출 및 EBITDA Margin 추이



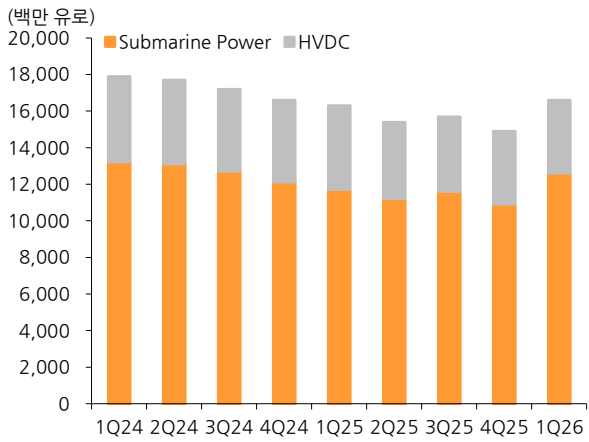
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림33] NKT 고압 케이블 매출 및 EBITDA Margin 추이



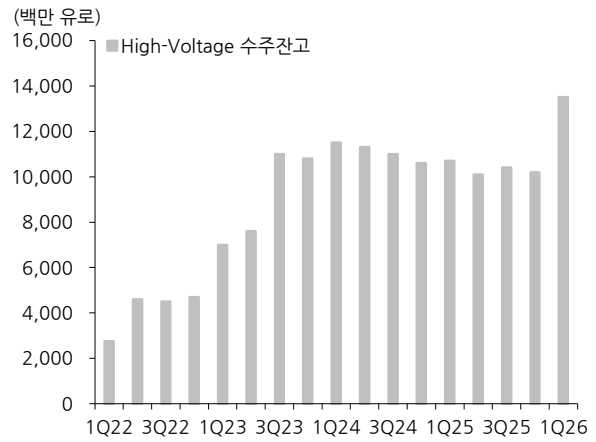
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] Prysmian 고압 케이블 수주 잔고 추이



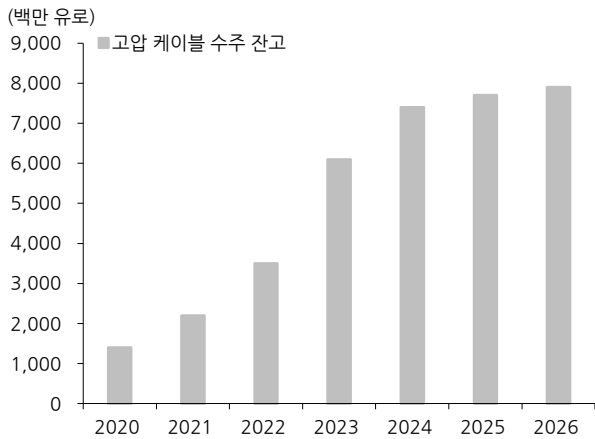
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] NKT 고압 케이블 수주 잔고 추이



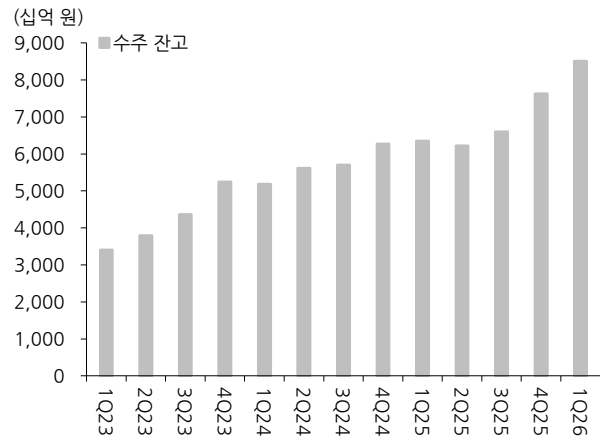
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] Nexans 고압 케이블 수주 잔고 추이



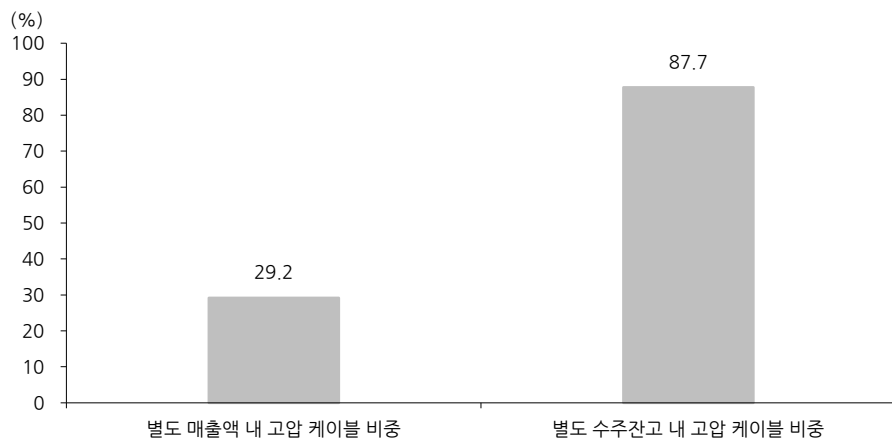
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림37] LS 전선 별도 수주 잔고 추이



자료: LS전선, 한화투자증권 리서치센터

[그림38] LS 전선 별도 매출액 내 고압 케이블 비중 VS 수주잔고 내 고압 케이블 비중



자료: LS전선, 한화투자증권 리서치센터

>> 남은 관문은 글로벌 대형 턴키 실행

<p>제조·인증은 통과, 남은 과제는 설치 역량</p>	<p>제조와 인증, 핵심 고객 관문은 통과한 LS전선이 마지막으로 증명할 영역은 대형프로젝트의 설치까지 묶은 턴키 실행력이다. 제조와 인증, 핵심 고객 관문은 이미 통과했다고 판단된다. LS전선은 완도-제주를 잇는 약 90km 전압형 HVDC 해저망에서 LS마린솔루션과 함께 케이블 생산·시공을 일괄 수행하며 국내 레퍼런스를 확보했다. 국내에서 HVDC 해저케이블 상용화와 제조·포설 역량을 동시에 갖춘 곳은 사실상 LS전선 체계가 유일하다. 여기에 525kV HVDC 양산과 90℃ 고온 운전 상용화까지 더해지며 제조·기술 관문에서는 Prysmian·NKT 등 글로벌 상위사와 비교 가능한 단계에 진입했다.</p>
<p>포설선 체급에서 드러나는 글로벌 3사와의 격차</p>	<p>설치 자산을 들여다보면 LS와 글로벌 3사의 격차가 더 구체적으로 드러난다. Prysmian은 1만 8,000~2만 DWT급 대형 포설선을 자체 선단으로 세 척 보유하고, Nexans도 1만 7,000DWT급 두 척, NKT는 1만 5,000DWT급 한 척을 운용한다. 반면 LS의 현 보유선은 7,000DWT급으로, 수백 km 인터커넥터를 한 번에 감당하기엔 체급이 작다. 유럽·북미에서 설치를 컨소시엄과 용선에 의존하는 이유가 여기에 있다.</p>
<p>포설선 증가는 많지만 TSO 턴키 레퍼런스는 별개</p>	<p>포설선 공급 자체는 늘어나고 있다. Clarkson 오더북 기준 2026~2028년에 대형 포설선이 동시에 들어온다. 설치 전문가 Jan De Nul이 3만 4,000DWT급 두 척을, NKT와 Prysmian도 대형 신조를 더하고, 중국계 ZTT와 Hengtong까지 1만 6,000~1만 7,000DWT급 자산을 확보한다. 그러나 오더북상 중국·아시아계 신조가 늘어나는 것은 맞지만, 현재 확인되는 유럽 525kV HVDC TSO firm contract와 턴키 레퍼런스는 여전히 Prysmian·Nexans·NKT 중심이다. 결국 톤수를 키우는 일과, 유럽 송전망 운영사가 반복 발주할 수 있는 제조·인증·설치 패키지를 갖추는 일은 다른 영역이다.</p>
<p>유럽·북미 장거리 HVDC를 겨냥한 LS마린 투자</p>	<p>LS전선은 제조·인증과 설치 자산의 격차를 동시에 줄이고 있는 국내 유일의 후발주자다. LS마린솔루션은 2028년 상반기 운용을 목표로 16,500DWT급 신조 CLV를 건조 중이다. 회사가 제시한 케이블 적재능력은 1만 3,000톤급으로, 글로벌 Top 5 수준이다. 기존 보유 포설선이 국내·아시아권 프로젝트 대응에 초점이 맞춰져 있었다면, 신조 CLV는 유럽·북미 장거리 HVDC 프로젝트까지 겨냥해 설치 체급을 끌어올리는 투자다.</p>
<p>제조·인증은 현재형, 설치·턴키는 2028년 이후 검증</p>	<p>회사는 이 신조선을 미국 GreenLink 해저케이블 공장과 연계해 설계·생산·시공을 아우르는 턴키 수주 체계로 연결하겠다고 설명한다. 이미 TenneT 525kV HVDC 프로젝트를 통해 유럽 TSO형 공급 레퍼런스를 확보했다는 점도 중요하다. 다만 설치 관문은 아직 현재형보다 미래형에 가깝다. 아시아 지역은 자체 대응이 가능하지만, 북미·유럽은 신조 또는 용선 전략이 필요한 영역이다. 따라서 동사는 제조·인증에서는 글로벌 상위권에 접근했고, 설치·턴키는 2028년 신조 CLV 투입 이후 확인될 위치에 있다.</p>
<p>대한전선보다 앞선 LS전선의 HVDC-CLV 포지션</p>	<p>국내 대한전선보다 한발 앞서 있다. 대한전선도 PALOS를 통해 해저 시공 역량을 내재화하고 있지만, PALOS는 6,900DWT급 규모로 초대형 CLV와는 체급 차이가 있다. 대한전선은 국내 해상풍력과 근해 프로젝트 레퍼런스를 빠르게 쌓는 추격자이고, LS전선은 525kV HVDC 제조·유럽 TSO 레퍼런스·신조 CLV 투자를 함께 갖춘 선행 주자에 가깝다.</p>

[표35] 글로벌 주요 전선-시공사 케이블 포설선(CLV) 현황: 현존 선대 및 신조 오더북

구분	회사	선박명	DWT	GT	전장(m)	인도	건조소(Builder)
선대	Prysmian	Monna Lisa	19,671	28,071	171	2025	VARD Tulcea
	Prysmian	Prysmian Marco Polo	18,931	19,126	166	2024	CMHI (Jiangsu)
	Prysmian	Leonardo da Vinci	18,461	27,937	172	2021	VARD Brattvaag
	Prysmian	Giulio Verne	10,569	10,674	128	1983	HD Hyundai Mipo
	Nexans	Nexans Aurora	17,331	22,263	156	2021	Ulstein Ulsteinvik
	Nexans	Nexans Electra	17,300	22,368	155	2026	Ulstein Ulsteinvik
	Nexans	Nexans Skagerak	9,373	10,147	118	1976	Ogrey
	NKT	NKT Victoria	14,900	16,171	140	2017	Kleven Verft
	LS 전선	GL2030	7,483	6,360	92	2010	Donghae Shipbuilding
	LS 전선	Segero	6,409	8,323	115	1998	HHIC (Yeongdo)
	대한전선	Palos	6,898	5,551	90	2010	Unknown Yard
	Jan De Nul	Isaac Newton	13,433	16,255	138	2015	Uljanik Brod.
	Jan De Nul	Connector	11,000	20,190	156	2011	Unknown Yard
	ZTT	Zhong Tian 5	8,988	5,663	100	2018	Nantong Tongmao
	ZTT	Yuan Wei 8	6,000	4,700	90	2019	Unknown Yard China
	Hengtong	Blue Navigator	8,500	13,454	131	2023	CMHI (Jiangsu)
	Hengtong	Heng Tong Lan 5	7,147	4,269	91	2012	Unknown Yard China
	Hengtong	Heng Tong Lan 1	2,625	2,289	67	2016	Unknown Yard China
오더북	Prysmian	신조	-	34,215	192	2027-01	VARD Tulcea
	NKT	신조	25,700	34,500	140	2027-02	VARD Tulcea
	LS 전선	신조 (적재 13,000 톤급)	16,500	18,000	148	2028-05	Tersan Shipyard
	Jan De Nul	신조	34,000	42,079	215	2027-04	CMHI (Jiangsu)
	Jan De Nul	신조	34,000	32,508	215	2026-06	CMHI (Jiangsu)
	ZTT	신조	16,000	20,400	139	2026-09	Qidong Xiangyu
	Hengtong	신조	17,000	-	-	2028-03	Jiangsu Dajin HI

자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

3. 수주잔고의 질과 향후 신규 수주

>> 수주잔고의 질은 확정성과 실행력이 중요

확정 잔고라도 매출로 이어져야 인정받는 가치

설치 역량과 함께 LS전선을 다시 보게 만드는 두 번째 축은 잔고의 질이다. 같은 수주 잔고라도 가치는 확정 계약인지, 실제 공정이 진행되는지에 따라 갈린다. Nexans의 Great Sea Interconnector가 그 사례다. 그리스와 키프로스를 잇는 약 14억 유로 규모의 터키 프로젝트로 수주됐지만, 발주처 간 비용 부담 논의와 동지중해 지정학 리스크가 겹치며 일정이 재조정됐다. 관련 잔고는 1분기 말 송전 부문에 약 12억 유로로 남아 있으나, 올해 가이던스에는 이 프로젝트의 실행 기여가 반영되지 않았다. 고압 잔고를 쌓아도 공정이 실제로 진행되지 않으면, 그 잔고는 매출로도 멀티플로도 온전히 인정받기 어렵다.

TenneT firm contract가 뒷받침하는 LS전선 잔고의 질

LS전선의 잔고는 반대편에 선다. 별도 수주잔고는 2025년 말 6.9조원에서 1분기 말 7.5조원으로 늘었고, 그 88%가 해저와 지중 송전으로 채워져 있다. 잔고의 축은 TenneT 525kV 장기공급계약 같은 확정 공급계약이다. 2023년 체결한 2조원 규모 TenneT 계약은 글로벌 케이블사 단일 수주 기준 역대 최대로, BalWin4·LanWin1의 525kV HVDC 시스템에 케이블이 적용될 예정이다.

Framework 진입권과 firm contract의 차이

대한전선과의 차이도 같은 잣대에서 드러난다. 영국 National Grid의 HVDC 케이블 framework는 LS전선과 대한전선이 함께 이름을 올린 진입권이지, 어느 한쪽의 확정 수주가 아니다. 차별은 그 안에서 누가 확정 공급계약(firm contract)을 따내느냐에서 갈리고, TenneT이 그 사례다. 대한전선도 육상 HVDC 인증과 해저 공장 증설, PALOS 기반 시공 역량을 빠르게 보강하고 있다. 다만 송전 잔고는 2026년 예상 매출의 0.6배 수준(추정)으로 LS전선의 0.8배에 못 미치고, 이에 견줄 대형 525kV HVDC 해저 firm 레퍼런스도 아직 갖추지 못했다. 결국 같은 전선 호황 안에서도 LS의 잔고가 더 견고하게 매출로 이어지는 구조다.

[그림39] 수주 잔고가 매출로 바뀌는 단계



자료: SI 활용한 이미지, 한화투자증권 리서치센터

>> 수주잔고는 지속 증가할 것

향후 실적은 고부가 송전
잔고의 매출화

다음 질문은 향후 잔고가 어디서 오는가다. LS전선의 1Q26 별도 수주잔고는 7.5조원이다. 이 중 해저가 3.0조원, 지중초고압이 3.6조원으로, 전체 잔고의 대부분이 고부가 송전망 제품에 걸쳐 있다. 2026~2028년 실적은 이 잔고가 매출로 인식되는 과정으로 상당 부분 설명된다.

프레임워크로 선점되는
해저·HVDC 생산능력

해저·HVDC는 조달 리드타임이 5년 안팎이고 신규 진입에 수년이 걸리는 구조이며, 발주 방식 또한 공급자에 유리한 상황이다. 송전망 운영사들은 개별 입찰을 반복하기보다 다년 프레임워크로 생산능력을 미리 묶는다. 네덜란드·독일 TenneT은 7,000km 규모 HVDC 물량을 약 55억유로 프레임워크로 복수 공급사에 나눠 발주했고, 프랑스 RTE도 다섯 곳과 2028년까지 장기계약을 맺었다. 최저가 입찰이 아니라 검증된 명단 안에서 물량이 배분되는 구조다. LS전선은 TenneT, 영국 National Grid, 대만 반복 수주, 영국·아이슬란드 ASC를 통해 이미 그 명단에 들어가 있다.

수주 후보는 금액보다
확정도별로 봐야 한다

확정도로 나눠 보면 가시성이 드러난다. 수주 후보는 "얼마를 판다"가 아니라 어느 단계까지 가시성이 쌓였는가로 봐야 한다. 가장 단단한 것은 이미 계약이 끝난 확정 수주, 곧 firm backlog다. 그다음은 조달망에 공급사로 이름을 올렸으나 개별 계약 전환이 남은 프레임워크(framework) 단계다. 그 뒤로 발주가 예정됐지만 사업자 선정은 아직인 단계, 마지막으로 수주 자체보다 그 자격을 끌어올리는 설비 투자가 온다.

[표36] LS전선 수주 확정도에 따른 계약 구분

수요측	프로젝트·계약	확정도	향후 확인
유럽 HVDC	TenneT 4건	확정(firm)	인식 속도
유럽 HVDC	National Grid	프레임워크	개별 계약 전환
유럽 HVDC	ASC(영국·아이슬란드)	프레임워크·단독공급	2026년 FID
국내 HVDC	서해안 1 단계	발주 예정	2027년 발주 예상
국내 해상풍력	태안·해송 등	우선협상	특별법 시행·계약 확정
대만	Fengmiao-Formosa 4-Round 3-3	확정·후속	2·3 단계 발주
북미	345kV 초고압	확정(firm)	후속 발주
북미 데이터센터	지중 HVDC 부스덕트	프레임워크·후보	발주 전환
북미	GreenLink·멕시코	-	가동 램프업

자료: 언론 보도, 한화투자증권 리서치센터

>> 지역별 신규 수주 가능성 점검

유럽 해저 잔고의 핵심은 장기 조달망 진입

다음 해저 잔고의 무게중심은 유럽과 국내에 있다. 두 시장의 공통점은 제도가 발주를 앞당기고 있다는 것이다. TenneT는 이미 확정 수주로 볼 수 있고, National Grid와 ASC는 개별 firm 전환과 FID가 남은 framework다. 중요한 것은 유럽과 영국의 조달 방식이 바뀌고 있다는 점이다. HVDC cable 같은 병목 기자재를 조기에 확보하려는 움직임이 커지고 있고, 이는 이미 검증된 공급자군의 가치를 높인다. 다만 유럽은 Prysmian, NKT, Nexans의 본진이고, 채원과 국가 간 비용 배분은 여전히 변수다. 따라서 유럽에서 LS전선의 포인트는 유럽 3사를 모두 이긴다는 얘기가 아니다. 장기 조달망의 후보 명단에 들어간 공급자라는 점이 핵심이다.

제도 변화가 앞당기는 국내 HVDC 발주

국내는 서해안만으로 끝나지 않는다. 서해안 에너지고속도로는 전체 1,070km·8GW에 사업비 약 12조원 규모로, 2038년까지 네 개 HVDC 선로를 단계적으로 구축한다. 첫 구간인 새만금~서화성 2GW(525kV)는 사업비 약 2조 8,000억원이며, 한전은 기본설계를 연내 마무리한 뒤 2027년 초 해저케이블 공사를 발주할 전망이다. 변화는 해상풍력 특별법이다. 해상풍력 특별법은 정부 주도 입지선정과 원스톱 인허가를 통해 태안-해송안마 같은 개별 프로젝트가 본계약으로 넘어갈 수 있는 제도적 통로를 만든다.

[표37] 유럽 HVDC

프로젝트	발주처/위치	내용	규모	일정
BalWin4	TenneT (독일 북해)	해상풍력을 육지로 보내는 2GW·525kV HVDC 연결	약 8,600 억원	2023년 계약, 2029~2030년
LanWin1	TenneT (독일 북해)	동일 방식 2GW·525kV HVDC 연결	약 8,200 억원	2023년 계약, 2030~2031년
2GW 프로그램	TenneT (독일-네덜란드 북해)	2GW·525kV 표준 시스템 확대	총 28GW	2031년까지 14개 시스템
HVDC 케이블 프레임워크	National Grid (영국)	6개 공급사를 장기 프레임워크에 선정, LS전선 포함	£21.3bn(약 38조원)	2025년 체결, 5년+3년
EGL4-Sealink·LionLink	National Grid (영국)	프레임워크 초기 대상 프로젝트. EGL4·Sea Link는 개별 계약 전환, LionLink는 후속 후보	프로젝트별 상이	순차 발주
Atlantic SuperConnection	ASC Energy (영국-아이슬란드)	아이슬란드 지열수력을 영국에 보내는 세계 최장급 해저 HVDC, LS 단독 공급	1,708km·1.8GW	2026년 FID 목표

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[표38] 국내 HVDC·해상풍력

프로젝트	발주처/위치	내용	규모	일정
서해안 HVDC 1 단계	한국전력 / 새만금~서화성	서해안 재생에너지를 수도권으로 보내는 2GW급 500~525kV HVDC 해저 송전망	약 2.8조원	2027년 초 발주, 2030년 준공 목표
서해안 HVDC 전체	한국전력 / 서해안 4개 선로	1 단계 포함 총 4개 HVDC 선로 단계 구축	1,070km·8GW·약 12조원대	~2038년
안마 해상풍력	전남 영광 안마도 / 532MW	LS전선 공급 + LS 마린솔루션 시공 본계약	2,550 억원	2025년 계약, 2027년 시공 착수
태안 해상풍력	충남 태안 / Vena Energy, 504MW	LS전선 공급 + LS 마린솔루션 시공 우선협상	-	2029년 완공/상업운전 목표
해송 해상풍력	전남 신안 / CIP·COP, 1GW	504MW급 2기, LS전선·LS 마린솔루션 공급·시공 우선협상	-	우선협상 선정 '26.5
신안우이 해상풍력	전남 신안 우이도 / 390MW	LS 마린솔루션 해저케이블 시공 우선협상	-	2027년 시공, 2029년 초 상업운전 목표

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

대만은 반복 수주로 검증된
해상풍력 시장

나머지는 이미 반복되는 시장과, 제도가 막 열리는 시장으로 갈린다. LS전선은 대만 해상풍력 1단계 여덟 개 프로젝트를 모두 공급했고, 2단계에서도 Fengmiao에 이어 Formosa 4까지 따내며 열 번째 연속 수주를 기록했다. Round 3에서는 2026년 3.6GW 배분이 추진되고 2035년까지 15GW가 더해질 계획으로, 프로젝트가 나올 때마다 LS전선은 처음 진입하는 공급자가 아니라 이미 납기와 품질을 검증받은 공급자로 출발한다.

미국 수요의 중심은
해상풍력보다 데이터센터와
송전망

미국은 해상풍력도 최악의 정책 리스크에서는 벗어나고 있다. 6월 행정부가 풍력 인허가·리스 동결 관련 항소를 철회하면서, 연방 차원의 일괄 중단 조치는 더 이상 유지되기 어려워졌다. 중단됐던 동부 해안 주요 건설 프로젝트도 소송 이후 재개되며, 적어도 건설 단계에 들어간 프로젝트의 불확실성은 이전보다 낮아졌다. 그래서 LS전선 입장에서 더 직접적 수요는 아직 데이터센터와 송전망이다. 데이터센터 부하는 지중 초고압과 HVDC backbone 수요를 직접 만들고 있고, PJM이 승인한 버지니아 525kV 지중 HVDC backbone과 장기 송전계획을 의무화한 FERC Order 1920이 그 방향이다. 여기에 미 북동부 9개 주와 DC가 내놓은 해상 HVDC 표준화 로드맵은 여러 주의 발주를 묶고, framework-preferred supplier-capacity reservation 방식으로 핵심 기자재를 선점하는 권고를 담고 있다. 앞서 본 발주자가 공급자를 예약하는 유럽의 흐름과 유사하다.

아세안은 단기 잔고보다
장기 생산거점 옵션

아세안은 아직 단기 실적보다 장기 옵션이다. 싱가포르의 6GW 저탄소 전력수입 목표가 수요를 만들고, LS에코에너지의 베트남 해저케이블 합작이 생산 거점을 만든다. 이는 LS전선 본체의 단기 수주잔고가 아니라 계열사의 장기 옵션에 해당한다.

[표39] 대만 해상풍력

프로젝트	발주처/위치	내용	규모	일정
1 단계 8개 프로젝트	대만 서부 해상	LS전선 상용화 1 단계 8개 프로젝트 고전압 해저케이블 전량 공급	누적 약 9,000억~1조원	2019년 이후 수주
Fengmiao	대만 서부 / 500MW	대만 2 단계 첫 프로젝트	약 1,300억원	2024년 우선공급계약, 2027년 경
Formosa 4	SRE / 대만 서부 18km 해상, 495MW	2 단계 핵심 프로젝트, 대만 10 번째 연속 수주	약 1,600억원	2025년 9월 계약
Round 3-3	대만 정부	2026년 3.6GW 배분 추진	3.6GW	2030~2031년 계통연계
시장 전체	대만	2025년 5.7GW + 2035년까지 15GW 추가 목표, 해저케이블 소재·시공 시장 확대	총 20GW+ / 5조원+	~2035년

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[표40] 북미 송전·데이터센터

프로젝트·정책	주체/위치	내용	규모	일정
345kV 초고압 계약	미국 / LS전선 미국법인	345kV 지중해저 초고압 케이블 공급·공사·준공시험	총 약 6,865억~7,000억원 / LS전선 본사 계약분 4,525억원	2026년 2월 계약
버지니아 지중 HVDC	PJM-Dominion / 버지니아	데이터센터 밀집지인 북버지니아로 전력을 보내는 525kV 지중 HVDC backbone	185마일·3GW	PJM 송전확장계획 승인, 2032년 목표
FERC Order 1920	미국 연방 / FERC	송전사업자에 20년 시계의 장기 지역 송전계획 요구	-	2024년 제정, 1920-A로 보강
북동부 해저 HVDC 로드맵	미 북동부 9개 주+DC	HVDC 해상 송전망 표준화, 공동 조달, framework-preferred supplier-capacity reservation 권고	-	2026년 6월 발표
풍력 인허가 동결 완화	미국 연방정부 / 동부 해안 중심	풍력 인허가·리스 일괄 동결 관련 항소 철회. 건설 중 프로젝트 불확실성 완화	-	2026년 6월

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

4. 실적 전망과 밸류에이션

>> LS 전선 실적 전망

매출 17%, 이익 142% 증가가 보여주는 믹스 효과

앞에서는 LS전선이 왜 고사양 전선 시장에서 경쟁력을 갖는지를 봤다. 여기서는 그 경쟁력이 실적으로 어떻게 구체화되는지를 정리한다. 결론은 외형보다 이익이다. LS전선 별도 매출은 2025년 4.18조원에서 2028년 4.91조원으로 17.4% 늘어나는 데 그치지만, 영업이익은 같은 기간 1,534억원에서 3,702억원으로 141.8% 증가할 것으로 전망한다. 별도 영업이익률은 3.7%에서 7.5%로 올라갈 것으로 추정했다.

이익 증가분의 대부분을 만드는 해저·부스덕트·지중

이익률 상승의 동력은 단순 가동률이 아니라 믹스다. 저마진 나동선과 통신보다 해저, 부스덕트, 지중 초고압의 기여가 커진다. 해저와 부스덕트의 별도 매출 비중은 2026년 18.2%에서 2030년 32.6%까지 올라갈 예정이다. 2026~2028년 별도 영업이익 증가분을 분해하면 대부분은 해저·부스덕트·지중에서 나올 것으로 예상된다. 해저가 절반 이상, 부스덕트가 4분의 1 안팎을 담당하는 구조다.

해저는 레벨업, 부스덕트는 속도와 안정성

해저와 부스덕트는 모두 고마진 제품이지만, 실적에 반영되는 속도는 다르다. 해저는 프로젝트형이다. 생산과 시공이 끝난 뒤 매출이 계단식으로 인식된다. 동해 4·5동 증설 효과와 TenneT향 매출 인식이 본격화되면 2027년 이후 별도 이익 레벨이 한 단계 올라간다. 반면 부스덕트는 반복 발주형이다. 데이터센터 framework 안에서 PO가 내려올 때마다 매출화가 빠르게 진행된다. 해저가 이익 레벨업의 크기를 만든다면, 부스덕트는 속도와 안정성을 보완한다.

구리 민감 제품에서 전력 인프라 이익으로 전환

믹스 개선은 이익의 질도 바꾼다. 구리 가격과 물량에 민감한 저마진 제품의 비중이 희석되고, 반복 발주형·고부가 전력 인프라 제품이 이익의 중심으로 올라온다. 그래서 추정에서 중요한 것은 매출 성장률 자체가 아니다. 같은 매출 안에서 어떤 제품이 늘어나는지가 더 중요하다.

연결 실적도 별도 믹스 개선과 해외 램프업으로 상승

연결 매출은 2025년 7.59조원에서 2028년 9.14조원으로 증가하고, 연결 영업이익은 2,798억원에서 5,486억원으로 증가할 전망이다. 연결 영업이익률은 3.7%에서 6.0%로 개선된다. 별도 믹스 개선에 더해 해외법인, 멕시코 부스덕트, 미국 GreenLink 램프업이 붙는 구조다.

AIDC·GreenLink·차기 증설이 남긴 추가 상향 여지

추정치에는 아직 상향 여지도 남아 있다는 점이 중요하다. 미국 AIDC 부스덕트 framework의 PO 전환, GreenLink 정상 가동, 차기 해저 증설이 확인되면 매출과 이익 추정은 추가로 올라갈 수 있다. LS전선의 이익 체력은 이미 올라오고 있다.

[표41] LS전선 실적 추이 및 전망

항목	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
매출액	6,765	7,588	7,895	8,562	9,135	9,732	10,220
별도	3,712	4,180	4,318	4,689	4,909	5,137	5,236
전력선	2,093	2,428	2,455	2,809	3,012	3,223	3,304
나동선	950	1,076	1,169	1,181	1,193	1,205	1,217
통신	178	163	166	171	176	182	187
산업용	491	514	528	528	528	528	528
자회사	4,906	5,277	5,711	6,013	6,510	7,028	7,539
연결조정	-1,852	-1,869	-2,135	-2,140	-2,284	-2,433	-2,555
영업이익	275	280	380	465	549	631	681
YoY	18.1%	1.9%	35.7%	22.6%	17.9%	15.0%	8.0%
OPM	4.1%	3.7%	4.8%	5.4%	6.0%	6.5%	6.7%
별도	155	153	249	329	370	412	425
YoY	5.6%	-0.7%	62.0%	32.5%	12.4%	11.4%	3.2%
OPM	4.2%	3.7%	5.8%	7.0%	7.5%	8.0%	8.1%
별도 수주내역							
수주잔고	5,868	6,952	8,188	9,303	10,480	11,514	12,321
신규수주	5,143	5,265	6,446	7,219	8,085	8,732	9,169
잔고증감	1,431	1,084	1,236	1,115	1,177	1,034	807

자료: LS전선, 한화투자증권 리서치센터

>> 전선을 통해 멀티플은 정상화될 것

대한전선 멀티플이 보여주는
국내 전선 성장 기대

다음 질문은 시장이 이 경쟁력과 이익전망에 대해 제대로 가치를 주고 있느냐다. 대한전선이 그 실마리를 준다. 2026년 예상 ROE가 6.8%로 글로벌 전선 피어 가운데 가장 낮은데도, EV/EBITDA는 32.2배로 순수 해저·HVDC 플레이어인 Prysmian(18.1배)과 NKT(17.0배)를 크게 웃돈다. 현재 이익체력만으로는 설명하기 어렵고, 국내 전선 확장에 대한 기대가 앞서 반영된 결과에 가깝다. 뒤집어 보면, 시장이 국내 전선의 성장에 그만큼의 값을 치를 의사가 있다는 뜻이기도 하다.

TenneT 레퍼런스 와 고마진
축이 만드는 LS전선 가치

그렇다면 제조·인증·확정 레퍼런스·사업 체급에서 모두 앞선 LS전선은 어디에 놓여야 하는가. 경쟁력만 놓고 보면 LS전선은 국내 비교에 머물기보다 글로벌 HVDC 피어와 함께 봐야 한다. 제조·인증·고객 관문에서는 Nexans와 비교 가능한 영역에 접근해 있다. TenneT 525kV HVDC 계약은 유럽 TSO향 firm 레퍼런스이고, 여기에 1Q26 기준 해저 영업이익률 18%, 16% 후반의 부스덕트라는 고마진 축이 더해진다. 동해 4·5동과 GreenLink, 부스덕트 증설이 순차적으로 붙으면, 매출보다 이익이 빠르게 늘어나는 믹스 개선 구간에 들어선다.

NKT·Prysmian까지 가기 전
남은 설치·턴키 검증

다만 LS전선을 곧바로 NKT·Prysmian과 같은 자리에 두기는 이르다. 글로벌 대형 HVDC 턴키를 자체 설치까지 반복 수행한 이력이 아직 보장 중이고, 북마·유럽 설치는 2028년 신조 CLV 이후 본격적으로 확인될 영역이기 때문이다. 종합하면 LS전선의 전선 사업가치는 대한전선을 넘어 Nexans에 가까워지는 구간에 있고, 설치·턴키 실행력이 확인될수록 NKT·Prysmian의 프리미엄 멀티플을 참조할 여지가 커진다. 경쟁력의 순서가 멀티플의 순서를 끌어올리는 리레이팅이 남아 있는 셈이다.

비상장·지주 구조에 가려진
글로벌급 전선 가치

결국 LS전선은 더 이상 국내 전선주 비교에만 묶기 어렵다. 고객 구성도 다변화됐다. 유럽 TSO(TenneT·National Grid)와 미국 빅테크 데이터센터(부스덕트)를 동시에 가진 조합은 흔치 않다. 지금의 사업 구성만 보면 다변화형인 Prysmian에 가깝지만, 신규 수주와 증설이 해저·HVDC로 쏠리며 고압의 체급을 키워가는 방향에 있다. 투자 관점의 매력도 여기에 있다. 글로벌 상위권에 준하는 경쟁력을 갖췄는데, 그 가치가 비상장·지주사 구조에 가려 아직 온전히 매겨지지 않았기 때문이다. 남은 할인 요인인 자체 설치 이력과 지주사 구조를 좁히는 사건들이 2028년까지 순차적으로 이어질 것으로 전망된다.

[표42] 글로벌 전선 업체 Valuation Table

기업명	국가	시가총액 (십억달러)	주가 (각국 통화)	주가상승률(%)					P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE	
				1W	1M	3M	6M	YTD	26	27	26	27	26	27	26	27
LS	SK	7.3	359,500	-13.6	-33.3	27.4	86.5	80.6	19.7	16.3	1.8	1.6	11.6	12.3	8.6	7.6
Prysmian	IT	51.2	150	1.2	-2.3	51.9	74.0	73.1	31.5	25.6	5.8	4.9	19.3	19.8	17.5	15.1
NKT	DE	8.0	131	-3.0	-12.0	21.6	24.0	22.5	32.9	24.5	3.1	2.8	9.6	11.4	15.5	11.4
Nexans	FR	7.4	149	-3.4	-7.9	25.1	19.6	18.6	20.4	16.7	3.0	2.7	15.3	16.4	8.8	7.5
대한전선	SK	4.2	33,250	-15.8	-39.3	9.7	47.5	45.2	66.1	47.5	3.9	3.5	6.8	8.4	30.1	24.7

주: 2026년 6월 25일 기준

자료: Bloomberg, 에프앤가이드, 한화투자증권 리서치센터

>> LS 벨류에이션: 전선 가치 반영은 아직 멀었다

<p>LS 목표가의 핵심은 비상장 LS전선 재평가</p>	<p>LS 목표주가 542,000원, 투자 의견 BUY를 제시한다. LS는 전선 가치를 아직 제대로 반영하지 못한 지주사다. LS전선의 이익 체력은 이미 올라오고 있지만, 그 가치는 비상장 자회사라는 구조 안에서 할인돼 있다. 이러한 구조는 결국 재평가를 받을 것으로 예상된다.</p>
<p>LS전선은 구조 성장, MnM은 정상 이익으로 평가</p>	<p>LS전선과 LS MnM 모두 2027년 추정치에 목표 배수를 적용했다. 전선은 올해 동해 4·5동과 TenneT 물량이 본격 인식되며 구조적 이익 레벨이 한 단계 올라서는 해이고, MnM은 1분기 금속가격 급등으로 인한 이익이 빠진 정상 이익이 잡히는 해다.</p>
<p>글로벌 피어 기준으로 산정한 LS전선 PBR 3.5배</p>	<p>LS 전선에 적용한 배수는 2027년 기준 PBR 3.5배다. 이 숫자는 글로벌 전선 피어를 놓고 잡았다. 송전망 비중과 레퍼런스를 감안하면 LS전선은 범용 비중이 큰 Nexans보다 위, 글로벌 송전 리더인 Prysmian보다는 아래에 놓이는 것이 자연스럽다. 그 위치에서도 출된 배수가 3.5배다. 이는 상장 피어인 대한전선의 같은 해 PBR과 유사한 수준이다. 대한전선은 2027년 예상 ROE가 8.4%로 글로벌 피어 대비 낮은 수준인데도 가장 높은 수준의 PBR을 적용받고 있다. 해저·HVDC 시장에서 대한전선의 위치가 아직 확장 단계임을 감안하면, 시장이 미래 성장을 상당 부분 미리 반영했다고 볼 수 있다.</p>
<p>6.3조원 LS전선 가치에 남은 추가 재평가 여지</p>	<p>시가총액으로 단순 비교했을 때, LS전선의 가치를 보수적으로 적용했으며, 이에 추가 재평가 여지도 있다고 판단된다. 6/25일 현재 대한전선 시가총액은 약 6.6조원이다. 우리가 산정한 LS전선 100% 가치는 6.3조원으로, 대한전선의 시장가치와 큰 차이가 없다. LS전선의 2027E 연결 영업이익은 4,653억원이 예상되고, 1Q26 연결 기준 수주잔고는 8.5조원으로 대한전선 3.8조원대의 약 두 배 이상이다.</p>
<p>LS MnM은 비철 제련 피어 기준 PBR 1.3배 적용</p>	<p>LS MnM도 Aurubis, Sumitomo Metal Mining, Dowa 등 구리·비철 제련 피어를 기준으로 비교했을 때 적정 수준인 2027E P/B 1.30배를 적용했다.</p>
<p>비상장 자회사 가치가 LS에 남는 방향</p>	<p>LS의 저평가는 좋은 자산이 비상장이라는 이유로 시장가에 온전히 잡히지 않는 구조의 문제다. 그리고 그 구조는 풀리는 방향으로 움직이고 있다고 판단된다. 정부의 중복상장 제도 개선 방향은 ‘원칙금지·예외허용’이다. 핵심 비상장 자회사의 가치가 별도 상장으로 분산되기보다 지주사에 남을 가능성을 높인다는 점에서 LS에는 NAV 할인을 축소 요인이다. LS 역시 2026년 1월 증손회사인 계열사의 상장 신청을 철회하며 주주 가치 훼손 우려에 대응했다.</p>
<p>중복상장 규제·자사주 소각·상장 철회의 같은 방향성</p>	<p>여기에 2025년 8월과 2026년 2월 각각 50만주씩 자사주를 소각했고, 여전히 잔여 자사주가 남아 있다. 중복상장 규제, 에식스솔루션즈 상장 철회, 자사주 소각은 모두 비상장 자회사 할인과 지주사 디스카운트가 확대되기보다 축소되는 쪽으로 기을 전망이다.</p>

[표43] LS SOTP 밸류에이션

(단위: 십억원)

구분	기준값	지분율	할인율	적용가치	비고
상장 자회사					
LS Electric	32,850	48.5%	50%	7,966	
비상장 자회사					
LS 전선	6,273	92.6%	30%	4,066	글로벌 전선 Peer '27E P/B 고려, 적정 P/B 3.5배 적용
LS MnM	4,094	75.1%	30%	2,152	글로벌 제련 Peer '27E P/B 고려, 적정 P/B 1.3 적용
LS 아이앤디	400	94.5%	30%	265	장부가 기준
LS 엠트론	495	100.0%	30%	347	장부가 기준
기타 (LS글로벌 외)	580	100.0%	30%	406	장부가 기준
영업가치					
브랜드 로열티	593	100.0%	0%	593	연 로열티 DCF
지분가치 합계 (A)				15,795	
(+) 자사주	-	100.0%	0%	-	
(-) 순차입금 (별도)	983			-983	별도 기준
적정 기업가치				14,812	
주식수 (천주)	27,348				자사주 차감 (소각 가정)
적정주가 (원)				542,000	
현재주가 (원)	359,500				6/25일 기준
Upside (%)				50.8%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표44] 글로벌 제련 업체 Valuation Table

기업명	국가	시가총액 (십억달러)	주가 (각국 통화)	주가상승률(%)					P/E		P/B		ROE		EV/EBITDA	
				1W	1M	3M	6M	YTD	26	27	26	27	26	27	26	27
Korea Zinc	SK	15.0	1,110,000	-8.8	-22.1	-30.3	-16.0	-15.7	17.8	18.4	1.7	1.6	10.5	9.1	9.5	11.0
Aurubis	GE	9.5	187	-4.8	-6.8	20.2	54.2	50.7	19.6	17.0	1.4	1.3	6.9	8.2	11.6	10.0
Jiangxi	CH	19.6	28	-13.5	-10.5	-12.5	-12.7	-24.2	8.0	7.5	1.0	0.9	13.6	15.2	9.2	9.1
Tongling	CH	13.2	7	-11.6	-0.9	13.0	21.0	11.1	16.4	11.4	2.2	2.0	10.8	17.5	n/a	n/a
Yunnan	CH	6.0	17	-6.3	-7.5	-9.8	-8.2	-18.1	14.1	13.0	2.3	2.1	14.3	14.1	15.3	14.7
Mitsubishi	JN	3.6	4,424	-9.7	-15.8	-14.7	20.4	20.5	26.4	9.4	0.8	0.8	3.2	8.3	11.8	11.5
SMM	JN	13.8	7,653	-17.5	-21.9	-17.2	20.9	20.4	14.3	11.0	1.1	1.0	7.2	9.3	13.7	12.1
DOWA	JN	3.3	8,735	-10.4	-20.1	-6.0	19.3	18.8	9.8	10.3	1.2	1.1	12.4	10.7	9.8	7.4
Boliden	SW	15.7	540	-7.5	-3.1	-7.9	7.6	4.9	13.2	10.5	1.8	1.6	14.3	16.0	6.3	5.5

주: 2026년 6월 25일 기준

자료: Bloomberg, 에프앤가이드, 한화투자증권 리서치센터

[표45] 글로벌 전선 업체 Valuation Table

기업명	국가	시가총액 (십억달러)	주가 (각국 통화)	주가상승률(%)					P/E		P/B		ROE		EV/EBITDA	
				1W	1M	3M	6M	YTD	26	27	26	27	26	27	26	27
LS	SK	7.3	359,500	-13.6	-33.3	27.4	86.5	80.6	19.7	16.3	1.8	1.6	11.6	12.3	8.6	7.6
Prysmian	IT	51.2	150	1.2	-2.3	51.9	74.0	73.1	31.5	25.6	5.8	4.9	19.3	19.8	17.5	15.1
NKT	DE	8.0	131	-3.0	-12.0	21.6	24.0	22.5	32.9	24.5	3.1	2.8	9.6	11.4	15.5	11.4
Nexans	FR	7.4	149	-3.4	-7.9	25.1	19.6	18.6	20.4	16.7	3.0	2.7	15.3	16.4	8.8	7.5
대한전선	SK	4.2	33,250	-15.8	-39.3	9.7	47.5	45.2	66.1	47.5	3.9	3.5	6.8	8.4	30.1	24.7

주: 2026년 6월 25일 기준

자료: Bloomberg, 에프앤가이드, 한화투자증권 리서치센터

[표46] LS 실적 추이 및 전망

항목	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E
매출액	6,914	7,854	8,073	9,029	9,504	10,518	10,732	10,738	27,545	31,870	41,492
LS 전선	1,944	1,889	1,887	1,868	2,044	1,946	1,983	1,923	6,766	7,588	7,895
LS I&D	1,168	1,250	1,203	1,237	1,492	1,660	1,646	1,573	4,413	4,859	6,371
LS MnM	2,831	3,663	3,888	4,561	4,784	5,668	5,867	5,774	12,116	14,942	22,094
LS Mtron	348	312	239	219	305	290	247	232	1,055	1,118	1,075
LS ELECTRIC	1,032	1,193	1,216	1,524	1,377	1,496	1,542	1,789	4,552	4,966	6,203
연결조정 및 기타	-409	-453	-361	-380	-498	-542	-553	-553	-1,358	-1,603	-2,146
영업이익	310	243	252	265	476	490	467	456	1,088	1,070	1,888
LS 전선	83	83	80	34	97	93	95	94	275	280	380
LS I&D	33	28	23	22	43	48	21	25	83	105	137
LS MnM	75	-5	43	111	190	168	164	155	317	223	677
LS Mtron	27	19	1	-4	25	16	4	-3	28	44	41
LS ELECTRIC	87	109	101	130	127	158	173	218	390	426	675
연결조정 및 기타	6	10	4	-29	-5	6	10	-33	-5	-9	-22
영업이익률	4.5%	3.1%	3.1%	2.9%	5.0%	4.7%	4.4%	4.2%	3.9%	3.4%	4.6%
LS 전선	4.3%	4.4%	4.3%	1.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.9%	4.1%	3.7%	4.8%
LS I&D	2.8%	2.2%	1.9%	1.8%	2.9%	2.9%	1.3%	1.6%	1.9%	2.2%	2.2%
LS MnM	2.6%	-0.1%	1.1%	2.4%	4.0%	3.0%	2.8%	2.7%	2.6%	1.5%	3.1%
LS Mtron	7.8%	6.2%	0.5%	-1.6%	8.1%	5.5%	1.5%	-1.5%	2.6%	3.9%	3.8%
LS ELECTRIC	8.5%	9.1%	8.3%	8.5%	9.2%	10.5%	11.2%	12.2%	8.6%	8.6%	10.9%
순이익 (지배)	87	100	66	20	156	167	153	146	243	273	622
ROE (지배)	7.3%	8.2%	5.4%	1.6%	12.4%	13.0%	11.6%	10.6%	5.2%	5.7%	11.7%

자료: LS, 한화투자증권 리서치센터

철강/비철금속 (Positive)

Cyclical to Critical

VI.

기업분석

1. 고려아연 (010130)

2. LS (006260)

고려아연 (010130)

부산물이 만드는 이익, 거점이 만드는 가치

철강/비철금속 (Positive)
Cyclical to Critical

▶ Analyst 권지우 jiwoo.kwon@hanwha.com 3772-7689

Buy (신규)

목표주가(신규): 1,593,000원

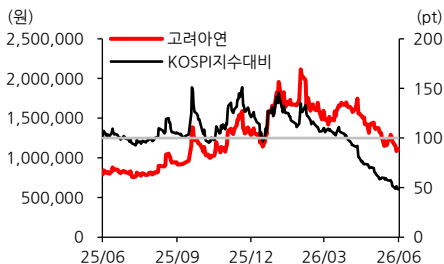
현재 주가(6/25)	1,110,000원
상승여력	▲43.5%
시가총액	231,690억원
발행주식수	20,873천주
52 주 최고가 / 최저가	2,115,000 / 759,000원
90 일 일평균 거래대금	511.35억원
외국인 지분율	28.2%
주주 구성	
와이피씨 (외 17 인)	41.1%
최윤범 (외 53 인)	17.7%
크루서블제이비유한책임회사	10.6%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-22.4	-30.3	-15.7	40.5
상대수익률(KOSPI)	-36.2	-88.6	-133.0	-146.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	12,053	16,588	24,013	23,937
영업이익	723	1,232	2,517	2,125
EBITDA	1,076	1,594	2,974	2,635
지배주주순이익	191	775	1,562	1,365
EPS	9,222	37,130	75,717	66,141
순차입금	3,990	2,592	5,098	9,988
PER	120.4	29.9	14.7	16.8
PBR	3.1	2.1	1.8	1.7
EV/EBITDA	25.2	16.2	9.5	12.6
배당수익률	1.6	1.8	1.8	1.8
ROE	2.3	8.5	13.3	10.5

주가 추이



고려아연은 같은 정광에서 더 많은 금속을 회수하는 경쟁력이 부산물 회수 금속이라는 구조적 이익으로 잡히고, 그 위에 미국 공급망 거점(Project Crucible)이 더해지는 회사입니다. 1Q26 사상 최대급 실적은 피크아웃 우려를 키웠으나, 봐야 할 것은 분기 이익의 재현이 아니라 한 단 올라선 이익 체력의 가치입니다. 비철금속 밸류체인 내 최선호주로 제시합니다.

분기 최대 실적, 그러나 핵심은 TC가 아니라 회수 구조

1Q26 연결 영업이익은 7,460억 원(YoY +175.3%, QoQ +74.1%)으로 컨센서스(6,373억 원)를 17.1% 상회했고, 별도 영업이익도 6,930억 원(OPM 16.1%)으로 사상 최대 수준을 기록했다. 다만 호조의 중심은 제련수수료(TC) 반등이 아니라 은 가격·판매량 급증, 고품위 원료 소싱, 회수율 개선, 우호적 환율이었다. 귀금속 비중이 65.7%까지 오른 가운데 회수금속도 매출총이익률 74.3%의 고마진을 유지했고, 105분기 연속 흑자 기조를 이어갔다.

일회성이 구조적 이익으로 교체된다

고려아연의 이익은 일회성에서 구조적 이익으로 무게중심을 옮기고 있다. 금속 가격이 정상화되며 2027년 일부 감익 가능성은 열어두되, 줄어드는 것은 메탈게인·귀금속 래깅 같은 일회성이고 남는 것은 회수가 만드는 Free Metal과 부산물 회수금속이다. 빠지는 자리는 구리 증설(2025년 습식 3.3만 톤 → 2028년 15만 톤 체제)과 인듐·갈륨·게르마늄으로 이어지는 신규 매출축이 메운다. 회수금속 상당수가 핵심광물이라는 점에서, 중국 수출통제의 상시화는 비중국 회수 플랫폼의 회수성을 부각시킨다.

투자의견 BUY, 목표주가 1,593,000원 제시

고려아연에 투자의견 BUY, 목표주가 1,593,000원을 제시한다. 목표주는 본업 정상화 가치(32.6조 원)에 미국 공급망 거점 가치(4.9조 원)를 합산한 SOTP 방식으로 산출했다. 핵심은 부산물이 이익을 넘어 밸류에이션으로 바뀐다는 데 있으며, 현금흐름이 확정되기 전이라도 배타적 거점의 가치는 현재가치로 당겨 반영할 수 있다는 논리다. Nyrstar 제련소 인수 완료와 FAST-41 지정에 이어, offtake·가격하한·착공 등 거점 가치의 단계적 실현이 향후 주가의 핵심 포인트가 될 전망이다.

[표47] 고려아연 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, 톤)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E
매출액	3,833	3,825	4,160	4,770	6,072	5,925	6,029	5,987	12,053	16,588	24,013
별도	2,389	2,461	2,609	3,075	4,295	4,084	4,112	4,039	8,089	10,534	16,530
아연	656	620	609	670	785	758	781	797	2,560	2,555	3,121
연	339	317	310	328	375	351	347	370	1,421	1,294	1,444
은	747	772	827	1,131	2,203	2,091	2,005	1,893	2,383	3,477	8,193
금	358	415	548	630	617	376	508	485	748	1,951	1,986
구리	112	108	111	135	144	328	285	304	390	466	1,060
희소금속	90	144	127	97	80	85	85	90	181	458	340
희소금속 GPM	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	62.9%	83.2%	78.1%
기타	87	85	77	84	91	95	100	100	406	333	386
자회사	1,444	1,364	1,551	1,695	1,777	1,841	1,917	1,949	3,964	6,054	7,484
판매량											
아연	146,489	150,651	149,981	142,374	157,448	143,846	144,535	154,171	643,061	589,495	600,000
연	104,452	100,054	99,511	101,319	111,968	106,227	102,353	109,452	445,662	405,336	430,000
은	515	520	501	511	594	567	557	532	1,973	2,047	2,250
금	2.7	2.8	3.6	3.3	2.7	1.6	2.2	2.0	7.1	12.3	8.5
구리	8,305	8,084	8,124	8,369	7,580	16,728	14,028	15,164	31,131	32,882	53,500
아연 (USD/t)	2,835	2,634	2,831	3,160	3,236	3,451	3,403	3,250	2,778	2,865	3,335
연 (USD/t)	1,966	1,945	1,966	1,969	1,929	1,966	2,000	2,010	2,072	1,962	1,976
은 (USD/oz)	31.91	33.59	39.39	55.10	83.66	75.26	75.00	75.00	28.24	40.00	77.23
금 (USD/oz)	2,858	3,282	3,457	4,150	4,861	4,582	4,850	5,150	2,388	3,437	4,861
구리 (USD/t)	9,338	9,506	9,812	11,126	12,806	13,343	13,500	13,350	9,148	9,946	13,250
영업이익	271	259	273	429	746	621	689	462	723	1,232	2,517
YoY	46.9%	-3.7%	82.3%	256.4%	175.2%	139.7%	151.9%	7.8%	9.6%	70.3%	104.3%
영업이익률	7.1%	6.8%	6.6%	9.0%	12.3%	10.5%	11.4%	7.7%	6.0%	7.4%	10.5%
순이익(지배)	163	331	72	209	355	425	475	307	191	775	1,561

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표48] 고려아연 SOTP 밸류에이션

항목	십억원	비고
본업 영업가치	32,646	연결 2027E 기준 본업 기업가치. Blended 12.4 배
기존 제련	28,200	정상화 EBITDA 2.35 조 × 12 배
희소금속	4,446	희소금속 EBITDA 0.29 조 × 15.6 배(전략광물 프리미엄)
Crucible 사업가치	4,882	개발단계 실행 리스크 반영한 보수적 기준. 상향 여지 有
(-) 본업 순차입금 (2026E)	4,538.5	
(-) 비지배지분	246.9	2027E 비지배지분
총 지분가치	32,742	
÷ 유통주식수 (천주)	20,549	
목표주가 (원)	1,593,000	지분가치 ÷ 유통주식수
현재주가 (원)	1,110,000원	6/25 일 기준
상승여력	43.5%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표49] Crucible 제련소 매출액 추정

(단위: 십억원)

금속	생산능력(톤)	가격(\$/톤)	2029E	2030E	2031E	2032E
가동률	-	-	50.0%	90.0%	100.0%	100.0%
아연	-	-	50.0%	90.0%	100.0%	100.0%
연	-	-	20.0%	85.0%	100.0%	100.0%
구리	-	-	10.0%	80.0%	100.0%	100.0%
희소금속	-	-	45.0%	88.0%	100.0%	100.0%
기초금속/귀금속	536,355	9,141	2,751	5,990	6,864	6,864
아연	300,000	2,834	595	1,071	1,190	1,190
연	200,000	2,200	123	524	616	616
구리	35,309	14,047	69	556	694	694
은	1,040	68	1,441	2,817	3,202	3,202
금	6	4,450	523	1,022	1,162	1,162
희소금속	4,989	62,004	200	382	433	433
안티모니	2,559	38,571	62	122	138	138
비스무스	431	16,298	4	9	10	10
인듐	91	421,800	24	47	54	54
텔루륨	110	99,000	7	13	15	15
게르마늄	44	2,846,000	79	154	175	175
갈륨	54	407,000	14	27	31	31
기타	1,700	4,201	10	10	10	10
매출액 합계			2,952	6,372	7,297	7,297

주1: 환율은 1,400원 가정

주2: 금은 가격은 \$/oz 기준

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표50] Crucible 제련소 현금흐름 전망

(단위: 십억원)

	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040
매출액	2,952	6,372	7,297	7,297	7,297	7,297	7,297	7,297	7,297	7,297	7,297	7,297
EBITDA	531	1,147	1,313	1,313	1,313	1,313	1,313	1,313	1,313	1,313	1,313	1,313
(-) 감가상각	(212)	(414)	(470)	(470)	(470)	(470)	(470)	(470)	(470)	(470)	(470)	(470)
영업이익	320	733	843	843	843	843	843	843	843	843	843	843
(-) 법인세	(38)	(87)	(133)	(166)	(199)	(232)	(232)	(232)	(232)	(232)	(232)	(232)
NOPAT	282	647	711	678	645	612	612	612	612	612	612	612
(+) 감가상각	212	414	470	470	470	470	470	470	470	470	470	470
(-) CAPEX	(59)	(127)	(146)	(146)	(146)	(146)	(146)	(146)	(146)	(146)	(146)	(146)
FCFF	434	933	1,035	1,002	969	936	936	936	936	936	936	936
할인계수	0.802	0.745	0.693	0.644	0.598	0.556	0.516	0.480	0.446	0.414	0.385	0.358
FCFF 현재가치	349	695	717	645	579	520	483	449	417	388	360	335

주: WACC 7.6% 가정

자료: 한화투자증권 리서치센터 추정

[표51] Crucible DCF 밸류에이션

(단위: 십억원)

항목	값	설명
FCFF 현재가치('29~'40)	5,936	2029~2040 FCFF 현재가치 합
Normalized FCFF ('41~)	936	
영구가치	16,976	정상 FCFF × (1+g)/(WACC-g), g=2%
영구가치의 현재가치	6,071	TV를 2026 시점으로 할인
Crucible EV	12,007	FCFF 현재가치 + 영구가치의 현재가치
× P/NAV (개발단계)	40%	착공 금융종결·고객계약 전 단계 반영, 보수적 적용
Crucible 지분가치	4,882	
Implied EV/EBITDA	13.2x	EV ÷ 풀가동 EBITDA(2031)

자료: 한화투자증권 리서치 센터

[표52] 글로벌 제련 업체 Valuation Table

기업명	국가	시가총액 (십억달러)	주가 (각국 통화)	주가상승률(%)					P/E		P/B		ROE		EV/EBITDA	
				1W	1M	3M	6M	YTD	26	27	26	27	26	27	26	27
Korea Zinc	SK	15.0	1,110,000	-8.8	-22.1	-30.3	-16.0	-15.7	17.8	18.4	1.7	1.6	10.5	9.1	9.5	11.0
Aurubis	GE	9.5	187	-4.8	-6.8	20.2	54.2	50.7	19.6	17.0	1.4	1.3	6.9	8.2	11.6	10.0
Jiangxi	CH	19.6	28	-13.5	-10.5	-12.5	-12.7	-24.2	8.0	7.5	1.0	0.9	13.6	15.2	9.2	9.1
Tongling	CH	13.2	7	-11.6	-0.9	13.0	21.0	11.1	16.4	11.4	2.2	2.0	10.8	17.5	n/a	n/a
Yunnan	CH	6.0	17	-6.3	-7.5	-9.8	-8.2	-18.1	14.1	13.0	2.3	2.1	14.3	14.1	15.3	14.7
Mitsubishi	JN	3.6	4,424	-9.7	-15.8	-14.7	20.4	20.5	26.4	9.4	0.8	0.8	3.2	8.3	11.8	11.5
SMM	JN	13.8	7,653	-17.5	-21.9	-17.2	20.9	20.4	14.3	11.0	1.1	1.0	7.2	9.3	13.7	12.1
DOWA	JN	3.3	8,735	-10.4	-20.1	-6.0	19.3	18.8	9.8	10.3	1.2	1.1	12.4	10.7	9.8	7.4
Boliden	SW	15.7	540	-7.5	-3.1	-7.9	7.6	4.9	13.2	10.5	1.8	1.6	14.3	16.0	6.3	5.5

주: 2026년 6월 25일 기준

자료: Bloomberg, 에프앤가이드, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	9,705	12,053	16,588	24,013	23,937
매출총이익	962	1,141	1,802	3,329	2,937
영업이익	660	723	1,232	2,517	2,125
EBITDA	979	1,076	1,594	2,974	2,635
순이자손익	43	-28	-139	-150	-253
외화관련손익	-16	-174	3	-190	-103
지분법손익	-9	-111	39	-2	0
세전계속사업손익	728	293	1,029	2,169	1,868
당기순이익	533	195	770	1,551	1,354
지배주주순이익	527	191	775	1,562	1,365
증가율(%)					
매출액	-13.5	24.2	37.6	44.8	-0.3
영업이익	-28.2	9.6	70.3	104.3	-15.6
EBITDA	-20.0	9.9	48.1	86.6	-11.4
순이익	-33.2	-63.5	295.4	101.3	-12.7
이익률(%)					
매출총이익률	9.9	9.5	10.9	13.9	12.3
영업이익률	6.8	6.0	7.4	10.5	8.9
EBITDA 이익률	10.1	8.9	9.6	12.4	11.0
세전이익률	7.5	2.4	6.2	9.0	7.8
순이익률	5.5	1.6	4.6	6.5	5.7

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	821	516	-628	1,247	1,715
당기순이익	533	195	770	1,551	1,354
자산상각비	319	353	362	456	511
운전자본증감	239	-458	-1,897	-1,049	-170
매출채권 감소(증가)	90	-60	-258	-160	15
재고자산 감소(증가)	340	-976	-2,452	-399	-315
매입채무 증가(감소)	-58	587	761	-480	-10
투자현금흐름	-622	-1,355	-441	-3,808	-6,203
유형자산처분(취득)	-416	-1,112	-886	-1,204	-6,000
무형자산 감소(증가)	-19	-14	-49	-46	-47
투자자산 감소(증가)	-37	-131	872	432	-10
재무현금흐름	-316	1,098	3,675	1,210	2,587
차입금의 증가(감소)	-206	3,544	987	1,049	3,000
자본의 증가(감소)	-110	-2,443	2,694	-245	-413
배당금의 지급	-599	-315	-139	-408	-413
총현금흐름	968	1,140	1,618	2,383	1,884
(-)운전자본증가(감소)	-133	1,070	1,133	124	170
(-)설비투자	419	1,113	890	1,205	6,000
(+)자산매각	-16	-13	-45	-45	-47
Free Cash Flow	667	-1,056	-450	1,009	-4,332
(-)기타투자	45	-514	1,142	3,915	146
잉여현금	622	-542	-1,592	-2,906	-4,478
NOPLAT	483	482	922	1,800	1,540
(+) Dep	319	353	362	456	511
(-)운전자본투자	-133	1,070	1,133	124	170
(-)Capex	419	1,113	890	1,205	6,000
OpFCF	517	-1,348	-739	927	-4,119

주: IFRS 연결 기준

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	5,572	7,567	12,069	11,108	9,387
현금성자산	934	1,094	3,647	2,413	522
매출채권	591	864	1,139	1,443	1,428
재고자산	2,638	3,780	6,221	6,652	6,967
비유동자산	6,474	7,225	8,326	12,398	18,081
투자자산	1,723	1,423	1,791	4,870	5,016
유형자산	3,869	4,819	5,365	6,261	11,764
무형자산	883	984	1,171	1,267	1,301
자산총계	12,046	14,792	20,396	23,506	27,468
유동부채	1,903	6,366	6,128	6,777	6,776
매입채무	1,061	1,844	2,611	2,661	2,650
유동성이자부채	723	4,421	3,366	3,867	3,867
비유동부채	501	831	3,084	3,899	6,910
비유동이자부채	321	663	2,873	3,644	6,644
부채총계	2,404	7,197	9,212	10,676	13,686
자본금	105	105	116	116	116
자본잉여금	1,622	1,619	4,443	4,443	4,443
이익잉여금	7,843	7,601	6,543	7,697	8,649
자본조정	-179	-1,991	-163	328	328
자기주식	-52	-2,078	-392	-392	-392
자본총계	9,642	7,595	11,184	12,830	13,782

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	25,217	9,222	37,130	75,717	66,141
BPS	449,109	354,226	524,015	602,835	648,446
DPS	15,000	17,500	20,000	20,000	20,000
CFPS	46,318	55,079	77,519	114,167	90,279
ROA(%)	4.4	1.4	4.4	7.1	5.4
ROE(%)	5.7	2.3	8.5	13.3	10.5
ROIC(%)	5.9	5.1	8.0	12.4	7.9
Multiples(x, %)					
PER	19.7	120.4	29.9	14.7	16.8
PBR	1.1	3.1	2.1	1.8	1.7
PSR	1.1	1.9	1.4	1.0	1.0
PCR	10.8	20.2	14.3	9.7	12.3
EV/EBITDA	10.7	25.2	16.2	9.5	12.6
배당수익률	3.0	1.6	1.8	1.8	1.8
안정성(%)					
부채비율	24.9	94.8	82.4	83.2	99.3
Net debt/Equity	1.1	52.5	23.2	39.7	72.5
Net debt/EBITDA	11.3	370.7	162.6	171.4	379.0
유동비율	292.8	118.9	197.0	163.9	138.5
이자보상배율(배)	15.6	6.1	6.0	11.2	6.9
자산구조(%)					
투자자본	75.6	80.7	69.7	69.6	80.2
현금+투자자산	24.4	19.3	30.3	30.4	19.8
자본구조(%)					
차입금	9.8	40.1	35.8	36.9	43.3
자기자본	90.2	59.9	64.2	63.1	56.7

LS (006260)

Rewiring Value

절망/비절망속 (Positive)
Cyclical to Critical

▶ Analyst 권지우 jiwoo.kwon@hanwha.com 3772-7689

Buy (신규)

목표주가(신규): 542,000원

현재 주가(6/25)	359,500원
상승여력	▲50.8%
시가총액	112,164억원
발행주식수	31,200천주
52 주 최고가 / 최저가	553,000 / 150,800원
90 일 일평균 거래대금	987.03억원
외국인 지분율	19.4%
주주 구성	
구자열 (외 45 인)	33.1%
국민연금공단 (외 1 인)	12.8%
자사주 (외 1 인)	12.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-33.9	26.8	85.8	98.1
상대수익률(KOSPI)	-47.7	-31.5	-31.6	-89.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	27,545	31,870	41,492	44,162
영업이익	1,088	1,070	1,888	2,094
EBITDA	1,569	1,585	2,490	2,823
지배주주순이익	237	271	622	695
EPS	7,371	8,543	21,465	22,272
순차입금	6,749	7,631	10,695	11,092
PER	48.8	42.1	16.7	16.1
PBR	2.5	2.3	2.0	1.8
EV/EBITDA	11.4	11.9	8.8	7.9
배당수익률	0.5	0.7	0.7	0.7
ROE	5.1	5.6	11.8	11.8

주가 추이



LS 는 구리 제련(LS MnM)부터 전선·전력기기까지 아우르는 국내 유일의 전력 인프라 수직계열 기업이며, 그룹 재평가를 끌어올리는 촉은 전선입니다. LS 전선은 고마진 수주가 매출로 인식되며 영업이익이 외형보다 빠르게 늘어나는 믹스 개선 구간에 들어섰고, 그 가치는 아직 비상장·지주 구조에 가려져 있다고 판단됩니다.

분기 최대 실적, 이익의 출처가 바뀌었다

1Q26 연결 영업이익은 4,761억 원으로 분기 사상 최대를 기록하며 컨센서스(3,714억 원)를 큰 폭으로 상회했다. LS전선은 영업이익률이 4.8%로 개선됐는데, 해저(OPM 18%)와 부스덕트(매출 1,000억 원 근접)의 고마진 제품이 손익에 잡히기 시작한 결과다. LS MnM도 제련수수로(TC/RC) 반등이 아니라 전기동 프리미엄과 황산·금은 부산물이 이익을 떠받치며 영업이익 1,896억 원(2Q22 이후 최대)을 기록했다.

외형 +17%에 이익 +142%, 동력은 믹스 개선

2025~2028년 LS전선 별도 매출은 +17.4% 증가하지만 영업이익은 +141.8% 증가하며, 영업이익률은 3.7%에서 7.5%로 올라설 전망이다. 영업이익 증가분의 대부분이 해저·부스덕트·지중 초고압에서 나오고, 별도 수주잔고 7.5조 원의 약 88%가 이미 이 고부가 송전망 제품으로 채워져 있어 이익률 상승은 잔고가 매출로 인식되는 과정에 가깝다. 여기에 미국 AI 데이터센터향 부스덕트 장기계약/framework)은 아직 실적 추정에 반영하지 않아, 개별 발주로 전환되는 만큼 향후 실적 추 정치 상향의 근거가 된다.

투자의견 BUY, 목표주가 542,000원 제시

LS에 투자의견 BUY, 목표주가 542,000원을 제시한다. 목표주가는 자회사 지분가치를 합산한 SOTP 방식이며, LS전선에는 글로벌 전선 피어를 감안해 2027년 P/B 3.5배를 적용했다. 관건은 LS전선의 이익이 구조적으로 레벨업하는데도 비상장이란 이유로 그 가치가 지주 주가에 온전히 반영되지 않는다는 점이다. 실제로 우리가 산정한 LS전선 100% 가치는 약 6.3조 원으로, 수주잔고·ROE가 상대적으로 낮은 상장 피어 대한전선의 시가총액(약 6.6조 원)과 큰 차이가 없다. 이 할인은 구조적 실적 개선, 중복상장 규제 강화, 자사주 소각 등을 거치며 좁혀질 전망이다.

[표53] LS SOTP 밸류에이션

(단위: 십억원)

구분	기준값	지분율	할인율	적용가치	비고
상장 자회사					
LS Electric	32,850	48.5%	50%	7,966	
비상장 자회사					
LS 전선	6,273	92.6%	30%	4,066	글로벌 전선 Peer '27E P/B 고려, 적정 P/B 3.5배 적용
LS MnM	4,094	75.1%	30%	2,152	글로벌 제련 Peer '27E P/B 고려, 적정 P/B 1.3 적용
LS 아이앤디	400	94.5%	30%	265	장부가 기준
LS 엠트론	495	100.0%	30%	347	장부가 기준
기타 (LS글로벌 외)	580	100.0%	30%	406	장부가 기준
영업가치					
브랜드 로열티	593	100.0%	0%	593	연 로열티 DCF
지분가치 합계 (A)				15,795	
(+) 자사주	-	100.0%	0%	-	
(-) 순차입금 (별도)	983			-983	별도 기준
적정 기업가치				14,812	
주식수 (천주)	27,348				자사주 차감 (소각 가정)
적정주가 (원)				542,000	
현재주가 (원)	359,500				6/25 일 기준
Upside (%)				50.8%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표54] 글로벌 제련 업체 Valuation Table

기업명	국가	시가총액 (십억달러)	주가 (각국 통화)	주가상승률(%)					P/E		P/B		ROE		EV/EBITDA	
				1W	1M	3M	6M	YTD	26	27	26	27	26	27	26	27
Korea Zinc	SK	15.0	1,110,000	-8.8	-22.1	-30.3	-16.0	-15.7	17.8	18.4	1.7	1.6	10.5	9.1	9.5	11.0
Aurubis	GE	9.5	187	-4.8	-6.8	20.2	54.2	50.7	19.6	17.0	1.4	1.3	6.9	8.2	11.6	10.0
Jiangxi	CH	19.6	28	-13.5	-10.5	-12.5	-12.7	-24.2	8.0	7.5	1.0	0.9	13.6	15.2	9.2	9.1
Tongling	CH	13.2	7	-11.6	-0.9	13.0	21.0	11.1	16.4	11.4	2.2	2.0	10.8	17.5	n/a	n/a
Yunnan	CH	6.0	17	-6.3	-7.5	-9.8	-8.2	-18.1	14.1	13.0	2.3	2.1	14.3	14.1	15.3	14.7
Mitsubishi	JN	3.6	4,424	-9.7	-15.8	-14.7	20.4	20.5	26.4	9.4	0.8	0.8	3.2	8.3	11.8	11.5
SMM	JN	13.8	7,653	-17.5	-21.9	-17.2	20.9	20.4	14.3	11.0	1.1	1.0	7.2	9.3	13.7	12.1
DOWA	JN	3.3	8,735	-10.4	-20.1	-6.0	19.3	18.8	9.8	10.3	1.2	1.1	12.4	10.7	9.8	7.4
Boliden	SW	15.7	540	-7.5	-3.1	-7.9	7.6	4.9	13.2	10.5	1.8	1.6	14.3	16.0	6.3	5.5

주: 2026년 6월 25일 기준

자료: Bloomberg, 에프앤가이드, 한화투자증권 리서치센터

[표55] 글로벌 전선 업체 Valuation Table

기업명	국가	시가총액 (십억달러)	주가 (각국 통화)	주가상승률(%)					P/E		P/B		ROE		EV/EBITDA	
				1W	1M	3M	6M	YTD	26	27	26	27	26	27	26	27
LS	SK	7.3	359,500	-13.6	-33.3	27.4	86.5	80.6	19.7	16.3	1.8	1.6	11.6	12.3	8.6	7.6
Prysmian	IT	51.2	150	1.2	-2.3	51.9	74.0	73.1	31.5	25.6	5.8	4.9	19.3	19.8	17.5	15.1
NKT	DE	8.0	131	-3.0	-12.0	21.6	24.0	22.5	32.9	24.5	3.1	2.8	9.6	11.4	15.5	11.4
Nexans	FR	7.4	149	-3.4	-7.9	25.1	19.6	18.6	20.4	16.7	3.0	2.7	15.3	16.4	8.8	7.5
대한전선	SK	4.2	33,250	-15.8	-39.3	9.7	47.5	45.2	66.1	47.5	3.9	3.5	6.8	8.4	30.1	24.7

주: 2026년 6월 25일 기준

자료: Bloomberg, 에프앤가이드, 한화투자증권 리서치센터

[표56] LS 실적 추이 및 전망

항목	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E
매출액	6,914	7,854	8,073	9,029	9,504	10,518	10,732	10,738	27,545	31,870	41,492
LS 전선	1,944	1,889	1,887	1,868	2,044	1,946	1,983	1,923	6,766	7,588	7,895
LS I&D	1,168	1,250	1,203	1,237	1,492	1,660	1,646	1,573	4,413	4,859	6,371
LS MnM	2,831	3,663	3,888	4,561	4,784	5,668	5,867	5,774	12,116	14,942	22,094
LS Mtron	348	312	239	219	305	290	247	232	1,055	1,118	1,075
LS ELECTRIC	1,032	1,193	1,216	1,524	1,377	1,496	1,542	1,789	4,552	4,966	6,203
연결조정 및 기타	-409	-453	-361	-380	-498	-542	-553	-553	-1,358	-1,603	-2,146
영업이익	310	243	252	265	476	490	467	456	1,088	1,070	1,888
LS 전선	83	83	80	34	97	93	95	94	275	280	380
LS I&D	33	28	23	22	43	48	21	25	83	105	137
LS MnM	75	-5	43	111	190	168	164	155	317	223	677
LS Mtron	27	19	1	-4	25	16	4	-3	28	44	41
LS ELECTRIC	87	109	101	130	127	158	173	218	390	426	675
연결조정 및 기타	6	10	4	-29	-5	6	10	-33	-5	-9	-22
영업이익률	4.5%	3.1%	3.1%	2.9%	5.0%	4.7%	4.4%	4.2%	3.9%	3.4%	4.6%
LS 전선	4.3%	4.4%	4.3%	1.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.9%	4.1%	3.7%	4.8%
LS I&D	2.8%	2.2%	1.9%	1.8%	2.9%	2.9%	1.3%	1.6%	1.9%	2.2%	2.2%
LS MnM	2.6%	-0.1%	1.1%	2.4%	4.0%	3.0%	2.8%	2.7%	2.6%	1.5%	3.1%
LS Mtron	7.8%	6.2%	0.5%	-1.6%	8.1%	5.5%	1.5%	-1.5%	2.6%	3.9%	3.8%
LS ELECTRIC	8.5%	9.1%	8.3%	8.5%	9.2%	10.5%	11.2%	12.2%	8.6%	8.6%	10.9%
순이익 (지배)	87	100	66	20	156	167	153	146	243	273	622

자료: LS, 한화투자증권 리서치센터

[표57] LS 전선 실적 추이 및 전망

항목	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E
매출액	1,943.7	1,889.4	1,886.9	1,868.2	2,043.7	1,945.9	1,982.7	1,922.8	6,765	7,588	7,895
별도	1,087.1	1,039.9	993.6	1,059.5	1,168.4	1,061.0	1,051.4	1,037.7	3,712	4,180	4,318
전력선	620.5	593.7	563.4	650.0	602.6	610.7	617.3	624.5	2,093	2,428	2,455
나동선	272.8	288.1	265.8	248.9	358.4	290.9	268.5	251.3	950	1,076	1,169
통신	42.6	42.8	38.9	39.1	41.7	44.0	40.1	40.3	178	163	166
산업용	151.2	115.3	125.5	121.5	165.7	115.3	125.5	121.5	491	514	528
자회사	1,296.5	1,314.0	1,363.1	1,303.0	1,547.0	1,371.3	1,426.9	1,365.9	4,906	5,277	5,711
연결조정	-440.0	-464.4	-469.9	-494.2	-671.7	-486.5	-495.7	-480.7	-1,852	-1,869	-2,135
영업이익	83.1	82.5	80.2	34.0	97.1	93.5	95.4	93.7	275	280	380
YoY	13.8%	1.1%	9.3%	-26.9%	16.9%	13.3%	18.9%	175.4%	18.1%	1.9%	35.7%
OPM	4.3%	4.4%	4.3%	1.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.9%	4.1%	3.7%	4.8%
별도	45.1	37.8	47.8	22.6	51.9	63.6	66.2	66.8	155	153	249
YoY	-4.0%	-8.5%	15.3%	-8.5%	15.0%	68.0%	38.4%	195.2%	5.6%	-0.7%	62.0%
OPM	4.2%	3.6%	4.8%	2.1%	4.4%	6.0%	6.3%	6.4%	4.2%	3.7%	5.8%
별도 수주내역											
수주잔고	5,565.9	5,646.3	6,183.9	6,952.1	7,526.1	7,351.6	7,639.9	8,187.8	5,868	6,952	8,188
신규수주	785.3	1,120.3	1,531.2	1,827.7	1,742.4	1,176.3	1,607.8	1,919.1	5,143	5,265	6,446
잔고증감	-301.8	80.4	537.6	768.2	574.0	-174.5	288.3	547.9	1,431	1,084	1,236

자료: LS전선, 한화투자증권 리서치센터

[표58] LS MnM 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, USD/t, USD/oz, 천톤, kg)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E
매출액 (연결)	2,831	3,663	3,888	4,561	4,784	5,668	5,867	5,774	12,116	14,942	22,094
매출액 (별도)	2,715	3,530	3,737	4,377	4,565	5,434	5,636	5,545	11,704	14,360	21,181
구리	1,665	2,126	1,989	2,229	2,014	2,984	3,213	3,157	7,332	8,008	11,367
귀금속	1,012	1,308	1,664	2,074	2,477	2,331	2,315	2,291	4,221	6,058	9,415
황산	16	25	26	35	35	79	68	58	47	103	240
기타	23	72	57	39	39	40	40	40	103	191	159
자회사	115	133	151	184	219	233	232	229	413	583	913
영업이익	75	-5	43	111	190	168	164	155	317	223	677
영업이익률	2.6%	-0.1%	1.1%	2.4%	4.0%	3.0%	2.8%	2.7%	2.6%	1.5%	3.1%
환율	1,453	1,399	1,387	1,449	1,465	1,481	1,471	1,456	1,364	1,422	1,468
시장 가격											
구리	9,338	9,506	9,812	11,126	12,806	13,343	13,500	13,350	9,148	9,946	13,250
금	2,858	3,282	3,457	4,150	4,861	4,582	4,582	4,582	2,388	3,437	4,652
은	32	34	39	55	84	75	75	75	28	40	77
황산	63	88	101	118	150	275	220	190	43	93	209
구리 Spot TC	11	-1	-43	-47	-48	-64	-55	-50	29	-20	-54
생산량											
구리	120	158	148	140	111	147	158	159	572	566	575
금	9,512	4,744	9,006	9,583	9,032	9,000	9,000	9,000	35,086	32,845	34,500
은	82,574	90,471	119,275	105,885	88,860	100,000	100,000	100,000	387,726	398,205	414,000
황산	252	332	310	295	299	310	332	333	1,202	1,189	1,208

주: 시장가격은 평균 가격 기준. 구리황산은 USD/t, 금은은 USD/oz, Spot TC는 USD/t 생산량은 구리-황산 천톤, 금은 kg 기준

자료: LS MnM, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	24,481	27,545	31,870	41,492	44,162
매출총이익	2,367	2,661	2,833	4,026	4,366
영업이익	902	1,088	1,070	1,888	2,094
EBITDA	1,307	1,569	1,585	2,490	2,823
순이자손익	-319	-347	-308	-415	-491
외화관련손익	3	9	-48	-10	-38
지분법손익	28	16	-16	0	0
세전계속사업손익	641	566	682	1,295	1,475
당기순이익	571	392	485	960	1,069
지배주주순이익	436	237	271	622	695
증가율(%)					
매출액	40.0	12.5	15.7	30.2	6.4
영업이익	61.0	20.6	-1.6	76.5	10.9
EBITDA	45.2	20.0	1.0	57.1	13.4
순이익	-32.6	-31.4	23.9	97.8	11.4
이익률(%)					
매출총이익률	9.7	9.7	8.9	9.7	9.9
영업이익률	3.7	3.9	3.4	4.6	4.7
EBITDA 이익률	5.3	5.7	5.0	6.0	6.4
세전이익률	2.6	2.1	2.1	3.1	3.3
순이익률	2.3	1.4	1.5	2.3	2.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	361	858	206	-470	1,406
당기순이익	577	397	487	960	1,069
자산상각비	405	481	515	601	728
운전자본증감	-575	-308	-958	-1,921	-31
매출채권 감소(증가)	-36	-439	-211	-985	86
재고자산 감소(증가)	-81	-21	-1,688	-1,031	-320
매입채무 증가(감소)	-271	28	359	351	173
투자현금흐름	-714	-891	-1,690	-2,253	-1,768
유형자산처분(취득)	-529	-869	-1,111	-2,059	-1,700
무형자산 감소(증가)	-58	-36	-42	-29	-31
투자자산 감소(증가)	-23	-20	-54	-187	0
재무현금흐름	372	-111	1,983	2,139	684
차입금의 증가(감소)	171	170	1,806	2,112	720
자본의 증가(감소)	13	-111	-100	-41	-36
배당금의 지급	-64	-104	-100	-68	-72
총현금흐름	1,464	1,741	1,752	1,597	1,437
(-)운전자본증가(감소)	347	221	665	1,884	31
(-)설비투자	593	886	1,148	2,060	1,700
(+)자산매각	6	-18	-5	-28	-31
Free Cash Flow	530	615	-65	-2,375	-325
(-)기타투자	332	54	776	14	37
잉여현금	198	562	-841	-2,389	-362
NOPLAT	812	762	765	1,400	1,518
(+) Dep	405	481	515	601	728
(-)운전자본투자	347	221	665	1,884	31
(-)Capex	593	886	1,148	2,060	1,700
OpFCF	277	136	-533	-1,944	516

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	11,618	12,938	16,415	18,765	19,363
현금성자산	2,286	2,413	3,992	3,589	3,911
매출채권	3,454	4,171	4,254	5,615	5,529
재고자산	4,828	5,047	6,679	7,783	8,104
비유동자산	6,628	7,590	8,580	10,363	11,403
투자자산	1,437	1,408	1,714	1,781	1,818
유형자산	4,362	5,179	5,902	7,553	8,593
무형자산	829	1,003	964	1,030	992
자산총계	18,246	20,528	24,995	29,129	30,767
유동부채	8,632	10,546	13,776	16,282	16,527
매입채무	2,441	2,780	3,739	4,462	4,635
유동성이자부채	5,463	6,404	8,401	10,039	10,039
비유동부채	2,864	3,101	3,540	4,601	5,335
비유동이자부채	2,505	2,757	3,222	4,245	4,965
부채총계	11,495	13,647	17,315	20,883	21,862
자본금	161	161	161	161	161
자본잉여금	377	57	-188	-215	-215
이익잉여금	4,321	4,477	5,025	5,569	6,192
자본조정	-125	-104	5	36	72
자기주식	-138	-106	-96	-85	-85
자본총계	6,751	6,881	7,680	8,246	8,905

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	13,539	7,371	8,543	21,465	22,272
BPS	147,008	142,604	157,827	177,928	199,043
DPS	1,600	1,650	2,500	2,500	2,500
CFPS	45,481	54,071	55,277	51,191	46,066
ROA(%)	2.5	1.2	1.2	2.3	2.3
ROE(%)	9.6	5.1	5.6	11.8	11.8
ROIC(%)	7.3	6.2	5.6	8.6	8.2
Multiples(x, %)					
PER	6.9	48.8	42.1	16.7	16.1
PBR	0.6	2.5	2.3	2.0	1.8
PSR	0.1	0.4	0.4	0.3	0.3
PCR	2.0	6.6	6.5	7.0	7.8
EV/EBITDA	6.6	11.4	11.9	8.8	7.9
배당수익률	1.7	0.5	0.7	0.7	0.7
안정성(%)					
부채비율	170.3	198.3	225.5	253.2	245.5
Net debt/Equity	84.2	98.1	99.4	129.7	124.6
Net debt/EBITDA	434.6	430.1	481.5	429.6	393.0
유동비율	134.6	122.7	119.2	115.3	117.2
이자보상배율(배)	2.3	2.5	2.8	3.7	3.5
자산구조(%)					
투하자본	75.9	77.1	71.8	77.1	77.0
현금+투자자산	24.1	22.9	28.2	22.9	23.0
자본구조(%)					
차입금	54.1	57.1	60.2	63.4	62.8
자기자본	45.9	42.9	39.8	36.6	37.2

[Compliance Notice]

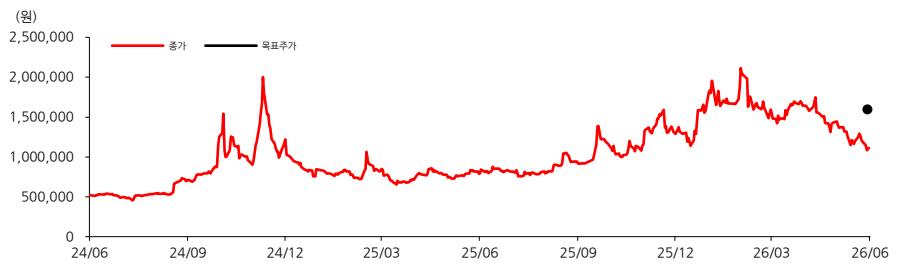
(공표일: 2026년 6월 26일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (권지우)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[고려아연 주가와 목표주가 추이]



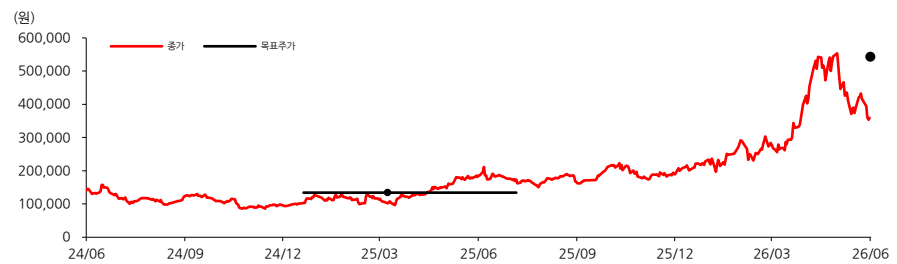
[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2026.06.26	2026.06.26			
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy			
목표가격		권지우	1,593,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2026.06.26	Buy	1,593,000		

[LS 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2025.01.14	2025.01.14	2025.01.24	2025.02.28	2026.06.26
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	담당자변경
목표가격		엄수진	134,000	134,000	134,000	권지우
일 시	2026.06.26					
투자의견	Buy					
목표가격	542,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2025.01.14	Buy	134,000	20.22	66.04
2026.06.26	Buy	542,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2026 년 03 월 31 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.7%	9.3%	0.0%	100.0%