

철강 (Positive)

리튬: 타이트한 수급 지속, 관건은 램프업과 인증





목차

03	Summary
04	I. 공급
25	II. 수요와 가격
50	III. POSCO홀딩스
66	기업 분석: POSCO홀딩스

Summary

공급

- 27년 리튬 공급은 242.9만 톤(+13.6%)으로 수요와 비슷한 속도로 증가 전망. 다만 늘어나는 물량의 60%는 아직 정상 가동 전인 신규 광산이며, 과거 가동 첫째 광산은 모두 계획에 미달
- 26년 가격 반동의 원인은 중국 이춘 리튬운모 광산의 인허가 정지. 재가동은 26년 말~27년 상반기로 예상되나, 승인이 늦어질수록 27년 공급 부족은 확대
- 짐바브웨의 26년 수출 제한은 중국 원료 충량을 줄이지 못했지만, 27년 1월 정광 수출 금지는 다름. 현지 가공 공장이 한 곳뿐이라 엄격히 시행되면 27년 부족은 약 14만 톤으로 확대될 수 있음
- 중국 정제 설비는 6년째 절반만 가동. 모자란 것은 설비가 아니라 광산 원료

수요와 가격

- 27년 리튬 수요는 251만 톤(+13.5%) 전망, 증가분의 절반 이상은 ESS. 실제 사용은 +19% 늘지만 26년에 미리 만든 셀을 먼저 소화
- 26~28년 3년 연속 공급 부족 전망. 27년 부족은 수요의 3.3%(8.3만 톤)로 작지만, 재고가 얇아 가격 상승으로 맞춰질 전망
- 9월 현물(평균 약 14.6만 위안)은 공급 과잉을 전제한 수준으로 판단. 12월 이춘 승인·1월 짐바브웨 시행에서 부족이 확인되면 27년 가격은 톤당 15~20만 위안으로 상승 전망
- 가격이 내려도 하단은 원가가 받침. 24~25년 하락기에도 칠레 염호는 흑자를 냈고, 탄산리튬 1만 달러 아래에서는 고원가 광산부터 감산. 원가가 낮은 원료를 가진 기업이 유리

POSCO홀딩스

- POSCO홀딩스는 아르헨티나 염호를 직접 보유한 비중국 리튬사로, 같은 그룹에 양극재 회사(포스코퓨처엠)까지 둔 유일한 곳. 한국 수산화리튬 수입의 탈중국으로 인증 제품의 판매처 확대
- 리튬 영업이익은 27년 약 1,000억원으로 흑자 전환. 이익은 원료를 가진 염호에서 나오고, 정광을 사서 쓰는 제련 공장(PPLS)은 적자 지속. 염호의 현금 손익분기는 톤당 약 8,000달러로 가격이 내려도 가동 유지
- 4분기 1단계 가동률 90% 도달과 MinRes JV 설립이 확인되면 리튬 가치에 상방 요인
- 투자 의견 Buy 유지, 목표주가 50만원으로 하향. 다만 현재 주가는 철강에 EBITDA 약 2.3배만 반영한 수준. 4분기 1단계 가동률 90% 내외 도달 및 철강 업황 회복세에 따른 주가 상승 전망

철강 (Positive)

리튬: 타이트한 수급 지속,
관건은 램프업과 인증



I

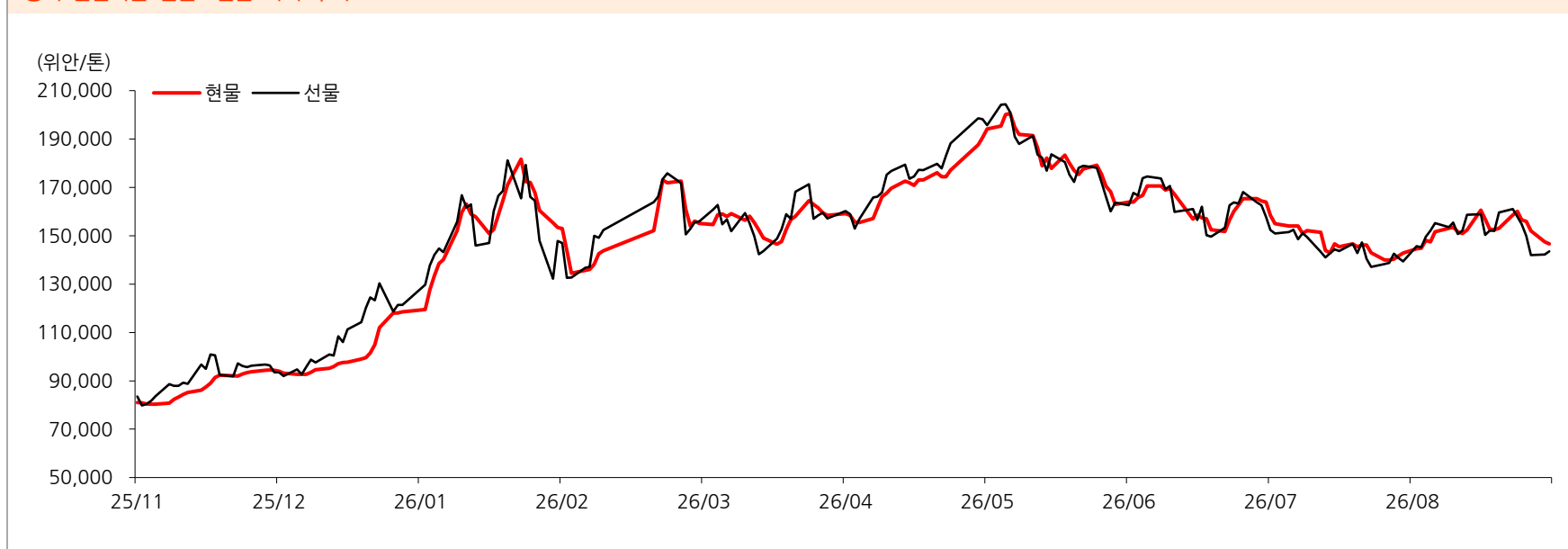
공급



2026년 탄산리튬 가격 흐름 공급 기대가 지배, ESS 중심 수요 지속 [한화리서치센터]

- ❖ 2026년 탄산리튬 가격은 한 가지 공급사고가 아니라 수요 기대→공급 차질→공급 복귀·재고 재평가 순으로 동인이 이동
- ❖ 1~2월 GFEX 선물은 1월 중 40% 급등한 뒤 열흘 만에 27% 조정. ESS 성장과 수출 선출하 기대가 높은 거래량·변동성과 결합
- ❖ 2~5월 짐바브웨 정광 수출 중단과 중국 운모 공급 불확실성이 수요 기대와 겹치며, 5월 현물 가격은 200,560위안/톤까지 상승
- ❖ 5월 고점 이후 고가 매수 저항, 유통재고·창고증권 증가, 해외 광산 재가동과 전사워 광산 복산 기대가 겹치며 7월 말까지 선물 32% 하락
- ❖ 8월 전사워 미가동·환경영향평가 지연으로 선물이 17% 반등했으나, 9월 SMM 재고 정의 변경과 증산 전망이 겹치며 다시 하락
- ❖ 가장 크게 내린 5월~7월은 공급이 돌아온 구간이 아니라 돌아올 것처럼 보였던 구간

중국 탄산리튬 현물·선물 가격 추이



자료: Wind, GFEX, 한화투자증권 리서치센터



공급 이슈 이춘 리튬운모 8개 광권

[한화리서치센터]

- ❖ 이춘(宜春)은 장시성의 리튬운모 집중 산지. 리튬운모는 호주 리튬휘석이나 남미 염호보다 리튬 함량이 낮고 원가가 높지만, 중국 안에 있다는 이유로 2021~2023년 가격 급등기에 대거 개발
- ❖ 8개 광권 합산 연 생산능력은 20만 톤 LCE로 중국 리튬운모 생산능력의 80%를 상회
- ❖ 문제는 이 광산 대부분이 도자기 원료 채굴권으로 허가를 받아 리튬을 캐왔다는 것
- ❖ 25년 7월 이춘시 자연자원국이 그중 8개 광권에 대해 주광종을 리튬으로 바꿔 허가받으라고 통보. 이 8개가 이춘 8개 광권
- ❖ 중국 광산의 인허가 프로세스는 탐사·자원량 확인 → 채굴권 확보 → 채굴허가 → 환경영향평가 승인 → 안전생산허가 → 현장 준공·재가동 → 상업생산

이춘 장시성 리튬운모 광산 전경



A view of a lithium mine in Yichun, Jiangxi province, China March 30, 2023. REUTERS/Staff/File Photo [Purchase Licensing Rights](#)

자료: Reuters

중국 개발·재가동 인허가 절차

주요 절차·허가	핵심 내용	생산 재개상 의미
광권 및 자원량 검증	광구 경계·광종·자원량을 재확인하고, 광종 변경 매장량 검증보고서(储量核实报告)를 제출	주광종 변경 및 후속 허가의 기초자료
광업권 출양수익 평가·정산	과거 채굴된 리튬 자원에 대한 출양수익 평가, 공시 및 추가 납부 진행	정산 완료 전 광종 변경·허가 전환 지연 가능
채굴권·채굴허가 변경	주광종을 '도자기용 점토(함리토)'에서 '리튬광'으로 변경하고, 광구·생산규모·유효기간 등을 갱신	유요한 변경 허가 없이는 합법적 리튬 채굴 제한
환경영향평가 승인	채굴·선광·폐기물 처리의 환경영향 및 저감계획 심사	승인 전 개발·재가동 제한
안전성 평가 및 안전생산허가	광산 설계·설비·안전관리 체계 검증 및 운영 허가	안전생산허가 취득 후 생산 가능
준공검수 및 조업 재개	환경·안전 설비 검수, 현장 점검 및 재가동 절차 완료	실제 생산 재개 및 초기 램프업 진입
상업생산 및 사후관리	허가조건 내 생산, 환경·안전 모니터링 및 광산복구 의무 이행	안정 생산 및 허가 유지

자료: 중국 광산자원법·채굴등록관리규정·비석탄광산 안전생산허가 규정, 한화투자증권 리서치센터

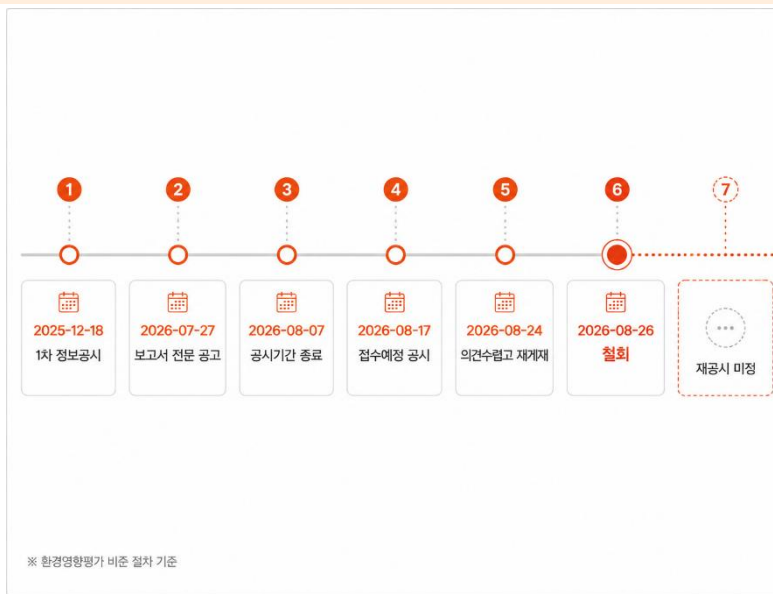


공급 이슈 이춘 리튬운모 8개 광권 - 젠샤위

[한화리서치센터]

- ❖ 8개 광권 중 가장 주목받는 젠샤위 광산은 CATL 자회사인 이춘스다이가 보유. 25년 8월 기존 채굴허가 만료 이후 생산 중단
- ❖ 젠샤위 광산의 캐파는 설계 기준 연산 10만 톤 LCE. 단일 광산으로도 글로벌 리튬 수급에 영향을 줄 수 있는 수준
- ❖ 회사는 25년 11월 28일 새로운 채굴허가를 취득했으며, 해당 허가는 47년 11월 27일까지 유효. 이후 26년 7월 9일에는 주광종 변경과 함께 연간 3,000만 톤 규모의 채굴허가도 완료
- ❖ 광산 재가동에 필요한 주요 인허가 가운데 안전 생산허가는 2026년 6월 29일에 취득. 허가 유효기간은 28년 2월 27일까지. 즉, 채굴권·채굴허가와 안전생산허가는 이미 정비된 상황
- ❖ 현재 남은 핵심 절차는 환경영향평가 비준. 환경영향평가 서류는 8월 17일 접수예정 상태로 공시됐지만, 8월 26일 철회. 당국은 향후 재공시 시점을 '후속 승인 요건 충족 이후'로만 안내

젠샤위 재가동 절차 진행 현황



자료: 한화투자증권 리서치센터

이춘시 생태환경국 - 젠샤위 리튬 광산 환경영향평가서 승인 철회



자료: 이춘시 생태환경국



공급 이슈 이춘 리튬운모 8개 광권 - 젠샤위

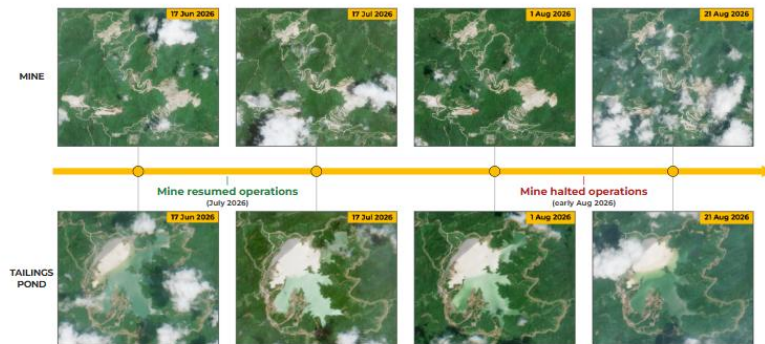
[한화리서치센터]

- ❖ 젠샤위 환경영향평가 기준이 나더라도 착공·선광 램프업의 시차가 남아 있어, 비준 시점이 곧 출하 시점은 아님
- ❖ 따라서 2026년 공급 기여는 제한적일 가능성이 높으며, 젠샤위의 본격적인 공급 증량은 2027년 수급의 변수로 보는 것이 합리적
- ❖ Benchmark는 젠샤위 환경영향평가 철회 후 젠샤위의 2026년 광산 생산 전망을 기존 6.25만 톤 LCE에서 3.2만 톤 LCE로 거의 절반으로 줄였으며, 2027년 전망치는 9.9만톤 LCE로 유지
- ❖ Benchmark가 검토한 위성이미지에 따르면 해당 광산은 6월 말부터 7월까지 채굴 및 처리 활동을 재개했다가 8월 첫째 주에 다시 중단
- ❖ 변수는 물량이 아니라 시점. 당국이 철회 사유를 공개하지 않아 재공시 시점을 추정하기 어려움

젠샤위 광산 위성 사진

CATL's Jianxiawo has re-entered Care & Maintenance

Satellite imagery of the Jianxiawo mine site and tailings pond



자료: Benchmark

젠샤위 복산 시나리오

	재공시	비준	첫 출하	2026년 누계	2027년
상방	2026-09~10	4Q26	4Q26 말	제한적	만산 근접
중립	4Q26	1Q27	2Q27	사실상 0	부분 기여
하방	미정	-	-	0	지연 지속

주: 당사 기본 전망은 상방 시점(4Q26~1Q27 재가동)을 가정, 젠샤위 27E는 등급 할인 후 7.4만 톤 중립이면 이춘 27E 공급 -5.5만 톤, 하방이면 -11.6만 톤(당사 추정)

자료: 한화투자증권 리서치센터



공급 이슈 이춘 리튬운모 8개 광권 - 나머지 7개도 같은 절차로 멈춘다

[한화리서치센터]

- ❖ 8개 사 전부 25년 9월 30일까지 재가동의 1단계(저량핵심보고) 제출을 완료
- ❖ 이중 2단계(출양수익 평가 공시)를 전사위가 가장 먼저 통과한 것이며, 이후 11월 28일 새 채굴허가를 취득하고 현재는 환경영향평가 단계에서 정지
- ❖ 이평현 4개 광산(화산·영흥재료, 통안·귀쉬안가오커, 다강·지우링리튬, 당싱)은 2026년 5월부터 주광종을 ‘도자기용 점토(리튬 함유)’에서 ‘리튬 광’으로 변경하는 채굴허가 전환 절차를 진행
- ❖ 광종 변경과 환경·안전 인허가를 포함한 허가 전환에 약 3~12개월이 소요되며, 대부분 광산의 실제 재가동은 26년 말~27년 상반기 전망
- ❖ 26년 6월 중국의 원료별 탄산리튬 생산 가운데 리튬운모 기반 생산만 전년 대비 29% 감소했으며, 리튬휘석·염호·재활용 원료 기반 생산은 모두 증가

이춘 8개 광권 진행 현황							
광권	사업 주체·상장사 연계	①매장량 검증	②출양수익 평가·정산	③주광종 변경·채굴허가 전환	④안전생산허가	⑤환경영향평가	현재 상태
전사위	이춘스다이(CATL)	2025.09 제출·심사	2025.11.12 평가보고서 공시	2025.11.28 신규 채굴허가(리튬광)	2026.06.29 변경 허가 결정	접수 예정 공시 철회(2026.08.26)	가동중단, 환경영향평가 재공시·승인 대기
수난	이춘국현광업(국현고과)	2025.09.28 승인	미확인	채굴허가 전환 승인 보도	미확인	미확인	후속 인허가·가동 현황 미확인
화산	화차오광업(영흥재료)	2025.09 제출	2026.04.07 공시	가동중단 후 허가 전환 진행	미확인	미확인	허가 전환 진행
통안	동련광산품개발(커리위안 관련)	2025.09 제출	2026.04.07 공시	가동중단 후 허가 전환 진행	미확인	미확인	허가 전환 진행
다강	춘유리튬·지우링리튬	2025.09 제출	2026.04.07 공시	가동중단 후 허가 전환 진행	미확인	미확인	허가 전환 진행
당싱	장시당싱광업	2025.09 제출	2026.04.07 공시	가동중단 후 허가 전환 진행	미확인	미확인	허가 전환 진행
바이수이둥	화차오광업·화리광업(영흥재료 일부 참여)	2025.09 제출	미확인	미확인	미확인	미확인	후속 절차 미확인
취자리	이춘성위안리튬업(텐화신능 관련)	2025.09 제출	미확인	미확인	미확인	미확인	후속 절차 미확인

자료: 언론보도, 이춘시 자연자원국·장시성 자연자원청·이춘시 생태환경국 공시, 한화투자증권 리서치센터



공급 이슈 짐바브웨 리튬 - 누가 캐고, 정부는 무엇을 요구하나

[한화리서치센터]

- ❖ 짐바브웨는 아프리카 최대 리튬 생산국. 2025년 정광 113만 톤을 중국으로 보냈고, 이는 중국 리튬 광석 수입의 약 15%, 세계 리튬 공급의 약 7.5~9%. 가동 중인 주요 리튬 광산은 중국계 자본이 주도하고, Sandawana 광산은 짐바브웨 국영
- ❖ 정책 방향: 22년 12월 원광 수출 금지, 26년 2월 정광까지 수출 중단, 26년 4월 조건 충족 기업에 수출 쿼터 허용, 27년 1월 정광 수출 금지 예정
- ❖ 조건의 핵심은 현지에 황산리튬 공장을 짓는 것. 황산리튬은 스포듀민 정광을 한 단계 가공한 중간제품으로, 이후 탄산리튬·수산화리튬 등으로 정제됨
- ❖ 26년 1월부터 정광 수출 부가세 10%, 황산리튬 0%의 차등 세율 적용
- ❖ 26년 5월 짐바브웨는 「광물 분류·선언」으로 리튬을 Critical Mineral로 지정. 신규 광권·개발에 국가 최소 지분 참여 및 장관 승인 원칙을 도입

짐바브웨 주요 리튬 광산의 소유구조 및 생산능력·증설 계획				
광산	주인	언제 얼마에 샀나	정광 생산능력(연)	비고
Bikita	Sinomine	2022년, 약 1.8억달러	스포듀민 30만t, 페탈라이트 최대 48만t	중국계 Sinomine 핵심 자산
Arcadia (PLZ)	Huayou	2021년 12월 인수	원광 처리 450만t, 리튬 정광 약 40만t	2026년 황산리튬 공장 가동
Sabi Star	Chengxin 계열	2022년 4월 인수	원광 약 99만t, 정광 약 29만t	Chengxin 계열 Max Mind 소유
Kamativi	Yahua 계열	2022년 인수·개발	1기 5만t, 1·2기 합산 35만t 목표	원광 처리 230만tpa 목표
Gwanda	Tsingshan 계열 Dinson	-	정광 20만t 목표	정부 발표상 1,500t/일 생산
Sandawana	Mutapa 계열	-	개발·증설 단계	2026년 7월 JORC 자원량 3,990만t, 정광 플랜트 2027년 11월 목표

자료: 각 사, 언론 보도, 한화투자증권 리서치센터

2025~2026년 발표·제안·개정된 수출 통제			
품목	국가	점유율	동향
보크사이트	기니	34%	26년 6월 발효를 목표로 신규 수출통제 제안
안티몬	중국	44%	대미 수출 금지 조치를 2026년 11월까지 유예
비스무트	중국	73%	25년 2월 수출 허가제 도입
코발트	콩고	66%	25년 10월 수출 쿼터제 도입
갈륨	중국	99%	대미 수출 금지 조치를 2026년 11월까지 유예
게르마늄	중국	94%	대미 수출 금지 조치를 2026년 11월까지 유예
흑연(채굴)	모잠비크	4%	채굴 흑연의 현지 가공 의무화
흑연(정제)	중국	94%	신규 수출 제한안 제시, 2026년 11월까지 추가 제한 유예
인듐	중국	86%	25년 2월 수출 허가제 도입
리튬	짐바브웨	10%	26년 2월 리튬 정광 수출 중단, 27년 수출 금지
니켈	필리핀	11%	2030년 시행을 목표로 원광 수출 금지안 제시
희토류	중국	91%	25년 4월 수출 허가제, 추가 제한은 26년 11월까지 유예
황산	중국	34%	2026년 5월부터 연말까지 수출 중단
텔루륨	중국	73%	2025년 2월 수출 허가제 도입
텅스텐	중국	76%	2025년 2월 수출 허가제 도입
리튬 정제	중국	71%	2025년 1월 정제 기술 수출통제안 제시

주: 점유율은 2025년 기준

자료: IEA, 한화투자증권 리서치센터

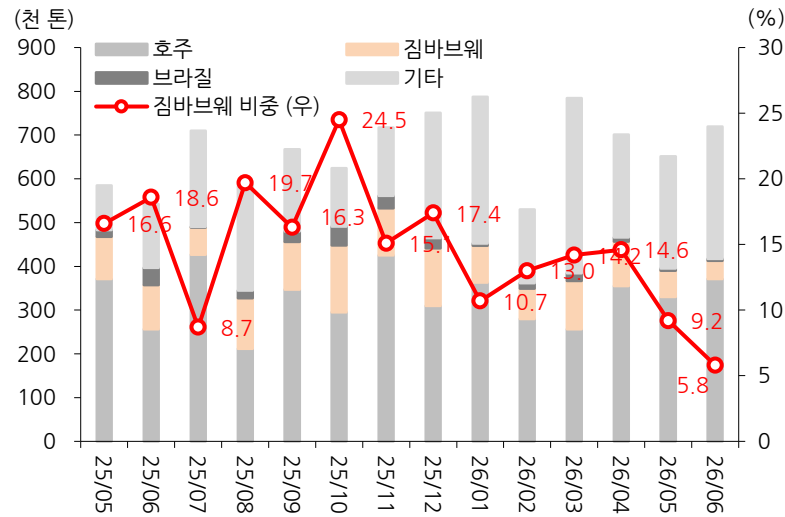


공급 이슈 짐바브웨 리튬 - 그러나 중국의 리튬 원료는 줄지 않았다

[한화리서치센터]

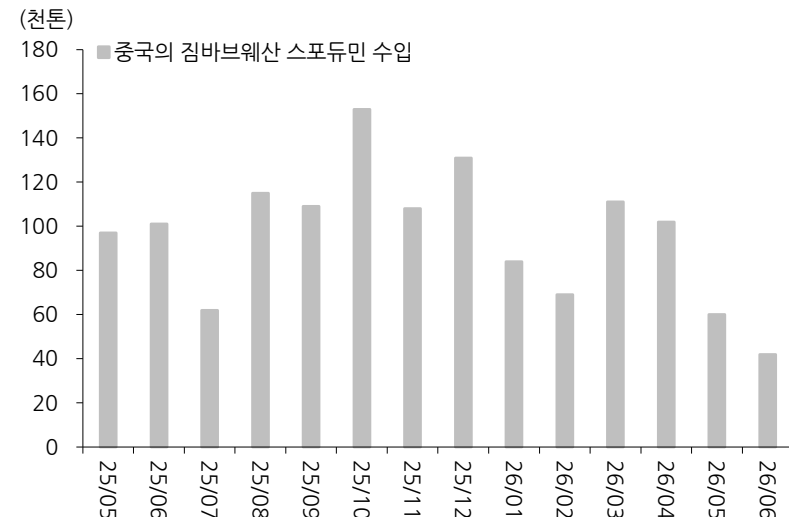
- ❖ 2월 수출중단 이후에도 3~4월 대중 수출은 월 10만 톤 이상 유지. 운송 시차·기선적 물량 영향. 실제 감소는 6월 4.2만 톤, 7월 2.6만 톤까지 축소
- ❖ 수출이 끊기지 않은 또 다른 이유는 전면 금지 대신 회사별 쿼터제 전환 때문. 4월 6개사에 쿼터를 배정했고, 7월 Bikita 광산에 30만 톤 추가 허용
- ❖ 중국 리튬광 수입에서 짐바브웨 비중은 25년 17% → 26년 6월까지 하락(YTD 11%)
- ❖ 그러나 6월 중국 전체 리튬광 수입은 71.9만 톤으로 YoY +33%. 타 국가 짐바브웨 감소분을 상쇄해 중국 제련 원료 총량은 줄지 않았음
- ❖ 정부가 요구하는 현지 황산리튬 전환은 아직 병목이 큼. 계획된 5개 공장 중 가동 가능한 곳은 PLZ 한 곳뿐
- ❖ 다만 원료의 형태 전환은 이미 시작. 짐바브웨산 황산리튬의 중국 통관은 5월 0 → 6월 약 100톤 → 7월 2,617톤으로 증가
- ❖ 짐바브웨 규제는 현재까지 중국 원료 총량을 줄이는 공급 충격이라기보다, 짐바브웨산 원료 가공 형태를 정광 → 황산리튬으로 바꾸는 정책에 가까움

중국 스포듀민 수입 국가별 구성과 짐바브웨 비중



자료: CEIC, Wind, SMM, 한화투자증권 리서치센터

중국의 짐바브웨산 스포듀민 수입량 추이



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

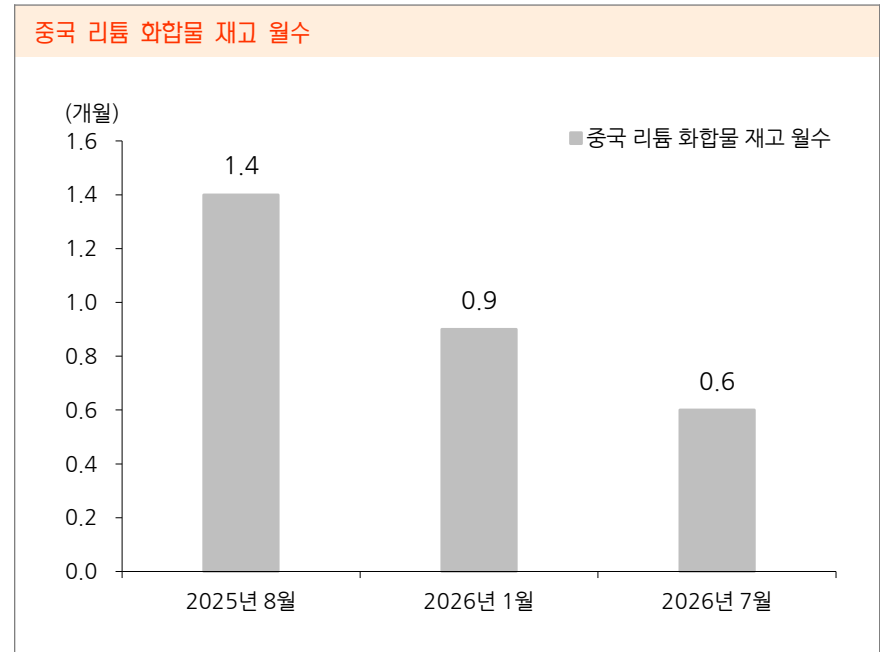


공급 이슈 짐바브웨 리튬 - 27년 금지는 기본에 반영(-20%) 엄격 시 추가 -23% [한화리서치센터]

- ❖ 27년 정광 수출 금지와 가공설비 가동 간 시차 존재. 연초 황산리튬 설비는 화유 PLZ 1곳뿐이며, 야와 Kamativi는 2Q27 ·중광 Bikita는 27년 중반 가동 목표
- ❖ 짐바브웨 대중 정광 수출은 연 11~14만 톤 LCE로 27년 글로벌 예상 공급의 4.5~5.8%. 현지 4개 공장 설계능력은 약 17만 톤 LCE로 기존 수출량을 상회해, 핵심은 전환 과정의 일시적 공백
- ❖ 당사 기본 전망은 27년 금지를 이미 반영: 짐바브웨 공급 13.0만 톤(금지 전 대비 -4.9만 톤, 글로벌 공급의 -2.0%). 엄격 시행(-2.3%) ·상반기 전면 중단(-2.7%)은 각각 그 위에 더해지는 추가 충격
- ❖ 물량보다 가격 영향이 클 수 있는 이유는 재고가 얇기 때문. 중국 리튬화합물 재고는 25년 8월 1.4개월 → 26년 7월 0.6개월로 축소
- ❖ 투자 측면에서는 4분기 쿼터 ·유예 공고에 주목할 필요. 전면 집행 시 정광가 지지 ·중국 외구광 제련마진 압박, 유예 시 규제 프리미엄 되돌림 가능

2027년 짐바브웨 리튬 공급 시나리오			
구분	핵심 가정	27E 물량	비중 ·영향
기존 수출 규모	대중 정광 수출 연간 기준	11~14만 t	글로벌 공급의 4.5~5.8%
기본 (전망 반영)	엄격 30% ·6개월 유예 40% ·조건부 쿼터 30% 가중	13.0만 t (금지 전 17.9)	금지 전 대비 -4.9만 t (-2.0%)
엄격 시행	27년 1월 금지 그대로, 현지 가공 공장 물량만	7.3만 t	-5.7만 t (-2.3%)
상반기 전면 중단	기본 물량이 상반기 동안 나오지 않고 대체 없음	6.5만 t	-6.5만 t (-2.7%)
금지 유예 ·완화	금지 시행 유예, 기존 수출 흐름 대부분 유지	16.9만 t	+3.9만 t (+1.6%)

주: 물량은 LCE 기준. %는 27년 글로벌 공급(재활용 포함 242.9만 톤) 대비
 자료: 한화투자증권 리서치센터



자료: PLS, 한화투자증권 리서치센터

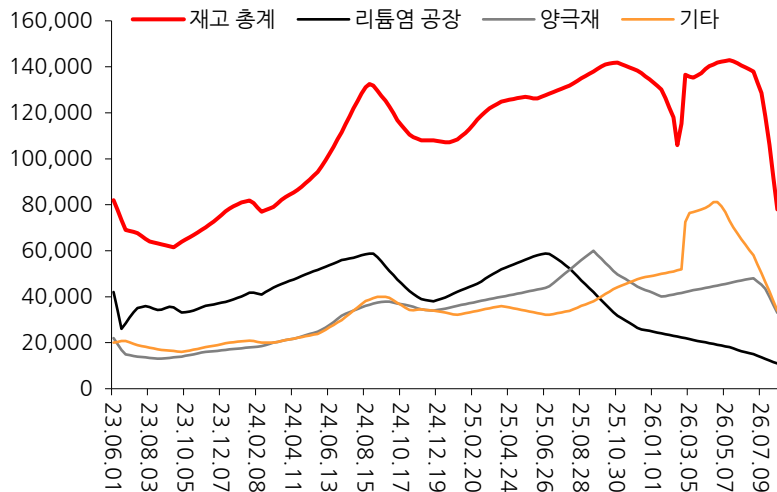


재고 기준 변경 이슈 있으나, 빠지는 방향

[한화리서치센터]

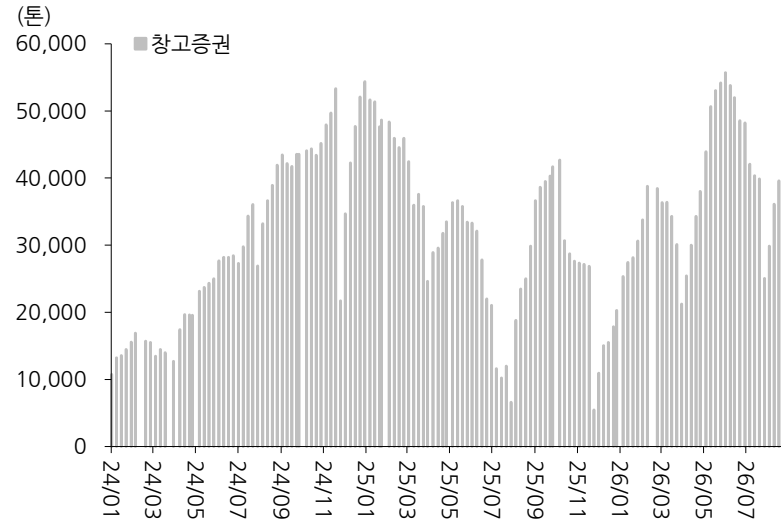
- ❖ 중국 탄산리튬 사회재고(제련소·양극재공장·무역상·셀공장이 전 재고)는 5월 초 이후 매주 감소. 5월 약 14만 톤 → 9월 초 8만 톤. 젠사위·이춘·짐바브웨 공급 차질이 실물 재고로 확인된 것
- ❖ SMM은 9/4일 재고를 소유자 기준으로 통계 변경했고, 재고는 16.9만 톤으로 발표됐고 당일 주력선물 리튬 가격은 7.4% 하락
- ❖ 다만 얼마나 남았는지는 재는 기준에 따라 다름. 9월 3일 재고가 구표본 6.1만 톤 / 대표본 7.6만 톤 / 새 기준 16.9만 톤. 월 수요 17만 톤으로 나누면 재고 개월 수가 0.36 / 0.45 / 1.00 개월. 기준에 따라 재고가 고갈 직전이라고도 볼 수 있고, 한 달치가 남았다고 볼 수 있음
- ❖ 새 기준 16.9만 톤은 숨어 있던 재고가 발견된 것이 아님. 보세구 제외, 위탁보관분 재귀속, 비전통 제련 표본 추가가 한꺼번에 들어간 다른 기준
- ❖ 거래소 창고증권(GFEX 선물 인도용 등록재고)은 7/31일 2.5만 톤, 9/4일 4.7만 톤으로 증가했지만, 이는 매년 3·7·11월 말 정기 말소 후 재등록되는 제도 주기 안의 움직임. 6/4 고점 5.7만 톤보다 낮음

중국 내 탄산리튬 주간 재고 추이



자료: SMM, 한화투자증권 리서치센터

GFEX 창고증권 추이



자료: GFEX, 한화투자증권 리서치센터



수급의 지도 리튬은 어디에서 오나

[한화리서치센터]

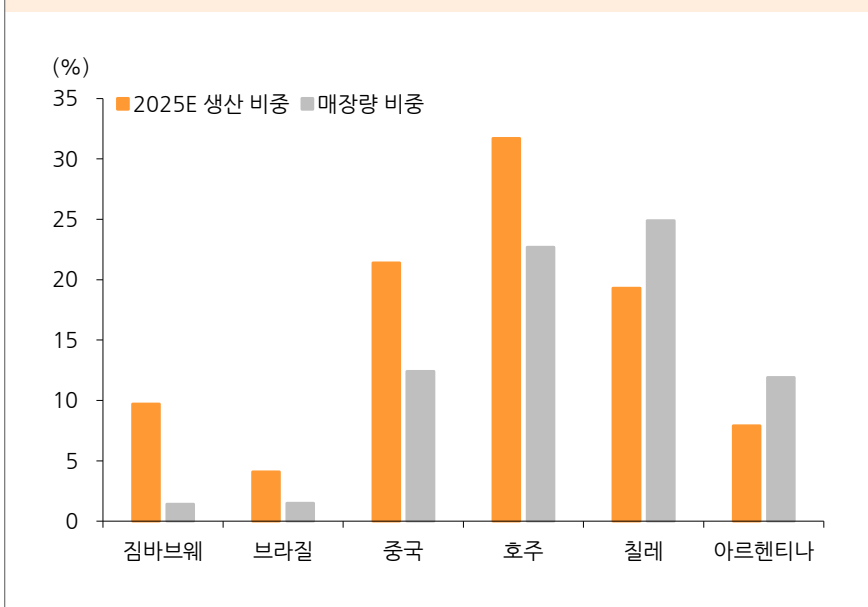
- ❖ 2025년 세계 리튬 광산은 29만 톤(리튬 금속 기준, 154만 톤 LCE)으로 전년 대비 31% 증가. 같은 기간 소비 증가율은 20%로 공급이 수요보다 더 빨리 증가
- ❖ 생산의 94%가 호주 31.7%, 중국 21.4%, 칠레 19.3%, 짐바브웨 9.7%, 아르헨티나 7.9%, 브라질 4.1% 여섯 나라에 집중
- ❖ 신규 공급의 절반은 중국과 아프리카에서 나옴. 중국이 세계 증분의 30%, 말리는 굴라미나, 부구니두 광산이 커지며 1년 만에 12배(770 → 9,400톤)
- ❖ 그러나 매장량 순위는 다름. 미국은 매장량 세계 공동 4위(11.9%)인데 상업 생산이 회사 기밀이고, 자원량 세계 2위 볼리비아(2,300만 톤)는 매장량 집계에 이름이 없음
- ❖ 반대로 짐바브웨는 매장 비중 1.4%로 생산의 10%를 담당. 격차를 만드는 것은 지질이 아니라 제도 · 자본 · 기술임

국가별 리튬 광산 생산과 매장량 (단위: 톤, 리튬 금속 기준)						
국가	2024	2025E	증감률	생산 비중	매장량	매장 비중
호주	82,700	92,000	11.2%	31.7%	8,400,000	22.7%
중국	41,400	62,000	49.8%	21.4%	4,600,000	12.4%
칠레	48,900	56,000	14.5%	19.3%	9,200,000	24.9%
짐바브웨	20,000	28,000	40.0%	9.7%	500,000	1.4%
아르헨티나	13,800	23,000	66.7%	7.9%	4,400,000	11.9%
브라질	10,200	12,000	17.6%	4.1%	540,000	1.5%
말리	770	9,400	1121.0%	3.2%	370,000	1.0%
캐나다	4,820	5,600	16.2%	1.9%	1,600,000	4.3%
미국	비공개	비공개	-	-	4,400,000	11.9%
기타	-	-	-	-	2,460,000	6.6%
합계	222,000	290,000	30.6%	100.0%	37,000,000	100.0%

주: USGS 기준(나이지리아 · 남아공 미집계). 당사 공급원장 2025년 합계는 165.6만 톤 LCE로 USGS(154.4만 톤) 대비 +7.2%

자료: USGS Mineral Commodity Summaries 2026, 한화투자증권 리서치센터

생산 비중 vs 매장량 비중



자료: USGS Mineral Commodity Summaries 2026, 한화투자증권 리서치센터

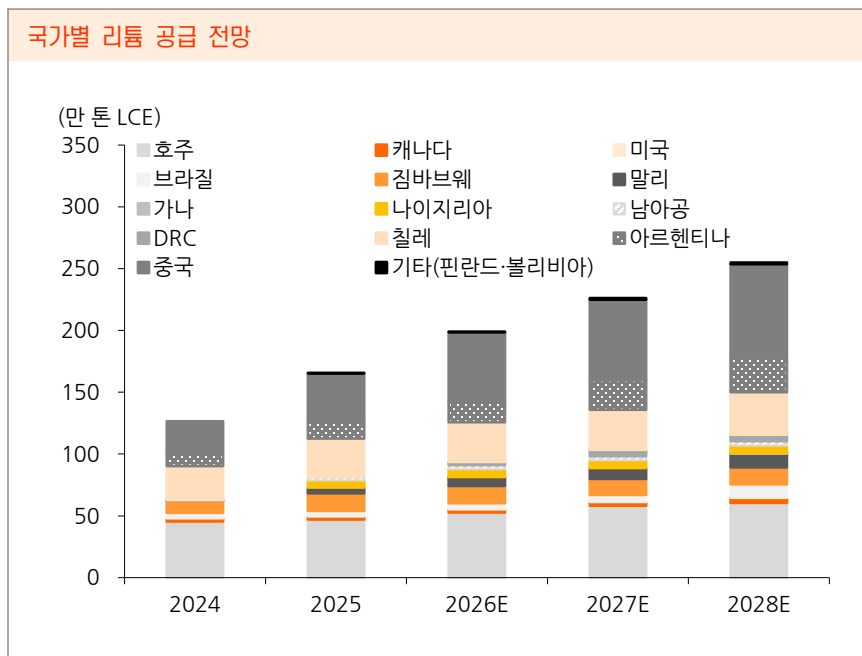




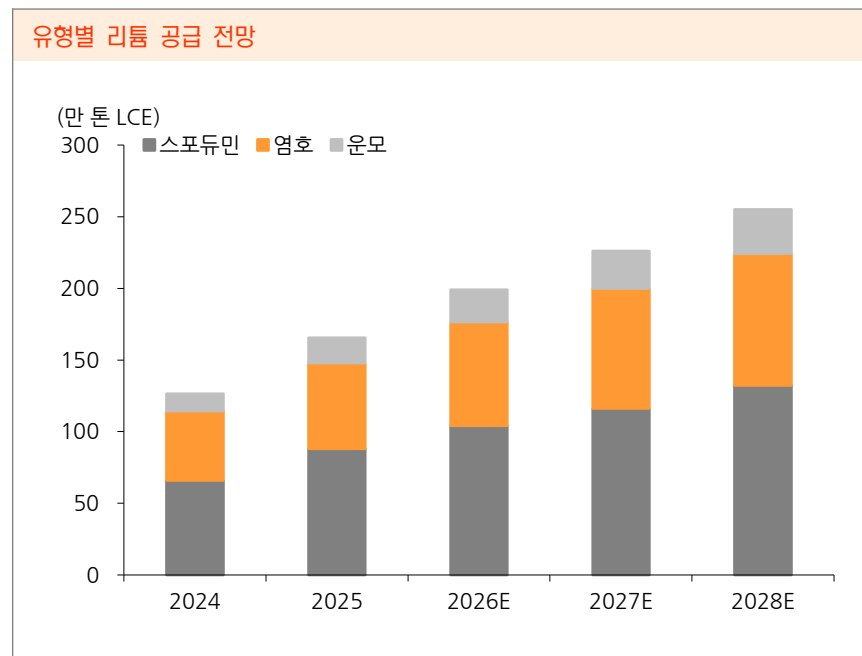
수급의 지도 리튬은 어디에서 오나

[한화리서치센터]

- ❖ 광산·염호 71개 항목 기준 27년 세계 리튬 공급은 226만 톤 LCE, 재활용(16.8만 톤) 포함시 242.9만 톤 LCE로 전망
- ❖ LCE(탄산리튬 환산톤)은 광석이든 염수든 탄산리튬 몇 톤 어치인지로 바꿔 센 단위
- ❖ 이는 26년 대비 13.6% 증가한 수치. 166만 톤(2025) → 199만 톤(2026E, +20.2%) → 226만 톤(2027E, +13.6%)
- ❖ 226만 톤의 63%는 경암에서 나온다. 경암 63%, 염호 37%. 경암은 호주·아프리카의 스포듀민 광석과 중국 장시성의 리튬운모, 염호는 칠레·아르헨티나의 소금호수
- ❖ 프로젝트별 명목 전망(외부 전망+당사 추가 항목)을 그대로 더하면 27년 공급은 245만 톤인데, 과거 추세 및 현 동향을 볼 때 27년 공급은 226만 톤이 될 전망



주: 2025년 165.6만 톤은 USGS(154.4만 톤) 대비 +7.2%
나이지리아·남아공 포함(USGS 미집계, 당사도 25년부터 집계)
자료: 각사 공시, 한화투자증권 리서치센터



자료: 각사 공시, 한화투자증권 리서치센터



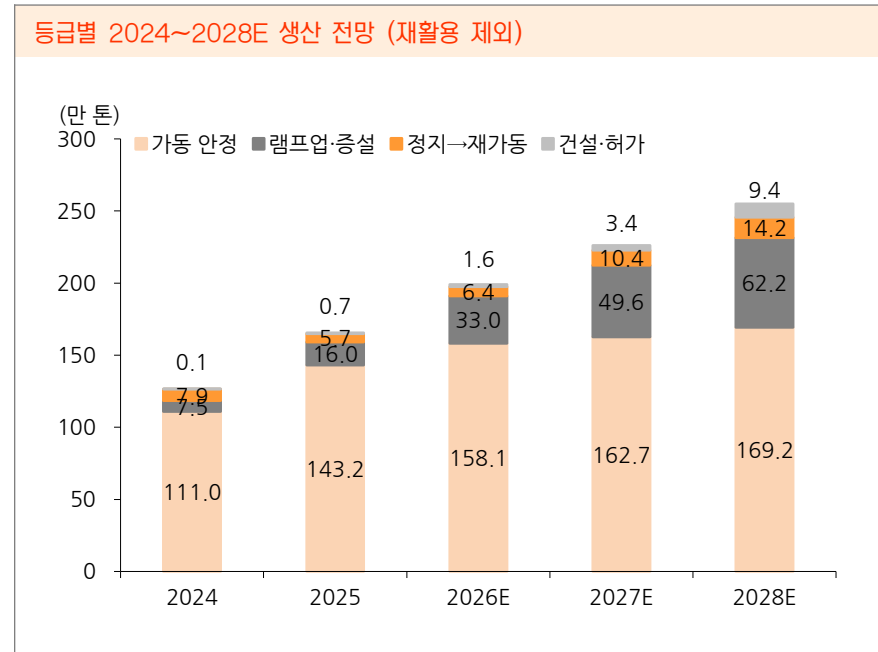
27년 공급 증가 물량의 60%는 아직 정상 가동에 이르지 못한 프로젝트

[한화리서치센터]

- ❖ 2027년 공급 226만 톤 LCE(재활용 제외)의 절반(49.9%)은 열 개 프로젝트가 쥐고 있음. 상위 10건 112.8만 톤. 칠레 아타카마 염호 2건(SQM · 앨버말), 호주 경암 4건(그린부시스 · 필간구라 · 워지나 · 마리온), 중국 3건, 말리 1건. 열 곳 중 여덟이 가동 안정 등급(구성 미공개인 기타 운모 포함)
- ❖ 다만 27년 예상 증분 61.0만 톤의 69%는 중소 프로젝트에서 나오고, 증분 상위 5건(Manono · 3Q · 마미취 · 차열한 · Goulamina) 중 넷이 램프업 · 증설 중. 증분 중 램프업 · 건설이 59.6%이며 대부분 램프업(55.2%). 건설 · 허가 15건 중 13건은 25년 생산 실적 0
- ❖ 회사의 계획이 어긋나는 곳은 이미 돌던 광산이 아닌 이제 막 올라가는 광산. 따라서 생산의 안정 단계에 따라 1) 가동 안정, 2) 램프업 · 증설, 3) 정지 → 재가동, 4) 건설 · 허가로 구분
- ❖ 각 단계에 따라 실현율을 다르게 적용. 회사가 낸 가이드선 및 실제 실적을 비교해본 결과 미달한 것은 램프업 첫해에 든 3건 뿐: 캐슬린밸리, 시그마, 센테나리오

2027년 등급별 공급					
등급	건수	2027E	증분	증분 비중	2025년 미가동
가동 안정	34	162.7	19.5	32.0%	0건
램프업·증설	17	49.6	33.6	55.2%	6건
정지→재가동	5	10.4	5.1	8.4%	2건
건설·허가	15	3.4	2.7	4.4%	13건
합계	71	226.1	61.0	100.0%	21건

주: 증분 = 25년 대비 증가분 × 등급 계수 + 순조정(감소는 순조정분만 반영)
 늘어난 항목만 더하면 B+D 58.2%. 상위 10은 나이지리아(국가 합계) 제외, 기타 운모 포함
 중소 프로젝트 = 상위 10 외 61개 항목(나이지리아 포함)
 자료: 각사 공시, 한화투자증권 리서치센터 추정



자료: 각사 공시, 한화투자증권 리서치센터 추정

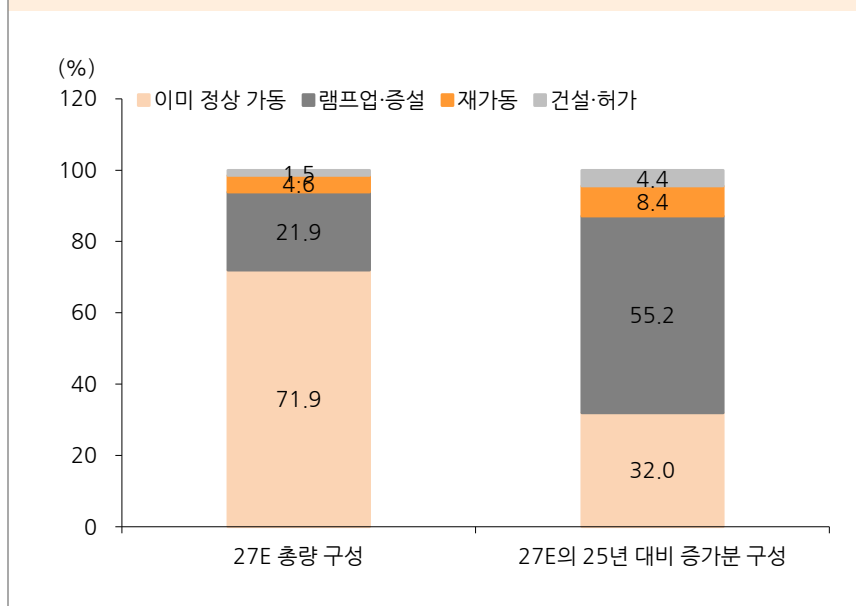


27년 공급 구성 추가 공급의 60%는 정상 가동 전 불확실한 물량

[한화리서치센터]

- ❖ 27년 글로벌 리튬 공급 226.1만 톤 LCE 중(재활용 제외) 기존 가동 광산이 71.9%. 그러나 25년 대비 추가 공급 61.0만 톤에서는 비중이 32.0%로 하락 - 램프업·증설 55.2%, 건설·허가 4.4%, 재가동까지 합치면 68.0%
- ❖ 즉 전망의 불확실성은 총량보다 추가 공급 36.3만 톤(램프업·건설), 전체 공급의 16.1%에 집중. 상위 10개 프로젝트는 총량의 49.9%지만 추가 공급 기여는 31.1%에 그침
- ❖ 회사가 발표한 신규 공급 예정을 그대로 쓰지 않음. 프로젝트 15건의 가이던스 대비 실적 조사 결과 10건은 중앙값 103%로 계획을 채웠고 램프 2년차 3건은 112%였으나, 램프 첫째 3건은 58~87%로 전부 미달. 이에 가동 단계에 따른 할인을 차별 적용
- ❖ 근거가 약했던 Mt Cattlin·James Bay·Nemaska·Carolina는 27년 0으로, Dangba는 채굴허가 상한으로 낮춰 반영. Goulamina·3Q 2기 등 착공 일정 미공시분은 기본에 두고, 지연 시 하방 범위(27년 -3.6만 톤)로 봄. 다만 램프업 지연은 공급 소멸이 아닌 28년 이연 전망

2027년 공급 226만 톤과 증가분 61.0만 톤의 구성 비교



주: 추가 공급 = 25년 대비 증가분 × 등급 계수 + 순조정(감소는 순조정분만 반영)
자료: 각사 공시, 한화투자증권 리서치센터

2027년 공급 상위 10개 프로젝트 (단위: 만톤 LCE)

프로젝트	국가	상태	2025	2027E	증가분
아타카마 (SQM)	칠레	정상 가동	23.7	24.0	0.3
그린부시스	호주	정상 가동	17.4	20.4	3.1
필간구라	호주	정상 가동	8.7	11.5	2.8
기타 운모	중국	정상 가동	9.9	11.3	1.4
아타카마 (앨버말)	칠레	정상 가동	7.5	8.5	1.0
워지나	호주	정상 가동	7.1	8.3	1.2
차얼한	중국	정상 가동	4.7	8.0	3.4
굴라미나	말리	램프업·증설	4.3	7.6	3.3
젠샤위	중국	재가동	5.0	7.4	2.4
마운트 마리온	호주	정상 가동	5.7	5.7	0.0
합계			93.8	112.8	19.0
전체 대비			56.7%	49.9%	31.1%

자료: 각사 공시, 한화투자증권 리서치센터

리튬 상위 10개 프로젝트 (2027E, 만톤 LCE · 신규공급 = 2027E - 2025년 실적)								
프로젝트	운영사	국가	형태	등급	2025	2027E	신규공급	설명
Atacama	SQM · Codelco	칠레	염호	가동 안정	23.7	24.0	0.3	2060년까지 계약 불확실성 해소. 2027년 가이던스 부재, 추가 증산은 협정 쿼터가 관건
Greenbushes	텐치 · IGO · ALB	호주	경암	가동 안정	17.4	20.4	3.1	CGP3는 6월 화재(7주 정지) 전까지 계획보다 빨랐음. 지속 병목은 CGP1 · 2 회수율. 회사 가이던스 기준 화산 대비 -7만 톤 조정
Pilgangoora	PLS	호주	경암	가동 안정	8.7	11.5	2.8	응운가주 2026년 7월 재가동, FY27 가이던스 1,030~1,100kt로 상향
其他云母	(미공개)	중국	운모	가동 안정	9.9	11.3	1.4	구성 광산 미공개. 이평 4개 광산 환증 효과도 아직 미반영된 가장 불투명한 항목
Atacama	ALB	칠레	염호	가동 안정	7.5	8.5	1.0	라네그라 증산. 2026년 9월 노조 파업은 별도 이벤트 관리
Wodgina	MinRes · ALB	호주	경암	가동 안정	7.1	8.3	1.2	2트레인 만부하로 FY26 상향 가이던스 초과. FY27 3트레인 전면 가동
察尔汗	盐湖股份	중국	염호	가동 안정	4.7	8.0	3.4	기존 4만톤 + 신규 4만톤. 신규 설비는 2025년 9월 투산, 가동률 분리 확인 필요
Goulamina	간평	말리	경암	램프업 · 증설	4.3	7.6	3.3	2024년 12월 투산. 2025년 실현율 67%, 2026년 만산 목표
젠샤위	CATL	중국	운모	정지->재가동	5.0	7.4	2.4	채굴 · 안전허가 정비 완료, 환경평가 재공시 대기
Mt Marion	MinRes · 간평	호주	경암	가동 안정	5.7	5.7	0.0	부선 추가 2027년 말 완공. FY26 정광 가이던스 42~46만 톤
합계						112.8	+19.0	

자료: 각사 공시, 한화투자증권 리서치센터

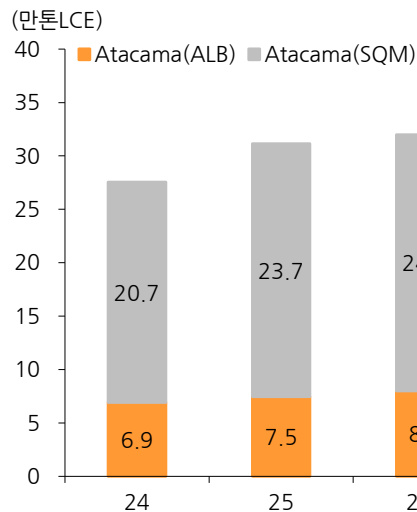


국가별 성격 ① 칠레 제한적 증산: 국가계약이 물량 결정

[한화리서치센터]

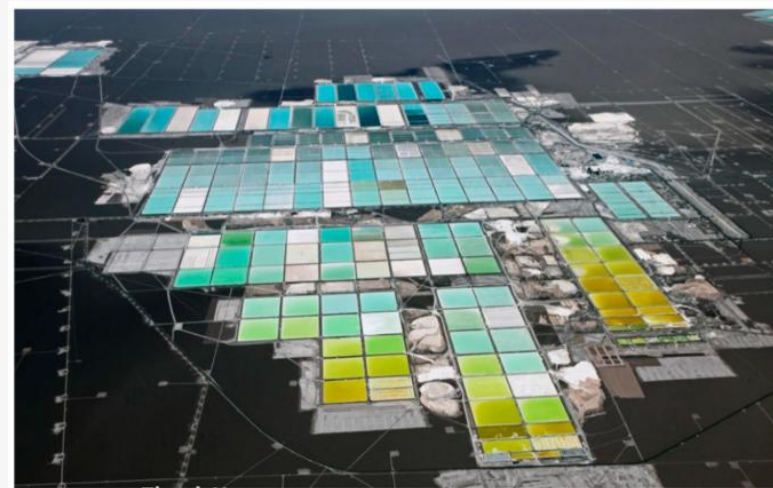
- ❖ 칠레 27년 리튬 공급 32.5만 톤 LCE는 거의 대부분 아타카마 염호의 SQM 24만 톤, 앨버말 8.5만 톤에서 나옴. 세계 3위 생산국이지만 2025년 대비 증분은 1.4만 톤으로 전체 증분의 2%에 불과할 것으로 전망
- ❖ 크게 늘기 어려운 이유는 제도. 칠레는 리튬을 전략광물로 지정해 국가가 소유하고, 기업에는 기간과 쿼터가 정해진 계약으로만 양도. 20년간 권리를 받은 곳은 SQM과 Albemarle 두 곳 뿐. 칠레 수십 개 염호 중 상업생산은 아타카마 하나에 집중. 증산의 단위가 회사 투자가 아닌 국가계약의 쿼터
- ❖ 2023년 4월 국가 리튬 전략은 26년 출범한 SQM-Codelco 합작 NovaAndino Litio로 구체화. Codelco는 50%+1주의 다수 지분과 2031년 이후 운영권을 확보했고, SQM은 2030년 종료 예정이던 아타카마 사업 참여를 2060년까지 연장받고 추가 생산 쿼터를 획득
- ❖ SQM은 아타카마 염수에서 KCl(염화칼륨)을 회수하는 공정과 연계해 리튬염화물을 농축·가공하므로 기존 인프라를 활용한 증산 비용에 유리. 아타카마는 높은 리튬 농도, 강한 일사량, 낮은 강수량과 높은 증발률을 갖춘 세계 최상위 저비용 염호

칠레 리튬 공급 전망



자료: 각사 공시, 한화투자증권 리서치센터

SQM 아타카마 염호 증발지



자료: SQM, 한화투자증권 리서치센터 추정



국가별 성격 ② 아르헨티나 제도는 열려 있고 신규 염호도 다수

[한화리서치센터]

- ❖ 아르헨티나 27년 공급 24.1만 톤, 25년 대비 증분 11.0만 톤으로 중국·호주(11.2만 톤) 다음 3위. 상위 10개 프로젝트 내에는 없음
- ❖ 제도는 자원국 중 가장 열려있음. 로열티는 광산구 기준 가치의 최대 3%(칠레 최대 40%와 대비). 후후이·살타·카타마르카 주정부가 리튬 광업권과 인허가를 관할하는 민간개발 중심 구조. 2024년 RIGI는 대형 투자에 법인세 25%와 수출세 면제 등 혜택
- ❖ 아르헨티나는 리튬 자원량은 칠레보다 크지만, 확인매장량은 칠레보다 작고 2025년 생산도 칠레의 약 40% 수준
- ❖ 낮은 생산의 병목은 광업법보다 외환·거시 불안. 2025년 4월 외환규제 완화로 수입결제 여건은 개선
- ❖ 그래서 2027년 리스크는 정책이 아니라 램프업 속도. 증분 11.0만톤의 86%인 9.5만톤이 아직 설계능력에 이르지 못한 프로젝트. 염호는 염수를 연 못에 가둬 햇볕에 말리는 데만 12~24개월 소요

아르헨티나 공급 전망					
프로젝트	24	25	26E	27E	28E
Hombre Muerto	4.8	3.2	3.5	4.0	4.0
Olaroz	2.3	3.4	3.3	3.6	3.8
Sal de Vida	0.0	0.0	0.3	0.9	1.3
Cauchari-Olaroz	2.5	3.4	3.8	3.9	5.5
SDLA	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Rincon	0.1	0.2	0.1	0.3	0.4
3Q	0.0	0.6	1.8	4.8	5.6
Centenario	0.0	0.7	1.6	2.1	2.1
Mariana	0.0	0.5	0.8	1.2	1.4
Sal de Oro	0.4	0.9	1.4	2.9	4.0
HMW	0.0	0.0	0.1	0.3	0.7

자료: 각사 공시, 한화투자증권 리서치센터



자료: SQM, 한화투자증권 리서치센터

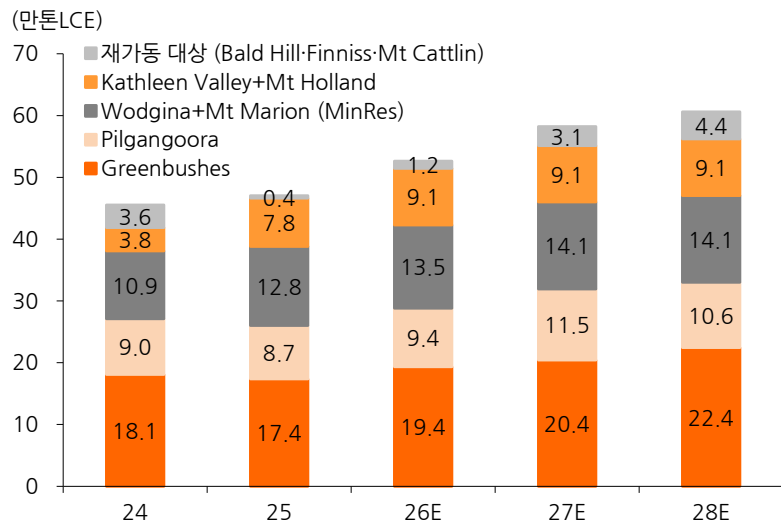


국가별 성격 ③ 호주 세계 최대 경암 공급국

[한화리서치센터]

- ❖ 호주 27년 리튬 공급은 58.2만 톤 LCE로 세계 2위, 전량 경암(스포듀민). 25년 대비 추가 공급 11.2만 톤은 Greenbushes 3.1, 재가동·램프업 초기 2광산(Bald Hill·Finniss) 3.1, Pilgangoora 2.8, 기타 3광산 2.6, Mt Cattlin -0.4만 톤. Greenbushes는 전체 공급의 3분의 1이지만 추가 공급 기여는 28%
- ❖ 세계 최대 단일 광산 Greenbushes(CY27 20.4만 톤)의 CGP3는 6월 화재(8월 재가동) 전까지 예상보다 빠르게 램프업. 가이던스 하향 요인이던 품위·CGP3는 개선됐고, 남은 병목은 CGP1·2 회수율
- ❖ Greenbushes 지분은 Albemarle 49%, Tianqi 26%, IGO 25%. Albemarle, IGO는 주주 가치, Tianqi는 중국 공급망 전략에 상대적 무게
- ❖ 기존 가동 광산은 가이던스 이행력이 높음. Pilgangoora와 MinRes는 생산 확대가 확인된 반면, 추가 공급의 4분의 1 이상을 차지하는 재가동·램프업 초기 2광산(Bald Hill·Finniss)은 불확실성이 큼
- ❖ 경암은 염호보다 원가는 높지만 증설이 빨라 가격 반등기의 스윙 공급 역할. 호주산 정광의 주요 수요처는 여전히 중국

호주 리튬 공급 전망



자료: 각사 공시, 한화투자증권 리서치센터

그린부시스 광산



자료: Bulls N' Bears



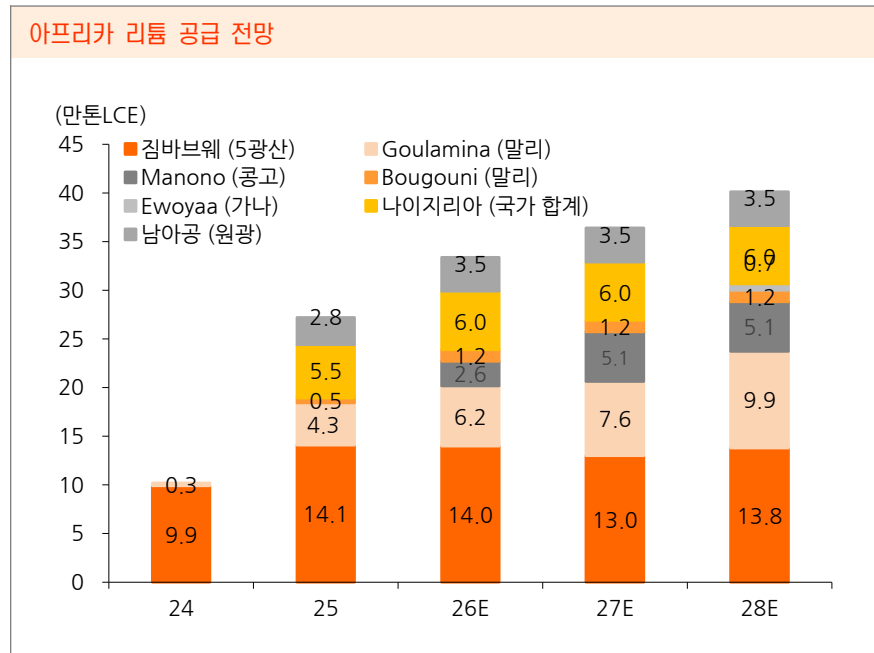
국가별 성격 ④ 아프리카 최고가에 결정된 중국 자본 물량 도착

[한화리서치센터]

- ❖ 아프리카 27년 예상 리튬 공급은 36.4만 톤 LCE로 칠레(32.5만 톤)보다 큼. 25년 대비 추가 공급 9.2만 톤(짐바브웨 -1.1 포함). 나이지리아·남아공을 뺀 같은 범위로는 24년 10.2 → 28년 30.6만 톤, 4년 만에 3배
- ❖ 국가별로는 짐바브웨 13.0만 톤(3분의 1 남짓, 27년 정광 수출 금지 반영), 말리 8.8, 나이지리아 6.0, 콩고 5.1, 남아공 3.5만 톤. 아프리카 공급 증가는 특정 국가가 아니라 여러 신규 광산의 동시 진입에서 발생
- ❖ 공급을 만든 자본은 대부분 중국계이고 투자 시점도 21년 11월~22년 7월에 집중. Sabi Star·Arcadia·Goulamina·Bikita·Kamativi가 모두 이 구간에 결정 - 탄산리튬이 5만~60만 위안으로 오르면 시기 투자한 물량이 지금 시장에 진입
- ❖ 제도·물류 조건도 우호적이지 않음. 짐바브웨는 철도 회랑을 쓰지만 원광 수출을 제한. 말리·콩고는 장거리 육로·수운과 높은 정부 지분 부담 존재

아프리카 리튬 프로젝트					
국가·프로젝트	지배 자본	투자 결정	2025	2027E	비고
짐바브웨 Bikita·Arcadia·Kamativi·Sabi Star·Zulu	중광자원·화유·야화집단·성신리튬	21-11 ~ 22-07	14.1	13.0	27년 정광 수출 금지 기본 반영(-4.9만 t)
말리 Goulamina	간평 100%	FID 22-01	4.3	7.6	2기 착공 일정 미공시
말리 Bougouni	해남광업 51 / Kodal 49	이사회 23-04	0.5	1.2	2기 28년 초 목표
콩고 Manono	자금광업 61 / Cominière 39	JV 23-10	0.0	5.1	적출량 통과능력 연 100만t
가나 Ewoyaa	Atlantic Lithium	FID 미공시	0.0	0.0	FID 전(프로젝트 금융·화유 인수 미완결). 28년 0.65 가정
나이지리아 (국가 합계)	수집광·중국계 선광	-	5.5	6.0	중국 해관 수입 기반 추정, USGS 미집계
남아공 Highbury 원광	SA Lithium	-	2.8	3.5	저품위 원광 수출, USGS 미집계
합계			27.2	36.4	증분 +9.2

자료: 각사 공시, 중국 해관, UN Comtrade, 한화투자증권 리서치센터



주: 나이지리아·남아공은 25년부터 집계(24년 이전 물량 미반영)

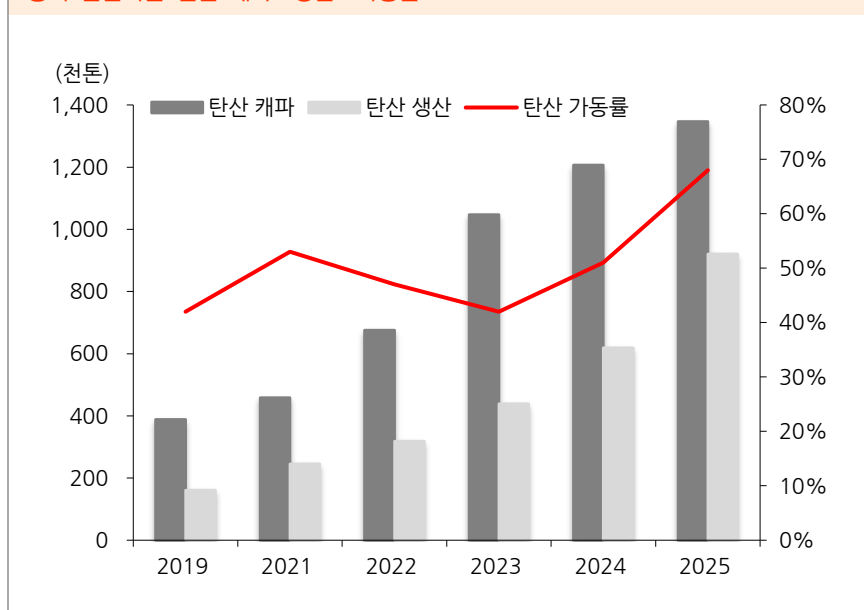
자료: 각사 공시, 한화투자증권 리서치센터



정제 정제설비는 6년째 절반만 돌고 있어, 공급 증가는 광산이 결정하는 국면 [한화리서치센터]

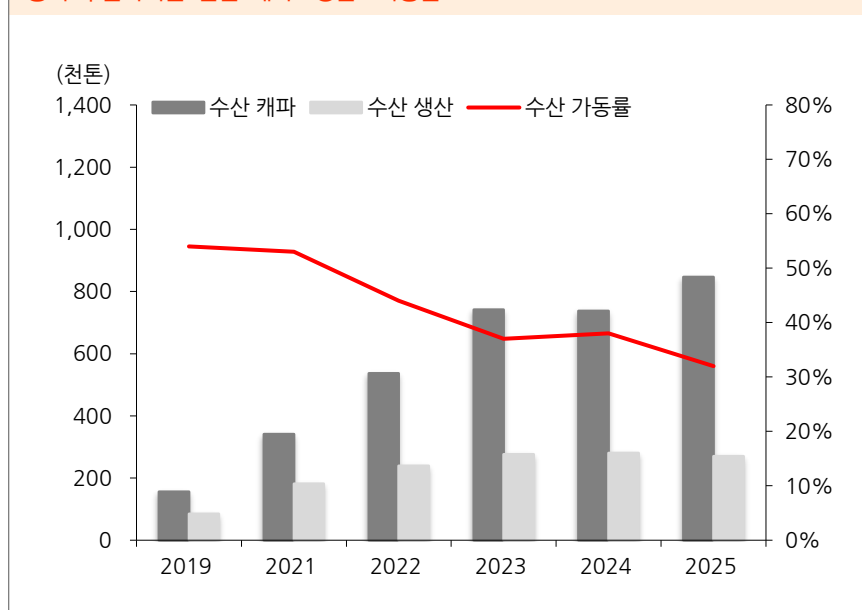
- ❖ 리튬은 광석(산화리튬 1~2%) → 정광(6%) → 화합물(순도 99.5% 이상)의 세 단계로 거래되고, 배터리에 들어가는 것은 마지막 단계인 탄산리튬·수산화리튬. 광산이 늘어도 이 제련 공정이 막히면 배터리급 공급은 늘지 않음
- ❖ 그런데 중국 정제 설비는 2019년 이후 탄산 3.5배, 수산화 5.4배로 증설되는 동안 전체 가동률이 40~60%대를 벗어난 적이 없는 것으로 확인. 2025년 탄산 가동률 68%가 최고치인데, 그해는 원료 제약으로 추가 가동이 막힌 해
- ❖ 23년에서 25년 상반기, 25년 하반기의 중국 정제 설비 가동률은 50% 내외. 이유는 정반대: 23~25년 상반기에는 가격이 계속 빠져 돌릴수록 손해라 정제업체가 스스로 가동을 줄였고, 25년 하반기부터는 주문을 받고도 설 광석이 없어서 못 돌림. 현 국면의 공급은 광산이 결정한다고 판단(과잉인 것은 설비, 모자란 것은 원료)
- ❖ 가격이 크게 반응한 사건도 광산 쪽. 젠사위 광산이 허가 만료로 멈춘 25년 8월 GFEX 탄산리튬 가격 +8% 상승, 재가동 기대가 돈 26년 6월에는 이틀 만에 -10% 하락

중국 탄산리튬 연간 캐파·생산·가동률



자료: CEIC, SMM, Mysteel, 한화투자증권 리서치센터

중국 수산화리튬 연간 캐파·생산·가동률



자료: CEIC, SMM, Mysteel, 한화투자증권 리서치센터

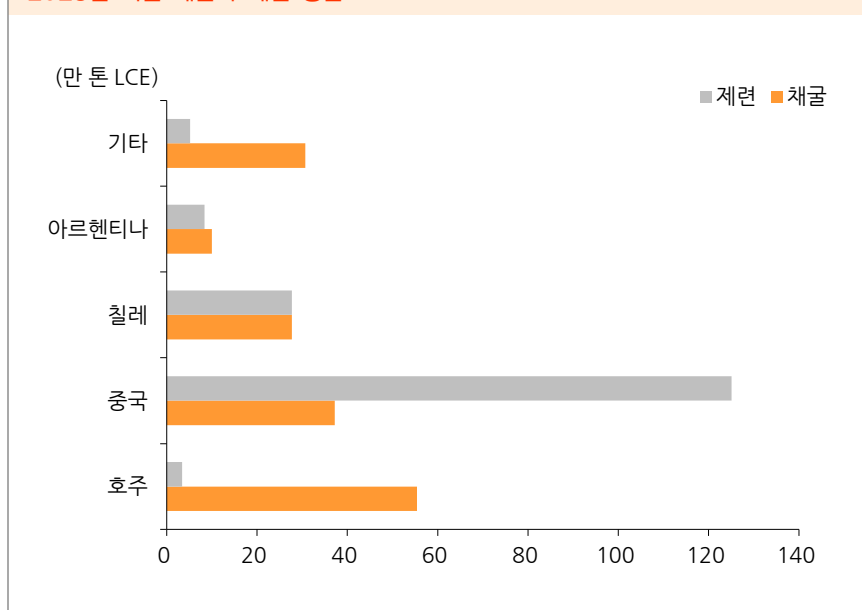


정제 비중국 제련: 남미 염수를 빼면 세계의 5%, 가동도 쉽지 않다

[한화리서치센터]

- ❖ 글로벌 리튬 정제 생산 170만 톤 LCE 중 중국 점유율은 25년 기준 74%. 이중 칠레·아르헨티나는 21%를 차지하며, 이는 염수를 그 자리에서 정제까지 하는 설비. 그 외 광산에서 정광을 매입해 가동하는 설비는 호주·유럽·미국·한국 합산 8.6만 톤. 이는 글로벌 정제 설비의 5%
- ❖ 해당 5%에서 40%를 차지하는 호주는 채굴량의 6.1%를 리튬 화합물로 제련하는 데 그침. 글로벌 채굴의 34%를 담당하면서 제련은 2.0%
- ❖ 원인 1 원가구조: 경암은 정광을 1,050℃에서 배소하고 황산과 반응시킨 뒤 다량의 청정수로 침출·세척하는 공정이라 열·시약·용수를 전량 매입해야 함. 앨버말은 케머튼 유회화를 발표하며 최근 가격 개선으로도 서방 경암 제련의 난제를 상쇄하지 못한다고 밝힘
- ❖ 원인 2 제품 믹스: 비중국 신설 설비는 대부분 하이니켈 삼원계용 수산화리튬 전용. 최근 셀 수요는 LFP로 이동
- ❖ 원인 3 초기 램프업과 인증: 코발런트는 악취 저감설비 재시공 과정에서 정광→수산화 회수율이 설계치를 하회할 것으로 전망했고, 퀴나나 1호기도 성능 개선 공사로 2Q26 생산이 897톤에 그침. 또한 배터리급 생산부터 인증까지는 1.5~2년이 소요될 수 있음

2025년 리튬 채굴과 제련 공급



자료: IEA, 한화투자증권 리서치센터

비중국 제련 설비의 현재 상태와 인증 경과

설비 (운영사)	국가	캐파	현재 상태	인증
퀴나나 1호기 (텐치·IGO)	호주	24kt	가동, FY26 8,839t	2023.9 첫 인증 판매 - 16개월
케머튼 1~3호기 (앨버말)	호주	75kt	전 라인 유회·중설 중단	-
코발런트 (웨스파머스·SQM)	호주	50kt	램프업, 악취로 지연	2027년 하반기 목표
광양 1·2호기 (포스코·필바라)	한국	43kt	램프업	진행중
비터펠트 (AMG)	독일	20kt	램프업	진행중
나라하 (도요타통상)	일본	10kt	유회	완료 공시 없음
켈리베르 (시바니)	핀란드	15kt	준공·시운전 후 가동 유보	-
구벤 (로크텍)	독일	24kt	허가 완료, 자금 미조달로 미착공	-
베랑쿠르 (네마스카)	캐나다	32kt	건설 중, 첫 생산 2028년	생산 후 수행

주: 캐파는 수산화리튬 실물 톤 기준
자료: 각 사, IEA, 한화투자증권 리서치센터

철강 (Positive)

리튬: 타이트한 수급 지속,
관건은 램프업과 인증



II

수요와 가격



수요: 지도 쓰는 양은 계속 빠르게 늘고, 증가분의 절반 이상은 ESS

[한화리서치센터]

- ❖ 2027년 리튬 수요 약 251만 톤(+13.5%), 2028년 281만 톤(+12%). 사용량 증가보다 리튬 구매가 한 해 늦게 반영
- ❖ 2027년 증가분의 절반 이상은 ESS, 절대 규모로는 전기차가 약 50%로 최대 단일 수요
- ❖ 설치·출하·탐채는 서로 다른 지표이며, 리튬 수요는 설이 만들어지는 시점, 곧 출하 기준으로 집계

리튬 수요의 실적 · 정책 · 전망

① 2026년 실적

ESS 수요의 동인
① 중국 ② 미국·유럽
③ 인도·중동

ESS
성장은 중국 밖

전기차
대수보다 빠른 탐채

조성
수산화에서 탄산

정책은 총량보다
시점·조성·조달처를
바꿈

② 정책

중국
시점과 조성을 바꿈

미국
조달처를 바꿈

유럽
부품 단계에서 멈춤

③ 전망

총량
2027년 251만 톤

ESS

전기차

자료: 한화투자증권 리서치센터



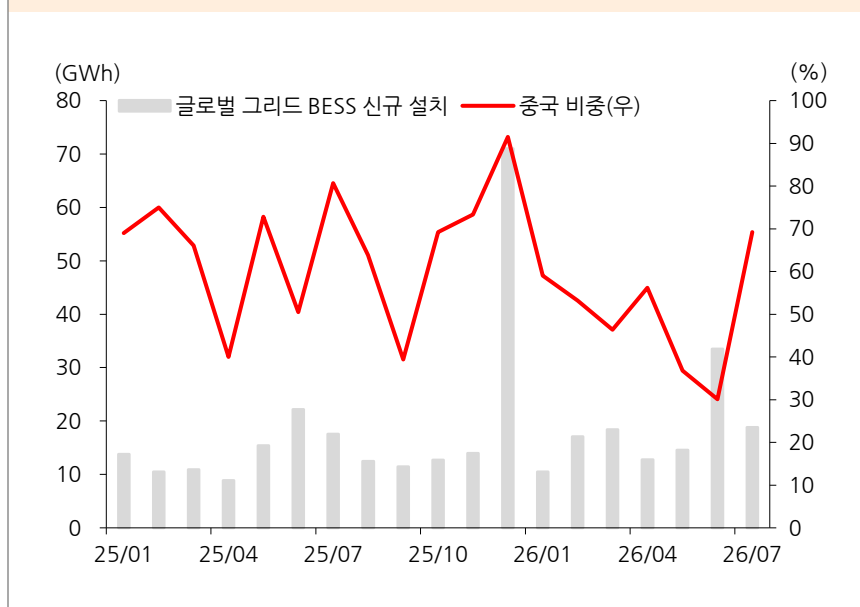


수요: ESS 중국 내 설치는 쉬어가고, 성장은 중국 밖 및 중국 기업 수출

[한화리서치센터]

- ❖ 25년 글로벌 ESS 설치 약 315GWh로 전년비 +50%, 26년 상반기도 대형(그리드) 기준 +27%, 성장 자체는 지속 중. 줄어든 것은 중국 내 설치. 상반기 중국 비중은 62%에서 44%로 하락
- ❖ 반면 ESS용 배터리 셀 출하는 급증 - 26년 상반기 해외로 간 물량 +94%로 처음으로 전체 셀 출하의 절반 초과, 중국 안으로 간 물량도 +49%로 국내 설치(+4%)를 크게 상회
- ❖ 중국 신형 에너지저장 신규 설치는 26년 상반기 58.6GWh, CNESA 발표 기준 전년비 -16%. 작년 발표치(56.1GWh) 대비로는 +4%로 정체
- ❖ 배경은 제도 변화. 2025년 초 신규 태양광·풍력 사업에 ESS를 의무로 붙이지 못하게 됐고, 6월부터 신규 사업 수익은 시장 거래로 전환
- ❖ 중국 밖은 빠르게 확대. 미국 상반기 30.8GWh로 +23% 증가. 2분기는 분기 최대 기록. 인도 8.2GWh로 전년 0.1GWh에서 급증
- ❖ 중국 기업의 배터리는 국내 설치보다 해외로 더 빠르게 이동. 상반기 해외 수주 298GWh로 +83%. 중국 글로벌 셀 출하 연간 850GWh 전망

글로벌 그리드 ESS 신규 설치 및 중국 비중



자료: CNESA, Benchmark Mineral Intelligence, SEIA, SNE Research, 한화투자증권 리서치센터

중국·미국·인도 및 글로벌 ESS 설치·출하·수주 현황

무엇	기준	값	전년비
중국 신형 에너지저장 신규 설치	설치	58.6GWh	-16%*
중국 기업 해외 ESS 수주	수주	298GWh	+83%
중국 기업 ESS 셀 출하 (국내·해외 합)	출하	380GWh	-
미국 신규 설치	설치	30.8GWh	+23%
인도 신규 설치	설치	8.2GWh	0.1GWh
글로벌 대형 신규 설치	설치	125.8GWh	+27%

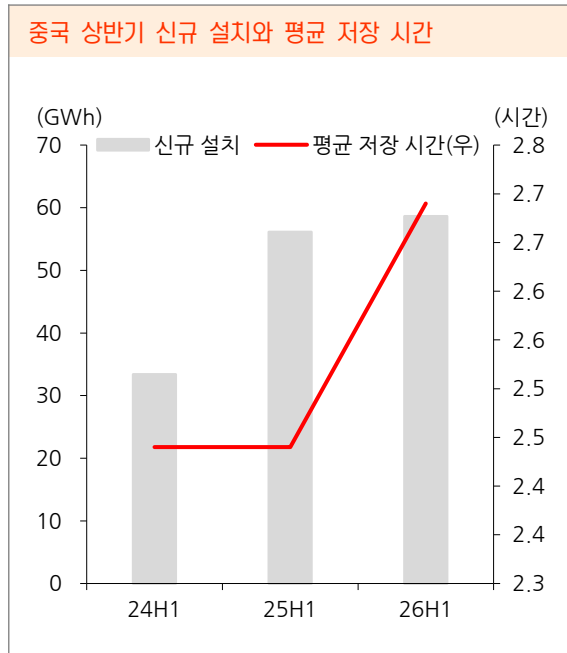
주: * 중국 -16%는 CNESA가 2025년 상반기 기준을 약 69.8GWh로 상향 수정한 값과의 비교로 추정(역산). 수정 전 2025년 상반기 발표는 56.12GWh

자료: CNESA, Benchmark Mineral Intelligence, SEIA, Mercom, 한화투자증권 리서치센터



수요: ESS 중국 - 의무로 짓던 설비가 수익을 보고 짓는 설비로 바뀌는 중 [한화리서치센터]

- ❖ 제도 전환 - 2025년 2월 신규 태양광·풍력 사업의 ESS 의무 배치 폐지. 2026년 1월에는 전력망측 독립형 ESS를 국가 차원의 용량요금 대상으로 처음 편입. 전력 피크 대응능력 자체에 고정 수익을 지급하며, 현지 석탄화력 용량요금을 기준으로 ESS 방전시간과 지역 피크 지속시간을 반영해 산정
- ❖ 독립형(발전소에 딸리지 않고 계통에 직접 붙어 전기를 사고파는 ESS) 비중 급증 - 26년 8월 신규 설치 출력(GW)의 88.6%(25년 실적: 51.2%)
- ❖ 수익원이 다름 - 독립형은 용량요금·현물 가격차를 받아 연 수입이 의무 배치형(발전소 병설)의 약 3.3배
- ❖ 주문은 설치보다 먼저 증가 - 26년 상반기 EPC 낙찰 +112%. 시스템 낙찰가가 오르는 중에도 주문 증가
- ❖ 다만 같은 기간 설치 규모는 낙찰 물량의 36%(전년 69%), 전환 속도는 미확인
- ❖ 평균 저장 시간도 증가 - 25년 (앞으로 지을) 낙찰 사업은 설치 실적보다 약 22% 길어, 같은 설비 규모에도 배터리(리튬)가 더 들어감. 용량요금도 저장 시간이 길수록 증가



주: 최초 발표 기준. CNESA는 25년 상반기 기준 이후 약 69.8GWh로 상향(역산). 저장 시간 = GWh ÷ GW
자료: CNESA, 국가에너지국, 한화투자증권 리서치센터

독립형 대 의무 배치형 연간 수입		
수익원(만원/년)	독립형	의무 배치형
용량요금	1,050	0
현물시장 가격차	1,875	0
보조서비스	500	500
출력제한 회피	0	525
합계	3,425	1,025

주: 현물 수익은 가격차 0.3위안/kWh·연 250일 가정
자료: 업계 자료, 국가발전개혁위원회, 한화투자증권 리서치센터

성(省)별 ESS 보상 방식과 수익률		
성	입찰 비중 (25.1~11월)	보상 방식
내몽고	31%	방전량 보상 0.35위안/kWh(25년 이전 준공)·0.28(26년 이후)
신장	20%	시장 거래 위주 + 용량 보상
닝샤	10%	용량 보상 + 피크 조정 보조서비스
산둥	10%	전력량·용량 보상 + 용량 임대
허베이	6%	용량요금
간쑤	6%	용량요금 + 총방전 가격

주: 용량요금 = 석탄화력 용량요금 × (방전 시간 ÷ 연중 최장 순부하 피크 시간, 최대 1)
자료: 업계 자료, 한화투자증권 리서치센터

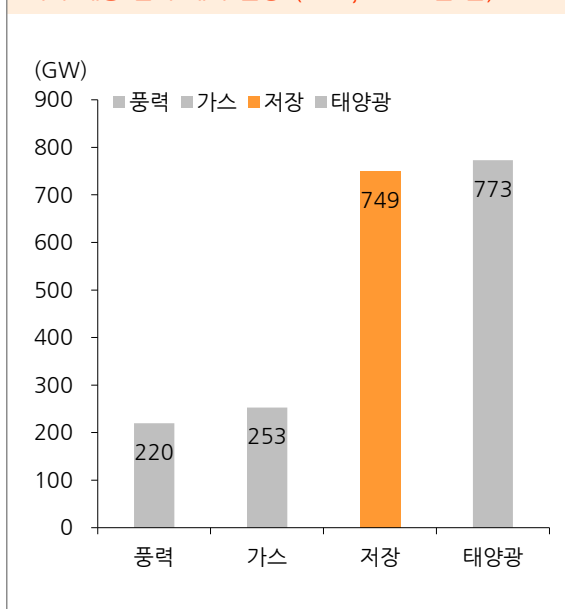


수요: ESS 미국은 계통 접속이 병목, 유럽은 남는 전기가 저장의 수익원

[한화리서치센터]

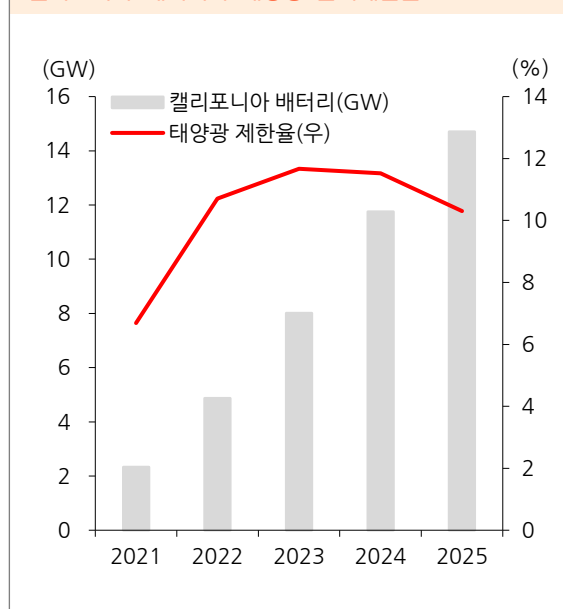
- ❖ 미국 - 전력망 접속 대기 저장 설비 749GW로 태양광과 비슷. 25년 가동 설비의 절반 이상이 신청부터 가동까지 5년 넘게 걸려, 제약은 접속 속도
- ❖ 역풍은 중국산 부품 제한(FEOC, 우려 외국 기관 규정)과 가정용 배터리 세액공제 종료. 그럼에도 전력회사 설치 계획은 2027년 +8%
- ❖ 캘리포니아 - 배터리가 두 배 가까이 늘어난 2023~25년 태양광 출력제한율(전력망이 못 받아 버린 태양광 비율)이 11.7% → 10.3%. 남는 낮 전기를 저녁으로 이동시키고 있음. 2021년 대비 낮(11~15시) 계통 수요 +10.0%, 저녁(19~21시) -1.2%
- ❖ EPRI: 미국 전력 소비 중 데이터센터 비중은 2024년 4~5%에서 2030년 9~17% 전망 - 전력망 증설과 함께 대형 ESS 수요를 늘리는 방향
- ❖ 유럽 - 재생에너지 발전 비중 47.4%(2024년 EU). 독일 부정가격(전기가 남아 도매 전력가격이 0 아래로 내려간) 시간은 2년 새 두 배 가까이 증가
- ❖ 제도가 투자를 끌어오는 중 - EU 전력시장 개혁(2024년 7월 발효)은 ESS처럼 전력 수급을 맞추는 비화석 설비에 투자를 유도, EU가 이탈리아 저장 지원 177억 유로 승인

미국 계통 접속 대기 물량 (GW, 2025년 말)



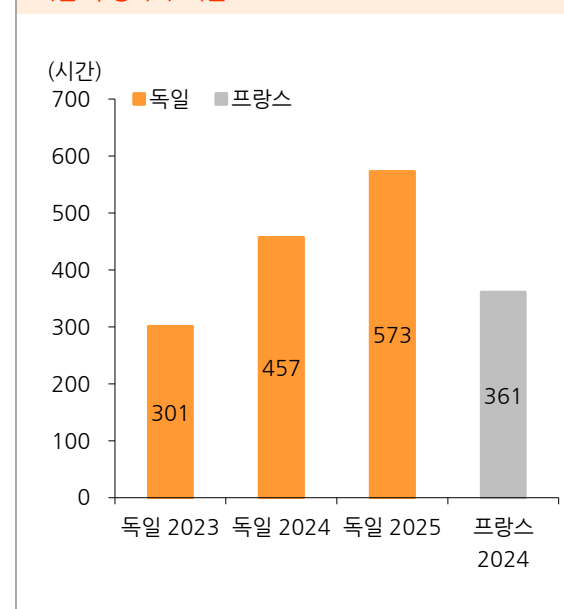
주: 접속 대기는 건설 확정이 아닌 신청 물량(2000~20년 신청분 상업운전 도달 13%). 저장은 양수발전 포함
자료: LBNL, EIA, 한화투자증권 리서치센터

캘리포니아 배터리와 태양광 출력제한율



주: 제한율 = 제한량 ÷ (발전량 + 제한량), 각 연도 1~5월. 배터리 기여의 크기는 분리하지 않음. 낮 수요에 전기차 충전이 섞일 수 있음
자료: CAISO, EIA, 한화투자증권 리서치센터

독일 부정가격 시간



주: 부정가격 시간 = 도매 전력가격이 0 아래인 시간. 2025년 573시간은 1년의 약 7%
자료: SMARD, RTE, 유럽태양광협회, EU 집행위원회, 한화투자증권 리서치센터

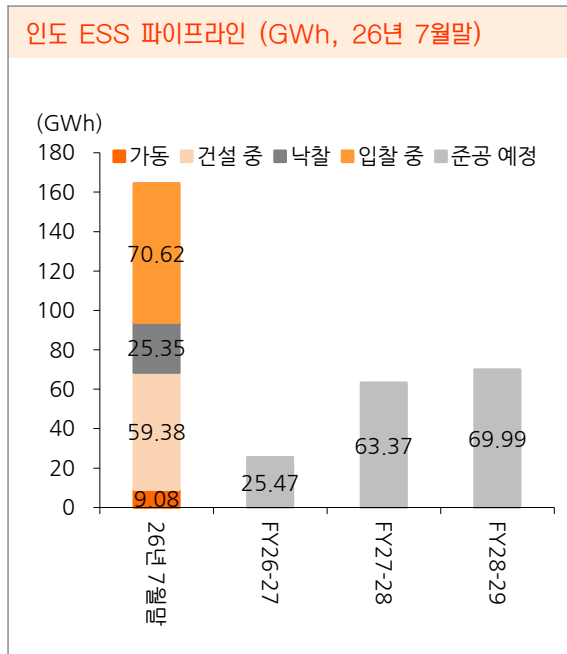


수요: ESS 인도 · 중동: 재생에너지와 저장을 함께 짓는 시장, 인도는 이를 의무로 바꾸는 중 [한화리서치센터]

- ❖ 인도 - 중앙전력청(CEA) 집계 ESS 건설 중 · 낙찰 · 입찰 중인 사업이 가동 설비의 17배. 준공 예정은 27~28 회계연도부터 급증
- ❖ 주력은 독립형 입찰 - 2025년 독립형 신규 입찰 34.5GWh로 +238%, 태양광 병설 입찰의 두 배 이상
- ❖ 병설은 권고에서 의무로 가는 중 - 2025년 2월 신규 태양광에 ESS 병설 권고, 2026년 9월에는 2027년 7월 이후 준공분 의무화 초안(의견 수렴 중)
- ❖ 다만 오래된 파이프라인은 약함 - 2018년 이후 입찰 약 20% 취소, 올해 준공 속도로 잔 계획 실현율 약 65%
- ❖ 중동 - 계통 연결이 2025년 약 12~16GWh에서 2026년 약 40GWh로 확대 전망. 사우디 · UAE에서 태양광과 ESS를 함께 짓는 대형 사업 중심
- ❖ 이 지역 설비도 중국 기업이 다수 공급 - 전 세계 ESS 시스템 출하의 82%(26년 1분기)가 중국 기업. 리튬은 셀이 만들어지는 시점에 소비

재생에너지와 ESS를 함께 짓는 나라들			
나라	최근 실적	앞에 쌓인 물량	ESS 붙이는 이유
인도	26년 상반기 설치 8.2GWh, 가동 누적 9.08GWh	파이프라인 155.35GWh	독립형 입찰 + 태양광 병설 의무화 초안
사우디	25년 계통 연결 약 15GWh, 26년 6월 한 달 12.5GWh	중동 26년 약 40GWh 전망	태양광과 ESS를 함께 짓는 대형 사업
UAE	아부다비 19GWh 단일 사업(25년 10월)	중동 합계에 포함	태양광과 ESS를 함께 짓는 대형 사업
호주	25년 신규 약 7~11GWh	26년 약 10GWh 추가, 가정용 보조 11.2GWh	용량투자계획(CIS) · 가정용 배터리 보조
칠레	25년 10월말 누적 6.0GWh	파이프라인 32.7GWh, 중국 11개사 17GWh 수주	태양광과 ESS를 함께 짓는 대형 사업

자료: CEA, Mercom, CNESA, InfoLink, 한화투자증권 리서치센터



주: 2026년 7월 말 CEA 판. 회계연도 4월~3월. 독립형 외 복합 재생(FDRE) · 하이브리드 포함

자료: CEA, IESA, IEEFA, 한화투자증권 리서치센터

같은 2025년 2월, 반대 방향		
날짜	중국	인도
2025-02-09	신규 태양광 · 풍력 ESS 의무 배치 폐지	
2025-02-18		태양광 용량 10% · 2시간 병설 권고
2025-06-01	신규 사업 수익 시장 거래로 전환	
2026-01-30	독립형 ESS 용량요금 편입	
2026-09		풍력 · 태양광 병설 의무화 초안
2027-07		2시간 · 10% 의무 적용 시작(초안)
2029-07		4시간 · 10%로 상향(초안)

자료: 인도 신재생에너지부 · 중앙전력청, 중국 국가발전개혁위원회, 한화투자증권 리서치센터



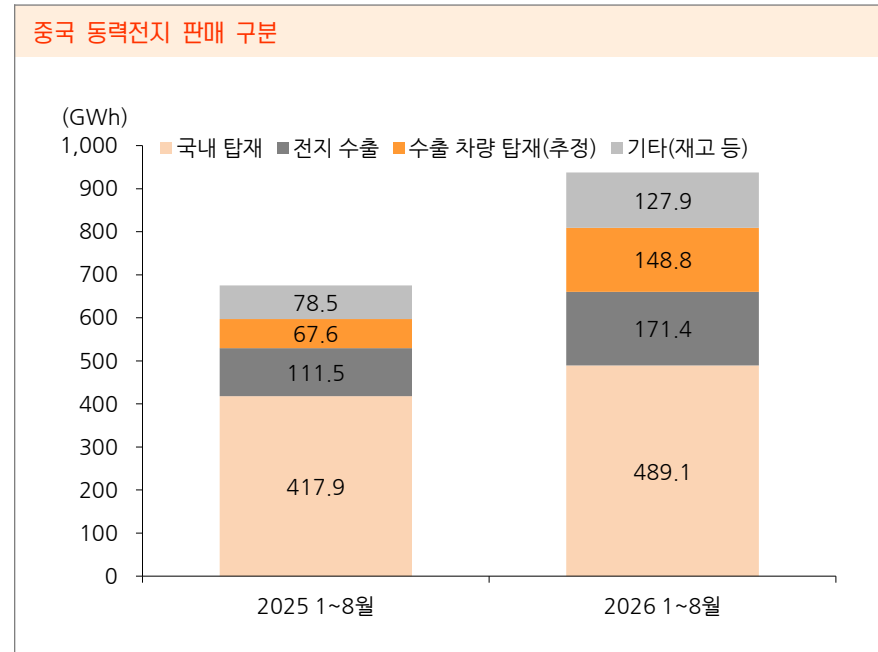
수요: 전기차 배터리 사용은 차량대수보다 빠르게 증가

[한화리서치센터]

- ❖ 글로벌 전기차 배터리 탑재는 26년 1~7월 718GWh로 전년비 +20.6%, 판매 대수는 +6.3%. 대당 배터리가 60.8kWh로 13% 커진 결과
- ❖ 늘어난 122GWh 가운데 52%가 중국 밖. 유럽 +37GWh(+30%), 중국 외 아시아 +28GWh(+81%), 남미·오세아니아 등 +15GWh. 북미는 미국 구매 세제혜택 종료(2025-09-30)로 -16GWh(-21%)
- ❖ 중국 동력전지 판매는 2026년 1~8월 937GWh로 +38.7%, 같은 기간 중국 국내 탑재는 489GWh로 +17.0%. 판매 증가율이 국내 탑재의 두 배를 넘어, 전지 수출을 빼고도 국내에서 탑재되지 않은 물량(미탑재분)이 커지는 중
- ❖ 미탑재분이 늘어난 주된 이유는 차량 수출. 1~8월 신에너지차 수출이 343.5만 대로 +120%, 이 차들에 실린 배터리는 약 149GWh로 1년 새 약 81GWh 증가(당사 추정). 중국 밖에서 탑재되며, 앞의 중국 밖 탑재 증가와 이어지는 흐름
- ❖ 다만 수출만으로 전부 설명되지는 않음. 남은 약 128GWh(전년비 + 49GWh)는 중국내 유통 재고일 수 있어, 재고소진 기간 중 배터리 생산이 줄 수 있음

항목	2025 1~7월	2026 1~7월	증가분	전년비 (%)	증가분 비중 (%)
중국 상용	63.4	107.9	44.5	70.2	36.4
중국 승용	286.6	300.5	13.9	4.8	11.4
유럽	124.0	160.8	36.8	29.7	30.1
아시아 (중국 외)	35.0	63.3	28.3	80.9	23.1
기타(남미·오 세아니아 등)	9.6	24.9	15.3	159.4	12.5
북미	76.9	60.6	-16.3	-21.2	-13.3
글로벌 합계	595.6	718.0	122.4	20.6	100.0

자료: SNER, 한화투자증권 리서치센터



자료: 중국자동차동력전지산업혁신연맹, 중국자동차공업협회, 한화투자증권 리서치센터

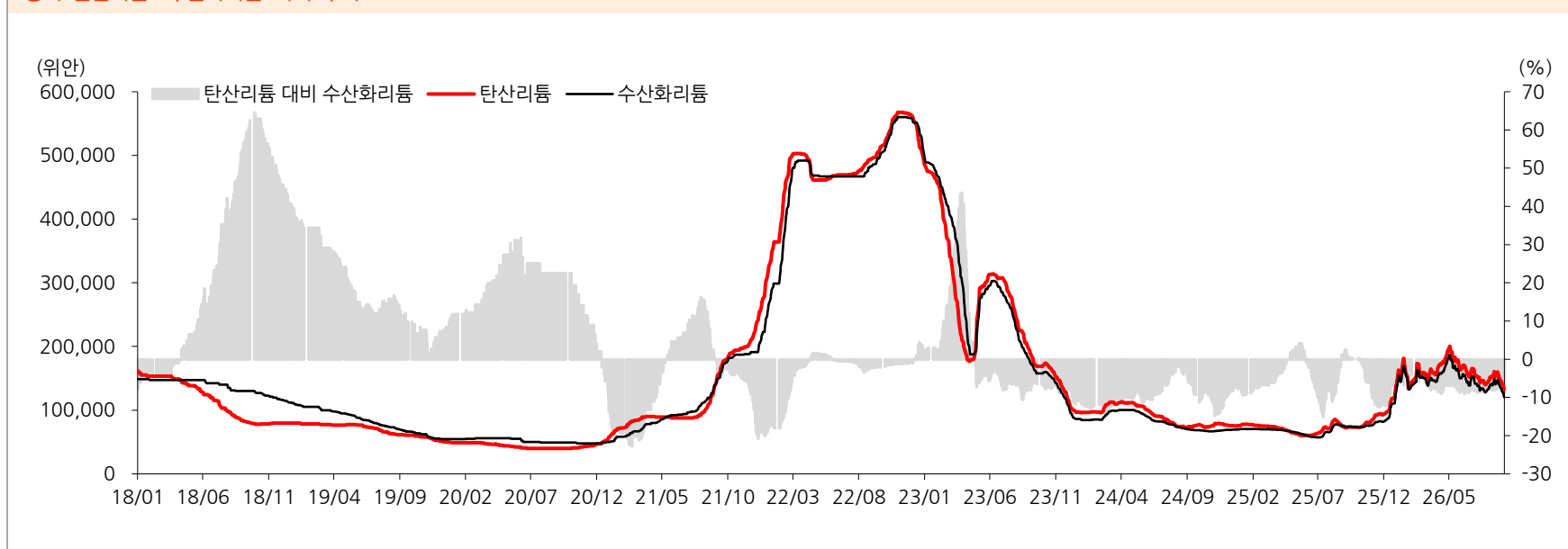


수요: 조성 LFP 우세, 리튬 수요의 무게 중심이 수산화에서 탄산으로

[한화리서치센터]

- ❖ 리튬 수요의 두 축이 모두 LFP로 수렴. 중국 전기차 탑재에서 LFP 비중은 2020년 38.5%에서 2026년 1~8월 82.5%, 신규 ESS는 약 90%
- ❖ 조성이 바뀌면 사는 리튬 품목이 바뀜. 하이니켈 삼원계는 저온 소성 공정 때문에 수산화리튬, LFP와 미드니켈은 탄산리튬. 국제에너지기구는 리튬 시장이 두 개의 공급망으로 갈라지는 중이라고 표현
- ❖ 가격에서 먼저 확인. 2018~2020년에는 수산화가 최대 60% 비쌌으나 2023년 5월 이후 41개월 가운데 39개월이 역전, 2025년 10월 이후로는 12개월 연속. 연평균 역전 폭은 2024년 -9.5%, 2026년 1~9월 -6.8%
- ❖ 무역에서도 같은 방향. 중국 수산화리튬 수출은 2024년 12.1만 톤에서 2025년 5.4만 톤으로 -55%, 이 수출의 96~98%가 한국·일본항이라 사실상 양국 하이니켈 수요의 대리지표
- ❖ 리튬 기업은 수산화에서 탄산으로 설비를 옮기는 중. 다만 전환이 곧 수익성은 아님. 원가·거점·품질이 좌우하고 고객 인증에 수개월에서 수년 소요

중국 탄산리튬·수산화리튬 가격 추이



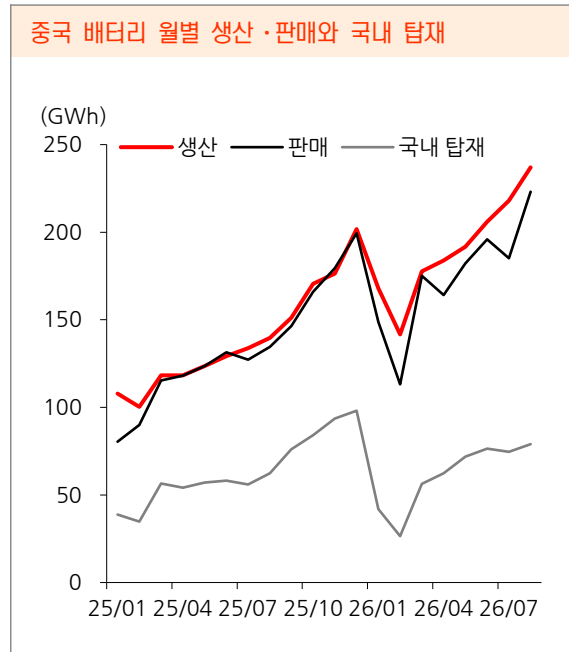
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터



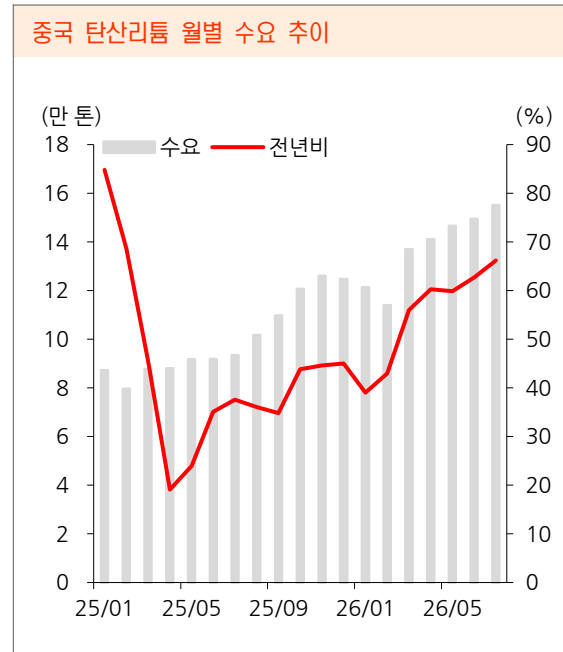
수요: 26년 실적 전지 생산 +57%, 사용보다 빨라 일부는 재고로

[한화리서치센터]

- ❖ 26년 리튬 수요는 가격 반등 이후에도 증가 속도가 빨라지는 중. 중국 배터리 생산은 1~8월 전년 대비 +57%, 중국 탄산리튬 수요는 7월 +66%로 연초보다 높은 증가율
- ❖ 반면 차량과 ESS에 실제로 설치된 배터리는 생산보다 적게 증가. 세계 전기차 배터리 탑재는 1~7월 +21%, 중국 ESS 신규 설치는 상반기 전년 대비 +4%
- ❖ 생산과 실제 설치의 차이는 ESS 셀 수출, 설치를 앞둔 ESS 프로젝트 물량, 배터리 공장·유통 재고. 배터리 공장 재고(생산 - 판매)는 1~8월 136GWh로 전년보다 86GWh 증가 추정
- ❖ 9·10월 배터리 생산 계획도 전월보다 늘어 수요 약화 신호는 아직 없음. 다만 27년에는 이 재고를 먼저 소화하면서 리튬 구매 증가율이 실제 사용 증가율보다 낮을 전망



주: 생산·판매는 ESS·수출 포함, 탑재는 중국 안 차량만
자료: 중국동력전지산업혁신연맹, 한화투자증권 리서치센터



주: 중국 내 탄산리튬 실물 톤 기준
자료: 업계 자료, SMM, 한화투자증권 리서치센터

26년 수요 지표별 증가율			
구분	지표	1~8월 누계	증가율
만드는 양	중국 전지 생산	1,524GWh	+57%
	중국 전지 판매	1,388GWh	+51%
	ESS 전지 판매	451GWh	+84%
	리튬 수요(소재 생산 기준)	-	+60%
쓰는 양	중국 국내 차량 탑재	489GWh	+17%
	세계 전기차 탑재(1~7월)	718GWh	+21%
	중국 ESS 설치(상반기)	59GWh	+4%
	리튬 수요(최종 수요 기준)	-	+45%
최근 계획	9월 전지 생산 계획	211GWh	+6.3%
	10월 전지 생산 계획	345GWh	+3.9%

주: 최근 계획은 전월 대비
주: 중국 ESS 설치 25년 최초 발표지 대비, CNESA 추정 기준으로는 -16%
자료: 중국동력전지산업혁신연맹, SNE Research, CNESA, 한화투자증권 리서치센터



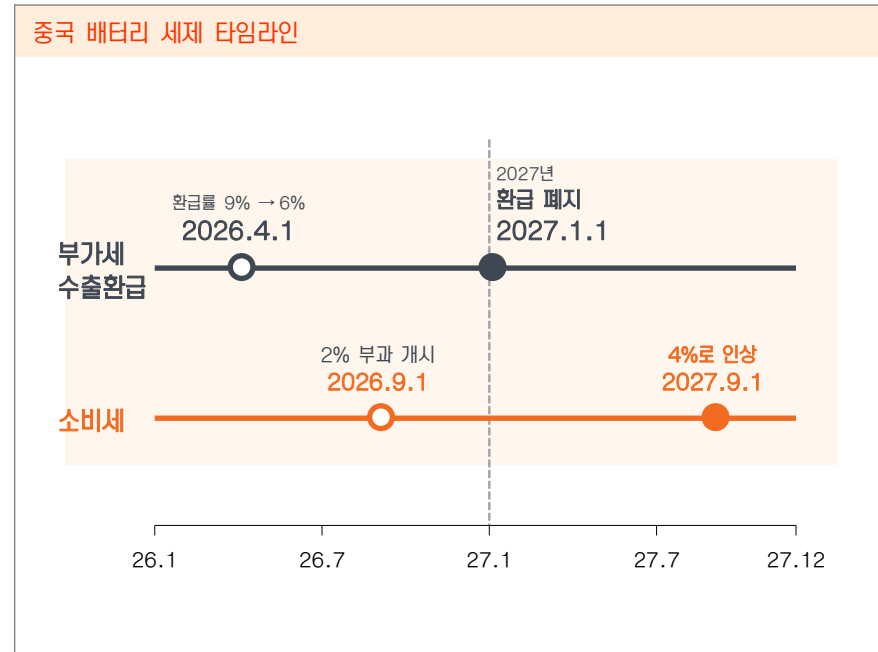
정책: 중국 총량은 거의 바꾸지 않고, 시점과 조성을 바꿈

[한화리서치센터]

- ❖ 중국은 27년 1월 1일부터 전지 수출 부가세 환급 폐지: 26년 4월 환급률 9%→6% 인하 후 2027년 1월 0% 적용, 리튬이온·니켈수소·전바나듐 흐름전지 등 대상. 수출일자 기준 적용에 따른 연말 선출하 유인 확대
- ❖ 리튬이온 축전지 소비세 신설: 26년 9월 2%, 27년 9월 4% 적용. 셀·팩 단계 과세, 최종제품·ESS 제외. 나트륨이온·고체전지·연료전지는 면세로 중국 내수에서 상대적 세제 우위
- ❖ 신규 배터리 프로젝트 심사 보류: 26년 중반부터 착공 전 동력·ESS 셀 프로젝트 중심 심사 보류. 건설 중 설비와 소재·광산은 제외. 전면적인 신규 증설 금지 정책은 아님
- ❖ 리튬 수요 총량에 미치는 영향은 제한적: 세 조치의 핵심은 수요 감소보다 생산·출하 시점 조정과 배터리 조성 변화. 2026년 말 선출하 유인과 중국 내수 ESS에서의 나트륨이온 상대적 우위 확대

중국 배터리 정책 변화와 리튬 수요 영향				
조치	근거	대상	일정	리튬 수요 영향
전지 수출 부가세 환급 축소·폐지	재정부·국가세무총국 공고 2026년 제2호(2026-01-08)	전지 22개 품목리튬이온 축전지(HS 85076000) 포함니켈수소·전바나듐 흐름전지 포함	2026-04-01 9% → 6%2027-01-01 폐지(통관신고 수출일자 기준)	셀 수출 원가 상승선택적 앞당김 유인리튬 투입 시점의 일시적 전진수요 총량 영향 제한적
전지 소비세 부과	재정부·해관총서·국가세무총국 공고 2026년 제20호(2026-07-16)	과세: 리튬이온 축전지 등 6종면세: 나트륨이온·고체전지·연료전지(셀·팩 단계, 완제품·ESS 시스템 제외)	2026-09-01 2%2027-09-01 4%	중국 내수 셀 가격 상승나트륨이온 대비 가격 경쟁력 약화배터리 조성 선택에 일부 영향수요 총량 영향 제한적
신규 배터리 프로젝트 심사 보류	지방정부 공문·보도(2026-06~09)	착공 전 계획 단계의 등록·ESS 셀 프로젝트제외: 소재·광산, 건설 중 설비, 소비자용 전지	2026년 중반~(일부 평가 후 자격 부여로 전환 조짐)	신규 셀 설비 증설 속도 조절기준 과잉 설비 활용도 개선 가능생산량 제약 효과 제한적수요 총량 영향 제한적

자료: 재정부·해관총서·국가세무총국, 한화투자증권 리서치센터



자료: 재정부·해관총서·국가세무총국, 한화투자증권 리서치센터



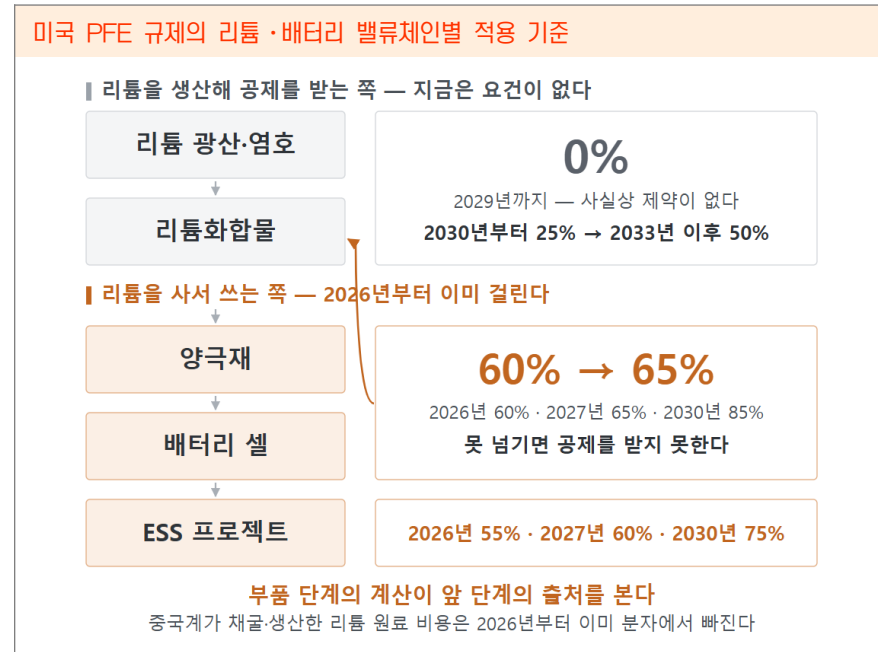
정책: 미국 미국세제가 바꾸는 리튬 조달처

[한화리서치센터]

- ❖ 미국 배터리 세액공제는 공제받는 회사의 비중국계 조달 비중을 매년 평가: 공제 종류별로 기준과 계산 범위가 다르고 기준은 매년 상향. 부품 공제는 직접재료비, ESS 설비 공제는 투입 부품 원가 기준. 중국계(PFE) 판정은 지분뿐 아니라 재무·계약상 지배·기술 라이선스까지 포함
- ❖ 리튬을 사서 쓰는 쪽에는 이미 적용 중: 미국에서 양극재·셀을 생산해 공제를 받으려면 비-PFE 직접재료비 비중이 2026년 60%, 2027년 65%, 2028년 70%, 2029년 80%, 2030년 이후 85% 이상이어야 함. 구매한 리튬의 출처가 지금부터 공제 요건에 반영
- ❖ 리튬을 만드는 회사 자신의 기준은 2030년부터: 미국에서 리튬을 생산해 핵심광물 공제를 받는 회사의 기준은 2029년까지 0%, 2030년 25%에서 2033년 50%까지 상향. 단, 재무부가 2027년 말까지 광물별 기준을 이보다 높게 정할 수 있어 앞당겨질 가능성
- ❖ 미국 밖 비중국 리튬의 가치는 가격 프리미엄보다 미국 공급망 진입 자격: 미국 밖 생산자는 공제를 직접 받지 않음. 미국 고객사가 비-PFE 비중을 입증해야 하므로 고객사의 조달처 선택 기준으로 작동. 즉, 비중국 리튬의 가치는 웃돈보다 미국 공급망에 들어갈 자격

PFE 비연계 직접재료비 비중의 연도별 최소기준			
판매·착공 연도	ESS 프로젝트	양극재·셀 등 부품	리튬 등 핵심광물
2026	55%	60%	0%
2027	60%	65%	0%
2028	65%	70%	0%
2029	70%	80%	0%
2030	75%	85%	25%
2031	75%	85%	30%
2032	75%	85%	40%
2033 이후	75%	85%	50%

주: PFE(Prohibited Foreign Entity)는 미국이 지정한 우려국 관련 외국기업
자료: 26 U.S.C. §7701(a)(52), 한화투자증권 리서치센터



주1: 조달 요건: 직접재료비(부품) 또는 제조품 직접비용(프로젝트) 중 중국계가 아닌 몫의 최소 비율. 못 미치면 해당 공제를 받지 못함
주2: 미 재무부는 2027년 말까지 광물별 기준을 따로 정해야 하므로 리튬의 0%는 확정이 아님
자료: 26 U.S.C. §7701(a)(52), 한화투자증권 리서치센터



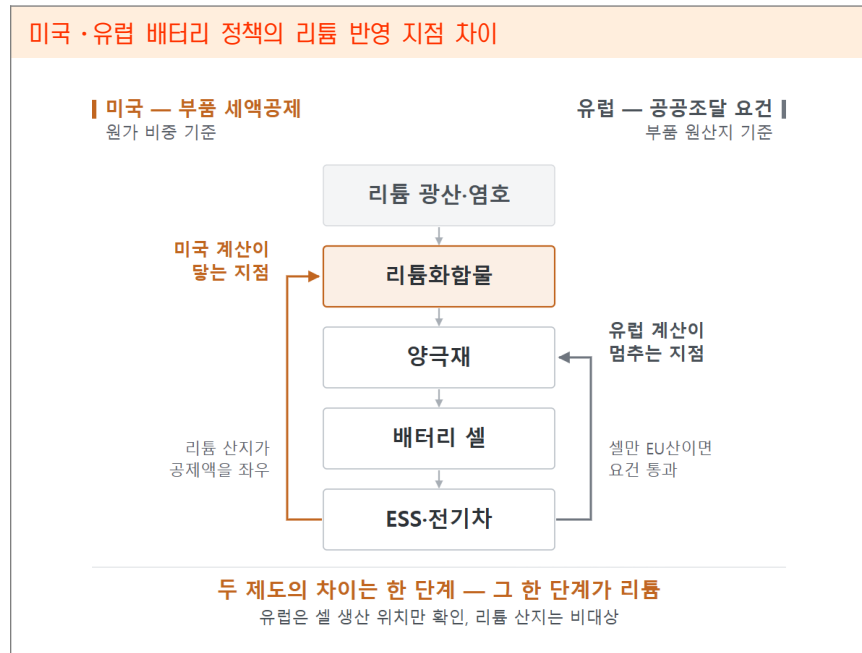
정책: 유럽 유럽 배터리 현지화 규제 강화, 리튬 원료 직접 영향은 아직

[한화리서치센터]

- ❖ 유럽은 공공기관이 배터리를 살 때 ‘어디서 만들었나’ 를 점수에 반영: 넷제로 산업법이 근거. 보조금 제도는 25년 12월, 공공조달은 26년 6월 전면 시행. 특정 한 나라의 의존도가 50%를 넘으면 다변화가 부족한 것으로 봄.
- ❖ 26년 3월 제안된 산업가속화법은 이 요건을 부품까지 확대: 통과 시 발효 1년 뒤 ESS 본체, 3년 뒤 배터리 셀과 제어장치(BMS)까지 EU산이어야 입찰 가능. 원가 비중이 아니라 주요 부품 몇 개가 EU산인지를 세는 방식. 아직 제안 단계
- ❖ EU 법에서 리튬이 등장하는 곳은 배터리규정 한 곳: 27년 8월부터 배터리 판매사는 리튬을 어디서 조달했는지 조사·공개할 의무. 다만 비율 기준은 없고, 어디서 왔는지를 조사해 공시하고 검증받게 할 뿐
- ❖ 유럽이 비중국 리튬에 주는 것은 판매 자격이 아니라 서류 부담 경감: 미국은 부품 세액공제 계산에 원료 원가가 들어가 리튬 산지가 공제액을 좌우. 유럽은 셀만 EU산이면 통과되어 리튬 수요 총량은 불변이고 셀 생산 위치에만 영향. 제도가 만드는 비중국 리튬 수요는 미국이 더 영향

EU 배터리·ESS 규제의 리튬 수요 영향				
제도	근거·상태	대상	시점	리튬에 오는 경로
넷제로산업법 복원력 기준	(EU) 2024/1735 제25~28조	공공조달·지원제도의 넷제로 기술(에너지저장 포함)※ 경매(제26조)는 재생에너지 대상	지원제도 2025-12-30조달 2026-06-30 전면	주요 부품 원산지 규제로 셀 생산거점 이전 유도
산업/수송 ESS 원산지 요건	COM(2026) 100 final 제34조	조달·지원제도·경매의 에너지저장장치	발효 +1년 ESS EU 원산(1MWh 초과 시 BMS)발효 +3년 셀·BMS·주요부품 1개	부품 원산지 요건 강화에도 리튬 수요 총량 영향 제한적
배터리규정 공급망 실사	(EU) 2023/1542 제47~48조·부속서 X	순매출 4천만 유로 이상 배터리 공급자	2027-08-18(2025-08-18에서 2년 연기)	리튬·화합물 공급망 검증 의무로 조달 투명성 강화
배터리규정 재활용 원료 함량	(EU) 2023/1542 제8조 2·3항	산업용(2kWh 초과)·EV·SLI 배터리의 활물질	2031-08-18 6%2036-08-18 12%	재활용 리튬 의무비중 확대로 신규 원료 수요 일부 대체, 유일하게 리튬의 양을 건드리는 규정

자료: EU 관보, 유럽집행위원회, 한화투자증권 리서치센터



자료: 26 U.S.C. §7701(a)(52), EU 관보, 한화투자증권 리서치센터



수요 쓰는 양은 빠르게 늘지만, 리튬 구매는 26년에 쌓인 물량을 먼저 소화

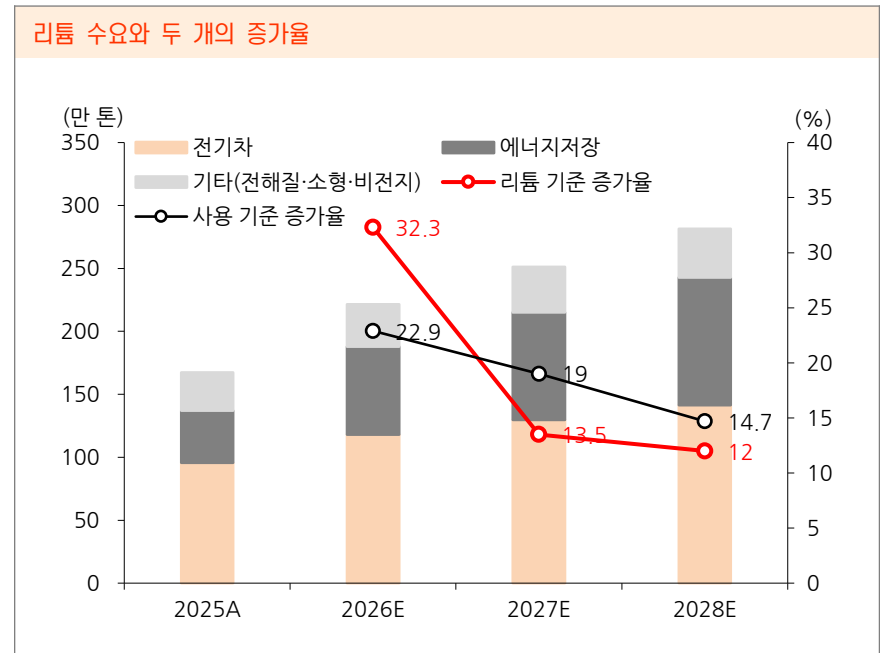
[한화리서치센터]

- ❖ 리튬 수요는 2027년 251만 톤(+13.5%), 2028년 281만 톤(+12%) 전망
- ❖ 쓰는 양은 더 빠르게 증가. 27년 전기차 탑재 +16%, ESS 설치 +41%로 리튬 환산 +19%, 실제 구매는 +13.5%
- ❖ 리튬은 배터리가 설치될 때가 아니라 셀을 만들 때 쓰임. 26년에는 만든 셀이 실제 쓰인 양보다 많았음 - ESS는 설치량의 2.3배, 전기차는 차에 실린 양의 1.30배
- ❖ 그 차이는 중국 안의 공사 대기·재고와, 수출 부가세 환급 폐지(27-01-01)를 앞둔 선출하(8월부터 신호). 27년에는 이 비율이 과거 수준(약 2.0배·1.23배)으로 돌아오며 쌓인 물량이 소화될 것으로 예상
- ❖ 27년 늘어나는 몫의 53%가 ESS. 다만 수준으로는 전기차가 약 50%로 여전히 최대 단일 수요

전기차·ESS 두 사슬					
항목	단위	2025A	2026E	2027E	2028E
전기차 판매	만 대	2,151	2,272	2,550	2,790
대당 용량	kWh	54.8	62.5	64.5	66.0
탑재	GWh	1,178	1,420	1,646	1,842
출하 ÷ 탑재	배	1.27	1.30	1.23	1.20
셀 출하	GWh	1,495	1,846	2,025	2,210
전기차 리튬	만 톤	95.7	118.1	129.6	141.5
ESS 셀 출하	GWh	652	1,100	1,350	1,600
설치	GWh	315	450~500	670	860
출하 ÷ 설치	배	2.07	약 2.3	약 2.0	약 1.9
ESS 리튬	만 톤	41.3	69.7	85.6	101.4
기타	만 톤	30.4	33.6	36.1	38.5
총수요	만 톤	167.4	221.4	251.3	281.4

주: 탑재는 차에 실제로 들어간 배터리, 설치는 현장에 세워진 ESS. 출하(셀 생산)는 그보다 먼저 일어나 채고·수출만큼 늘 크다. 리튬은 셀을 만들 때 쓰이므로 출하 기준으로 계산. 기타는 전해질·소형 전지·비전지 수요

자료: SNE Research, EVTank, ICC, 중국에너지저장산업기술연맹, 한화투자증권 리서치센터



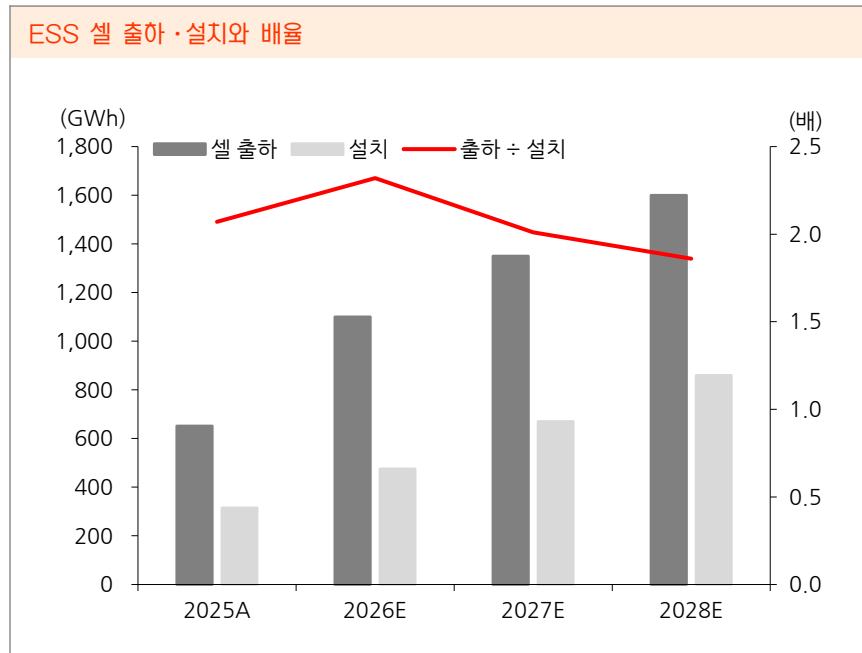
주: 사용 기준은 탑재·설치 GWh를 같은 원단위로 환산한 값.
원단위는 전기차 640·ESS 634t LCE/GWh(전해질 30은 기타)

자료: 한화투자증권 리서치센터



수요: ESS 캐파/계약이 27년 출하 받치고, 28년은 나트륨이 일부를 가져감 [한화리서치센터]

- ❖ ESS 셀 출하는 27년 1,350GWh(+23%), 28년 1,600GWh(+19%) 전망
- ❖ 이 값은 27년 구역별 설치 670GWh × 출하÷설치 비율 약 2.0 적용
- ❖ 27년 설치는 중동·인도 등 +50~80%, 유럽 +40~50%, 중국 +20~45%, (상반기 -16% → 7~8월 +47%), 미국은 보조 축소로 +5~15%
- ❖ 만든 셀은 그해 설치된 양의 약 2배: 창고·시공 시차, 집계 밖 용도, 수출. 26년 2.3배는 중국 안의 공사 대기·재고 탓(선출하는 8월부터 신호), 27년 약 2.0배로 복귀
- ❖ 28년 증가율이 낮아지는 것은 나트륨. 설치 860GWh × 과거 배율 ≈ 1,720GWh에서 ESS용 나트륨 90~155GWh를 빼 1,600GWh



주: 설치는 성장의 지속 가능성을 보는 점검용 계열이고 리튬 수요는 출하 기준.
 수주는 하한으로만 쓴다. 최대·최소는 경계일 뿐 평균하지 않는다
 자료: ICC, InfoLink, 중국에너지저장산업기술연맹, BNEF,
 Benchmark Mineral Intelligence, 한화투자증권 리서치센터

2027년 ESS 셀 출하 - 최대와 최소 사이		
구분	27년 출하(GWh)	비고
최대	1,250~1,500	27년 평균 캐파 1,450~1,600 × 가동률 85~95%
최소	1,100 이상	26년 출하 1,100 대비 증가 예상 (1~7월 공개 계약 861GWh(+149%))
당사 전망치	1,350	구역별 설치 670GWh × 배율 약 2.0
(검산) 설치 범위로	1,160~1,610	설치 580~730 × 배율 2.0~2.2
(참고) 26년 배율 유지	약 1,550	27년 설치 670 × 26년 배율 2.3 - 수요 13만 톤 증가

주: 27년 평균 캐파는 26년 6월 실적 1,200GWh 초과에 연 250~400GWh 증설을 더한 값 (26년 말 ESS 셀 건설 캐파 1.2~1.5TWh 전망과 정합). 가동률은 기지국·데이터센터를 포함한 전체 저장 셀 ÷ 평균 캐파 — 중국기업 전력저장만 연말 캐파로 나누면 60%대
 자료: ICC, 안타이커, 중국에너지저장산업기술연맹, SEIA,
 SolarPower Europe, BNEF, 중국 언론 보도, 한화투자증권 리서치센터

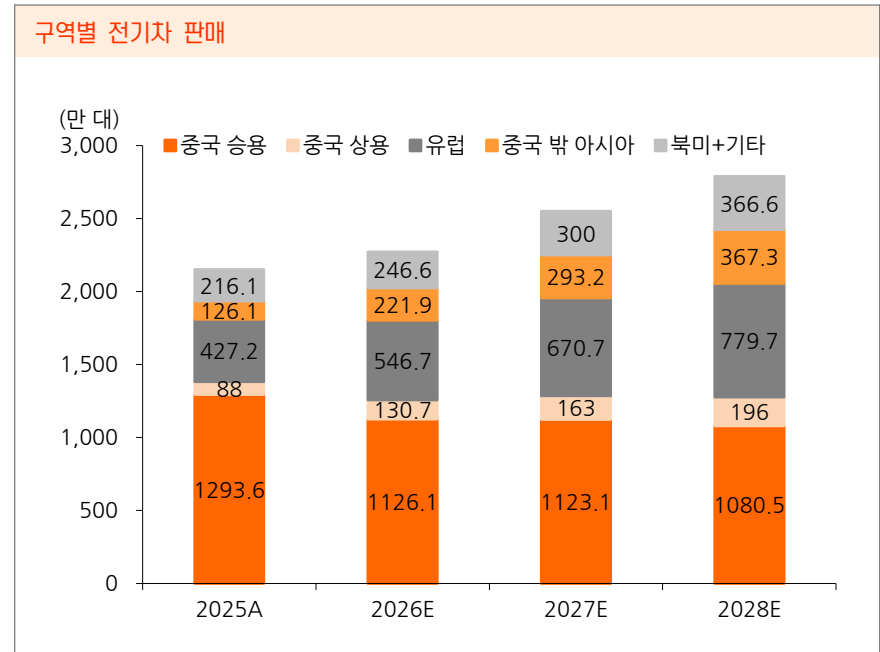


수요: 전기차 중국 승용이 멈춘 자리를 유럽 · 아시아 · 중국 트럭이 메움 [한화리서치센터]

- ❖ 전기차 판매는 27년 2,550만 대(+12%), 28년 2,790만 대(+9%). 탑재는 1,646 → 1,842GWh, 셀 출하는 2,025 → 2,210GWh
- ❖ 27년 증가분의 구성은 유럽 44%, 중국 밖 아시아 25%, 기타 16%, 중국 상용차(트럭) 12%, 북미 3%. 판매의 절반인 중국 승용은 리튬 수요 증가분에 거의 보태지 못함
- ❖ 구역별 동인은 셋. 유럽은 배출 규제를 25~27년 평균으로 맞춰야 하는 마지막 해, 중국 밖 아시아는 중국 업체 해외 판매(26년 190~200만 대 → 27년 250만 대+), 중국은 전기 대형트럭(상반기 +78.6%, 2030년 40% 목표)
- ❖ 27년 대당 64.5kWh는 구성 변화의 결과. 배터리가 작은 유럽(54.2kWh) · 아시아(56.6)가 빨리 커 평균을 낮추고, 한 대 163kWh인 중국 트럭이 늘어 되올린다(탑재 기준 비중 24년 7.8% → 26년 15.5%)
- ❖ 만든 셀이 차에 실린 양보다 26년 30% 많다(1.30배). 재고와 선출하 탓이라 27년 23%로 23~25년 실측 평균에 복귀. 28년 +9%는 수요 둔화가 아니라 중국 구매세 감면 종료(27-12-31)에 따른 선구매 반납

구역별 성장률과 증가분 기여				
구역	26E 비중	2027	2028	27년 기여
중국 승용	49.6%	-3~+3%	-7~-1%	약 0%
중국 상용	5.8%	+20~30%	+15~25%	12%
유럽	24.1%	+18~28%	+12~20%	44%
중국 밖 아시아	9.8%	+25~40%	+20~30%	25%
북미	5.8%	0~+13%	0~+20%	3%
기타	5.0%	+30~50%	+25~40%	16%
합계	100%	약 +12%	약 +9%	100%

자료: SNE Research, EVTank, 중국자동차공업협회, 교통운수부, 한화투자증권 리서치센터



주: 구역별은 사내 구역 비중과 구역 중앙 성장률을 적용한 뒤 합계를 당사 전망에 맞춘 당사 계산. 승용+상용, 하이브리드 제외
자료: SNE Research, 한화투자증권 리서치센터

부록: 수요 가정표 - 칸별 값과 근거							
칸	단위	2026E	2027E	2028E	수준의 근거	성장률의 근거	비고
전기차 판매	만 대	2,272	2,550	2,790	SNE 판매 대수	구역별 성장률	승용+상용, 하이브리드 제외
대당 용량	kWh	62.5	64.5	66.0	SNE 구역·차종별 × 판매 구성	상용 비중 상승 ↔ 저용량 구역 성장	-
출하 ÷ 탑재	배	1.30	1.23	1.20	EVTank ÷ SNE 실측	23~25년 평균(1.23·1.18·1.27) 복귀	1.30 유지 시 27년 +8만 톤
ESS 셀 출하	GWh	1,100	1,350	1,600	ICC·SMM·InfoLink 상반기	설치×배율 / 캐파 / 수주 / 나트륨 차감	리튬 수요의 기준값
ESS 설치	GWh	450~500	670	860	BNEF·CNESA·SEIA 등	구역별 성장률 + 사후 보정 10~20%	-
출하 ÷ 설치	배	약 2.3	약 2.0	약 1.9	출하 ÷ 설치	24~25년 실측(1.6~2.1)으로 복귀	26년은 선출하·재고로 높음
원단위	t/GWh	640 · 634	같음	같음	중국 리튬분회 양극재 리튬 136만 톤 + 조성별 계수 + 손실 5%	연도 고정	전기차 640 · ESS 634. ESS는 거의 LFP라 리튬을 덜 쓴다
전해질	t/GWh	30	30	30	중국 리튬분회 전해질 약 7만 톤	출하 비례	「기타」로 따로 셈
소형 전지	만 톤	9.3	10.0	10.8	EVTank 소형 133.9GWh(25년)	연 +8%(25년 실적 +7.9%)	-
비전지	만 톤	15.0	15.5	15.8	외부 전망 15.4만 톤	외부 전망	-
총수요	만 톤	221.4	251.3	281.4	-	+32% / +13.5% / +12%	-

자료: SNE Research, EVTank, ICC, 중국유색금속공업협회 리튬분회, 중국에너지저장산업기술연맹, BNEF, Benchmark Mineral Intelligence, 한화투자증권 리서치센터



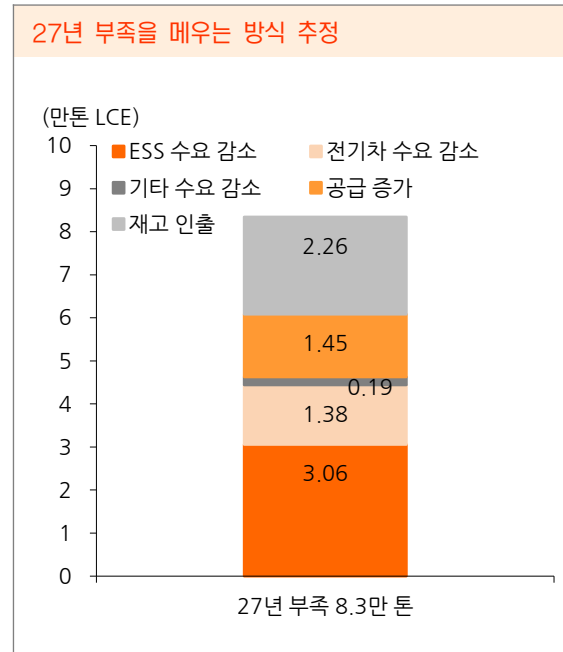
수급 26~28년 3년 연속 부족 전망

[한화리서치센터]

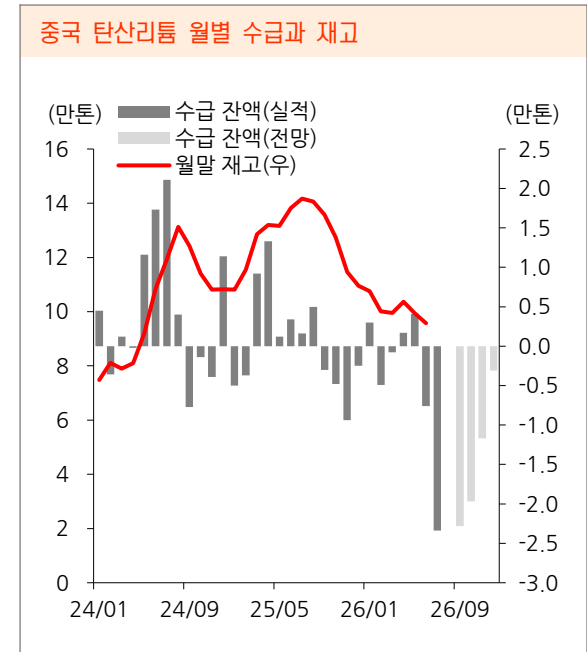
- ❖ 기본 시나리오상 27년 세계 리튬 수요는 251.3만 톤, 공급은 242.9만 톤. 26년부터 28년까지 3년 연속 공급 부족 전망
- ❖ 부족이 이어지는 이유는 공급과 수요가 비슷한 속도(약 13.5%)로 늘어날 것으로 예상하기 때문
- ❖ 27년 부족 규모는 8.3만 톤으로 수요의 3.3% 예상. 부족한 것은 정제 설비가 아니라 광산 원료
- ❖ 중국 탄산리튬 월별 수급은 이미 25년 9월 이후 11개월 중 8개월 부족, 같은 기간 재고도 감소
- ❖ 재고가 이미 얇아 부족분 가운데 재고에서 나오는 몫은 약 2.3만 톤. 나머지 약 6만 톤은 가격이 오르며 수요가 줄고 공급이 늘어 맞춰질 것으로 예상
- ❖ 27년 가격은 부족 확인 시 톤당 15~20만 위안. 기본 시나리오상 상단(약 19만), 당사 목록 밖 공급이 빨리 늘면 하단

26~28년 세계 리튬 수급			
(만 톤 LCE)	2026E	2027E	2028E
수요	221.4	251.3	281.4
공급	213.9	242.9	274.7
부족	-7.5	-8.3	-6.8
수요 대비 부족	-3.4%	-3.3%	-2.4%
수요 주수	-1.8주	-1.7주	-1.2주
균형 가격(만 위안)	15.0	19.4	18.2

주: 26년 가격은 1~9월 실적 평균
자료: 한화투자증권 리서치센터



자료: 한화투자증권 리서치센터



자료: 업계 자료, SMM, 한화투자증권 리서치센터

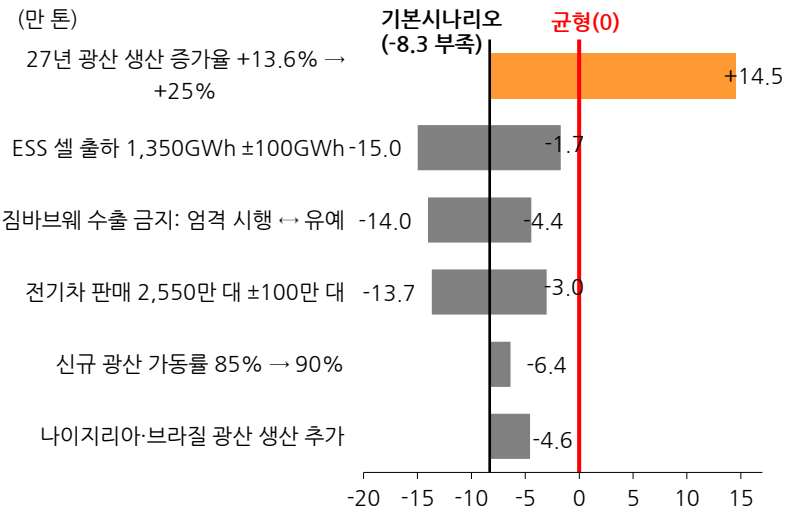


수급 변수별 민감도 - 잉여로 바꿀 변수는 광산 생산 증가 속도

[한화리서치센터]

- ❖ 27년 공급 과잉은 기존 ·신규 광산 생산 전체가 당사 예상(+13.6%)보다 빠른 +25%로 늘 때 가능(14.5만 톤, 업계 상단 공급 증가 속도)
- ❖ 나이지리아 ·브라질 소규모 광산처럼 당사 전망에 넣지 않은 공급이 올해 속도로 이어지면 부족은 4.6만 톤으로 축소. 다만 부족은 유지
- ❖ 짐바브웨가 수출 금지를 예정대로 시행하면 부족은 14.0만 톤, 유예하면 4.4만 톤. 못 나간 정광은 현지에 쌓여 공급 시점이 늦춰지는 성격
- ❖ ESS 셀 출하(±100GWh) ·전기차 판매(±100만 대)는 부족 규모를 1.7만~15.0만 톤 사이로 바꾸지만 부족 자체는 유지

27년 수급 민감도



주: 광산 생산 증가율 +25%는 업계 상단 전망 수준
자료: 한화투자증권 리서치센터

변수별 가정

변수	기본 시나리오	바꾼 가정	27년 수급 (만 톤)
27년 광산 생산 증가율	+13.6%	+25%(업계 상단 전망 수준)	+14.5(과잉)
당사 목록에 없는 공급	나이지리아 ·브라질 소규모 광산 미반영	올해 1~7월 수입 속도 지속	-4.6
짐바브웨	13.0만 톤 (금지 전 17.9만, 시행 가능성 가중)	엄격 시행: 27년 1월 금지 그대로, 현지 가공 공장 물량만 7.3만 톤	-14.0
		유예 ·완화: 기존 수출 흐름 대부분 유지 16.9만 톤	-4.4
ESS 셀 출하	1,350GWh	±100GWh	-15.0 / -1.7
전기차 판매	2,550만 대	±100만 대	-13.7 / -3.0

주: 짐바브웨 기본은 엄격 시행 30% ·6개월 유예 40% ·조건부 쿼터 30% 가중
자료: 한화투자증권 리서치센터



수급 27년 공급 부족 전망 - 확인 시점은 12월 이춘 승인 · 1월 짐바브웨 시행 [한화리서치센터]

- ❖ 9월 탄산리튬 현물 가격(평균 약 14.6만 위안)은 27년 공급 과잉 전망에 가까운 수준 반영. 당사는 기본 시나리오상 8.3만 톤 부족으로, 시장이 27년 공급 증가 속도를 높게 보고 있다고 판단
- ❖ 업계 과잉을 전망하는 시각은 짐바브웨 수출과 장시성 이춘(리튬운모 산지) 광산의 정상 가동을 전제. 짐바브웨는 27년 초 가동 중인 현지 가공 공장이 한 곳뿐이고(나머지는 2분기 이후), 이춘 젠사위 광산은 인허가 일정이 아직 미정
- ❖ 중국 탄산리튬 재고는 26년 5월 이후 감소가 이어져 현재까지의 실적은 부족 쪽
- ❖ 12월까지 젠사위 광산 승인이 없으면 공급 부족은 기본 시나리오보다 커지고, 짐바브웨 금지 엄격 시행도 같은 방향
- ❖ 공급 과잉이 될 그외 변수는 가격 상승기에 소규모 광산 · 재가동 공급이 예상보다 빠르게 늘어나는 경우

기본 시나리오 가정			
변수	기본 시나리오 가정	전망	근거
이춘 인허가	젠사위(CATL) 27년 초 재가동	예상보다 적을 가능성 높음	25년 8월 채굴허가 만료로 정지, 26년 9월 환경평가 재공시 뒤 재가동 일정 없음. 이춘의 다른 광산 4곳도 5월부터 정지
신규 광산 증설	신규 광산 가동률 85% 일괄 적용	낮아질 요인과 높아질 요인이 공존	하방: 아르헨티나 Tres Quebradas 염호(쯔진광업) · 말리 Goulamina 광산(간평리튬) 2단계 착공 공시 없음 / 상방: 가격 상승기 소규모 광산 · 재가동 공급, Greenbushes(Talison)는 당사 가정이 회사 가이던스 하단
짐바브웨	금지 시행 가능성 가중 13.0만 톤(금지 전 17.9만)	시행 여부에 따라 27년 부족 4.4만~14.0만 톤	유예 요청 3회 거부(6·7·8월), 27년 초 가동 현지 공장 1곳(나머지 2분기 이후). 공장 건설 중인 회사에 한시 쿼터 여지
ESS 셀 출하	1,350GWh	다소 낮아질 여지 있음	중국 밖 설치 증가 / 26년 중국에서 만들어 아직 설치되지 않은 셀의 일부가 27년에 쓰임(용도 미확인)
전기차	판매 2,550만 대	다소 높아질 여지 있음	중국 상용차 1~7월 +54.5%, 대당 배터리 증가 / 중국 승용 1~8월 -12%

다음 확인 시점		
시점	확인할 것	신호
10월	이춘 환경평가 접수 공시 · 짐바브웨 쿼터 재배정 · 중국 ESS 3분기 설치	재가동 일정 공시, 쿼터 확대
10~11월	신규 광산 3분기 실적 · 글로벌 ESS 하반기 설치 전망	2단계 착공 공시
11~12월	젠사위 광산 승인 · 27년 차량 교체 보조금 방안 · 짐바브웨 예산(수출세) · 금 지 법령 공포	연말까지 승인 없으 면 지연 확정 / 한시 쿼터 · 유예 조항
매월	중국 저장 전지 수출	8월 급증(+134%) 이 이어지는지
27년 1분기	운모 원료 탄산리튬 생산 · 배터리 수출	생산 회복, 수출 급 감(선출하 소화)

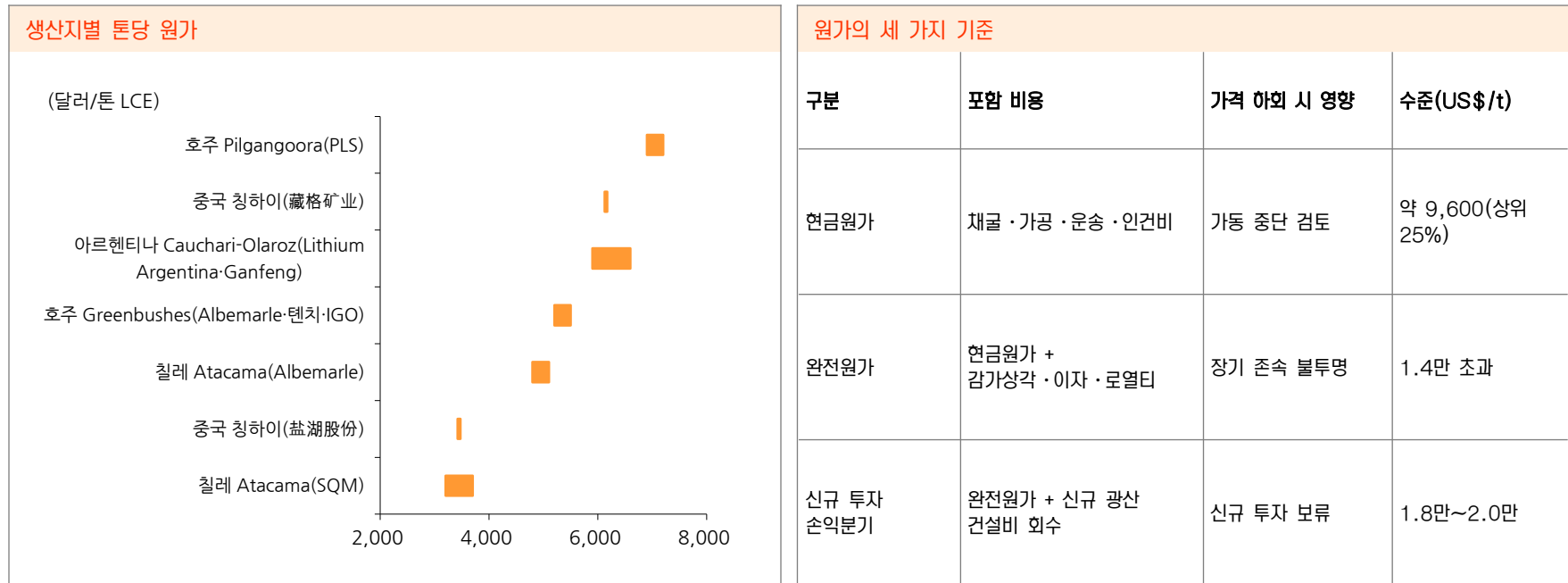
주: 기본 시나리오는 광산별 회사 계획 기준, 짐바브웨는 금지 시행 가능성 가중
 주: 젠사위 승인 지연 시 약 13.5만 톤 부족 · 균형 가격 약 21.5만 위안, 짐바브웨 엄격 시행 시 부족 14.0만 톤
 자료: 한화투자증권 리서치센터

자료: 한화투자증권 리서치센터



원가 생산지별 원가 - 하단은 칠레 · 중국 대형 염호, 하락 부담은 경암 광산 [한화리서치센터]

- ❖ 각사 공시와 광산 기술보고서로 생산지별 톤당 원가를 정리. 생산자를 원가가 낮은 순서대로 배열하고, 생산량을 누적해 나타낸 것이 원가곡선
- ❖ 원가 하단은 칠레와 중국 칭하이의 대형 염호. 염수를 햇볕으로 증발시켜 연료비 부담이 작음. 아르헨티나 염수는 호주 최상위 광산과 유사하고, 상단은 저품위 경암과 중국 운모
- ❖ 원가는 세 가지 기준으로 구분. 현금원가 하회 시 가동 중단 검토, 완전원가 하회 시 장기 존속 불투명, 신규 투자 손익분기 하회 시 신규 투자 보류
- ❖ 원가 순대로 반응하지 않는 생산자도 존재. SQM은 칼륨 비료와 리튬을 함께 생산해 리튬의 추가 원가가 낮고, 중국 광산은 정부 인허가가 가동을 좌우
- ❖ 경암은 광산(정광)과 중국 제련사(탄산리튬)의 두 단계 구조. 하락기에는 제련사 마진이 현금원가 손익분기까지 축소된 뒤 나머지 하락분이 정광 가격에 전가



자료: 각사, 한화투자증권 리서치센터 추정

주: 현금원가 경계는 Cochilco(2025.8, 51개 자산), 완전원가는 IEA(2026),
신규 투자 손익분기는 Albemarle 언급(kg당 20달러)
자료: Cochilco, IEA, Albemarle, 한화투자증권 리서치센터



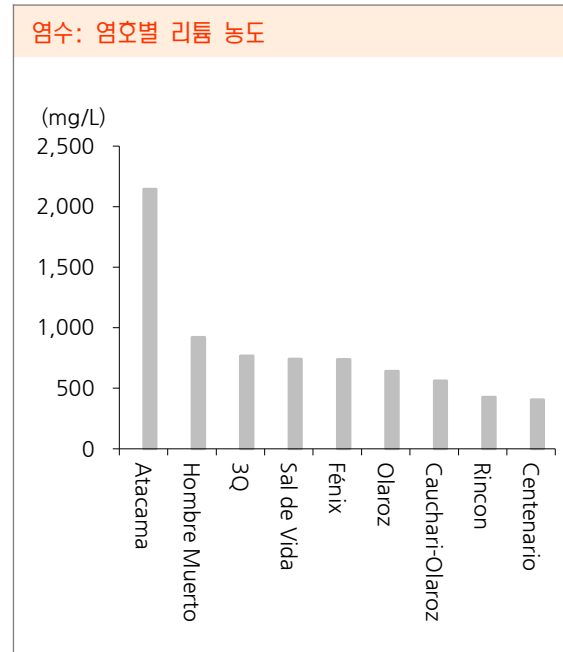
원가 원가 차이의 원인 - 광석 품위와 염수 농도가 순서를 결정

[한화리서치센터]

- ❖ 원가 순서를 결정하는 것은 자원 조건. 경암은 광석의 리튬 비율(품위), 염수는 1리터에 녹아 있는 리튬의 양(농도)이 가공 부담을 결정
- ❖ 경암은 품위가 낮을수록 더 많은 광석을 채굴·가공. 탄산리튬 1톤에 필요한 정광은 Greenbushes 7.8톤, Pilgangoora 9.3톤
- ❖ 염수는 농도가 낮을수록 증발·농축 단계가 증가. 칠레 Atacama는 1리터당 약 2,100mg으로 아르헨티나 염호(400~920mg)의 2배 이상
- ❖ 에너지와 입지도 원가 요인. 경암은 1,000℃ 이상 소성으로 전력·연료비 부담이 크고, 내륙 광산은 항만까지 운송비 부담
- ❖ 회수율·가동률은 가동 초기 이후 개선되지만 품위·농도·입지는 자산 확보 시점에 정해지는 조건. 원가 순위가 장기간 유지되는 이유

경암: 광산별 품위와 정광 원가(정광 톤당)			
광산(소유 기업)	품위	FY27 원가	비고
Greenbushes (Albemarle·텐치·IGO)	1.7~2.5%	A\$380~440	로열티 제외
Pilgangoora (PLS)	1.4%	A\$575~625	FOB
Wodgina(MinRes·Albemarle)	1.2%	A\$640~710	-
Kathleen Valley (Liontown)	1.4~1.5%	A\$1,050~1,250	가동 초기
NAL (Sayona)	1.1%	US\$880~950	-

주: FY27 원가 가이던스, 회사별 정의 상이 (로열티·운임 포함 여부). 품위는 원광 Li₂O
자료: 각사 공시, 한화투자증권 리서치센터



주: 회사별 기준(컷오프·자원 등급·시점) 상이
자료: 각사 공시, 한화투자증권 리서치센터

원가 결정 요인			
요인	저원가 조건	고원가 조건	시간 경과
품위 (경암)	고품위	저품위	불변
농도 (염수)	고농도 (칠레)	저농도 (아르헨티나 일부)	불변
에너지	태양열 증발	고온 소성·전기 증발	일부 개선 (전원 전환)
입지	항만 인접	내륙 장거리	불변
회수율·가동률	정상 조업	가동 초기	개선

자료: 한화투자증권 리서치센터

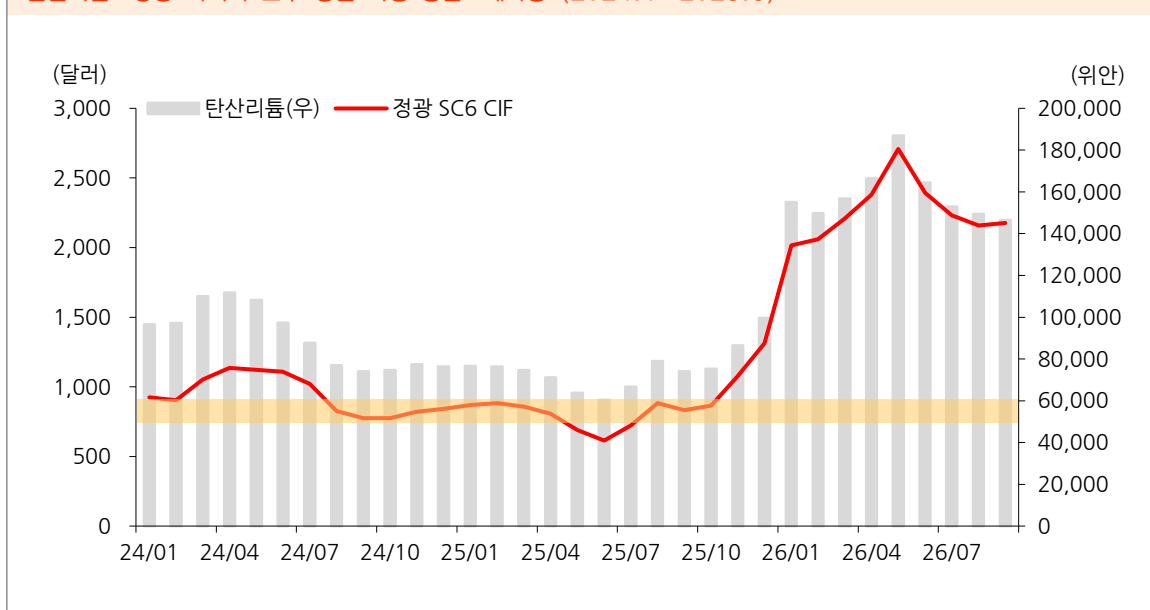


원가 24~25년 하락기 - 부담은 정광에 집중, 고원가 광산 세 곳 중단

[한화리서치센터]

- ❖ 탄산리튬 가격은 25년 6월 부가세 제외 톤당 약 7,400달러까지 하락. 원가 상위 4분의 1 생산자의 현금원가(약 9,600달러)를 하회
- ❖ 하락 부담은 정광 가격에 집중. 중국 제련사는 바닥 구간 15개월 동안 현금원가 기준 마진 평균 +1.6%로 손익분기 수준을 유지하며 가동 지속
- ❖ 가동을 중단한 것은 호주 고원가 경암 광산 세 곳. 중단 결정 당시 정광 가격은 800~900달러로 고원가 광산의 현금원가 수준. 두 곳은 26년 재가동
- ❖ 원가가 낮은 부산물 생산자와 중국 광산은 가격 하락에도 감산하지 않음. 전 세계 약 18만 톤이 현금원가 하회 상태에서 생산 지속
- ❖ 수익성은 자원 조건 순으로 차별화. 2024~25년 하락기 기준 칠레 염수 사업은 흑자, 호주 경암은 손익분기 수준, 캐나다 경암과 신규 아르헨티나 염수는 적자

탄산리튬 · 정광 가격과 호주 광산 가동 중단 · 재가동 (2024.1~2026.9)



주: 탄산리튬 Wind 현물 월평균(부가세 포함), 선은 정광 SC6 CIF 중국 월평균 기준
주황색 영역은 호주 광산 가동 중단 결정 구간(800·900달러)
자료: Wind, Bloomberg, Cochilco, 각사, 한화투자증권 리서치센터

하락기 사업별 수익성

사업(소유 기업)	자원	FY24	FY25
칠레 리튬 (SQM)	염수	31.4% (1Q)	-
에너지저장 (Albemarle)	염수+경암	25.1%	25.7%
호주 리튬 (MinRes)	경암	27.2%	3.8%
Cauchari-Olaroz (Lithium Argentina · Ganf eng)	염수	-3.0% (4Q)	-5.3~ +2.5%
NAL (Sayona)	경암	-24.4%	-27.0%

주: SQM · Cauchari는 영업이익률, 나머지는 EBITDA 마진
자료: 각사, 한화투자증권 리서치센터

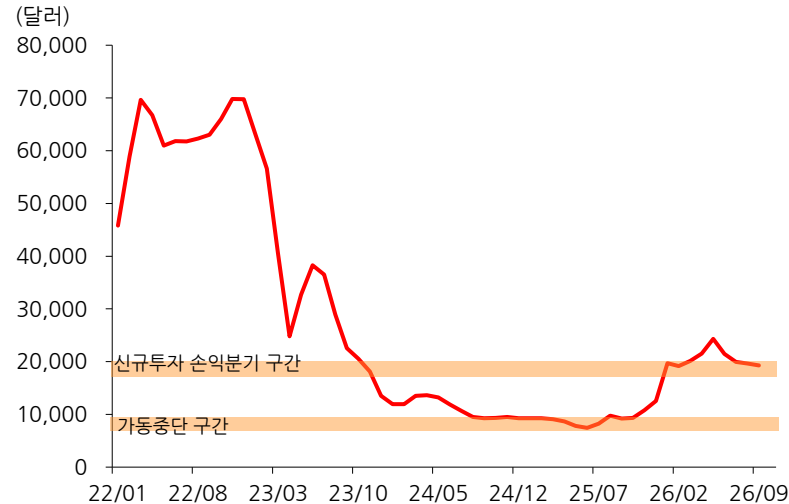


원가 가격대별 손익 - 2만 달러 아래 투자 보류, 1만 달러 아래 감산

[한화리서치센터]

- ❖ 원가를 가격대로 환산하면 기준선은 두 개. 탄산리튬 1만 달러 미만은 고원가 광산의 가동 중단 구간, 2만 달러 미만은 신규 투자 보류 구간
- ❖ 1만 달러 선은 하락기의 실제 사례. 호주 고원가 광산이 가동을 중단한 정광 800~900달러는 탄산리튬 약 0.8만~0.9만 달러에 해당
- ❖ 2만 달러 선은 신규 투자의 손익분기. 신규 광산 건설비 회수에 필요한 가격으로, 업계 장기 가격 가정과 주요 생산자 발언이 제시하는 수준
- ❖ 두 기준선 사이에서는 공급이 즉시 감소하지 않음. 생산자는 이익이 줄어도 생산을 지속해, 이 구간의 가격은 원가가 아니라 수급이 결정

탄산리튬 가격과 원가 기준선



자료: Wind, Bloomberg, Cochilco, UBS, 한화투자증권 리서치센터

가격대별 광산 손익

탄산리튬 (정광)	Greenbushes 1,000	Pilgangoora 1,550	Kathleen Valley 1,800	NAL 2,050
1만 (1,000)	△	×	×	×
1.5만 (1,500)	○	△	×	×
2만 (2,000)	○	○	○	△
2.5만 (2,500)	○	○	○	○
3만 (3,000)	○	○	○	○

주: 정광 = 탄산리튬 × 10% 가정. ○ 상회 · △ ±5% 이내 · × 하회
자료: 한화투자증권 리서치센터



원가: 염수 칠레는 원가 우위 있으나 정부 몫을 봐야, 신규 염호는 램프업이 중요 [한화리서치센터]

- ❖ 염수 기업의 26년 2분기 판매가격은 톤당 1.9만~2.2만 달러로 유사. 같은 가격에서 이익을 차이는 원가, 정부 몫, 가동 단계에서 발생
- ❖ 칠레 아타카마는 원가 하단의 염호이나 정부 몫이 가격에 연동. 광구 소유자인 칠레 개발공사(CORFO)에 내는 임차료 요율이 가격 구간별로 올라, 22년에는 SQM 리튬 매출의 약 40%
- ❖ 아르헨티나 염호는 원가가 칠레보다 높지만 로열티·수출세가 매출의 한 자릿수. Cauchari-Olaroz의 26년 2분기 EBITDA 마진은 63%
- ❖ 새로 가동한 염호는 만산(설계 생산능력 도달) 전 이익률이 낮음. 증설·가동 초기 자산이 섞인 Rio Tinto 리튬 부문 EBITDA 마진 38%, 포스코 아르헨티나는 26년 2분기 첫 영업흑자
- ❖ 칠레의 원가 우위는 2031년 이후 축소 가능. 환경 허가 조건에 따라 퍼 올리는 염수 양이 줄어 톤당 고정비가 늘면서, Albemarle 아타카마 현금원가는 약 1만 달러로 상승 추정

염수 기업 원가·정부 몫·이익률 (US\$/t LCE)				
염호(소유 기업)	톤당 원가	정부 몫	26년 상반기 이익률	변화
Atacama (SQM·Codelco)	3,700 이하	CORFO 임차료, 리튬 매출의 12~40%	리튬 부문 매출총이익률 약 54%	2031년부터 Codelco 경영
Atacama (Albemarle)	4,800~5,100	CORFO 로열티 (가격 연동)	EBITDA 마진 59% (경암·지분법 이익 포함)	2031~39년 원가 약 1만 달러
Cauchari-Olaroz(Lithium Argentina·간평)	5,900 (로열티·수출세 포함 시 7,000)	판매비·수출세·로열티 합계 매출의 약 6%	EBITDA 마진 63%	2단계 증설 추진
Fénix 등 (Rio Tinto)	4,700(23년 추정)	주정부 로열티·기여금 합계 매출의 3.5% 이내	EBITDA 마진 38% (리튬 부문)	Rincon 등 건설·램프업
Hombre Muerto (포스코홀딩스)	미공시	미공시	영업이익률 약 10% (2분기)	2단계 증설 추진

주: 원가는 감가상각 제외 현금 원가
자료: 각사, 한화투자증권 리서치센터

정부 몫 조건 - 칠레와 아르헨티나		
조건	칠레 Atacama	아르헨티나
받는 곳	칠레 개발공사 (CORFO, 광구 소유자)	주정부(로열티)·국가(수출세)
부과 방식	판매가격 구간별 누진 임차료	매출 비례 로열티·기여금, 수출세
최고 요율	판매가 1만 달러 초과 분 40%	카타마르카 주정부 로열티·기여금 합계 매출의 3.5% 이내 (Fénix)
매출 대비 실적	SQM 12% (25년)~40%(22년)	Cauchari 약 6%(판매비 포함, 26년 2분기)

자료: SQM, Livent, Lithium Argentina, 한화투자증권 리서치센터



원가: 광석 제련 기업의 이익률은 보유 광산의 원가가 결정

[한화리서치센터]

- ❖ 정광을 사서 탄산·수산화리튬으로 가공하는 제련 기업의 이익은 정광과 제품의 가격 차이(스프레드)가 결정. 제련 설비가 부족했던 국면(18년, 21~22년)에만 제련 마진 +20~44%
- ❖ 정광이 부족해진 23년 하반기 이후 제련 마진은 손익분기 수준. 광산 지분이 없는 제련 공장은 이 구간에서 흑자 확보가 어려움. 포스코 PPLS(호주 정광을 수산화리튬으로 가공)가 이 구조
- ❖ 같은 가격에서 이익률 차이는 보유 광산의 원가에서 발생. 원가가 가장 낮은 경암 광산 Greenbushes의 이익까지 재무제표에 반영되는 텐치 57%, 신규 광산 비중이 큰 간평 42%
- ❖ 광산 지분은 차입 부담도 동반. 텐치는 18년 SQM 지분 23.77%를 35억 달러를 빌려 인수해, 19년 이자비용이 매출의 42%. 26년 상반기에는 SQM 지분 이익이 지배주주 이익의 33%
- ❖ 정광 원가는 제품 판매보다 약 4개월 늦게 손익에 반영(Albemarle 경영진 설명). 가격 방향이 바뀌는 분기에 제련 기업의 손익 변동이 가장 큼

제련 마진의 세 국면				
국면	시기	부족 요인	정광 가격 결정 요인	제련 마진
제련 설비 부족	2018, 2021~22	제련 설비	장기 계약(고정가)	+20~44%
정광 부족	2023 하반기~	정광	한계 제련사의 완전원가	완전원가 기준 -4.6%
가격 바닥	2024 하반기~25	수요	한계 광산의 현금원가	현금원가 기준 +1.6%

주: 수입 정광을 쓰는 중국 제련사 기준 당사 추정
자료: 각사, 업계 자료, 한화투자증권 리서치센터

텐치·간평 26년 상반기		
	텐치	간평
리튬제품 매출총이익률 (전년 동기)	57.2% (25.4%)	42.0% (8.4%)
주요 자체 광산 (지분)	Greenbushes (경제적 지분 약 26%)	Mt Marion(50%), Goulamina(65%), Cauchari-Olaroz(46.67%)
지배주주 이익	42.4억 위안	42.6억 위안

주: 리튬제품은 탄산·수산화리튬 등 화합물과 리튬 금속
(염화리튬을 전기분해한 순수 금속, 전지·합금용) 포함.
텐치는 Greenbushes 정광을 그룹 안에서 조달해 광산 이익이 이익률에 포함. 텐치 주주 몫은 $51\% \times 51\% \approx 26\%$
자료: 각사, 한화투자증권 리서치센터

철강 (Positive)

리튬: 타이트한 수급 지속,
관건은 램프업과 인증



III

POSCO홀딩스



POSCO홀딩스 리튬 경쟁력 - 자원 · 제련 · 양극재를 갖춘 비중국 리튬사 [한화리서치센터]

- ❖ 2018년 인수한 아르헨티나 옴브레 무에르토 염호는 탐사를 거쳐 자원량이 인수 당시의 약 6배로 증가. 대형 인수 대신 작은 광권을 매입해 탐사로 가치를 높인 사례
- ❖ 원료를 직접 확보한 염호와 정광을 구매하는 제련사와 원가 구조가 다름. 2단계가 아르헨티나 투자 우대 제도(RIGI) 승인을 받아 법인세 인하(35% → 25%)와 수출세 면제를 30년간 보장
- ❖ 자원을 보유한 주요 비중국 리튬 기업 가운데 같은 그룹에 양극재 회사(포스코퓨처엠)를 둔 곳은 POSCO홀딩스뿐. 리튬부터 양극재까지 비중국 원료를 추적할 수 있는 구조
- ❖ 회사는 아르헨티나 리튬을 LFP 양극재에 쓰는 공정을 계획. 다만 현재는 대부분 외부 고객에게 판매되는 것으로 추정되고, 2단계 산업용 탄산리튬은 배터리용 정제 설비 투자가 결정 전

POSCO홀딩스 리튬 사업 연혁	
연도	내용
10년	리튬 추출 기술 개발 착수
18년	아르헨티나 옴브레 무에르토 염호 인수(2.8억 달러), 자원량 225만 톤
21년	필바라와 광양 제련 합작(PPLS) 계약
24년	염호 1단계(수산화리튬 2.5만 톤) 준공
26년	염호 첫 분기 영업흑자, RIGI 승인, MinRes JV 계약
33년	생산능력 17.3만 톤 목표(염호 10만 · 광석 제련 7.3만 톤)

주: 현재 자원량 1,380만 톤(CID). 26년 4월 인접 광권 인수 포함 시 약 1,500만 톤
 자료: POSCO홀딩스, 한화투자증권 리서치센터

주요 리튬 기업의 사업 범위(같은 그룹 포함)			
회사	자원(광산 · 염호)	리튬 제련	양극재 · 배터리
POSCO홀딩스	●	●	●
Albemarle	●	●	-
SQM	●	●	-
Rio Tinto	●	●	-
Pilbara Minerals	●	◐	-
Mineral Resources	●	-	-
(참고) 간평리튬	●	●	●

주: ◐는 합작 지분(PPLS 18%). 간평리튬은 중국 기업으로 배터리 사업 보유
 자료: 각사, 한화투자증권 리서치센터

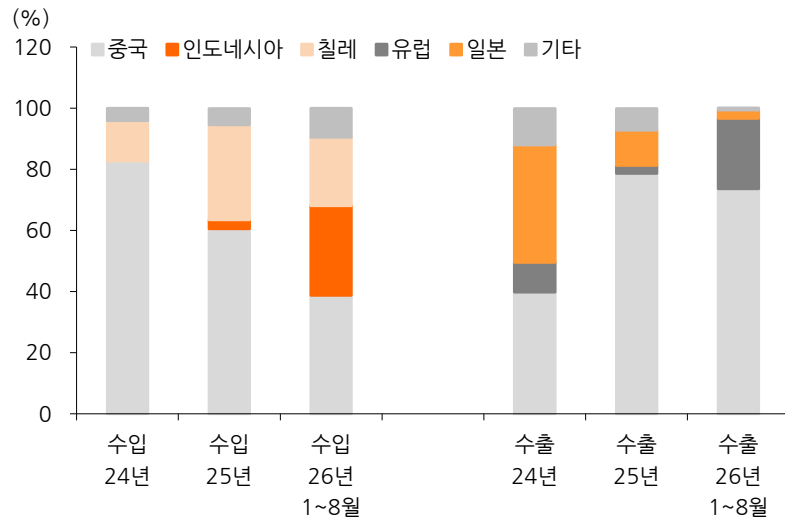


POSCO홀딩스 판로 - 중국산 수입은 줄고, 인증 제품으로 판로 확대

[한화리서치센터]

- ❖ 한국 수산화리튬 수입 중 중국산 비중은 24년 83%에서 26년 1~8월 39%로 하락. 다만 크게 늘어난 인도네시아산도 중국 기업이 대주주인 공장 제품
- ❖ 한국산 수산화리튬 수출이 크게 늘며 유럽 비중이 전년 동기 5%에서 26년 1~8월 23%로 확대
- ❖ 미국은 세액공제 조건인 배터리 부품의 비중국 원료 비율을 26년 60%에서 30년 85%로 상향. 한국 배터리사의 미국 공장이 중국 밖 리튬을 찾는 이유
- ❖ 다만 비중국산이라는 점이 판매가격 웃돈으로 이어지지는 않고 있음. 가격을 가르는 것은 인증 여부
- ❖ PPLS는 LG에너지솔루션 인증을 마쳤고, 아르헨티나 리튬은 SK온과 2.5만 톤 이상 구매를 합의
- ❖ 미인증 제품은 시장가격보다 약 10% 싸게 판매. 4분기부터 인증 제품이 팔리면 판매가격은 서방 제련 공장 수준에 근접할 것으로 전망
- ❖ 판매처 · 판매가격이 확인되면 목표주가의 램프업 할인을 해소할 근거가 될 수 있음

한국 수산화리튬 수입 원산지 · 수출 목적지 비중 (%)



주: 수산화리튬(HS 2825.20). 인도네시아는 중국 청신 80% 보유 공장
자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

POSCO홀딩스 리튬의 주요 고객 · 계약

상대	제품	내용	시점
LG에너지솔루션	PPLS 수산화리튬	인증 완료	25년
포스코퓨처엠 (Panasonic향)	PPLS 수산화리튬	인증 완료	25년
SK온	아르헨티나 리튬	2.5만 톤 이상 구매 합의	26~28년
SK온	아르헨티나 수산화리튬	배터리용 공급 개시	26년 4분기
룽바이 (중국 양극재)	PPLS · 아르헨티나 리튬	공급 협력 MOU	26년 8월
포스코퓨처엠 → SK온	LFP 양극재	1조742억원 (미국 등)	27~29년

자료: POSCO홀딩스, 각사, 한화투자증권 리서치센터

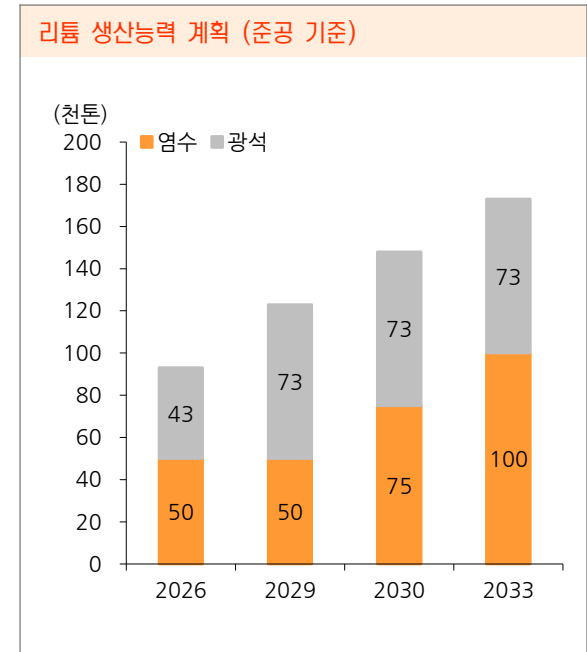


POSCO홀딩스 리튬 자산 - 자원은 염호 5만 톤, PPLS 4.3만 톤은 제련 설비 [한화리서치센터]

- ❖ POSCO홀딩스의 리튬 사업은 세 자산으로 구성. 아르헨티나 옴브레 무에르토 염호(광권 100%), 광양 제련 공장 PPLS(지분 82%), 호주 MinRes 광산 합작(지분 30%)
- ❖ 2Q26 영업이익은 염호 110억원, PPLS -10억원. 원료를 직접 보유한 염호와 호주 필바라 정광을 시장 가격으로 사 오는 PPLS의 차이
- ❖ MinRes 합작은 Wodgina · Mt Marion 광산 지분으로 생산능력 숫자에는 없음. 정광 가격이 오르면 지분법 이익이 늘어 PPLS 손실과 반대 방향으로 움직임
- ❖ 준공 기준 생산능력은 26년 9.3만 톤에서 33년 17.3만 톤으로 확대 계획. 추가분 8만 톤(염호 탄산 5만 · 광석 제련 3만 톤)은 모두 27년 이후 투자 결정 대상
- ❖ 제품은 수산화리튬에서 탄산리튬으로 이동. 2단계는 산업용 탄산리튬을 생산해 광양 수산화 전환과 직접 판매를 함께 검토, 3 · 4단계는 탄산 예정. LFP 배터리 확대가 배경

POSCO홀딩스 리튬 자산 세 가지				
자산(소유)	제품 · 생산능력	원료	26년 2분기 영업이익	일정
아르헨티나 염호 (포스코아르헨티나 100%)	수산화리튬 1단계 2.5만 톤 · 2단계 2.5만 톤	자체 염호(자원량 1,380만 톤 LCE)	110억원	2단계 26년 10월 준공식, 3 · 4단계 탄산 각 2.5만 톤 계획
광양 PPLS(POSCO홀 딩스 82% · Pilbara Minerals 18%)	수산화리튬 1 · 2공장 각 2.15만 톤	필바라 정광 구매	-10억원	2분기 가동률 1공장 53% · 2공장 14%
MinRes 합작 (포스코홀딩스 30%)	Wodgina · Mt Marion 광산 각 50%	정광 연 18.7만 톤 이상 구매 권리	-	인수대금 US\$7.65억 (약 1.09조원), 26년 10월 설립 목표, 지분법 이익 4분기 부터

주: 합작의 광산 지분은 중간지주를 거친 것으로 POSCO홀딩스 실질 지분은 각 15%
자료: POSCO홀딩스, 한화투자증권 리서치센터



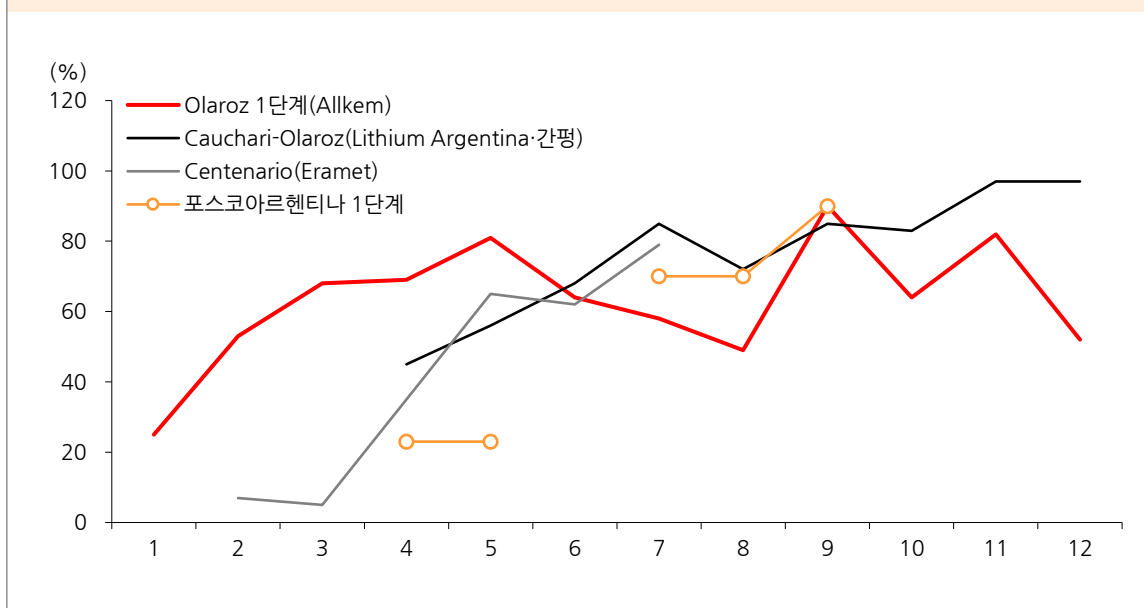
주: 2029년 이후 추가분은 투자 승인 전
자료: POSCO홀딩스, 한화투자증권 리서치센터



POSCO홀딩스 아르헨티나 염호 - 이익은 가동률이 결정, 4분기 90%가 확인점 [한화리서치센터]

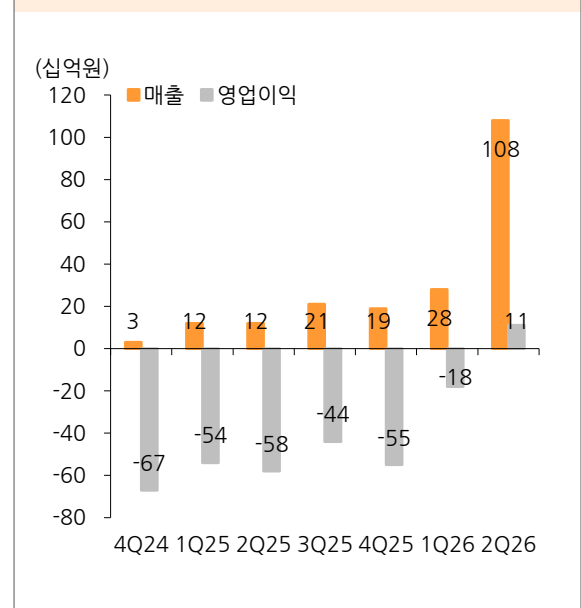
- ❖ 1단계(24년 10월 준공) 가동률은 25년 하반기 23%로 비교 염호 중 가장 느렸음. 자체 기술(BPED 전기투석) 적용 공장의 정비/부품 수급 차질이 원인
- ❖ 2Q26 가동률 약 70%(당사 추정)에서 손익분기를 넘어 영업이익 110억원. 수산화리튬 가격이 전 분기와 비슷한 가운데 판매량이 160% 늘어난 결과
- ❖ 염호는 원료비가 작고 설비·인력 고정비 비중이 커 가동률이 오르면 톤당 원가가 하락. 같은 아르헨티나의 Cauchari-Olaroz는 가동률 72%~93%에 현금원가 11% 하락
- ❖ 3분기는 정비로 가동률 약 70%에 머물고, 4분기에 90% 이상 도달할 것으로 추정. 1단계 램프업이 비교 염호보다 느렸던 만큼 4분기 가동률이 램프업 완료 여부의 첫 확인점
- ❖ 2단계(26년 10월 준공식)는 검증된 상용 기술을 적용. 초기 적자는 1단계보다 작을 것으로 추정. 비용 반영은 27년부터로 추정

첫 생산 뒤 분기별 가동률



주: 가동률 = 생산량 ÷ 설계 생산능력. 포스코 25년 하반기는 IR자료, 26년 2분기 이후는 당사 추정
자료: 각사, 한화투자증권 리서치센터

포스코아르헨티나 분기 실적



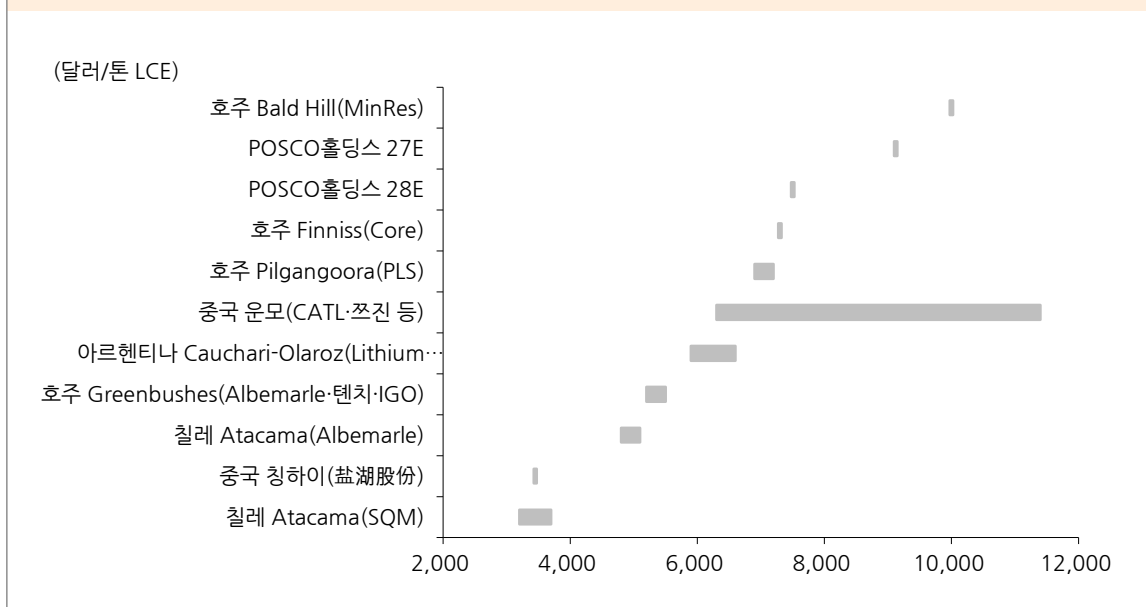
자료: POSCO홀딩스, 한화투자증권 리서치센터



POSCO홀딩스 염호 원가 - 정상 가동 시 곡선 중간, 하락기에도 가동 유지 [한화리서치센터]

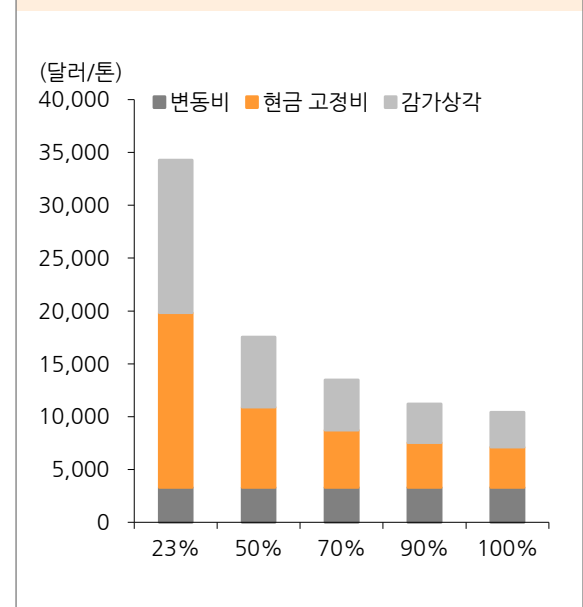
- ❖ 포스코아르헨티나의 현금원가는 램프업이 끝나는 28년 톤당 약 7,500달러로 추정. 아르헨티나 염호보다 높지만 호주 Bald Hill · 중국 운모 등 고원가 광산(약 1만 달러)보다는 낮은 수준
- ❖ 원가의 대부분이 설비 · 인력 고정비로, 가동률이 원가 수준을 결정. 1단계 가동률이 90%에 도달하면 톤당 원가는 25년 하반기 대비 약 70% 하락
- ❖ 다만 영업이익의 기준으로는 피어보다 원가 부담이 큼. 투자가 최근에 집행돼 톤당 감가상각비가 Cauchari-Olaroz의 2~3배 수준
- ❖ 2단계는 1단계보다 수익성이 높을 전망. 산업용 탄산리튬을 생산하는데, 중국 시장에서 배터리급과의 가격 차이는 약 3%에 불과하고 회사는 원가가 배터리급 대비 kg당 3달러 이상 낮다고 설명한 바 있음
- ❖ 리튬 가격이 하락해도 감산 가능성은 낮음. 현금 손익분기는 탄산리튬 톤당 약 8,000달러로, 고원가 광산의 감산 구간(1만 달러 미만)보다 낮음

주요 생산지 현금원가



주: POSCO홀딩스는 당사 추정. 회사별 원가 정의 상이
자료: 각사, 한화투자증권 리서치센터

1단계 가동률별 톤당 원가



주: 1단계 생산능력 수산화리튬 2.5만 톤 기준 추정. 로열티 · 수출세 제외
자료: POSCO홀딩스, 한화투자증권 리서치센터

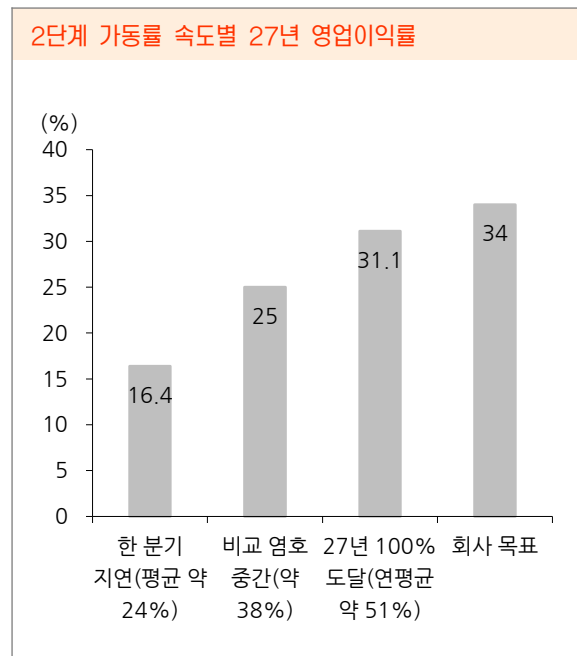


POSCO홀딩스 이익률 목표 - 2만 달러 · 램프업 전제, 당사 추정은 목표 하회 [한화리서치센터]

- ❖ 회사는 리튬 가격 2만 달러 기준 포스코아르헨티나 영업이익률을 27년 34%, 28년 41%로 제시(26년 7월 CEO Investor Day)
- ❖ 2만 달러는 포스코의 실제 판매가격으로, 중국 탄산리튬 약 17만 위안에 해당. 9월 현물(약 14.6만 위안)보다 높은 가격을 전제
- ❖ 이 가격은 신규 광산이 투자비를 회수할 수 있는 수준. 현금원가에 감가상각 · 이자와 건설비 회수분을 더하면 톤당 1.8만~2만 달러가 필요해, 이보다 낮으면 신규 투자가 보류되는 구간
- ❖ 당사 추정은 27년 25% · 28년 38% 예상. 27년은 2단계 램프업 속도(당사는 비교 염호의 중간 속도 적용), 28년은 소다회 · 전력 등 변동비 가정의 차이가 주된 이유
- ❖ 목표 이익률에서 계산한 톤당 원가는 27년 약 1.3만 달러로, 판매가격이 이보다 낮으면 적자 전환. 가격이 1.5만 달러로 내려가도 흑자는 유지

판매가격별 영업이익률		27년 영업이익률 (%)		
구분		1.5만 달러	2만 달러	3만 달러
27년	회사 목표	13	34	55
	당사 추정	3	25	47
28년	회사 목표	22	41	59
	당사 추정	20	38	56

주: 판매가격 = 포스코 실적(수산화리튬). 당사 변동비는 같은 염호 Rio Tinto Fenix 원가 구성 기준
 자료: POSCO홀딩스, 한화투자증권 리서치센터



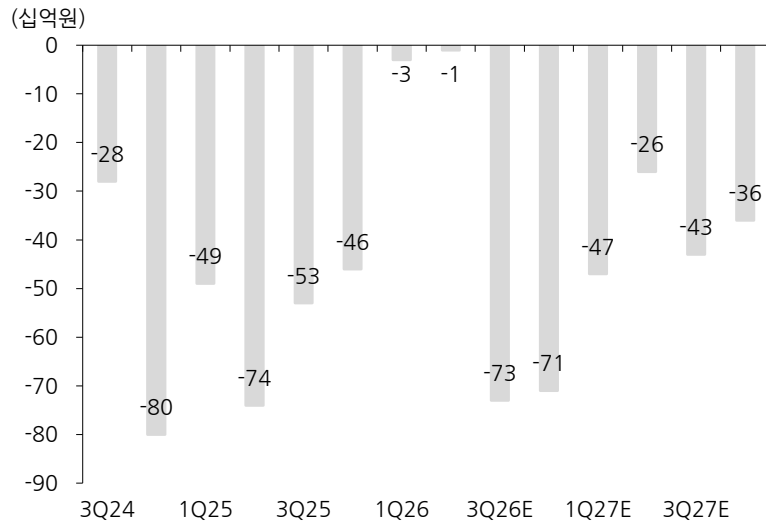
주: 판매가격 2만 달러, 같은 원가에서 2단계 생산량만 바꾼 추정
 자료: POSCO홀딩스, 한화투자증권 리서치센터



POSCO홀딩스 PPLS – 정광 가격 부담에 적자, 정광 비율 8~9%면 흑자 전환 [한화리서치센터]

- ❖ PPLS는 호주 정광을 사서 수산화리튬으로 제련하는 공장으로, 손익은 정광 가격이 수산화리튬 가격의 몇 %인지(정광 비율)가 결정. 8~9%가 PPLS 흑자 가능 범위로 추정
- ❖ 다만 당사는 27~28년 정광 비율을 약 12.5%로 전망. 중국 리튬 제련 설비 가동률이 약 60%에 그쳐 정광 확보 경쟁이 이어지고, 정광 가격이 중국 제련사의 손익분기 수준까지 오르는 구조가 유지되기 때문
- ❖ 이 비율에서는 생산을 늘려도 적자가 줄지 않음. 확인지표는 가동률이 아닌 정광 비율. 27년 적자 축소와 28년 확대는 원료비가 늦게 반영되는 일시 효과
- ❖ 이 비율이 이어지면 설비 장부가 약 1.04조원에 대한 손상 가능성. 손상은 영업외 손실이라 영업이익이 아닌 순이익과 자본에 반영
- ❖ 다만 정광 공급 과잉 국면이 오면 달라짐. 중국 제련 설비 증설이 멈추고 호주·아프리카 정광 생산이 늘어 비율이 9% 선으로 내려오면 PPLS 영업흑자 전환, 중국 제련 가동률 70% 상회가 첫 신호가 될 수 있다고 판단

PPLS 분기 영업이익 추이 및 전망



자료: POSCO홀딩스, 한화투자증권 리서치센터

정광 비율별 PPLS 손익 (2029년)

(십억원)

정광 비율	12.5%	10.5%	9.1%	7.7%
PPLS 영업이익	-194	-74	9	91
MinRes JV 지분법 이익	276	206	157	109
사용가치 vs 장부가	하회	하회	하회	상회

주: 정광 비율은 수산화리튬 가격(부가세 제외) 대비 정광 가격. 18년·21~22년 약 5~7%, 26년 2분기 약 12%. 설비 장부가 약 1.04조원(PPLS 100%)

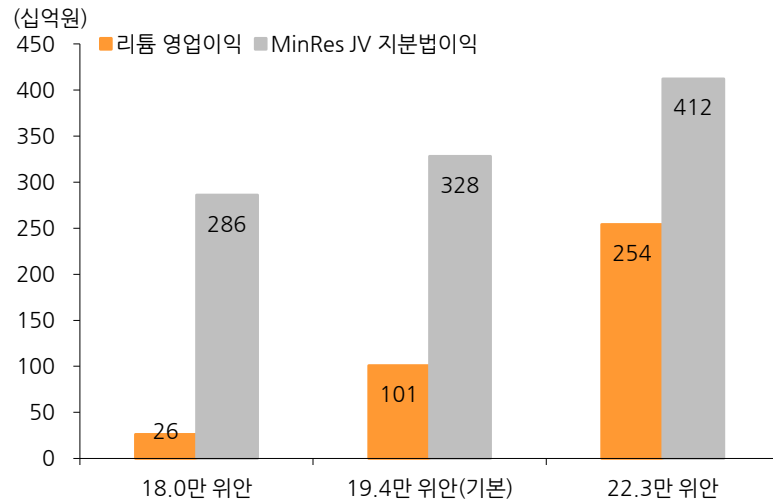
자료: POSCO홀딩스, Pilbara Minerals, 한화투자증권 리서치센터



POSCO홀딩스 리튬 손익 - 27년 영업흑자 전환, 28년부터 염호가 주도 [한화리서치센터]

- ❖ 리튬 영업이익(염호 · PPLS)은 25년 약 -4,330억원에서 27년 약 1,000억원으로 흑자 전환 전망. 염호 이익이 PPLS 적자를 처음 넘어서는 해
- ❖ 28년 리튬 영업이익은 약 1,460억원으로 증가 폭이 작아 보이나, PPLS 원료비 시차를 빼면 약 2,440억원. 2단계 램프업으로 염호 이익이 늘기 때문
- ❖ 영업이익과 별도로 MinRes JV 지분법이익이 27년 약 3,300억원 발생. MinRes JV는 호주 Wodgina · Mt Marion 광산 지분을 가진 합작법인으로 POSCO홀딩스 지분 30%
- ❖ 지분법이익이라 영업이익 · EBITDA에는 나타나지 않지만 지배주주 순이익과 기업가치에는 반영. 당사 가치평가에는 인수대금 약 1.09조원으로 반영
- ❖ 27년 탄산리튬 가격이 1만 위안 오를 때마다 리튬 영업이익은 약 530억원, JV 지분법이익은 약 290억원 증가. 27년 영업흑자의 손익분기는 탄산리튬 약 17.5만 위안

27년 탄산리튬 가격별 리튬 영업이익과 JV 지분법이익



주: 중국 탄산리튬 가격(부가세 포함) 연평균. 18.0만 · 22.3만 위안은 짐바브웨 수출 규제 유예 · 엄격 시행 가정
자료: 한화투자증권 리서치센터

리튬 영업이익과 MinRes JV 지분법이익

(십억원)	24	25	26E	27E	28E
염호(포스코아르헨티나)	-106	-211	35	252	471
PPLS	-118	-222	-149	-151	-325
리튬 영업이익	-224	-433	-114	101	146
PPLS 원료비 시차 제외 시				9	244
MinRes JV 지분법이익(영업외)	-	-	29	328	280

자료: POSCO홀딩스, 한화투자증권 리서치센터



POSCO홀딩스 리튬 투자 자원 - 유동화 3.5조원 중 리튬은 약 1.2조원

[한화리서치센터]

- ❖ 9월 포스코인터내셔널·포스코DX 지분 매각으로 2.5조원 유입. 포스코퓨처엠 지분까지 매각하면 회사 가정 기준 약 3.5조원
- ❖ 회사는 사용처를 특정하지 않았으나, 당사는 PPLS 출자·3단계·광석 제련 증설로 약 1.2조원이 리튬에 쓰일 것으로 추정. MinRes JV 인수대금(약 1.1조원)은 유동화 이전에 약정돼 기존 현금으로도 지급 가능
- ❖ 3단계는 27년 말 투자 결정 예상. 기존 염호의 전력·용수·인력을 함께 쓰는 증설이라 신규 광산보다 낮은 판매가격(톤당 약 1.7만 달러)에서도 회사 투자 기준을 충족할 것으로 추정
- ❖ 3단계가 가동되면 연 순이익은 약 2,300억원~2,800억 원으로 지분 매각으로 줄어드는 지배주주 순이익(연 약 2,000억원)보다 클 것으로 예상
- ❖ 대형 인수 가능성은 낮다고 판단. 자원 확보 경쟁으로 저가 인수 기회가 줄었고, 27년부터 EBITDA 범위 내 투자 예상. 인수한다면 인접 염호(예: Galan Lithium) 수준의 소규모 자산 등

지분 유동화 3.5조원의 예상 사용처 추정		
사용처	금액	성격
자사주 매입·소각	0.35	회사 방침
세금·PRS(주가수익스왑) 비용	약 0.7	당사 계산
PPLS 출자	약 0.6	26~29년 반복 지출
아르헨티나 염호 3단계(지주 출자)	약 0.3	27년 말 결정, 가격 조건부
광석 제련 증설	약 0.3	조건부 (고객·정광 확보)
다른 전략자원·해외 철강·재무건전성	약 1.25	미정

리튬 판매가격별 투자 결정 예상	
27년 판매가격(톤당)	예상 결정
2만 달러 이상	3단계 투자, 4단계 조기 검토
1.7만~2만 달러	3단계 투자, 광석 제련 증설 보류
1.7만 달러 미만	3단계 연기, 자원 인수 검토

주: 3.5조원은 포스코퓨처엠 지분 매각을 포함한 회사 가정.
MinRes JV 인수대금(약 1.1조원)은 유동화 이전 약정이라 제외
자료: POSCO홀딩스, 한화투자증권 리서치센터

자료: 한화투자증권 리서치센터



POSCO홀딩스 하락기 가동 유지, 4분기부터 확인될 상방

[한화리서치센터]

- ❖ 당사는 27년 리튬 공급 부족으로 탄산리튬 가격이 9월 평균 대비 상승할 것으로 전망. 이 가격에서 리튬 영업이익은 흑자로 돌아서고 MinRes JV 지분법이 이익이 더해짐
- ❖ 가격 전망이 틀려도 하방은 제한적. 아르헨티나 염호의 현금 손익분기는 톤당 약 8,000달러로 고원가 광산이 감산하는 가격대보다 낮음
- ❖ 다음 확인 지표는 4분기 1단계 가동률 90%와 MinRes JV 설립. 확인되면 목표주가 계산에 넣은 램프업 할인과 인수대금 기준 평가를 다시 볼 근거
- ❖ 두 요인이 반영되면 적정주가는 주당 약 1.4만원 상승. 리튬 가격 상승으로 피어 주가가 회복되거나 27년 말 3단계 투자가 결정되면 추가 상승 여지
- ❖ 투자의견 Buy, 목표주가 50만원 제시

리튬 투자 포인트와 확인 시점		
구분	내용	확인 시점
가격	27년 공급 부족, 탄산리튬 가격 상승	12월 이준 광산 승인, 1월 짐바브웨 수출 규제
원가	현금 손익분기 톤당 약 8,000달러	3분기 실적
가동률	1단계 90%, 2단계 램프업	4분기 실적
투자	3단계 투자 결정	27년 말

자료: 한화투자증권 리서치센터

리튬 가치의 상방·하방 요인 (적정주가 영향)		
요인	영향(원)	확인 시점
램프업 할인(10%) 해소	+5,900	4분기 실적~28년
MinRes JV 피어 기준 평가	+8,500	JV 설립·4분기 실적
피어 기업가치 8월 말 수준 회복	+4,400	수시(리튬 가격)
3단계 투자 결정	추가 상승	27년 말
8월 추가 차입 전액 사용(하방)	-13,200	3분기 보고서
PPLS 추가 출자(하방, 연간)	약 -2,200	정광 비율

주: MinRes JV는 소수지분 피어의 생산능력 1톤당 가치(3분기 평균) 적용
자료: 한화투자증권 리서치센터





POSCO홀딩스 밸류에이션 – SOTP 목표주가 50만원

[한화리서치센터]

- ❖ 목표주가는 사업별 가치 합산(SOTP)으로 산출. 철강은 선행 EBITDA에 6.0배를 적용하고, 리튬은 생산능력당 피어 기업가치로 평가
- ❖ 현재 주가는 자회사 지분·순현금·리튬 가치를 인정하면 철강에 EBITDA 약 2.3배만 반영. 당사 적용 배수 6.0배와의 차이가 상승여력의 대부분

SOTP 밸류에이션						(십억원)
구분	항목	가치	기준값	배수·지분율	할인율	비고
사업가치 (A)		22,647				
	철강	19,764	3,989	6.0배		12개월 선행 EBITDA × 6.0배 - 순차입금 4,167
	리튬(염호)	2,484	5만 톤	62,230달러/톤	10%	생산능력 × 1톤당 가치 × 환율 × 90% - 아르헨티나 차입금 1,511
	리사이클	398	66	6.1배		EBITDA × 피어 EV/EBITDA
지분가치 (B)		11,466				
	포스코퓨처엠	4,655	16,001	58.2%	50%	시가총액 × 지분율 × (1 - 할인율)
	포스코인터내셔널	2,432	9,729	50.0%	50%	지분 매각 뒤 지분율
	포스코DX 외 상장 자회사	961	3,819		50%	포스코DX·스틸리온·엠텍
	해외 철강 법인	1,519	3,062	PBR 0.58배	15%	지배주주 자본 × (₩포스코 PBR × 85%)
	포스코이앤씨	807	3,073	지분 52.8%·PBR 0.59배	15%	장부가 × 지분율 × 상장 건설사 PBR × 85%
	MinRes JV(30%)	1,092	7.65억 달러	30%		인수대금 기준(연내 지급 예정)
순현금 (C)		4,038				별도 3,258 + PRS 순효과 1,873 - MinRes JV 인수대금 1,092
적정 가치 (A+B+C)		38,151				
주식 수(천 주)		75,621				자사주 제외
적정주가(원)		504,505				
목표주가(원)		500,000				현재주가 311,500원, 상승여력 60.5%

주: 시가총액은 26년 9월 25일 기준. 리튬 피어 기업가치는 26년 3분기 일평균, 피어 9곳 중앙값. PPLS는 스포듀민/ 비올 전망(약 12.5%)을 보수적으로 적용한 정상 가동 EBITDA가 적자란 가치 0으로 반영
 자료: 한화투자증권 리서치센터





POSCO홀딩스 밸류에이션 – SOTP 보조표(리튬)

[한화리서치센터]

염호 사업가치 산출							(십억원)
염호 생산능력(천 톤)	1톤당 기업가치(달러)	환율(원/달러)	전량 가동 기준 가치	램프업 할인	염호 기업가치	(-) 포스코아르헨티나 차입금	염호 사업가치
50	62,230	1,426.8	4,439	10%	3,996	-1,511	2,484

리튬 피어 생산능력 1톤당 기업가치 (26년 3분기 평균)						
구분	회사	기업가치(십억 달러)	리튬 비중	리튬 기업가치(십억 달러)	생산능력(천 톤)	1톤당 기업가치(달러)
염호	SQM	23.1	78%	18.0	290	62,230
	Albemarle	17.7	84%	14.9	225	66,047
	Lithium Argentina	1.0	100%	1.0	18	56,975
광산	Pilbara Minerals	9.8	100%	9.8	142	69,230
	IGO	3.6	100%	3.6	83	44,185
	Liontown	2.7	100%	2.7	53	51,234
	Sigma Lithium	1.4	100%	1.4	37	37,070
중국	간펑리튬	19.6	82%	16.0	220	72,936
	텐치리튬	13.9	SQM 지분 제외	9.5	약 80	약 119,900
중앙값						62,230

리튬 가치 합계					(십억원)
염호 사업가치	MinRes JV 지분가치	PPLS	리튬 가치 합계	주당(원)	
2,484	1,092	0	3,576	약 47,300	

주: MinRes JV는 인수대금 기준. PPLS는 정광 비율 전망을 보수적으로 적용한 정상 가동 EBITDA가 적자라 가치 0으로 반영
자료: Bloomberg, 각사, 한화투자증권 리서치센터



POSCO홀딩스 밸류에이션 – SOTP 보조표(지분 매각 · 비상장 자회사)

[한화리서치센터]

지분 매각(PRS) 효과			(십억원)
항목	포스코인터내셔널	포스코DX	합계
처분 주식수(만 주)	3,643	2,339	5,982
기준가(원)	55,400	20,600	
매각 현금	2,018	482	2,500
처분 차익(세전)	923	465	1,388
(-) 처분 세금	-223	-113	-336
(-) PRS 비용 3년 현재가치			-274
평가손익	-4	-14	-18
순현금에 더한 순효과			1,873
매각 뒤 지분율	50.0%	50.0%	

해외 철강 법인 가치					(십억원)
법인	국가	자본(25년 말)	지분율	지배주주 몫	
크라카타우포스코	인도네시아	576	50.0%	288	
포스코 마하라슈트라	인도	794	100%	794	
포스코 타이눅스	태국	410	74.6%	306	
포스코 야마토비나	베트남	321	51.0%	164	
그 밖의 17곳		1,510	100%	1,510	
지배주주 자본 합계					3,062
× PBR 0.58배 × (1 - 15%)					1,519

비상장 자회사 · JV 평가						(십억원)
대상	기준값	지분율	적용 배수	할인	가치	방식
포스코이앤씨	장부가 3,073	52.8%	상장 건설사 PBR 0.585배	15%	807	GS건설 0.60 · DL이앤씨 0.57배 평균
MinRes JV	인수대금 7.65억 달러	30%	-	-	1,092	인수대금 기준, 지분가치에 포함(인수대금은 순현금에서 차감)

리튬 가치 교차 점검						(십억원)
방법	기준값	배수	(-) 차입금	리튬 사업가치	비고	
생산능력 방식	5만 톤	62,230달러/톤	1,511	2,484	염호 기업가치 ÷ 28E 염호 EBITDA = 5.8배	
EBITDA 방식	28E 염호 EBITDA 686	5.0~5.7배	1,511	1,906~2,394	배수는 염호 피어 3곳 27E(9월 25일)	

주: 지분 매각은 26년 9월 PRS(주가수익스와프) 3년 계약. 세율 24.2% · PRS 금리 연 5.3%는 가정치. 해외 철강 PBR은 (주)포스코에 적용한 배수와 같게. MinRes JV 귀속 생산능력 약 2.4만 톤(LCE)
 자료: POSCO홀딩스, 각사, 한화투자증권 리서치센터



POSCO홀딩스 밸류에이션 - 글로벌 리튬업종 피어

[한화리서치센터]

글로벌 리튬업종 주가와 밸류에이션

	Company	시가총액 (십억달러)	주가 (각국통화)	주가상승률(%)					P/E(x)		P/B(x)		ROE(%)		EV/EBITDA	
				1W	1M	3M	6M	YTD	26E	27E	26E	27E	26E	27E	26E	27E
	POSCO홀딩스	18.2	311,500	-4.6	-8.1	1.8	-7.8	2.0	12.1	9.7	0.42	0.41	3.5	4.3	6.4	5.6
염호	SQM	18.5	66.89	-1.2	-16.8	-6.6	-19.1	-2.8	9.4	9.1	2.38	2.05	32.1	29.0	5.2	5.5
	Albemarle	12.9	109.73	-1.1	-19.2	-17.9	-38.9	-22.4	9.7	10.1	1.34	1.28	15.4	14.6	5.7	5.7
	Lithium Argentina	0.9	5.52	-4.3	-20.1	-29.1	-11.7	-1.1	25.8	20.2	1.10	1.06	3.7	2.6	4.9	5.0
점토	Lithium Americas	1.0	2.75	-3.8	-13.2	-27.4	-29.5	-36.9	n/a	n/a	0.48	0.67	-1.4	-3.6	n/a	n/a
광산	Pilbara Minerals	8.7	3.84	-7.9	-25.4	-23.8	-25.4	-9.0	21.1	11.5	2.94	2.49	14.6	23.5	9.8	6.2
	Mineral Resources	7.3	52.41	-0.8	-19.8	-17.0	-7.5	-3.6	12.4	12.4	2.48	1.99	21.0	16.0	5.9	5.9
	IGO	3.5	6.58	-4.4	-20.6	-10.0	-17.0	-19.8	38.3	10.4	2.26	1.89	6.2	19.7	17.6	10.6
	Liontown	2.1	0.94	-7.8	-17.9	-43.4	-46.7	-40.3	n/a	12.7	2.92	1.71	-1.5	14.7	15.1	6.5
	Sigma Lithium	1.1	9.58	-3.9	-24.0	-18.2	-8.4	-27.4	17.3	6.7	n/a	n/a	65.3	77.4	9.6	3.7
중국	텐치리튬	9.9	40.90	-4.3	-15.2	-30.6	-29.4	-26.1	10.1	10.1	1.39	1.23	14.6	12.0	4.5	4.5
	간펑리튬	12.4	43.68	-4.9	-19.3	-31.1	-45.2	-30.5	12.2	11.3	1.75	1.54	15.6	14.6	9.4	8.8
	야화	2.7	15.94	-3.9	-15.9	-20.3	-34.1	-35.6	8.0	8.1	1.40	1.17	19.9	19.8	5.4	5.7
	청신리튬	3.5	25.69	-5.4	-19.8	-39.3	-39.2	-25.4	12.3	11.4	1.85	1.58	17.3	16.4	8.4	8.3
다각화	Rio Tinto	160.8	7,088	-1.8	-7.8	-1.1	8.3	18.3	11.2	11.3	2.21	2.05	20.3	18.8	6.3	6.1

주: 26년 9월 25일 기준, 추정치는 Bloomberg 컨센서스. SOTP의 리튬 피어 기업가치는 3분기 평균(p62)

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



POSCO홀딩스 밸류에이션 - 글로벌 철강업종 피어

[한화리서치센터]

글로벌 철강업종 주가와 밸류에이션

	Company	시가총액 (십억달러)	주가 (각국통화)	주가상승률(%)					P/E(x)		P/B(x)		ROE(%)		EV/EBITDA	
				1W	1M	3M	6M	YTD	26E	27E	26E	27E	26E	27E	26E	27E
한국	POSCO홀딩스	18.2	311,500	-4.6	-8.1	1.8	-7.8	2.0	12.1	9.7	0.42	0.41	3.5	4.3	6.4	5.6
	현대제철	3.1	31,950	-7.7	1.1	21.9	-7.9	2.7	43.9	12.9	0.21	0.21	0.6	1.8	5.9	5.1
	동국제강	0.3	9,390	-5.7	-11.7	11.1	2.5	14.0	11.3	7.7	0.24	0.24	2.2	3.1	7.0	6.2
	세아제강	0.3	138,200	-4.9	0.1	15.2	8.1	16.6	4.3	3.9	0.32	0.30	7.9	8.0	4.5	3.7
중국	바오산 철강	18.9	5.84	2.1	0.3	8.3	-9.2	-21.6	12.4	10.5	0.61	0.59	4.9	5.5	4.9	4.6
	허스틸	3.1	2.01	-1.5	-5.6	2.6	-14.5	-13.0	13.4	10.0	0.34	0.33	2.7	3.3	11.4	10.7
	마안산강철	2.5	2.43	-4.0	-7.3	-3.2	-35.2	-42.4	42.6	14.3	0.75	0.70	2.2	7.2	8.2	6.4
	베이징 서우강	4.0	3.42	-1.4	-4.5	9.3	-26.8	-30.2	22.4	17.1	0.52	0.51	2.3	2.9	5.2	4.8
	팡다 특수 철강	1.4	4.03	-1.2	-5.6	1.8	-28.8	-31.6	12.0	10.0	0.88	0.85	7.4	8.4	15.3	13.3
일본	일본제철	23.4	685.50	1.1	2.2	26.2	14.8	6.8	n/a	12.1	0.68	0.64	-0.7	5.6	10.0	7.1
	JFE홀딩스	7.5	1,846	1.0	0.4	19.3	-2.5	-7.6	15.1	9.0	0.46	0.43	3.3	4.8	8.4	7.4
	고베제강	5.3	2,080	3.0	2.9	10.9	5.9	0.4	8.3	8.7	0.67	0.62	8.3	7.3	5.7	5.3
인도	타타 스틸	24.5	187.97	1.3	0.6	-0.4	-2.7	4.4	20.1	14.0	2.39	2.06	11.8	15.4	9.3	7.4
	JSW 스틸	32.6	1,277	0.1	-4.5	3.7	13.0	9.6	34.0	21.3	3.53	2.74	10.6	13.5	13.1	10.9
	인도 철강공사	8.0	185.00	4.3	-4.1	8.3	26.3	25.9	23.0	11.1	1.26	1.17	5.2	10.9	9.5	6.4
미주	뉴코	56.1	247.25	-0.5	-2.0	3.1	51.3	51.6	13.2	12.7	2.33	2.01	18.7	17.2	8.0	7.8
	스틸 다이내믹스	33.5	233.66	-0.7	-0.9	-4.8	36.7	37.9	13.6	11.7	3.20	2.65	24.9	23.9	9.2	7.9
	제르다우	9.0	24.99	-1.4	4.3	16.7	37.8	22.6	9.1	8.4	0.89	0.84	9.8	10.3	4.4	4.3
유럽	티센크루프	10.9	15.39	0.6	3.4	48.8	105.5	65.9	n/a	13.5	1.02	0.96	-2.6	6.9	5.6	4.1
	아르셀로미탈	54.5	70.38	-2.1	-3.3	17.6	42.0	58.0	15.8	10.2	0.94	0.87	6.1	9.1	7.9	6.2
	뵈스트알피네	9.3	45.80	-0.2	-0.8	9.4	20.2	21.2	20.8	12.2	1.05	0.97	5.1	8.1	6.5	5.4
	SSAB	10.5	104.15	-2.8	-0.1	14.0	45.8	47.8	13.8	10.7	1.41	1.30	10.6	12.5	6.8	5.4
	잘츠기터	3.6	52.50	1.4	-11.2	19.8	50.3	30.8	11.9	7.1	0.62	0.58	5.1	8.3	5.8	4.4
호주	블루스코프 스틸	9.3	30.36	1.0	1.2	-7.2	16.1	33.2	15.6	11.3	1.23	1.27	7.8	11.1	7.3	5.9

주: 26년 9월 25일 기준, 추정치는 Bloomberg 컨센서스
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



POSCO홀딩스 (005490) 리튬 손익 전환 구간

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(하향): 500,000원

Stock Data

현재 주가(9/23)	311,500원
상승여력	60.5%
시가총액	246,837억원
발행주식수	79,242천주
52주 최고가/최저가	535,000/263,000원
90일 일평균 거래대금	936.11억원
외국인 지분율	32.3%

주주 구성

국민연금공단 (외 1인)	8.3%
BlackRockFundAdvisors (외 14인)	5.8%
자사주 (외 1인)	4.6%

Stock Price



3Q26 Preview: 컨센서스 하회 전망

- 컨센서스 하회: 3분기 연결 영업이익은 7,483억원으로 컨센서스를 8.7% 하회할 전망
- POSCO 평가 인상: POSCO 영업이익은 3,611억원(QoQ +31.9%) 전망. 반덤핑 이후 평가 인상이 원료비 상승을 상회하나, 환율 하락으로 개선 폭은 제한적
- 리튬 적자 확대: 이차전지소재는 456억원 영업적자 전망. 아르헨티나 염호는 정비로 손익분기 수준, PPLS는 고가 정광 채고 투입으로 적자 확대
- 4분기 연결 영업이익은 7,075억원으로 소폭 감소. POSCO 감익을 리튬 개선이 일부 상쇄

목표주가 50만원으로 하향, 투자 의견 Buy 유지

- 목표주가 하향: 철강·리튬 평가 기준 변경 반영. 다만 현재 주가는 철강에 EBITDA 약 2.3배만 반영하는 수준
- 비중국 리튬 경쟁력: 자원을 보유한 주요 비중국 리튬사 중 유일하게 그룹 내 양극재 회사 보유
- 리튬 가격 레버리지: 가격 상승 시 염호 이익과 MinRes JV 지분법이익이 함께 증가
- 4분기 평가·가동률 개선: 인증 제품 판매와 1단계 가동률 90% 도달 시 리튬 가치 상향 여지

재무정보	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	77,127	72,688	69,095	72,933	75,322
영업이익	3,531	2,174	1,827	2,982	3,889
EBITDA	7,376	6,158	5,986	7,436	8,872
지배주주순이익	1,698	1,095	658	1,655	2,137
EPS	20,079	13,252	8,126	21,882	28,256
순차입금	8,908	11,444	13,793	15,804	19,983
PER	24.9	23.5	38.3	14.2	11.0
PBR	0.8	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	6.9	5.9	6.4	5.4	5.0
배당수익률(%)	2.0	3.2	3.2	3.5	3.5
ROE	3.2	2.0	1.2	2.9	3.6

자료: 한화투자증권 리서치센터



POSCO홀딩스 (005490) 리튬 손익 전환 구간

[한화리서치센터]

실적 추정											
(십억 원, %, % YoY)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E
매출액	17,437	17,556	17,261	16,842	17,876	19,259	17,817	17,982	72,688	69,096	72,933
철강	15,112	15,022	14,756	14,521	14,964	15,393	15,241	14,932	62,201	59,411	60,530
인프라	13,176	13,347	13,168	13,314	13,859	15,466	13,561	14,020	56,872	53,005	56,906
이차전지	930	764	1,000	644	979	1,052	863	983	3,830	3,338	3,876
내부거래 등	-11,781	-11,577	-11,663	-11,637	-11,926	-12,652	-11,848	-11,953	-50,215	-46,658	-48,379
YoY 증가율	-3.4%	-5.2%	-5.8%	-5.4%	2.5%	9.7%	3.2%	6.8%	-5.8%	-4.9%	5.6%
철강	-2.1%	-2.8%	-5.8%	-7.1%	-1.0%	2.5%	3.3%	2.8%	-2.1%	-4.5%	1.9%
인프라	-6.9%	-9.6%	-7.3%	-3.2%	5.2%	15.9%	3.0%	5.3%	-0.5%	-6.8%	7.4%
이차전지	-19.6%	-19.3%	3.5%	-15.4%	5.3%	37.7%	-13.7%	52.6%	-20.6%	-12.8%	16.1%
영업이익	568	607	639	13.0	707	819	748	707	2,173	1,827	2,982
철강	453	603	651	254	345	403	450	413	1,636	1,961	1,611
인프라	304	237	151	-10	405	493	424	379	1,326	682	1,701
이차전지	-98	-144	-42	-157	-7	41	-46	-5	-278	-441	-17
OPM	3.3%	3.5%	3.7%	0.1%	4.0%	4.3%	4.2%	3.9%	3.0%	2.6%	4.1%
철강	3.0%	4.0%	4.4%	1.7%	2.3%	2.6%	3.0%	2.8%	2.6%	3.3%	2.7%
인프라	2.3%	1.8%	1.1%	-0.1%	2.9%	3.2%	3.1%	2.7%	2.3%	1.3%	3.0%
2차전지	-10.5%	-18.8%	-4.2%	-24.4%	-0.7%	3.9%	-5.3%	-0.5%	-7.3%	-13.2%	-0.4%

자료: 한화투자증권 리서치센터



POSCO홀딩스 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	77,127	72,688	69,095	72,933	75,322
매출총이익	6,417	5,413	5,166	6,194	7,139
영업이익	3,531	2,174	1,827	2,982	3,889
EBITDA	7,376	6,158	5,986	7,436	8,872
순이자손익	-449	-398	-520	-602	-767
외화관련손익	-348	-741	1	-899	-899
지분법손익	448	-316	384	545	0
세전계속사업손익	2,635	1,251	1,107	2,427	3,226
당기순이익	1,846	948	504	1,863	2,374
지배주주순이익	1,698	1,095	658	1,655	2,137
증가율(%)					
매출액	-9.0	-5.8	-4.9	5.6	3.3
영업이익	-27.2	-38.5	-15.9	63.2	30.4
EBITDA	-13.7	-16.5	-2.8	24.2	19.3
순이익	-48.2	-48.7	-46.8	269.4	27.4
이익률(%)					
매출총이익률	8.3	7.4	7.5	8.5	9.5
영업이익률	4.6	3.0	2.6	4.1	5.2
EBITDA이익률	9.6	8.5	8.7	10.2	11.8
세전이익률	3.4	1.7	1.6	3.3	4.3
순이익률	2.4	1.3	0.7	2.6	3.2

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	46,212	44,030	43,484	43,366	41,520
현금성자산	18,324	15,663	16,201	15,220	12,132
매출채권	12,716	12,689	12,756	13,619	14,217
재고자산	13,826	14,143	13,624	13,624	14,206
비유동자산	54,733	59,374	61,709	65,141	69,930
투자자산	12,261	12,703	11,332	13,066	13,340
유형자산	35,206	39,847	42,293	46,200	50,749
무형자산	4,715	4,775	5,494	5,875	5,841
자산총계	100,945	103,404	105,192	108,507	111,450
유동부채	21,862	22,780	23,132	22,021	22,483
매입채무	9,278	10,261	9,270	8,846	9,234
유동성이자부채	11,307	11,409	12,367	11,378	11,378
비유동부채	19,420	19,174	19,683	21,820	22,996
비유동이자부채	15,925	15,699	17,626	19,645	20,736
부채총계	41,281	41,954	42,815	43,841	45,479
자본금	482	482	482	482	482
자본잉여금	1,663	1,649	1,685	1,528	1,528
이익잉여금	53,858	53,658	53,177	54,150	55,455
자본조정	-1,822	-395	385	1,808	1,808
자기주식	-1,890	-1,551	-1,176	-802	-802
자본총계	59,664	61,450	62,378	64,666	65,971





POSCO홀딩스 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	6,168	6,664	4,572	7,725	6,527
당기순이익	1,846	948	504	1,863	2,374
자산상각비	3,845	3,984	4,159	4,455	4,983
운전자본증감	-1,087	337	-805	-1,341	-780
매출채권 감소(증가)	-1,128	1,566	-663	-854	-599
재고자산 감소(증가)	1,384	219	567	-430	-582
매입채무 증가(감소)	-119	-376	-917	-534	389
투자현금흐름	-7,388	-4,487	-6,687	-7,784	-9,874
유형자산처분(취득)	-6,745	-7,626	-5,451	-7,414	-9,071
무형자산 감소(증가)	-452	-481	-568	-507	-529
투자자산 감소(증가)	344	3,667	106	115	0
재무현금흐름	-179	-2,302	2,403	-531	259
차입금의 증가(감소)	609	-2,046	2,250	89	1,091
자본의 증가(감소)	-815	-937	-915	-756	-832
배당금의 지급	-815	-844	-915	-756	-832
총현금흐름	7,876	6,594	6,444	9,568	7,307
(-)운전자본증가(감소)	-10	-338	-477	985	780
(-)설비투자	6,745	7,670	5,665	7,475	9,071
(+)자산매각	-452	-437	-354	-446	-529
Free Cash Flow	689	-1,175	901	662	-3,073
(-)기타투자	1,632	48	2,055	334	274
잉여현금	-943	-1,223	-1,154	328	-3,347
NOPLAT	2,474	1,646	833	2,289	2,862
(+) Dep	3,845	3,984	4,159	4,455	4,983
(-)운전자본투자	-10	-338	-477	985	780
(-)Capex	6,745	7,670	5,665	7,475	9,071
OpFCF	-417	-1,701	-197	-1,716	-2,006

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	20,079	13,252	8,126	21,882	28,256
BPS	640,653	670,434	688,597	731,540	748,007
DPS	10,000	10,000	10,000	11,000	11,000
CFPS	93,127	79,801	79,617	120,748	92,212
ROA(%)	1.7	1.1	0.6	1.5	1.9
ROE(%)	3.2	2.0	1.2	2.9	3.6
ROIC(%)	4.2	2.6	1.2	3.2	3.7
Multiples(x,%)					
PER	24.9	23.5	38.3	14.2	11.0
PBR	0.8	0.5	0.5	0.4	0.4
PSR	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
PCR	5.4	3.9	3.9	2.6	3.4
EV/EBITDA	6.9	5.9	6.4	5.4	5.0
배당수익률	2.0	3.2	3.2	3.5	3.5
안정성(%)					
부채비율	69.2	68.3	68.6	67.8	68.9
Net debt/Equity	14.9	18.6	22.1	24.4	30.3
Net debt/EBITDA	120.8	185.8	230.4	212.5	225.2
유동비율	211.4	193.3	188.0	196.9	184.7
이자보상배율(배)	3.5	2.1	1.7	2.8	3.6
자산구조(%)					
투자자본	66.6	70.0	71.4	72.4	75.8
현금+투자자산	33.4	30.0	28.6	27.6	24.2
자본구조(%)					
차입금	31.3	30.6	32.5	32.4	32.7
자기자본	68.7	69.4	67.5	67.6	67.3

Compliance Notices

Compliance Notice

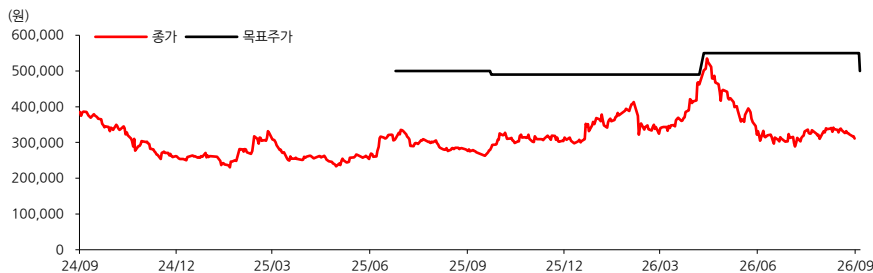
(공표일: 2026년 09월 28일)

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 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (권지우)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 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 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

POSCO홀딩스 (005490)



투자의견 변동내역

일 시	2016.08.12	2025.07.18	2025.07.18	2025.08.01	2025.08.29	2025.09.18
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		권지우	500,000	500,000	500,000	500,000
일 시	2025.09.26	2025.10.16	2025.10.28	2025.10.31	2025.11.24	2025.11.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	500,000	490,000	490,000	490,000	490,000	490,000
일 시	2025.12.01	2025.12.09	2025.12.26	2026.01.08	2026.01.30	2026.03.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	490,000	490,000	490,000	490,000	490,000	490,000
일 시	2026.03.27	2026.05.04	2026.05.29	2026.06.26	2026.07.07	2026.07.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	490,000	550,000	550,000	550,000	550,000	550,000
일 시	2026.09.02	2026.09.28				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	550,000	500,000				

목표주가 변동 내역별 괴리율 (POSCO홀딩스)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2025.07.18	Buy	500,000	-41.31	-33.00
2025.10.16	Buy	490,000	-30.38	-4.29
2026.05.04	Buy	550,000	-35.20	-2.73
2025.09.28	Buy	500,000		

Compliance Notices

종목 투자등급

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +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 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

산업 투자 의견

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 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 분석 대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중

(기준일: 2026년 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자 상품의 비중	96.3%	3.7%	0.0%	100.0%

본 · 지점망

본사 02)3772-7000(代)
서울시 영등포구 여의대로 56(여의도동)
고객지원센터 080-851-8282
주문전용 080-851-8200
ARS 080-852-1234

서울

본 사	02) 3772-7000	영 업 부	02) 3775-0775
강 남 W M 센 터	02) 6975-2000	목 동 W M 센 터	02) 2654-2300
갤러리아WM센터	02) 3445-8700	송 파 W M 센 터	02) 449-3677
금융플라자63지점	02) 308-6363	센트럴WM센터	02) 743-7311

인천/경기

분 당 W M 센 터	031) 707-7114	일 산 지 점	031) 929-1313
송도IFEZ지점	032) 851-7233	평 촌 지 점	031) 381-6004
신 갈 지 점	031) 285-7233	평 택 지 점	031) 652-8668
안 성 지 점	031) 677-0233		

부산/울산/경남

부 산 W M 센 터	051) 465-7533	울 산 W M 센 터	052) 265-0505
마 린 시 티 지 점	055) 943-3000	언 양 지 점	052) 262-9300
거 제 브 랜 치	055) 730-0400	거 창 지 점	051) 751-8321

대구/경북

대 구 W M 센 터	053) 741-3211	영 주 지 점	054) 633-8811
문 경 지 점	054) 550-3500	영 천 지 점	054) 331-5000

대전/충청

대 전 W M 센 터	042) 488-7233	청 주 지 점	043) 224-3300
천 안 지 점	041) 563-2001	홍 성 지 점	041) 631-2200

광주/전라

광 주 W M 센 터	062) 713-5700	전 주 지 점	063) 710-1000
-------------	---------------	---------	---------------



한화투자증권

[Compliance Notice]

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 정보 출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.