

철강 (비중확대/신규) 영원한 건 없다



CONTENTS

I. Summary	3
II. 철강, 중국을 논외로 하기 어려운 이유	4
글로벌 철강 시장, 중국이 중요한 이유	4
중국 공급 과잉의 여파: 한국과 일본에 미치는 영향	5
철강 전방 수요처: 건설, 부동산이 절반 이상	6
제품별 동향: 전반적인 약세, 국가별 상이한 흐름	7
III. 각국의 무역 장벽과 관세 정책	8
IV. 철강 시장 개선 시나리오 점검	11
1. 중국 정부의 부양책, 부동산 회복 가능성	11
2. 중국 정부의 인위적 철강 구조조정	14
3. 탈탄소 강화, 비용 부담과 기술 장벽	17
4. 중국 대체 시장의 등장? 인도 철강 시장	25
5. Cost-Push? 광산업체 현황 점검	30
V. 국내 철강 시장 전망	34
국내 철강 시장 전망 : 봉형강, 건설 업황 부진 지속	34
국내 철강 시장 전망 : 판재류, 양호한 전방산업과 반덤핑 제소 효과 기대	37
VI. 투자 전략 및 Valuation	38
Company Analysis	40
POSCO홀딩스	41
현대제철	52

I. Summary

2025년, 철강 섹터의 투자포인트로 공급 축소에 기인한 수급 개선을 전망합니다. 중국궈 글로벌 철강 공급 과잉은 ① 중국 전인대에 이어 제15차 5개년 계획(2026~2030년)에서의 감산 시그널 ② 각국의 반덤핑 관세 강화에 따른 수출처 확보의 제약 ③ 2026년 EU 탄소 국경조정제도(CBAM) 시행 등 점진적 탈탄소 기조 강화 등으로 점진적인 완화를 예상합니다. 중국 철강사의 롤마진은 하단 수준에서 횡보 흐름을 보일 것으로 추정합니다.

자국의 철강 산업 보호를 목적으로 한 무역장벽과 관세 정책은 비교역재 성격의 철강재 가격 편차를 확대시켰습니다. 국내에서는 현대제철이 ① 2024년 7월 중국산 후판 ② 12월 중국·일본 열연강판에 대한 반덤핑 제소를 신청했습니다. 저가 수입 물량에 대한 관세 부과 현실화는 국내 철강사의 수익성 개선에 긍정적입니다.

이번 자료에서는 철강 업황 개선 가능성의 다섯가지 시나리오에 대한 결론을 담았습니다. ① '중국 정부의 부양책, 부동산 회복 가능성' ② '중국 정부의 인위적 철강 구조조정' ③ '탈탄소 강화, 비용 부담과 기술 장벽' ④ '중국 대체 시장의 등장? 인도 철강 시장' ⑤ 'Cost-Push? 광산업체 현황 점검'이 관련 내용입니다.

한편, 글로벌 조강생산량 2위로 도약한 인도는 ① 제조업 중심의 국가 성장 전략 ② 부동산 지표 개선 등으로 견조한 철강 수요가 이어질 것으로 전망합니다. 2017년, 인도 철강부(Ministry of Steel)는 2030년까지 자국 내 철강 생산량을 1.3억톤에서 3억톤 규모로 늘리겠다는 계획을 밝혔습니다. 인도 정부가 발표한 'Vision 2047'에서는 인도 내 철강 생산량을 2047년까지 연간 5억톤 규모로 확대하는 내용이 포함되었습니다. 글로벌 철강사의 인도 현지 진출 역시 진행 중입니다.

국내 철강 시황은 전방산업별 편차가 뚜렷할 것으로 전망합니다. 건설 사업은 ① 2022년 하반기 레고랜드발 사태로 인한 부동산PF 여파 ② 공사비 급등으로 인한 분양 및 착공 감소 ③ 금융당국의 대출 규제 ④ 계엄사태 이후 불확실성 등으로 위축 국면이 이어지고 있습니다. 반면, 조선과 자동차향 수요는 상대적으로 양호한 흐름을 보일 것으로 예상합니다.

철강업종에 대한 투자이견 '비중확대'를 제시하며 커버리지를 개시합니다. 2025년, 주요 철강사 주가는 중국 감산 기대감과 국내 반덤핑 제소 등으로 상승 흐름을 보였습니다. 다만, KRX 철강 PBR 기준 0.36x로 KOSPI 대비 할인율은 COVID-19 시기와 유사한 약 60% 수준입니다. 현 철강 산업의 디스카운트 요인인 중국궈 공급과잉 완화와 국내 철강사의 할인율 축소를 예상합니다. 국내 철강재 수급 완화와 점진적인 업황 회복은 ROE 개선으로 이어질 전망입니다.

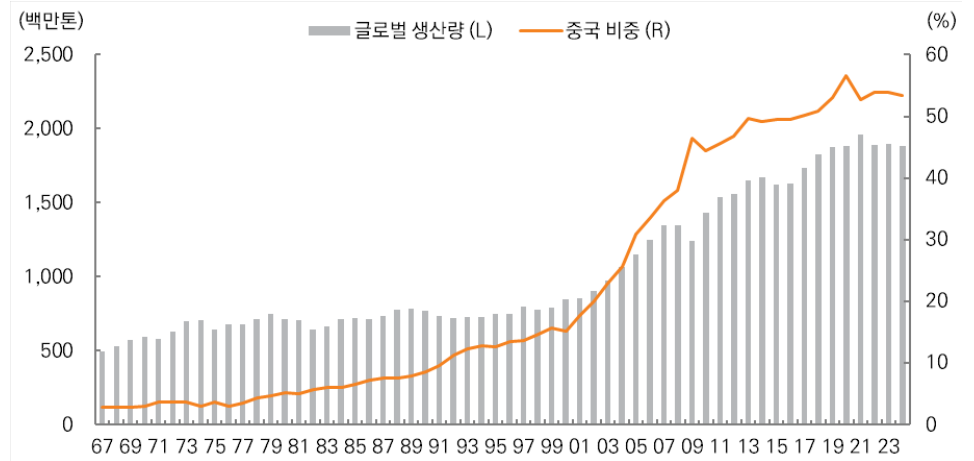
POSCO홀딩스와 현대제철에 대해 매수 의견으로 커버리지를 개시하며 업종 최선호주로 POSCO홀딩스를 제시합니다. 2025년 영업이익은 철강 시황 개선, 지저 효과에 따른 뚜렷한 개선을 전망합니다. POSCO홀딩스의 리튬 사업은 수요 대응을 위한 양산 가동이 본격화되고 있습니다. 보호무역주의, 자원민족주의 기조 속에 신규 투자 확대와 지역 포트폴리오 다변화에 주목해야 한다고 판단합니다.

II. 철강, 중국을 논외로 하기 어려운 이유

글로벌 철강 시장, 중국이 중요한 이유

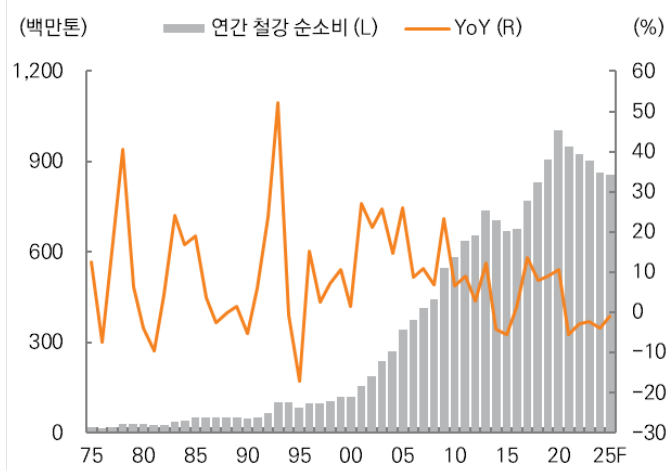
2024년, 글로벌 조강생산량은 약 18.8억톤으로 전년 대비 0.7% 감소했다. 동기간 중국의 철강 생산량은 약 10.1억톤으로 전년 대비 1.7% 감소했으나, 여전히 글로벌 철강 생산의 약 53%를 차지하고 있다. 중국의 철강 수요는 2020년을 정점으로 감소 흐름을 이어가고 있다. 2024년, 중국 철강 수요량은 약 8.7억톤으로 전년 대비 3% 감소했다. 반면, 중국의 철강 수출량은 증가 추세를 보이고 있다. 2024년, 중국 철강재 수출량은 약 1.1억톤으로 전년도에 이어 큰 폭으로 증가했다. 중국의 철강 수요 둔화와 잉여 철강재 수출 확대로 글로벌 철강 시장은 공급 과잉 국면이 이어지고 있다.

그림 1. 연간 글로벌 조강생산량, 중국 비중 추이



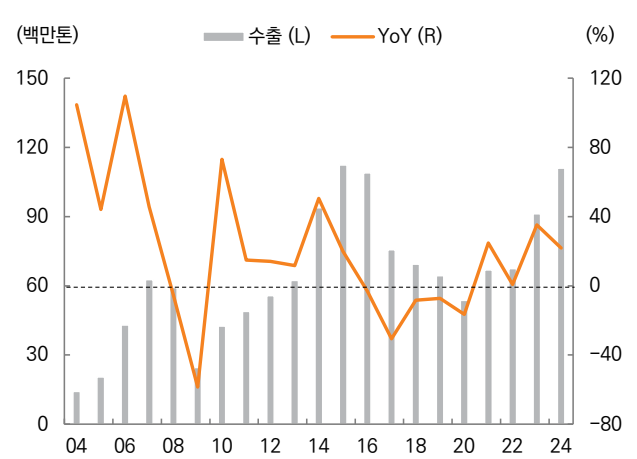
자료: WSA, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 중국 연간 철강 순소비, YoY 증감률 추이



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 중국 연간 철강재 수출량, YoY 증감률 추이



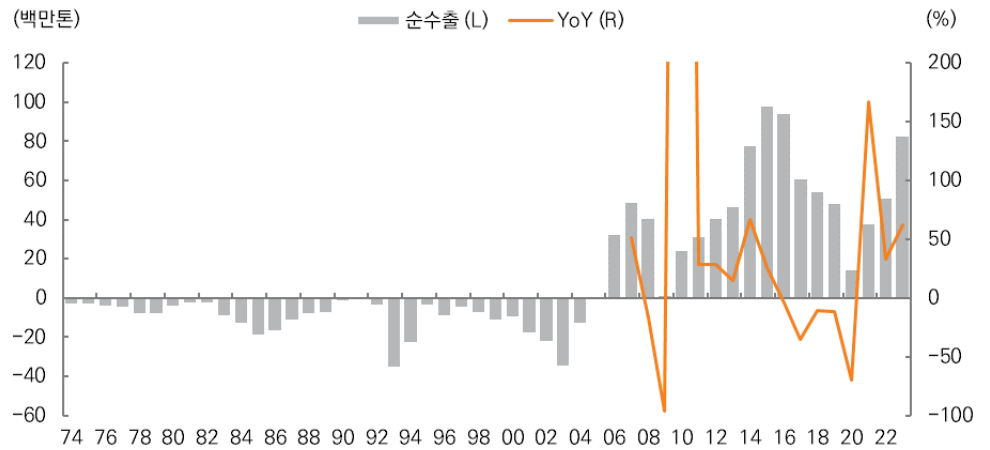
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

중국 공급 과잉의 여파: 한국과 일본에 미치는 영향

중국의 철강 순수출 구조 전환은 국내 철강 시장에 부정적 요인으로 작용하고 있다. 국내 열연 기준, 톤당 400~500 달러에 불과한 판매단가는 기본적으로 운송비 부담을 줄이기 위한 근거리 조달에 유리한 구조이다. 이는 동해안에 인접한 연안사(쌍용C&E, 삼표시멘트, 한라시멘트)를 중심으로 해송을 통한 선별적 수출이 이뤄지는 시멘트 산업과 유사하다.

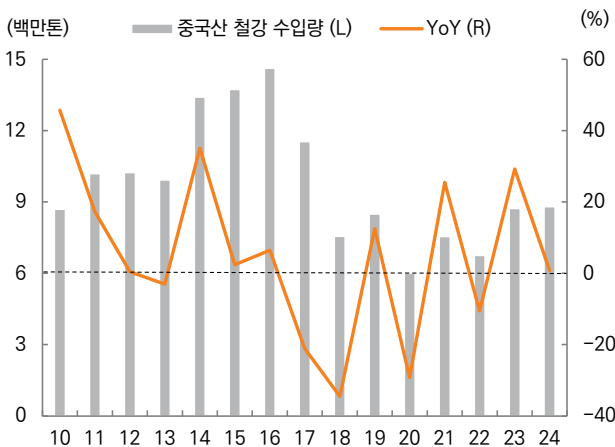
중국의 잉여철강재는 근거리에 위치한 동아시아항 수출 증가로 이어지며 철강 가격의 약세 원인으로 작용하고 있다. 2023년 기준, 중국의 철강재 순수출 규모는 약 8,300만톤 (+62.5%, YoY)을 기록했다. 2024년, 한국의 중국산 철강재 수입량은 전년 대비 1% 증가한 880만톤을 기록했다. 동기간 한국의 일본산 철강재 수입량은 전년 대비 16% 감소한 473만톤을 기록했다. 중국산 수입 철강재의 일본산 대체 효과를 추정해 볼 수 있다. 국내 철강 시장은 중국 수출 확대의 영향권 내에 있다.

그림 4. 연간 중국 철강 순수출(입) 물량 추이



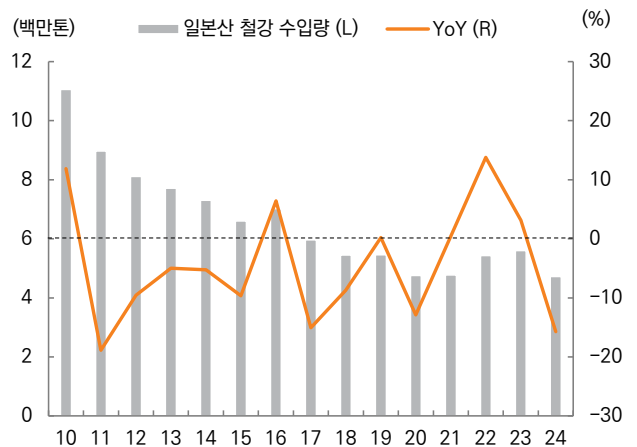
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 연간 한국의 중국산 철강재 수입량 추이



자료: 한국철강협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 연간 한국의 일본산 철강재 수입량 추이



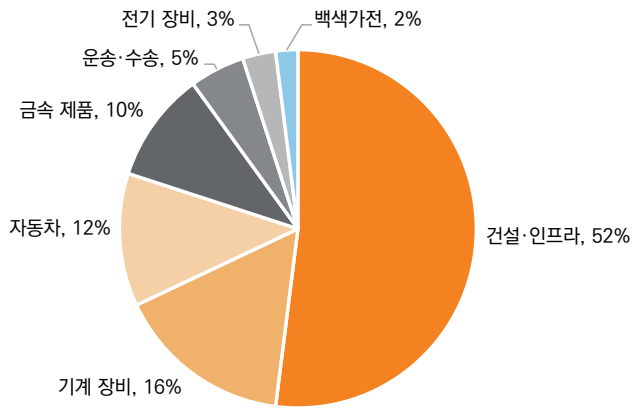
자료: 한국철강협회, 미래에셋증권 리서치센터

철강 전방 수요처: 건설, 부동산이 절반 이상

WSA의 글로벌 철강 수요 분류에 따르면, 인프라 등 건설 부문이 약 52%로 가장 높은 비중을 차지하고 있다. 이어 건설 중장비 16%, 자동차 12%, 금속 제품 10% 등이다. 최근 까지 이어지고 있는 글로벌 철강 업황 둔화는 중국 건설 및 부동산 시장의 수요 부진으로 귀결된다. 중국의 철강 내수 시장 역시 건설 및 부동산 비중이 약 50% 수준으로 알려져 있다.

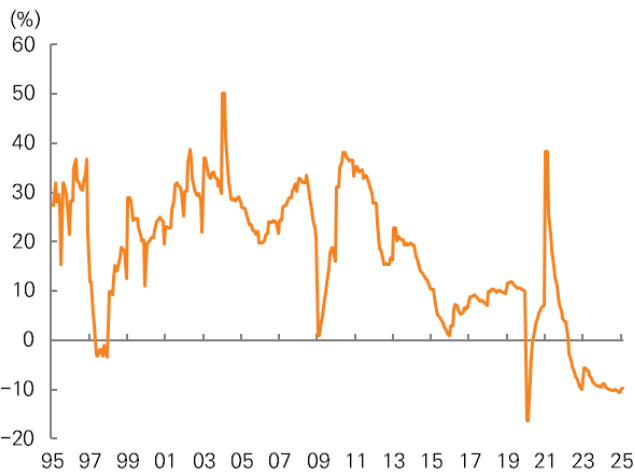
중국의 부동산 주요 지표는 전반적으로 둔화 흐름을 보이고 있다. 2021년 하반기를 기점으로 철강 수요의 선행 지표인 부동산 투자, 착공 지표는 감소하며 약세 흐름을 이어가고 있다. 특히, 철강 수요 지표인 월별 주택 착공 면적은 2024년 기준 전년동기 대비 약 25% 감소하며 철강 수요 약세의 단면을 보여주고 있다.

그림 7. 글로벌 전방산업별 철강재 수요 비중



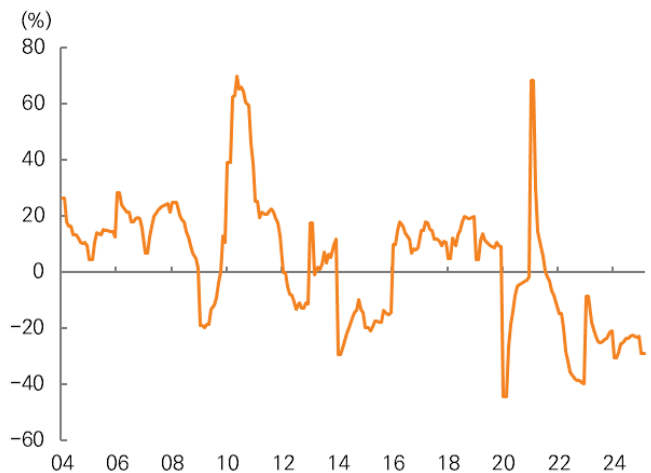
자료: WSA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 중국 부동산투자 누적 증가율 추이



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 중국 주택 착공 면적 YoY 증감률 추이



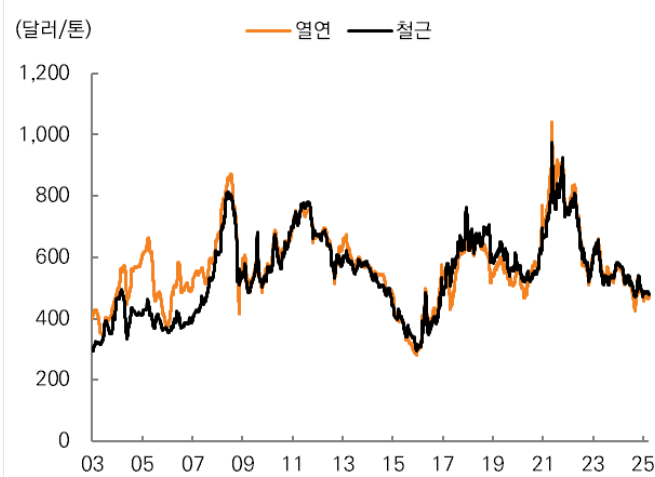
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

제품별 동향: 전반적인 약세, 국가별 상이한 흐름

각국의 철강재 가격은 전반적인 약세 속에 국가별 상이한 흐름을 보였다. 중국 내수 가격은 전인대(전국인민대표대회)에서 공개된 경제 성장률과 감산 등 기대감으로 상승했으나, 이후 반락했다. 국내 철강재 가격은 주택을 비롯한 건설 업황 부진으로 전반적인 약세를 지속하고 있다. 특히, 건설 신규 착공과 연동되는 봉형강류인 철근 가격은 판재류인 열연 대비 하락 폭이 두드러지고 있다.

반면, 미국 철강재 가격은 트럼프 대통령의 수입산 25% 관세 부과 예고에 따라 상대적으로 강세를 보였다. 미국의 철강/자동차 수입 관세 부과 결정은 철강주 투자심리 악화 요인으로 작용하고 있다. 다만, ① 미국 내수 철강 가격 강세에 따른 수익성 우려 축소 ② 기 적용되고 있는 쿼터제에 따른 제한적 물량 감소는 불확실성 내 긍정적 요인이다.

그림 10. 중국 열연, 철근 가격 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 한국 열연(수입유통가), 철근(SD400) 가격 추이



자료: 스틸데일리, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 북미 열연, 철근 가격 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 유럽 열연, 철근 가격 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

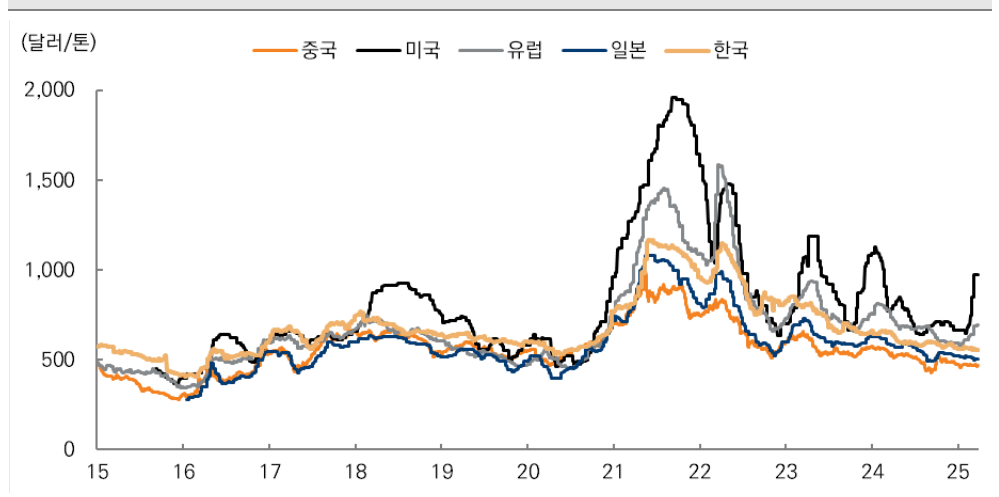
III. 각국의 무역 장벽과 관세 정책

각국의 무역 장벽과 관세 정책 : 지역별 가격 편차 야기

철강 시장의 글로벌화는 비교역제 성격인 철강재 가격의 지역별 편차를 축소시켰다. 반면, 자국의 철강 산업 보호를 목적으로 한 무역장벽과 관세 정책은 재차 국가별 철강재 가격 차를 확대시키고 있다. 미국 열연 가격은 975달러/톤으로 국내 열연가 대비 70% 이상 프리미엄을 받고 있다.

미국은 지난 2018년 무역확장법 232조에 근거한 철강 제품 25% 보편 관세를 적용했다. 한국의 경우, 25% 관세를 면제받는 조건으로 수출 물량 70%(263만톤/연)의 쿼터를 할당 받고 있다. 트럼프 2기 행정부(2025년~)는 철강 등 제품에 대한 25% 관세 부과 의지를 밝혔다. 유럽의 경우, 미국향 수출 물량의 자국 유입에 대비한 세이프가드 조치를 실시하고 있으며 2026년까지 적용될 예정이다.

그림 14. 국가별 열연 가격 추이



자료: Bloomberg, 스틸데일리, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 2025년, 글로벌 국가의 중국산 관련 반덤핑 제소 현황

국가	품목	세율	진행 상황
베트남	열연	19.38~27.83%	25.03.07~ 시행
미국	철강재	25%	25.03.12~ 시행
한국	후판	27.91~38.02%	예비판정
한국	열연		2Q25F (조사 착수)
대만	열연		2H25F (조사 착수)
일본	판재류		조사 착수
EU	철강 제품 3종		조사 착수
튀르키예	판재류		조사 착수
베트남	아연도금강판		정부에 요청
말레이시아	아연도금강판		검토 중

자료: 언론 자료, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 미국, 주요 철강 관세 등 세부내용

시기	내용
트럼프 1기	- 2018년, 무역확장법 232조 활용: 철강 제품 25% 보편 관세 - 2019년, 중국산 추가 15% 관세 부과 → 2020년, 7.5%로 인하 - 한국은 25% 관세를 면세받는 조건으로 2015~2017년 평균 수출 물량의 70%에 해당하는 쿼터 할당 → 연 263만톤 초과 수출 시 관세 부과
트럼프 2기	- 2025년 2월과 3월, 중국산 수입품에 각각 10%p의 보편 관세 부과하며 총 20% 추가 관세 부과 - 3월 4일, 캐나다·멕시코 수입품에 25% 관세 부과 - 3월 12일, 모든 국가에서 수입하는 철강·알루미늄에 대해 25% 관세 부과 예고 - 모든 국가와의 관세정책이 상호주의적으로 적용될 것이라고 예고

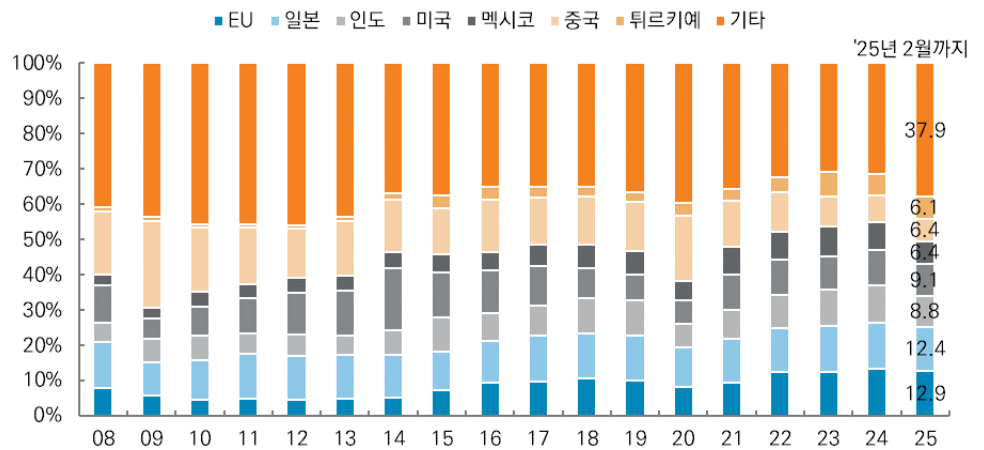
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 유럽, 주요 철강 관세 세부내용

시기	내용
2018	- 미국의 무역확장법 232조 발표 당시 기존 미국향 수출 일부가 EU로 유입될 수 있다는 우려 속 철강에 대한 세이프가드 조치 실시 - 2015~2017년 평균 수입물량의 105%를 기준으로 저울할당관세(TRQ)를 적용하고 이를 초과하는 경우 25% 관세 부과 - 세이프가드는 꾸준히 연장되어 현재 2026년까지 실행 예정. 다만 WTO 협정상 긴급수입제한조치 상한인 8년차(2026년) 이후 연장 불투명

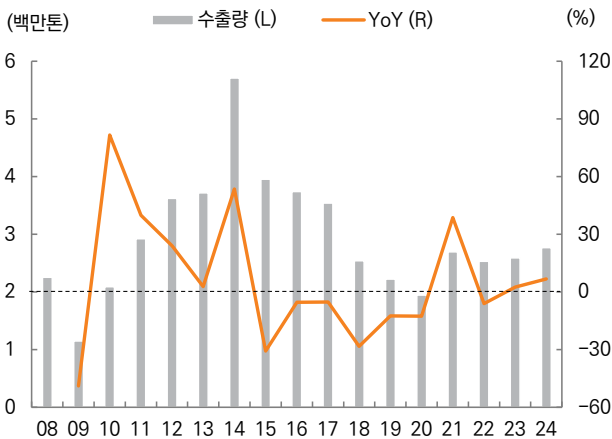
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 국내산 철강재, 국가별 수출 비중



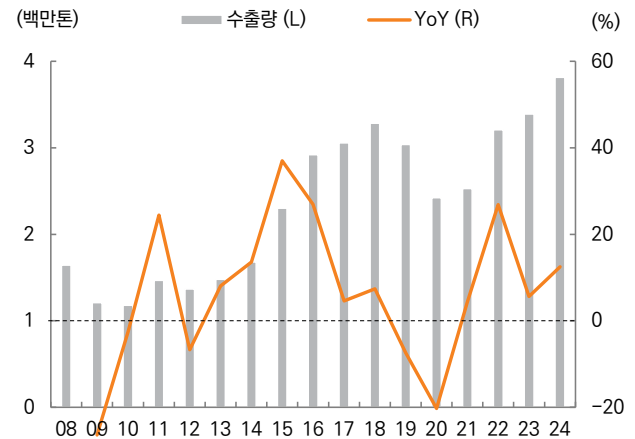
자료: 한국철강협회, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: EU는 영국 제외

그림 16. 국내 철강사의 대미 철강재 수출 규모, YoY 증감률



자료: 한국철강협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. 국내 철강사의 EU 철강재 수출 규모, YoY 증감률



자료: 한국철강협회, 미래에셋증권 리서치센터

반면, 한국의 철강 수입산 관세 장벽은 이와 비교해 상대적으로 높지 않았다. 국내에서는 현대제철이 ① 2024년 7월 중국산 후판 ② 12월 중국·일본 열연강판에 대한 반덤핑 제소를 신청했다. 2025년 2월, 산업통상자원부 무역위원회는 중국산 후판에 대한 잠정 덤핑 방지 관세 27.91~38.02% 예비 판정을 내렸으며 기획재정부의 검토를 거쳐 최종 확정될 예정이다. 2024년 기준, 중국산 철강재의 국내 수입량은 연간 약 880만톤으로 이 중 후판은 약 14%에 해당하는 119만톤 수준이다. 조선업은 보세공장 제도 운영으로 판가 인상 효과는 예비 관세율 대비 축소 가능성이 상존하나, 판가 인상 방향성은 여전히 긍정적이다.

2025년 상반기에는 중국·일본산 열연 강판에 대한 예비판정 결과 발표가 예정되어 있다. 수입 물량에 대한 관세 부과 현실화는 중국의 잉여철강재로 인한 수익성 훼손 방어 측면에서 긍정적이다. 중국 철강재 수출 확대에 의한 철강사의 멀티플 할인 요인 축소 역시 유효할 것으로 판단한다.

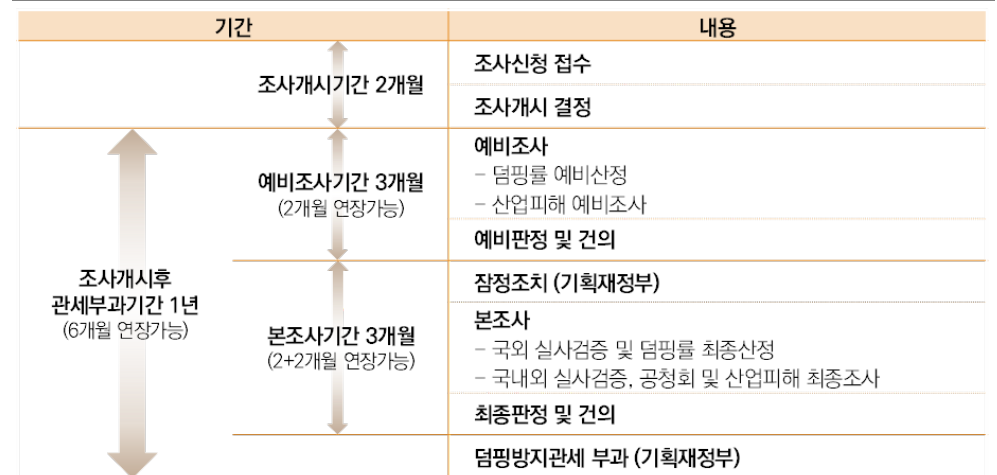
표 4. 국내 철강사 반덤핑 제소 이벤트 요약

(만톤)

시기	제소 회사	제소 국가	제소 대상	① 품목 수입량	② 국내 총 수입량 (24년)	① / ②	비고
2015	현대제철, 동국제강	중국	H형강	53('15년)	1,470	4%	연 58만톤 무관세, 초과 물량은 최대 32.72% (16년~)
2020	POSCO	중국, 대만, 인도네시아	스테인리스강 평판압연	71('19년)	1,470	5%	중국 본토 : 23.69~25.82% (21.09.15~) 인도네시아 : 25.82% (21.09.15~) 대만 : 7.17~9.47% (21.09.15~) * 일부 가격 약속 체결 기업은 적용 제외
2024	POSCO	베트남	스테인리스강 냉간압연	11	1,470	1%	3.66~11.37% (24.12.19~25.04.18)
2024	현대제철	중국	후판	119	1,470	8%	27.91~38.02% 예비판정 (기재부 최종 판정 2Q25F 예상)
2024	디케이씨	중국	스테인리스강 후판	1	1,470	0%	21.62% (25.03.25~25.07.24)
2025	현대제철	중국	열연	164	1,470	11%	현재 조사 착수 (무역위 예비 판정 2Q25F 예상)
2025	현대제철	일본	열연	195	1,470	13%	현재 조사 착수 (무역위 예비 판정 2Q25F 예상)
2025	현대제철	일본	H형강	16	1,470	1%	2H25F (상반기 제소 신청 예정)
2025	동국씨엠	중국	컬러강판, 도금강판				제소 결정 (25.02.27)

자료: 한국철강협회, 무역위원회, 언론 자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 덤핑방지관세 조사절차 (원심사건 기준)



자료: 무역위원회, 미래에셋증권 리서치센터

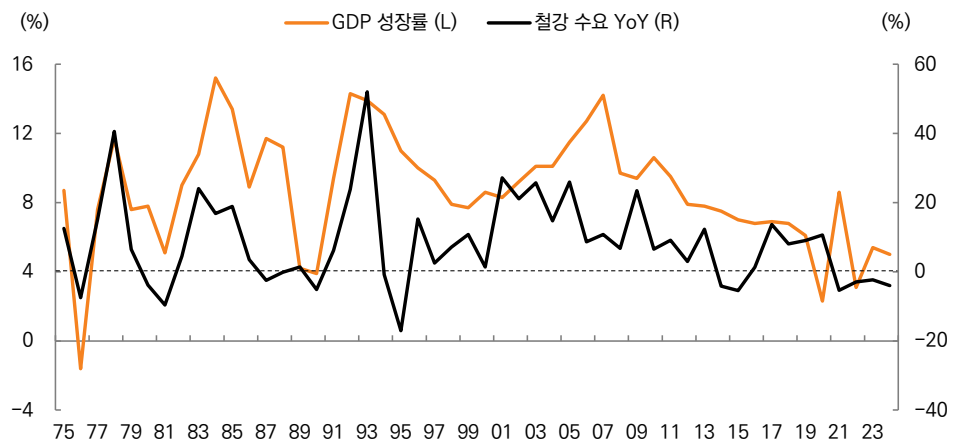
IV. 철강 시황 개선 시나리오 점검

1. 중국 정부의 부양책, 부동산 회복 가능성

글로벌 철강 업황의 반등에는 중국의 철강 수급이 무엇보다 중요하다. 중국 철강재의 건설 향 비중은 약 50% 수준으로 알려져 있다. 글로벌 철강 수요 회복에는 중국 부동산 경기의 반등 여부가 중요한 상황이다. 중국의 철강 내수 회복에 따른 수출 감소는 글로벌 철강 가격의 상승 요인이다.

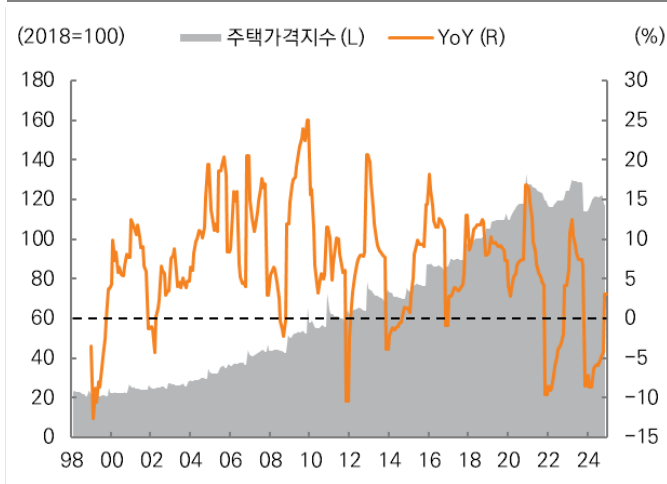
다만, 중국의 부동산 전반적인 지표는 가격 하락과 신규 착공 부진 흐름이 이어지고 있다. 특히, 철강 수요와 직접적인 관계를 보여주는 중국 착공 면적은 2021년 하반기부터 전년동기 대비 감소 흐름이 이어지고 있다.

그림 19. 연간 중국 GDP 성장률, 철강 수요 YoY



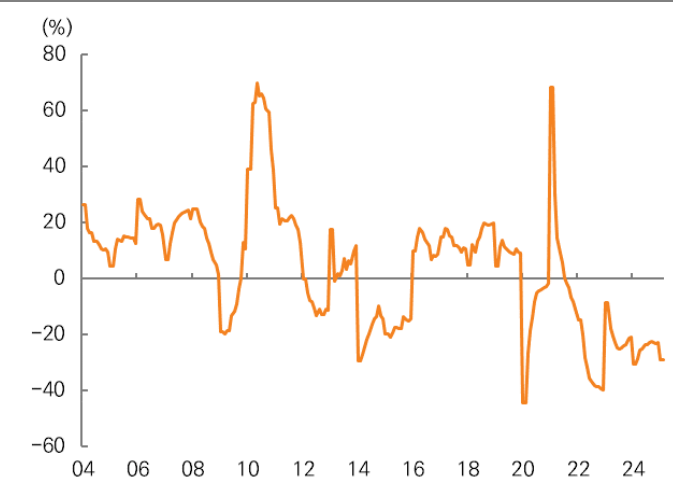
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 중국 월간 주택가격지수, YoY



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. 중국 주택 착공면적 YoY 증감률



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

중국 부동산 개발업체 역시 전반적으로 어려운 상황에 직면해있다. 2020년, 중국 정부는 ① 부동산 기업의 자산 대비 부채비율 70% 이하 ② 기업의 자본 대비 부채비율 100% 이내 ③ 단기부채 대비 현금 비율 100% 이상을 의무화하는 '3조홍선(3條紅線)' 정책을 발표하며 부동산 과열 방지를 위한 규제를 도입했다. 2021년, 중국 최대 부동산 개발업체인恒大(에버그런데), 비구이위안(컨트리가든) 등 부동산 개발회사들의 유동성 위기가 불거졌다.

이후, 중국 정부는 부동산 부양을 위한 대책을 연이어 발표했다. 2023년, 3조홍선 완화 검토를 시작으로 금리 인하를 비롯해 대도시 구매 제한 완화 정책 등이 이어졌다. 2024년 9월, 중국 인민은행은 통화정책 완화와 부동산시장 등의 내용이 포함된 종합부양책을 발표했다. 지급준비율 0.5% 인하의 통화정책과 더불어 ① 기존 모기지 금리 0.5% 인하 ② 2주택자 대출 계약금 비중 하향 등 부동산 부양책이 포함되었다. 또한, 부동산 업체를 지원하는 '화이트리스트' 대출 규모를 4조위안까지 확대하며 금융 지원 정책을 이어가고 있다. 다만, 과거 대비 높아진 미분양 주택과 공실 면적 등을 고려하면 단기 내에 신규 착공 회복을 낙관적으로 전망하기는 어렵다고 판단한다.

표 5. 중국 부동산 관련, 정책 및 주요 이벤트 요약

시기	내용
20.08월	부동산업체의 부채 가이드라인 '3조홍선'(3대 레드라인) 정책 발표 → 부동산 투기 과열 방지
22.11월	부동산 관련 업체의 인수합병 · 구조조정 허용, 리파이낸싱 재개, 부동산 투자 신탁 활성화 조치 시행
23.01월	'3조홍선'(3대 레드라인) 완화 검토 가능성 보도
23.07월	취약계층을 위한 보장형 주택, 도시 공공인프라 확대. 대도시를 중심으로 주택 보유자에 대한 추가 구매요건 완화
23.07월	무주택자 기준 완화 (주택 구매 이력자에 대해 첫 구매자로 우대) → 담보대출 금리 인하, 첫 주택 구매 초기계약금(서우푸) 비율 우대
24.05월	중국 당국, 전국 수백만 호의 미분양 주택을 지방 정부가 매입하는 방안을 검토 중이라는 단독 보도
24.09월	지급준비율 50bp 인하, 기존 모기지 금리 50bp 인하, 지방 국유기업 주택 매입 대출지원 확대
24.01월	2024년 말까지 우량 부동산 개발 기업의 부동산 대출금 사용자 제한 대폭 완화 (영업용 부동산 대출금 활용방안 확대)
24.10월	화이트리스트(우량 부동산기업 선별, 유동성 공급) 추가 지원(~4조위안) 발표
24.11월	부동산 양도차익에 대한 증치세 면제 (보유 기간 2년 미만 부동산, 증치세 5% 적용)
25.03월	부동산 시장 안정화 강조, 미분양 주택 매입 촉진, 지방정부의 자율권 확대, 좋은 집(안정성/친환경/스마트 기능) 시범 프로젝트 추진 농촌 → 도시 이주민의 주거 보장 확대 추진

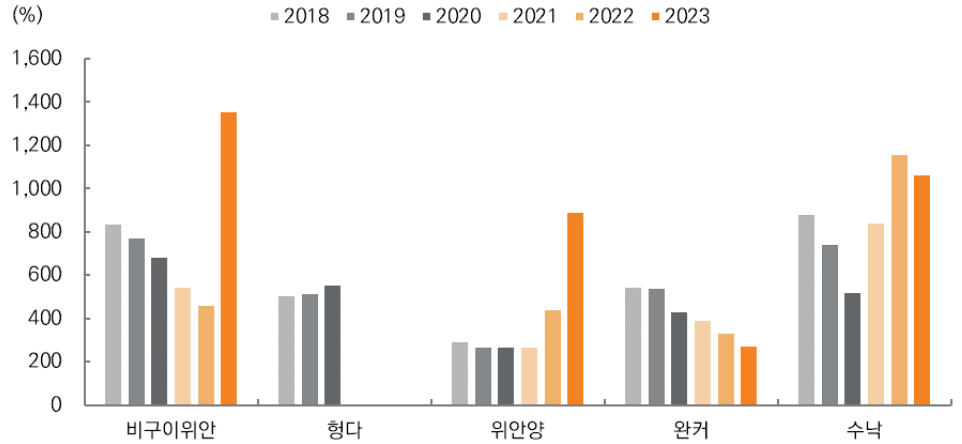
자료: 언론 자료, 미래에셋증권

표 6. 부동산 개발업체 연쇄 디폴트 위기

기업	시기	내용
화샤싱푸(China Fortune)	21.02월	- 53억위안(약 9천억원)에 달하는 은행 및 신탁 대출의 원금과 이자를 갚지 못해 - 이후 재차 채무불이행을 일으키면서 디폴트 규모가 3조4천억 원까지 늘어
형다(Evergrande)	21.12월	- 약 1천억원의 이자를 지급하지 못하며 실질적 부도상태 - 부동산 호황기 벌어들인 돈으로 전기차, 테마파크, 식료품 등 다양한 확장을 하는 과정에서 부채가 크게 증가 - 만기가 도래하지 않은 채권을 보유한 다른 채권자까지 조기 상환을 요구해 연쇄 디폴트로 이어질 가능성 제기 - 23.08월 미국 뉴욕 법원에 파산보호 신청
자자오예(Kaissa)	21.12월	- 4억달러(약 5천억원) 규모 달러 채권 만기가 도래했지만 원금과 1293만달러 이자를 상환하지 못하며 디폴트 선언
수낙(Sunac)	22.05월	- 달러화 채권 이자 2950만달러(약 400억원)를 내지 못해 디폴트 선언
위안양(Sino-Ocean)	23.08월	- 2024년 만기인 달러채의 이자 2094만달러(약 300억원)를 지급하지 못하며 채권 거대 중단
비구이위안(Country Garden)	23.10월	- 중국 1위 부동산업체로, 10억달러 규모 달러채권에 대한 원리금을 지불하지 못해 디폴트 처리

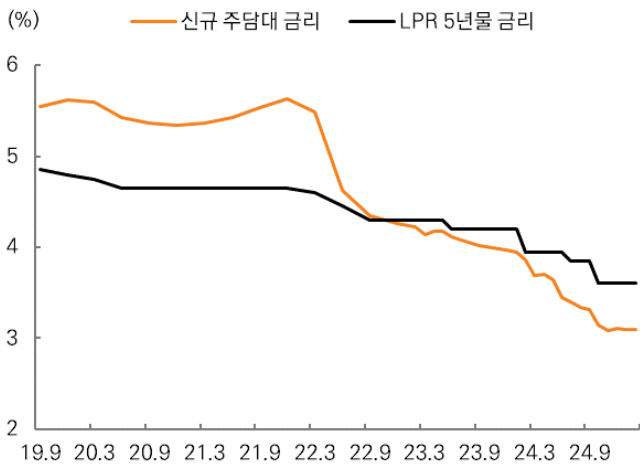
자료: 언론 자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. 부동산 개발회사 부채비율 추이



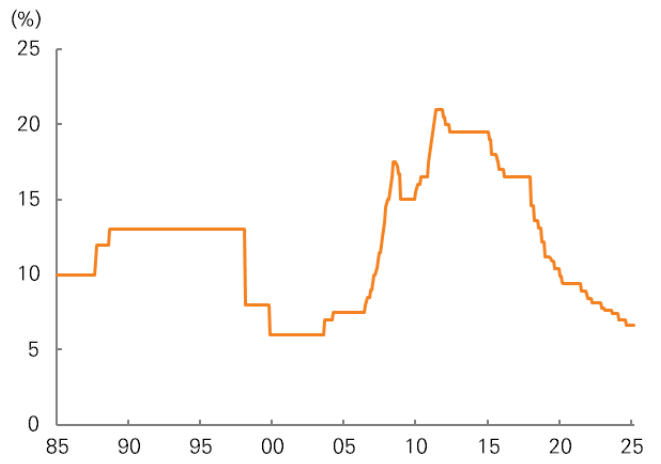
자료: Quantivise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 23. 은행 평균 신규 주택담보대출, 5년만기 대출우대금리



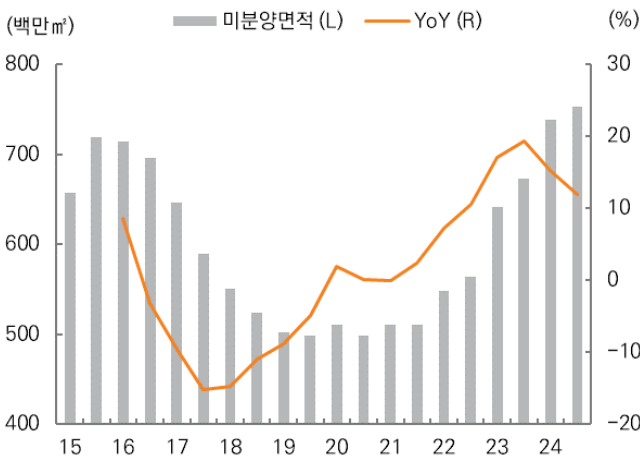
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. 인민은행 지급준비율



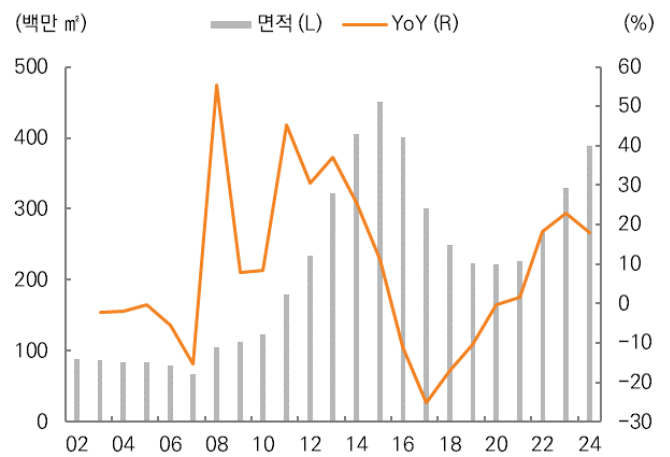
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. 중국 미분양부동산 면적



자료: 중국국가통계국, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 주택 공실면적 추이



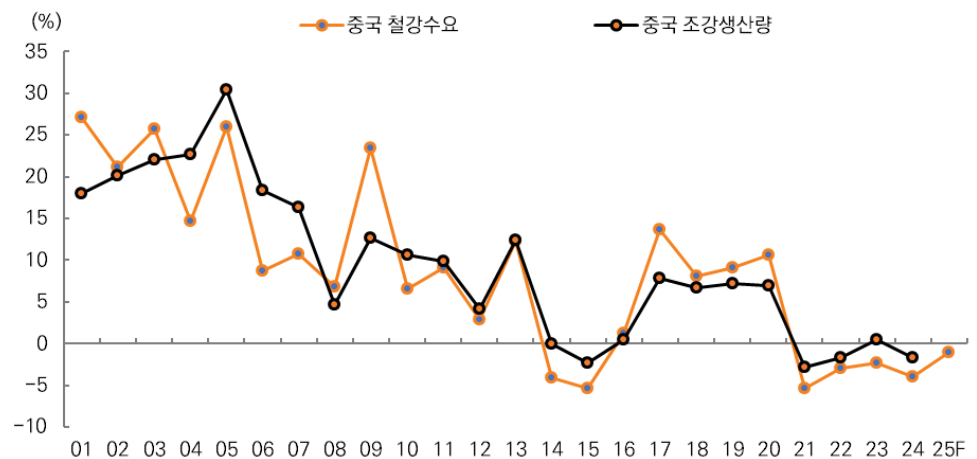
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

2. 중국 정부 주도의 인위적 철강 구조조정

중국 정부 주도의 철강 구조조정 추진은 과거에도 반복적으로 진행되었다. 2005년 중국 국가발전개혁위원회(NDRC)는 철강산업 구조조정 촉진을 위해 2010년까지 1억톤의 생산 능력 폐쇄 계획을 언급했다. 2017년에는 환경오염의 원인으로 지목되었던 유도전기로(IF, Induction Furnaces) 폐쇄 명령을 내렸다. 2025년 3월, 중국 전국인민대표회의(전인대)에서도 철강 공급 과잉 완화를 위한 산업 구조 조정 촉진을 언급한 것으로 알려지고 있다. 중국 정부 주도의 감산 정책 기조는 이어질 것으로 예상된다.

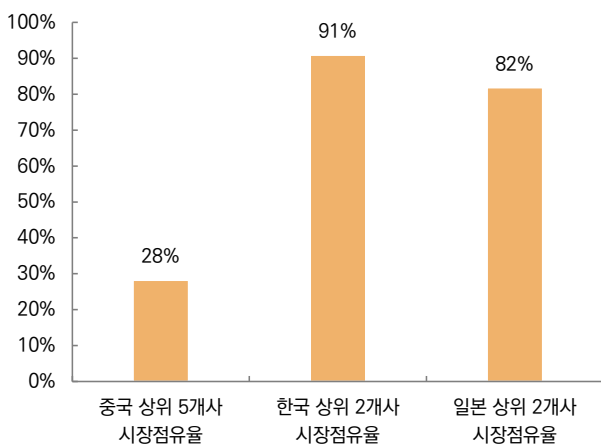
다만, 중국 정부의 강도 높은 구조조정에는 실업률과 성장률 등 경제 지표 둔화와 중앙/지방정부 간 이견 등이 고려되지 않을 수 없다. 중국은 2025년 양회에서 올해 GDP 성장률을 작년과 동일한 5%로 제시했다. 한국과 일본 대비 중국 상위 철강사의 낮은 시장점유율은 정부의 정책 효과를 단기간 내 기대하기 어려운 구조이다.

그림 27. 연간 중국 철강 수요, 조강생산량 YoY 증감률



자료: WSA, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 28. 한국, 중국, 일본 상위업체 시장점유율 [조강생산량 기준]



자료: WSA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 29. 글로벌 상위 Top 10 철강업체

(백만톤)

순위	기업	국가	2023년 생산량
1	China Baowu Group	중국	130.77
2	ArcelorMittal	룩셈부르크	68.52
3	Ansteel Group	중국	55.89
4	Nippon Steel	일본	43.66
5	HBIS Group	중국	41.34
6	Shagang Group	중국	40.54
7	POSCO Holdings	한국	38.44
8	Jianlong Group	중국	36.99
9	Shougang Group	중국	33.58
10	Tata Steel	인도	29.50

자료: WSA, 미래에셋증권 리서치센터

중국은 '5개년 계획'을 통해 경제 발전에 대한 중장기적 목표와 방향을 설정하고 있다. 2000년 이후 발표 내용은 철강 산업에 대해 구조조정을 통한 ① 대형 철강사 생산비중 확대 ② 공급과잉 억제 ③ 대형 철강사 M/S 확대 및 중소철강업체 축소 유도 등의 내용이 포함되었다.

2015년 발표한 제13차 5개년 계획에서는 '생태문명 건설'의 키워드가 등장하며 환경보호와 경제 발전의 조화를 언급했다. 친환경 투자를 통한 오염 배출량 감축, 전기로 확대 등이 이에 해당한다. 당시 중국 정부는 환경보호법 강화로 2016~2020년 약 0.8~0.9억톤 규모의 철강사가 시장에서 도태될 것으로 전망했다.

2025년, 중국은 제15차 5개년 계획(2026~2030년)을 발표할 예정이다. 지난 14차에 이어 철강 공급 과잉에 대한 문제 해결과 질적 발전을 위한 추진 내용이 포함될 것으로 예상되고 있다. 세부적으로는 저탄소 관리체계 구축, 전기로 비중 확대, 고품질 및 친환경 철강 생산 등이 거론되고 있다.

표 7. 중국 5개년 계획과 철강산업 관련 내용 요약

차수	발표시기	적용기간	철강 산업 관련 내용
9	1995	1996~2000	- 사회주의 시장경제 체제를 확립하는 전환기 - 현대적 기업제도를 도입해 국유기업을 개혁하고, WTO 가입을 준비하는 등 대외 개방 확대 - 중복 건설 방지, 생산 능력 합리적 조정, 생산 효율이 낮고 공해가 심한 업체는 도태 대상으로 지정
10	2000	2001~2005	- 본격적으로 세계 경제에 편입되기 시작한 시기 - 구조조정과 자원의 합리적 배분 - 전문화에 의한 분업체제의 확립 - 수익 대폭 개편, 경쟁력의 향상
11	2005	2006~2010	- 철강 생산능력의 합리적 규모 유지 - 고급·고기능성 제품 생산비중 제고, 대기업 M&A 등을 통한 산업집중(상위 10대 기업 점유율 : 2010년 50% → 2020년 70%) - 2010년까지 연산 3천만톤 규모의 대형사 2개를 비롯, 1천만톤 규모의 철강사들로 집단화 유도, 중소철강업체의 30% 감축 - 대기업 철강사의 주식제 전환, 기업상장을 통해 민영 자본을 포함한 각종 사회자본의 참여 적극 유도
12	2010	2011~2015	- 철강사 난립과 중복과잉 투자로 인한 매우 낮은 수준의 이익률 지적 - 지역별 수급 불균형 해소, 공급과잉 억제를 위한 낙후설비 도태, M&A 등을 통해 철강산업 구조조정 - 10대 철강사 생산비중 : 2010년 말 48.6%에서 2015년 말 60%로 확대 - 고강도 강재, 첨단 설비기술의 독자개발 등을 통해 질적 성장 - 철광석 자급률을 2010년 38% 수준에서 2015년 45%까지 확대 - 수입 철광석 중 소유권을 보유한 Captive mine 비중을 현재 15%에서 50%까지 확대
13	2015	2016~2020	- 사상 최초로 목표에 '생태문명 건설'이 포함 → 환경보호와 경제 발전의 조화 추구 : 기존 5개년 계획은 경제성장과 개혁에 초점이 맞춰져 왔던 반면, 이번 회의에서는 민생과 환경보호 중요성이 부상하면서 환경보호산업 발전을 촉진 - 건설중인 신규 생산능력 및 노후설비 도태 등 요인으로 상승세는 크게 둔화되지만 전체 능력은 여전히 높은 수준을 유지할 전망 - 주요 도태 대상인 고로는 주로 400m ³ 이하 규모 고로이며 이들의 전체 제선능력은 약 8,000만톤 - 과거 몇 년간의 구조조정 경험을 바탕으로 13차 계획기간 철강산업의 구조조정은 더욱 강화 - 중국 정부는 재차 향후 2025년까지 10대 철강사의 산업집중도를 60%로 높이려고 노력 - 환경보호법 강화로 13차 계획기간 약 240여개의 철강사(생산능력 약 8~9천만톤)가 시장에서 도태될 것으로 예상
14	2020	2021~2025	- 중국이 통제하는 광산에서 수입량이 전체 사용량의 20% 이상 연간 철스크랩 발생량 3억톤으로 확대 - 전체 조강 생산량 중 전기로 비중 20% 달성, 전로를 포함해 고철에서 생산한 조강이 전체의 30% 달성 - 고급 코크스로 비중 70% 이상 및 고급 철강재 생산능력 비중 80% 이상 달성 - 핵심 철강사는 100% 친환경 투자로 오염 배출량 20% 감축 - 5대 기업의 시장점유율 40%, 10대 기업 시장점유율 60% 달성을 위해 적극적인 대규모 철강사 M&A 단행 - 전체 생산능력이 추가 확장되지 않도록 치환증설 지속 - 전기로 확대로 녹색 및 저탄소 시장 규제 충족

자료: 산업연구원, 포스코경영연구원, 언론 자료, 미래에셋증권 리서치센터

다만, 중국 247개 고로업체를 대상으로 한 가동률은 2025년 3월 말 기준 86.8%로 여전히 높은 수준을 유지하고 있다. 과거 5년 평균(87.1%) 대비로는 소폭 낮은 수준이나, 과거 10년 평균(84.6%) 대비로는 2%p 이상 높은 수준이 이어지고 있다. 반면, 중국 철강사의 추정 Spread(열연-원재료)는 하향 안정화 이후 회복하고 있다. 중국 철강사의 가동률은 현 수준 대비 하락할 것으로 예상된다.

결론적으로 현 철강 산업의 고질적 문제인 중국발 공급과잉은 점진적인 완화를 전망한다.

① 중국 정부 주도의 감산 유도 기조 지속 ② 각국의 무역 장벽과 관세 정책으로 인한 수출처 확보의 어려움 ③ 점진적 탈탄소 요구 강화 ④ 중국 중소형 철강사의 낮아진 롤마진(Roll-Margin) 등을 그 근거로 판단한다.

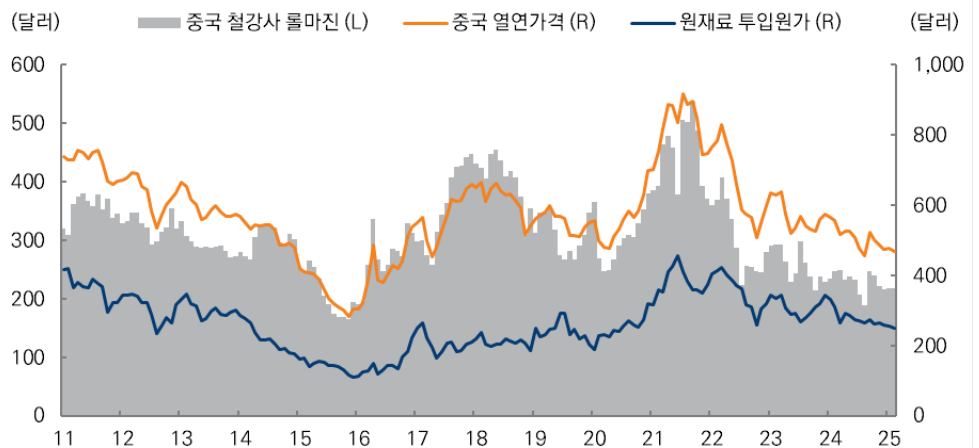
국내 철강사의 경우, 일부 강종에 대해서는 가격조절보다 감산을 통한 물량조절의 전략을 취하고 있다. POSCO홀딩스는 2024년 포항 1제강공장, 1선재공장을 폐쇄했고 현대제철은 포항2공장 가동을 사실상 중단했다.

그림 30. 중국 고로 가동률 [전국 247개 기준]



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 31. 중국 철강사 롤마진(열연 - 원재료 투입원가) 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

3. 탈탄소 강화, 비용 부담과 기술 장벽

전 세계적인 탈탄소 기조 강화는 철강사에게 ① CAPEX 증가의 재무적 부담 ② 탈탄소 기술 개발 및 도입을 요구하고 있다. 세계 각국은 파리협정을 통해 장기 목표로 산업화 이전 대비 지구 평균기온을 '2℃보다 상당히 낮은 수준으로 유지'하고, '1.5℃ 이하로 제한하기 위한 노력을 추구'하기로 합의한 바 있다. 세계 각국은 온실가스 감축을 목표로 하고 있으며 이에 대한 규제 역시 강화하고 있다.

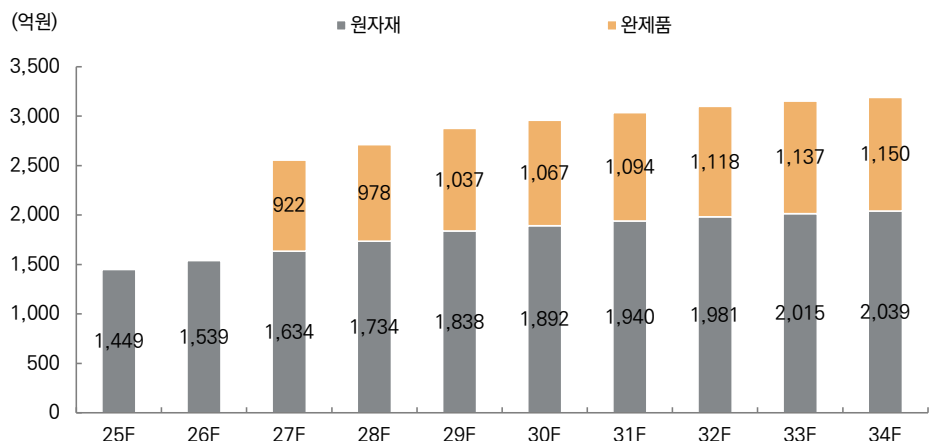
대표적으로 EU는 탄소 집약적 제품을 수출할 때 생산과정에서 배출한 탄소량에 대한 인증서 구매를 의무화하는 탄소국경조정제도(CBAM) 시행을 준비하고 있다. 해당 규제는 전환기간(2023.10월~2025.12월) 중 탄소 배출량 보고를 의무화하며 2026년 본격 시행될 예정이다. 미국은 자국과 타 수출국가의 탄소집약도 차이에 대한 비용을 부과하는 청정경쟁법(CCA)을 도입했다. 2025년 원자재(철강재 포함)에 이어 2027년 완제품까지 적용 확대될 예정이다. 한국경제인협회는 해당 법안 시행이 전체 한국의 대미 수출에 미치는 영향을 10년(2025~2034년)간 최대 2조 7,000억원(탄소세)으로 추정한 바 있다.

표 8. 주요 탈탄소 관련 규제 요약

법안	지역	시기	품목
탄소국경조정제도 CBAM (Carbon Border Adjustment Mechanism)	EU	23.10월 전환기간 돌입 26.01월 본격 시행	철강, 알루미늄, 시멘트, 전기, 비료, 수소 (향후 유기화학품, 플라스틱 등으로 확대 계획)
- EU 역외에서 생산되는 상품이 EU 관세영역에 수입되는 경우, CBAM 인증서를 매입 및 제출 의무 부과 → EU 외 국가에서 생산된 제품의 탄소 배출량을 반영 - 전환기간: 탄소배출량 보고 의무만 부여 / 본격 시행시: CBAM 인증서 제출 필수 - 2월 6일 청정산업딜(Clean Industrial Deal) : CBAM 적용 범위 축소 → 연간 50t 이하로 적용 품목을 수입하는 소규모 수입업자의 세금 면제, 보고 의무 간소화 - 2월 26일 옴니버스 패키지 : 철강·알루미늄·시멘트·비료 등 4개 품목을 연간 50t 미만으로 수입할 경우 면제 : 수입업체의 약 80~90%는 면제가 가능 → 상위 10~20% 업체가 전체 탄소배출량의 97%를 차지하고 있어 총 배출량의 99%는 여전히 CBAM 적용범위에 포함 : 배출량의 50%(기존 80%에서 완화) 이상에 해당하는 인증서를 구매하도록 하고, 과대 구매된 인증서는 관계당국이 모두 재구매(기존 3분의 1에서 강화)			
청정경쟁법 CCA (Clean Competition Act)	미국	25.01월 시행 예고 (현재 의회 전, 시행 시기 미정)	정유, 석유화학, 철강, 유리, 제지 등 12개 수입 품목 (2027년 전기·전자 제품, 자동차 등 완제품으로 확대 예정)
- 대상 물품에 내재된 탄소배출 톤당 추가 관세를 부과하여 자국 산업 보호와 탄소 배출량 감소를 목표 - 시행 첫째 해 t당 55달러에서 매년 물가 상승률을 반영해 실질 5% 인상 → 2030년 90달러에 육박할 것으로 전망 - 매년 탄소발생 내용을 다음해 6월 30일까지 신고, 9월 30일까지 납부			

자료: 한국무역협회, PwC, 언론 자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. 미국 청정경쟁법(CCA) 도입에 따른 국내 탄소세 비용 규모 전망



자료: 한국경제인협회, 미래에셋증권 리서치센터

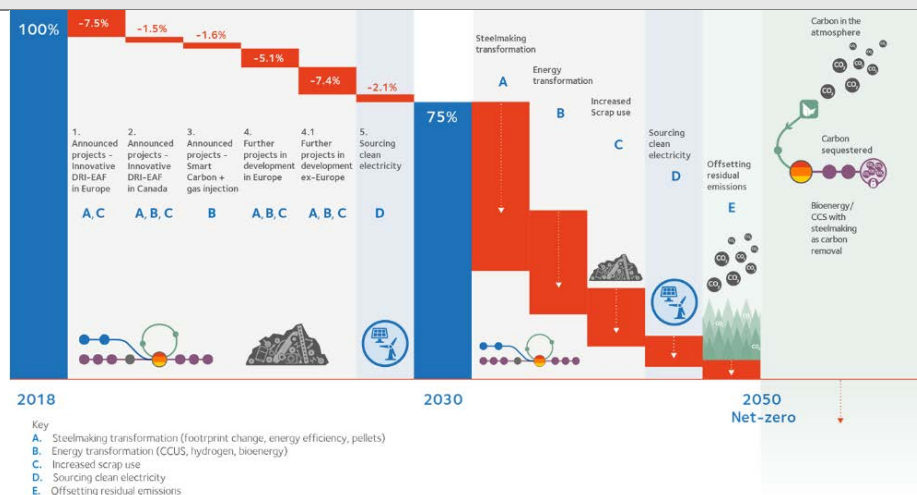
글로벌 철강사들의 탈탄소 추진 과정은 진행 중이다. 전통적인 고로 생산에서 탄소배출량을 낮추기 위한 ① 전기로 대체 ② 수소를 환원제로 사용해 탄소 배출을 줄이는 수소환원제철 ③ 직접환원철(DRI, Direct Reduction Iron ore) ④ 탄소 포집 저장(CCS) 설비 투자 등이 이에 해당한다. 대표적으로 글로벌 철강업체인 아르셀로미탈은 2030년까지 Co2 방출량 25%(유럽 사업장 35%) 감축을 그룹 목표로 제시했으며 유럽에 위치한 고로 다수를 DRI-전기기로 대체할 계획이다.

표 9. 글로벌 철강사 탈탄소 관련 추진 동향

시기	국가	기업	투자금액	내용
22.02월	러시아	Ecolant	200만달러	- Novgorod주 Vyksa에 전기로 신설 - 매년 250만톤의 DRI를 소비하는 연 생산량 180만톤급 전기로 가동
	캐나다	아르셀로미탈	56억달러	- 캐나다 Dofasco 공장의 직접환원철(DRI) 연간 생산능력 확장(200만→250만톤) - 탄소배출 저감을 위해 프랑스, 스페인, 벨기에, 캐나다를 중심으로 고로를 DRI-전기기로 대체
	중국	바오강	18.9억위안	- 잔장(湛江)제철소에서 100만톤급 수소환원제철 고로 건설 시작 - 쇳물 생산 시 일반 고로 대비 연간 50만톤씩 이산화탄소 배출 감축
23.10월	미국	클리블랜드클리프스		- 이스트 시카고 고로에 수소 공급을 위한 수백만달러 규모의 파이프라인 건설
24.02월	독일	티센크루프	30억유로	- 독일 뒤스부르크 공장에 첫 번째 직접환원제철(DRI) 공장을 조기 건설하기 위한 허가를 획득 - 총사업비 30억유로 중 연방정부 및 주정부로부터 20억유로의 자금 지원을 받아 기초 공사 단계 진입
	스웨덴	스테그라 (H2 그린스틸)		- 이산화탄소 배출량을 95% 감축할 수 있는 세계 최초 상업적 규모 제철소 건설 - 마이크로소프트 기후혁신 펀드 투자, 볼보 장기공급계약 등 주요 기업들과 다수 계약 - 플루오르와 EPCM(엔지니어링, 조달, 건설관리) 계약 체결
	미국	클리블랜드클리프스		- 북미 최대 규모 제철소인 인디애나 항구 7호 고로에서 수소 주입 시험 성공
	한국	현대제철		- 전기로 기반 탄소중립 철강 생산체제 '하이큐브' 2030년까지 구축
24.04월	영국	브리티시스틸	12.5억파운드	- 티사이드 공장 전기 아크로(EAF) 건설 허가 승인 - 2023년 11월 탈탄소화 계획을 발표: 고로를 두 개의 EAF로 대체하고 2025년 말 시운전 목표
	스웨덴	SSAB	45억유로	- 스웨덴 룰레오 공장 용광로를 2개의 전기로로 교체, 연간 생산능력 확대(230→250만톤) - 수소환원제철 기술인 '하이브리트(HYBRIT)'로 생산 혁신 추진, 2030년 무화석철강 100% 생산체제 구축
24.05월	독일	티센크루프		- 체코 EP코퍼레이트그룹과 함께 JV 설립하고 2025년부터 고로를 직접환원제철 공장으로 대체할 계획
24.06월	인도	미쓰이물산	1억2700만달러	- 인도 최대 철강 재활용 기업 MTC그룹 지분 20% 이상을 인수해 철강 재활용을 통한 탄소 배출 감축
24.07월	인도	JSW스틸	10억달러	- 2030년까지 탄소배출량 42% 감축, 2050년 탄소중립 달성을 위한 투자계획 발표
25.02월	벨기에	아르셀로미탈		- 미쓰비시중공업, 기후기술기업 D-CRBN과 함께 벨기에 젠트 공장 탄소포집기술 시험 개발

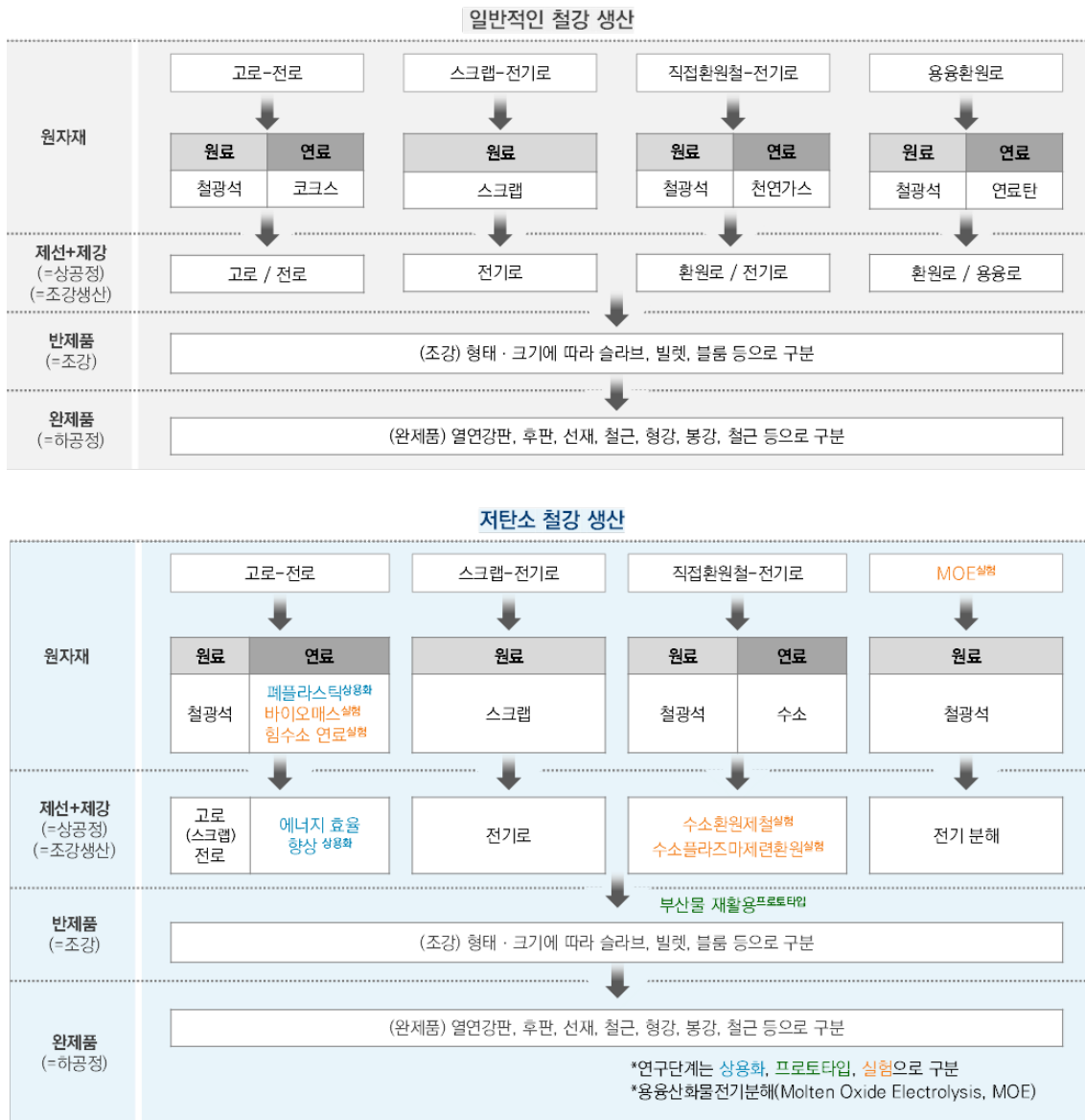
자료: 각 사, 언론 자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 33. 아르셀로미탈 탈탄소 로드맵



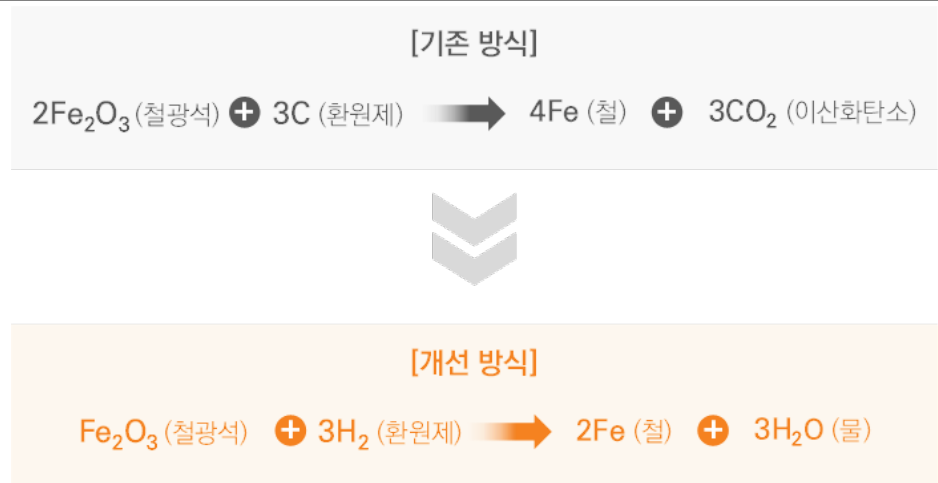
자료: 아르셀로미탈, 미래에셋증권 리서치센터

그림 34. 일반적 철강 생산, 저탄소 철강 생산 비교



자료: 한국과학기술기획평가원, 미래에셋증권 리서치센터

그림 35. 석탄 기반 연료탄 환원제 → 수소 환원제 전환에 따른 철강생산 반응

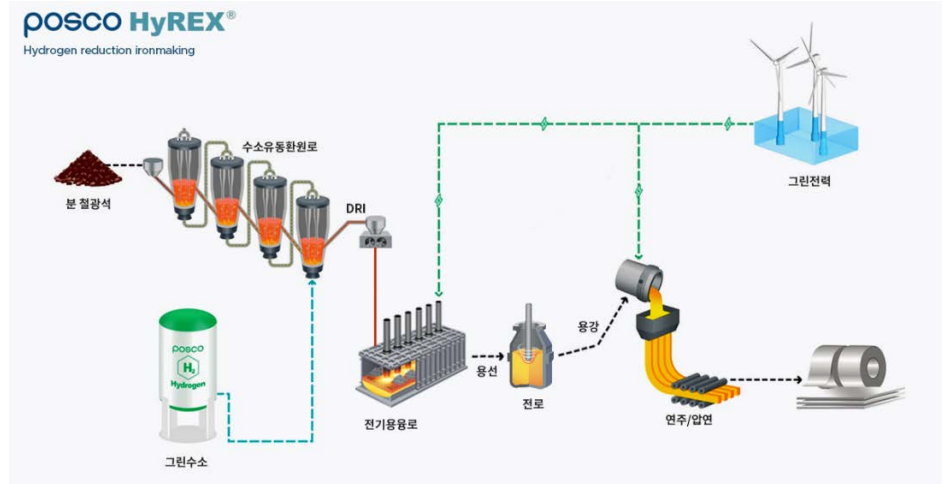


자료: 한국과학기술기획평가원, 미래에셋증권 리서치센터

국내 철강사 역시 탈탄소를 목표로 한 비전을 제시했다. 2020년, POSCO홀딩스는 ‘2050 탄소중립’ 으로 기존 FINEX 기술에 수소 사용 비중을 높인 HyREX(Hydrogen Reduction) 적용 확대, 전기로(EAF) 투자 확대 등으로 2050년 Net-Zero 달성 계획을 밝혔다. 수소는 철광석(Fe_2O_3)에 붙어 있는 산소를 떼어내는 환원제 역할을 한다. POSCO는 현재 저탄소 생산체제 전환을 위해 2026년 준공을 목표로 연간 250만톤 규모의 전기로 공장을 전남 광양에 건설 중이다.

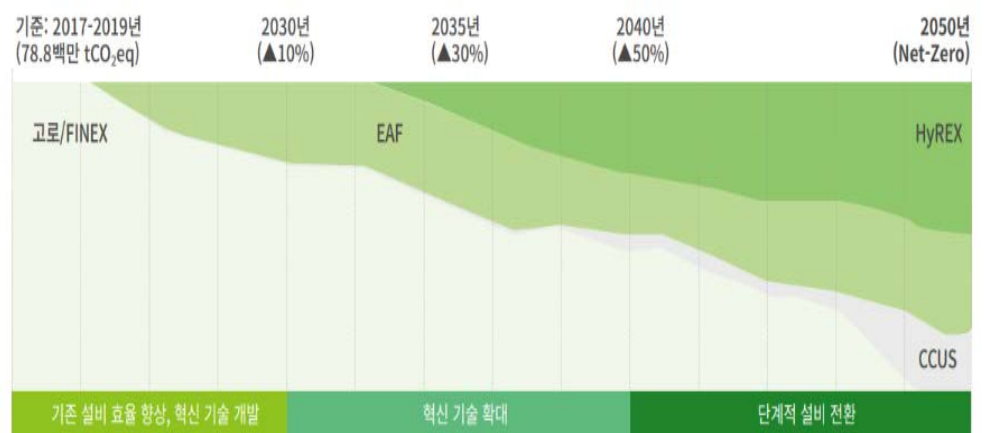
현대제철은 2023년 탄소중립 로드맵을 공개했다. Pre-melting, Hy-Arc(수소환원철 용융 특화형 대형 전기로), 수소환원제철 도입으로 2030년까지 탄소배출량 12% 감축에 이어 2050년 탄소중립(Net-Zero) 달성 계획을 공유했다. 현대제철은 2030년까지 전기로 기반 탄소중립 철강 생산체제인 '하이큐브' 구축을 목표로 하고 있다.

그림 36. POSCO, 수소환원제철 기술(HyREX) 그림



자료: POSCO홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 37. POSCO홀딩스, 탄소중립 로드맵



자료: POSCO홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

탈탄소에 대응한 각국의 지원 정책 역시 이어지고 있다. 미국 에너지부는 2024년 6개의 철강 산업 프로젝트를 포함, 총 33개의 프로젝트에 탄소배출량 감축을 목표로 총 60억달러의 연방 기금을 지원하는 '산업실증프로그램'을 발표했다. 일본은 GX 추진 전략을 통해 수소환원제철 기술 지원과 조기 상용화를 추진하고 있다. 독일의 경우, 2026년부터 순차적인 고로의 저탄소 철강 생산 설비 대체 작업을 위해 10조원 이상의 정부 지원금을 투자할 예정이다. 독일철강협회는 철강 산업의 탈탄소화 비용으로 2030년까지 약 100억유로, 2050년까지 총 300억유로의 투자비가 필요할 것으로 추산하고 있다.

표 10. 각국의 저탄소/친환경 철강 지원 정책

국가	제목	시기	내용
미국	산업 탈탄소화 로드맵 (Industrial Decarbonization Roadmap, IDR)	22.09월	- 철강, 화학, 식음료, 정유, 시멘트 등 5대 탄소집약적 산업 선정 : 해당 산업의 탈탄소화를 위해 △에너지 효율 향상 △산업 공정의 전기화 △저탄소 연료 에너지원(LCCFFES) △탄소포집활용저장(CCUS) 등 4가지 핵심수단을 활용한 로드맵 구성 및 철강산업의 경우 신규 수소환원제철 설비 실증, 전기로 효율 향상 등의 정책 방안 수립
	산업실증프로그램 (Industrial Demonstration Program)	24.03월	- 미국 에너지부, 산업부문 탄소배출량 감축을 위해 총 60억달러(약 8조원 이상)의 연방 기금 지원 : 6개의 철강 산업 프로젝트를(최대 15억달러)를 포함해 시멘트, 화학 등 총 33개의 프로젝트 대상 - 보조금의 상당 부분을 수소환원제철 설비로의 전환에 투자하여 철강산업의 탈탄소화를 추진 → 수소를 활용하여 저탄소 철강을 생산하는 2개의 프로젝트에 최대 10억달러(약 1조원 이상) 투자 확정 1) 클리블랜드-클리프스(최대 5억달러) → 수소환원제철 기술 실증 및 신규 설비 설치를 위해 기존에 운영하고 있는 석탄 기반 고로 1기 폐지 2) SSAB(스웨덴 철강회사, 최대 5억달러) → 100% 수소활용 철강 생산 기술인 HYBRIT을 활용해 상업적 규모의 철강 생산 시설을 신규로 건설하고, 기존 제강 시설 확장
일본	그린 이노베이션 기금 (Green Innovation Fund)	21.03월	- 철강, 수소, 배터리 등 14개 중점 분야에 대한 R&D 및 실증 프로젝트에 총 2조엔(약 18조원) 지원 : 철강 산업 탈탄소화 추진을 위해 '제철공정 내 수소활용기술 연구개발 프로젝트'에 총 4,499억엔(약 4조원) 투자
	GX 추진 전략 (Green Transformation)	23.07월	- 2050년 탄소중립 및 청정에너지로의 사회 구조 전환 목표 → 민간과 정부가 공동으로 10년간 총 150조엔 (정부 지원 20조엔) 규모의 투자 추진 [철강 분야 3조엔 이상(약 27조원, 정부 지원 비중 미정)] - R&D 지원금 중 수소환원제철 기술 개발 지원 비중 최대(2,564억엔) → 일본제철·JFE스틸·고베제강에 투입하여 수소환원제철 기술의 조기 상용화를 추진
독일	Steel Action Concept	20.07월	- 철강산업의 탄소중립 및 산업경쟁력 강화를 위한 지원 계획으로, 이를 통해 기존 생산설비를 저탄소 설비로의 전환을 위한 기술 개발 및 실증사업 프로젝트들을 지원 - 독일철강협회, 철강산업의 탈탄소화 비용으로 2030년까지 100억유로(약 15조원 이상), 2050년까지 총 300억유로 (약 47조원 이상)가 필요할 것으로 추산 - 2026년부터 순차적으로 기존 석탄 기반 고로 6기를 저탄소 철강 생산 설비로 대체하기 위해 약 10조원 이상의 정부 지원금 투자 예정. 일부 프로젝트는 초기 단계에서 천연가스를 활용하여 철광석을 환원하는 방식을 도입하나, 향후 모든 환원설비를 수소를 활용하는 설비로 대체하여 궁극적으로 수소환원제철 상용화를 목표 1) Salzgitter: 10억유로 보조금을 통해 신규 수소환원제철 설비 1기, 전기로 1대 및 100MW 수전해설비를 건설하여 2026년 가동 예정 2) 아르셀로미탈: 5,500만유로 보조금을 통해 함부르크 공장 내 수소환원제철 실증 설비 1기를 건설하여 2026년 가동 예정 3) ThyssenKrupp: 5.5억유로 직접 지원금과 14.5억유로 조건부 지원금을 통해 환원제철설비 1기를 건설하여 2026년 가동 예정. 초기에는 천연가스 환원방식을 도입, 향후 수소로 100% 대체 예정 4) SHS: 26억유로 보조금을 통해 환원제철 설비 1기 및 전기로 2대를 건설하여 2026년 가동 예정. 초기에는 천연가스 환원방식을 도입, 향후 수소로 100% 대체 예정 5) 아르셀로미탈: 13억유로 보조금을 통해 브레멘 및 아이젠취슈타트 공장 내 환원제철 설비 1기 및 전기로 3대를 건설하여 2026년 가동 예정. 초기에는 천연가스 환원방식을 도입, 향후 수소로 100% 대체 예정
한국	저탄소 전환 금융지원	25.03월	- 약 6.7조 원 규모의 녹색자금을 채권·양자·펀드 등 다양한 형태로 기업에 지원 - 기술력이 있으나 담보 부족으로 자금 조달이 어려웠던 기업에 1.5조원 규모의 우대보증 지원 - 분산되었던 녹색전환보증 예산 1,400억 원을 올해부터 환경부로 일원화

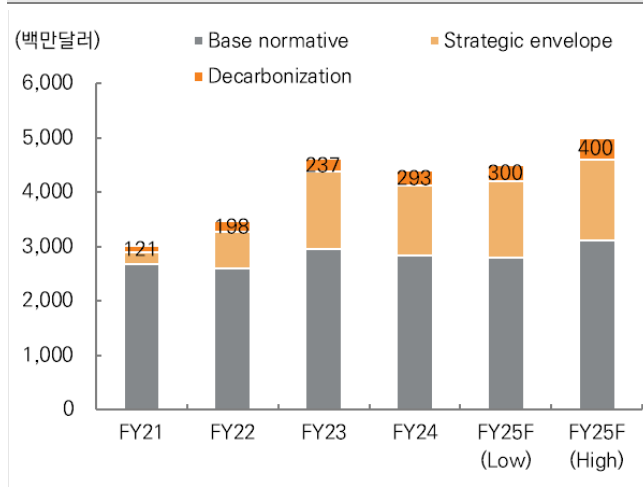
자료: 환경부, 한국철강협회, 기후솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

다만, 철강 업황 둔화와 실적 악화는 철강사의 탈탄소 변화를 더디게 만들고 있다. 아르셀로미탈은 탈탄소 프로젝트 진행에 대해 충분하지 않은 정책 지원과 시장 환경으로 계획 대비 느리게 진행되고 있다고 밝힌 바 있다. 일본제철의 경우, 제강사와 수요처 간 협력을 통한 GX(Green Steel) 시장 논의의 필요성을 언급하고 있다.

철강사 입장에서는 저탄소 철강재 생산을 위한 신규 설비투자 비용 부담, 원가 상승에 따른 수익성 확보 여부가 관건이다. 선제적인 저탄소 생산 체제 구축을 위한 공격적 투자에는 재무적 부담이 불가피하기 때문이다. (일반 철강재 대비) 저탄소 철강 제품에 대한 프리미엄이 형성될 수 있는 시장 구조 구축과 이를 위한 국가 지원 정책이 선제적으로 요구된다.

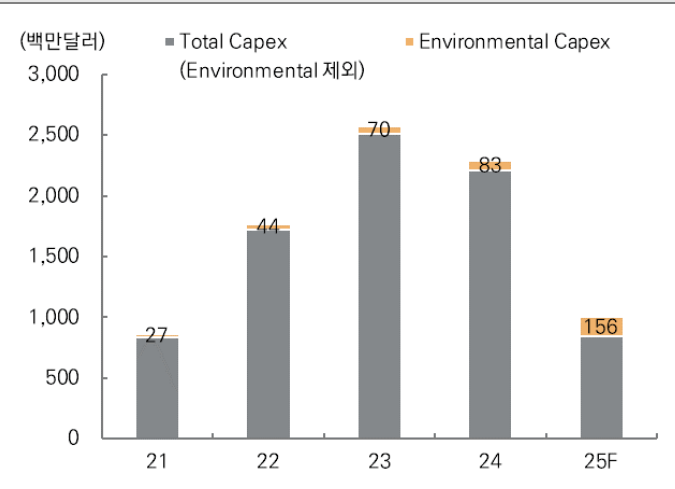
탈탄소 기조 강화는 상대적으로 기술 확보와 투자 여력이 부족한 영세 업체 중심의 생산 위축 결과로 이어질 것으로 전망한다. 이는 중국 공급 과잉 완화의 기여 요인으로 판단한다.

그림 38. 아르셀로미탈 부문별 Capex 추이 및 전망



자료: 아르셀로미탈, 미래에셋증권 리서치센터

그림 39. US스틸 환경 관련 Capex 추이 및 전망



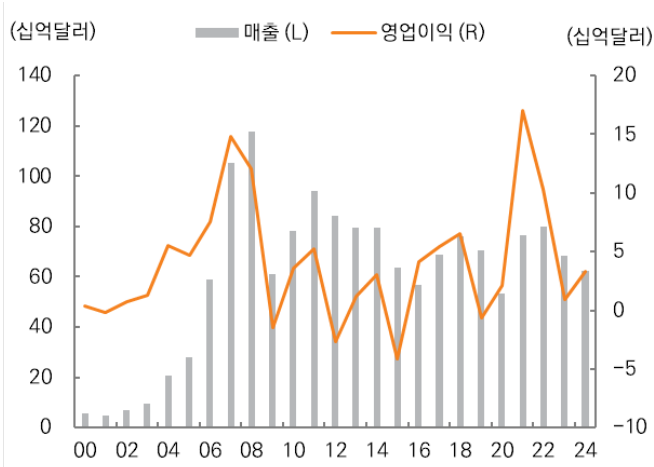
자료: US스틸, 미래에셋증권 리서치센터

표 11. 주요 글로벌 철강사 탈탄소 관련 코멘트

기업	내용
HBIS 회장, 25.03월	"당사와 발레의 탈탄소화를 위한 협력과 MOU 체결은 철강 산업 가치사슬의 업스트림과 다운스트림 두 개의 대형 국제 기업이 기후 변화에 대처하기 위해 공동으로 행동하는 것을 나타냅니다."
포테스쿠 COO, 25.01월	"우리는 친환경 철 공급망을 만드는 데 전념하고 있습니다. 바오산철강과의 파트너십은 친환경 기술 개발을 가속화하고 중국과 해외에서 이러한 제품에 대한 증가하는 수요를 충족하는 데 도움이 될 것입니다."
아르셀로미탈 CEO, 25.02월	"당사 글로벌 생산량 중 전기로 기반 생산 비중은 2018년 19%에서 현재 25%로 증가했습니다. 2025년은 재고 수준이 낮고 수요 회복이 예상되는 상황이지만, 철강산업은 여전히 전세계적인 공급 과잉에 있으며, 우리는 이러한 문제를 해결하기 위한 정책을 지지합니다. 특히, 2024년 수입량 증가로 인해 압박이 더욱 커진 유럽에서 추가적인 조치가 반드시 필요합니다. 2025년에는 유럽 제조업에 대한 긴급 지원과 동시에, 탈탄소화를 가속화하기 위해 필요한 투자를 촉진할 수 있는 정책 환경 마련에 진전이 필요합니다."
뉴코 CEO, 25.01월	"원자재 부문에서 새로운 기술에 투자하여 스크랩(고철)의 선별 및 회수율을 높이는 한편, 탄소 배출량을 줄이는 데 집중하고 있습니다."
일본제철 연간 보고서, 24.10월	"우리의 목표는 철강 생산 과정에서 발생하는 탄소배출량을 2050년까지 '넷제로(net-zero)'로 달성하는 것입니다. 이를 위해, △ 수소를 고로에 주입하는 기술 △ 대형 전기로를 활용한 고급강 생산 기술 △ 수소 직접환원제철 기술 등 세 가지 혁신적 기술을 개발하기 위해 다방면으로 접근하고 있습니다. 또한 우리는 탄소 중립 사회를 실현하기 위한 철강 산업의 노력을 선도할 것입니다."
JSW 스틸 회장 및 CEO, 24.05월	"2024년 1월, 우리는 단기 및 장기 이니셔티브를 통해 인도의 탄소 중립 계획(2070년)보다 훨씬 앞선 2050년까지 탄소 중립을 달성하겠다는 약속을 발표했습니다." "전통적인 강철도 여전히 중요하지만, 저탄소 생산과 자원 보존을 우선시하는 양심적인 제조로의 전환을 요구합니다. 인프라와 에너지 전환에 대한 투자가 계속되고 있으며, 지속 가능한 발전에서 철강의 역할은 아무리 강조해도 지나치지 않습니다. 우리의 지속 가능한 성장에 대한 약속은 확고하며, 지속 가능한 미래를 위한 글로벌 의제 충족을 넘어 발전시키는 데 전념하고 있습니다."

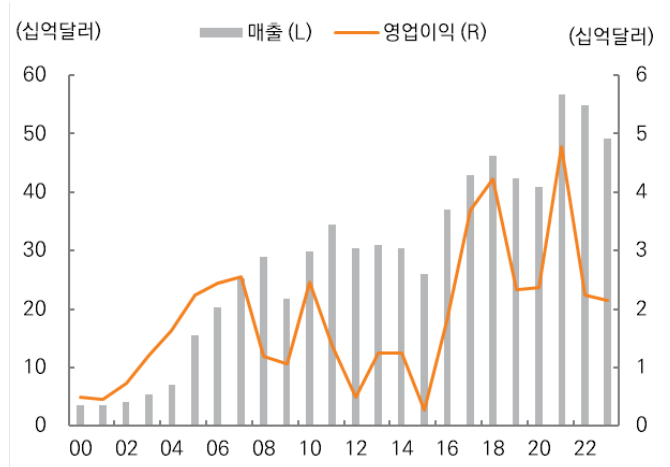
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 40. 아르셀로미탈 연간 실적 추이



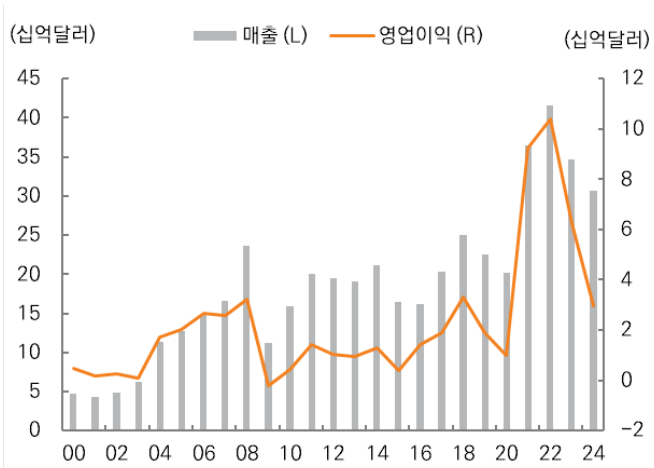
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 41. 바오산철강 연간 실적 추이



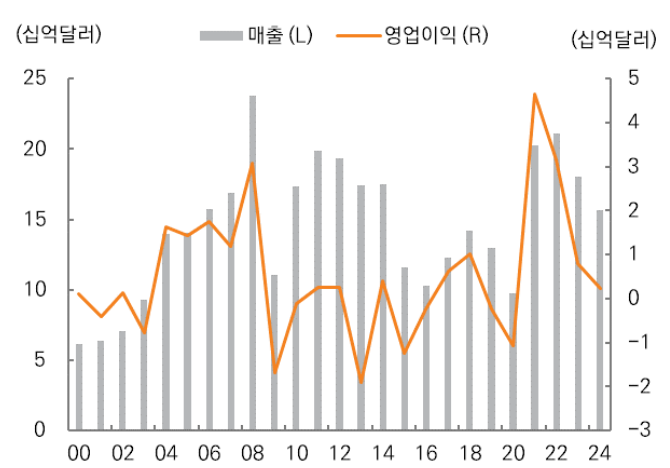
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 42. 뉴코 연간 실적 추이



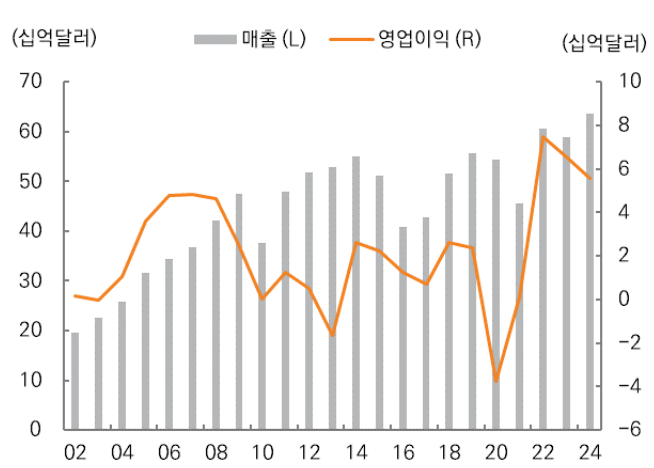
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 43. US 스틸 연간 실적 추이



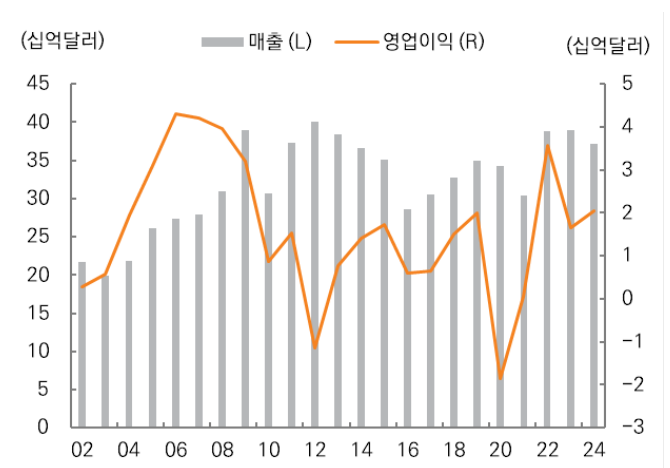
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 44. 일본제철 연간 실적 추이



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 45. JFE 연간 실적 추이



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

저탄소 생산 체제 구축을 위한 비용 규모는 어느 정도 수준일까? 연간 POSCO의 국내 조강생산량 약 3,600만톤을 기준으로 현재 저탄소 철강재 생산에 활용 가능한 ① 전기로 투자를 통한 대체(고로 → 전기로) ② FINEX 투자 사례를 통한 가정의 결과는 다음과 같다.

2024년, POSCO는 저탄소 생산체제 전환을 목표로 250만톤 규모의 전기로를 전라남도 광양에 착공했다. ①에 해당하는 총 투자비는 6,000억원으로 톤당 투자비는 약 24만원이다. 이를 기준으로 고로 생산 전량을 전기로로 대체하기 위해서는 약 8.6조원에 달하는 투자 금액이 필요하다. (고로 대비 전기로 제품의 스펙 충족 여부 미고려)

2013년, 친환경 기술인 FINEX가 적용된 3공장은 200만톤 규모로 준공되었다. 당시 투자비는 1조 3,000억원으로 인플레이션을 고려하지 않은 ② 톤당 투자비는 약 63만원이다. 단순 계산으로 100% FINEX 적용을 통한 탈탄소 전환을 위해 필요한 예상 투자비는 23조원 이상이다. 2013년 이후 인플레이션을 고려하면 실질적인 투자 규모는 보다 증가한다 [2024년 POSCO 철강 부문 CAPEX : 3.4조원].

더욱이 수소환원제철과 같은 탈탄소 기술이 적용된 투자비 상승과 이를 구축하기 위한 공사 기간 역시 필요하다. 단일 철강사 주도의 탈탄소 전환 작업은 단시간 내 의미있는 변화를 기대하기는 어려울 것으로 예상된다. 철강업계의 점진적인 탈탄소 추진 현실화와 이에 따른 중국발 공급과잉 완화는 중장기적 관점에서 유효한 업종 투자포인트로 판단한다.

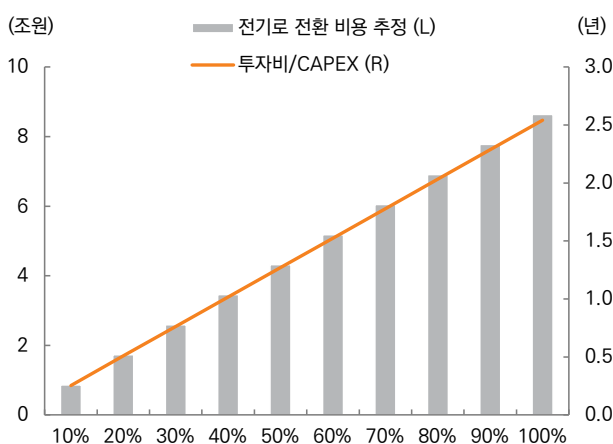
표 12. POSCO의 전기로, FINEX 투자 내역

(만톤, 십억원, 만원)

Type	Project	착공	준공	Capa (만톤)	투자비 (십억원)	톤당 투자비 (만원)	기대효과
전기로	광양 전기로	2024	2026F	250	600	24	저탄소 생산체제 전환
FINEX	FINEX 3공장	2011	2013	200	1300	65	투자비 20%, 제조원가 15% 절감 목표

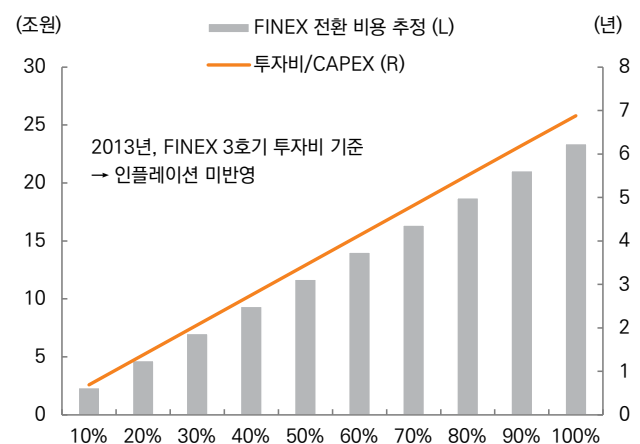
자료: POSCO홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 46. POSCO, 고로 → 전기로 대체율에 따른 투자비 추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 47. POSCO, 고로 → FINEX 대체율에 따른 투자비 추정



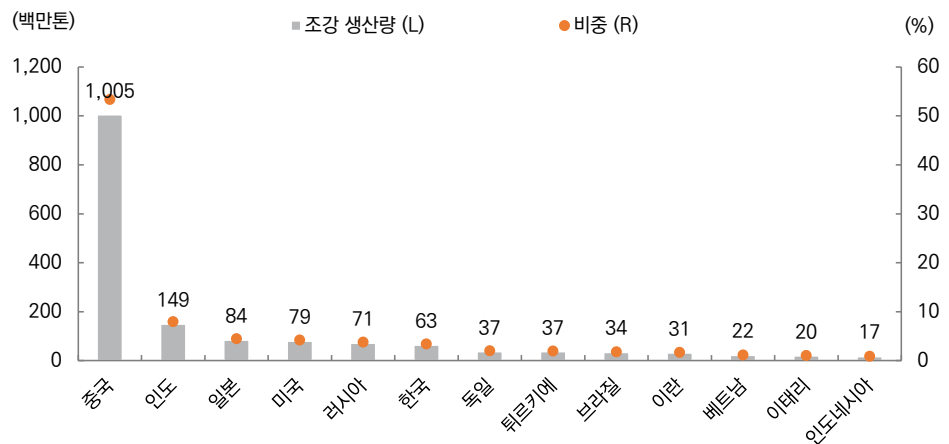
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

4. 중국 대체 시장의 등장? 인도 철강 시장

철강 시장에서 중국을 대체할 수 있는 국가의 등장을 당장 기대하기는 현실적으로 어렵다. 여전히 글로벌 철강 생산과 수요의 절반 이상이 중국에서 발생하고 있기 때문이다. 다만, 철강 순수입 국가들의 잠재적 수요 증가 가능성은 고려해 볼 필요가 있다. 인도는 이에 해당하는 대표적인 국가다.

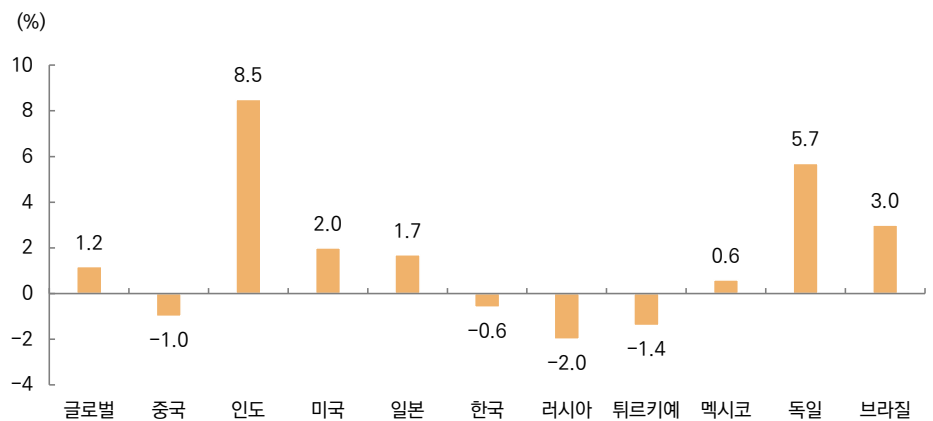
WSA에 따르면, 2024년 인도의 철강 수요는 약 1.43억톤으로 전년 대비 8% 증가했으며 2025년에도 8.5%의 증가한 1.56억톤이 전망되고 있다. 이는 글로벌 조강생산량 상위 10개국 중 가장 높은 전년 대비 철강 수요 증가율이다.

그림 48. 글로벌 상위국 조강생산량, 비중 추이 [2024년 기준]



자료: WSA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 49. 2025년, 글로벌 조강생산 상위국 철강 수요 YoY 증감률



자료: WSA, 미래에셋증권 리서치센터

2024년 기준, 인도의 조강생산량은 약 1.5억 톤으로 글로벌 2위를 차지하고 있다. 인도 시장 주요 플레이어로는 다국적 기업인 타타 스틸을 비롯해 국영 기업인 SAIL(Steel Authority of India Limited), JSW 스틸, 진달 스틸, 라쉬트리아 이스팻 등이 2023년 조강 생산량 기준 상위 5개사에 이름을 올리고 있다. 상위 5개사의 합산 조강 생산량은 연간 약 8,700만톤으로 이는 인도 총 조강생산량의 약 58% 수준이다. 이 외에도 합작회사인 AM/NS, POSCO India 등이 있다.

인도 시장에 대한 글로벌 철강사의 신규 투자 역시 진행중에 있다. 2019년, 아르셀로미탈과 일본제철(AM/NS)은 합작법인을 통해 당시 인도 4위 업체인 예사르 스틸을 인수했다. 예사르 스틸은 조강생산량을 2019년 약 900만톤 수준에서 2026년 1,500만톤 규모로 확장할 계획을 가지고 있다.

POSCO와 현대제철은 철강가공센터(SSC, Steel Service Center)를 통해 현지 완성차 업체에 자동차용 강재를 공급하고 있다. POSCO홀딩스는 인도 JSW그룹과 MOU를 통해 인도 오디샤 지역에 연간 500만톤 규모의 일관제철소 건설 여부를 고민 중에 있다. 현대제철은 2024년 현대차가 GM으로부터 인수한 푸네 완성차 공장에 대응한 23만톤 규모의 철강 가공센터 준공을 앞두고 있다.

표 13. 인도 철강 상위 5개 회사 요약

(백만달러, 만톤)

연	기업	시가총액	매출액 (FY24)	조강생산량 (23년)	내용
1	타타 스틸	22,683	27,848	2,950	- 인도 최대 통합 철강 생산 업체 - 1907년 설립, 아시아 최초 민간 철강사 - 2007년 Corus 인수하며 유럽 진출
2	JSW 스틸	30,263	21,266	2,615	- 인도 2위 철강 생산 업체 - 열연/냉연/아연도 코일, 선재, 판재 등 생산
3	SAIL (Steel Authority of India)	5,502	12,805	1,918	- 인도 정부가 지분 75% 소유 - 총매출 95%가 내수 시장에서 발생
4	진달 스틸 (JSPL)	10,837	6,079	790	- 철강, 시멘트, 전력 생산 및 철광석/석탄 채굴, 천연가스/석유 탐사 등 - 최대 사업 부문인 철강 포함하여 다양한 사업 영위
5	라쉬트리아 이스팻 (VIZAG Steel)	비상장		445	- 봉강 위주 제조

자료: Bloomberg, Quantivise, 미래에셋증권 리서치센터

표 14. 글로벌 상위 10대 철강사 인도 투자 현황

기업	국가	내용
AM/NS	유럽/일본	2019년, 아르셀로미탈과 일본제철 합작으로 인도 철강사 'Essar Steel' 인수 2026년, 1500만톤 규모 생산능력 확장 본격화
POSCO홀딩스	한국	JSW그룹과 인도 일관제철소 합작 건설 및 이차전지소재, 재생에너지 분야 사업 협력 MOU 체결 (2024.10월) : 1단계 오디샤 연 500만톤 규모 건설, 이후 추가 확장 방안 검토 : 포스코그룹은 인도 마하라슈트라에 180만톤 규모 냉연·도금 공장과 델리, 첸나이 등에 5개 철강 가공공장 운영 중
JFE Steel	일본	2023년, JSW Steel과 합작회사 JJES를 설립: 인도 최초 방향성 전기강판 일관 생산체제 구축(2027년 생산 목표) 2024년, 합작회사 JJES를 통해 인도 최초 전기강판 제조사 'Thyssenkrupp Electrical Steel India(TEI)' 인수: 매수가격 405억루피(약 6600억원) -> 이번 인수를 통해 기존 목표였던 2027년보다 조기에 전기강판 시장 참여
현대제철	한국	인도 푸네 지역에 스틸서비스센터(SSC) 설립: 현대차 전기차 공장에 자동차용강판 공급 : 3Q25F 상업생산 계획 -> 2032년, 23만톤 규모의 대형 SSC 목표

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

인도의 철강 수요 증가에는 제조업 기반의 국가 성장 전략이 자리하고 있다. 인도 정부는 농업에 집중된 노동 인구 분포를 제조업과 서비스업으로 전환하는 것이 필수라고 주장하고 있다. 이러한 정책적 목표를 위해 인도 정부는 제조 생산을 늘리는 기업에게 재정적 인센티브를 제공하는 '생산연계인센티브(PLI)' 정책을 도입했다. 모디 총리는 2014년 인도 내 제조 역량 증진을 위해 'Make in India' 캠페인을 시작하며 2025년까지 제조업 비중을 GDP의 25%로 끌어올리겠다는 목표(2023년 13%)를 제시한 바 있다.

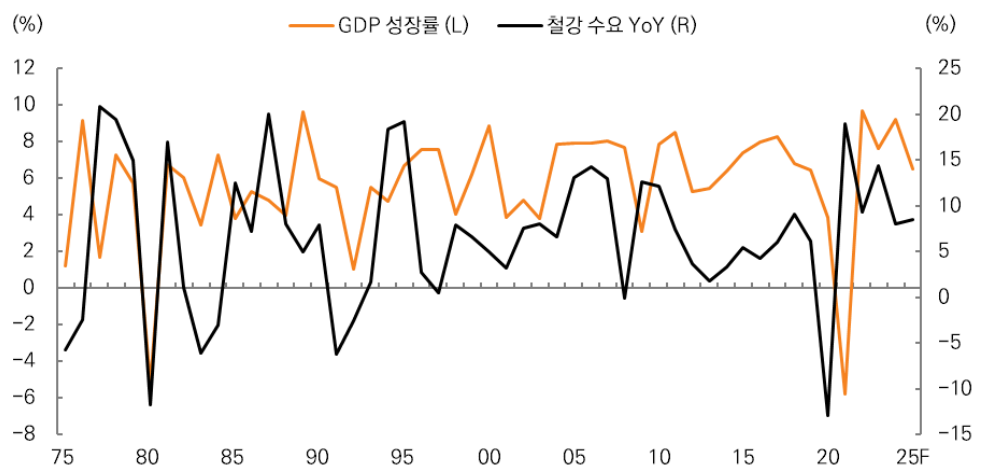
표 15. 분야별 생산연계인센티브(PLI) 제도 요약

(십억 달러)

연번	분야	금액	정책 발표 시기	세부 지원분야	주요 기업
1	모바일·부품	50.73	20.03월	휴대폰, 휴대폰 부품	삼성전자, Lava, AT&S
2	전자기기	9.07	21.02월	노트북, 태블릿PC 등	Dell, Wistron, Foxconn
3	의료기기	4.23	20.03월	항암·방사선치료, 임플란트 등	Philips, Allied Medical
4	의약품	18.58	21.02월	바이오복제의약품, 유효성분, 항암제 등	Sun Pharmaceuticals, Cipla
5	의약품원료	8.59	20.03월	발효기반 의약품, 합성 의약품	Aurobindo Pharma, Natural Biogenex
6	식품	13.50	21.03월	해산물, 즉석식품, 과일 및 야채 등	Britannia Industries, Haldiram Snacks
7	통신기기	16.34	21.02월	전송장비, 4G/5G 기기, 스위치/라우터 등	Nokia, Dixon, Foxconn
8	태양광 PV모듈	5.57	21.04월	고효율 PV모듈	Shirdi, Reliance, Adani
9	백색가전	7.72	21.04월	에어컨, LED, 부품 등	Panasonic, Havells
10	첨단 화학전지	22.42	21.05월	화학전지	RIL, Ola, Rajesh Exports
11	섬유	13.23	21.09월	섬유류(방산, 의료, 스포츠, 특수섬유 등)	RIL, Arvind, Bombay Dyeing, Welspun
12	드론 및 부품	0.14	21.09월	드론, 핵심 부품 등	
13	자동차·자동차 부품	32.13	21.09월	자동차 부품, 전기/수소차 부품	현대차, 기아, Suzuki, Tata
14	특수철강	7.83	21.07월	코팅/도금 철강, 고강도철강, 전기강판 등	Tata Steel, JSW Steel, AM/NS
15	반도체	94.15	21.12월	디스플레이 팹, 반도체 조립시설 등	Foxconn, Vendata, Elest
합계		304.23			

자료: 대한무역투자진흥공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 50. 연간 인도 GDP 성장률, 철강 수요 YoY

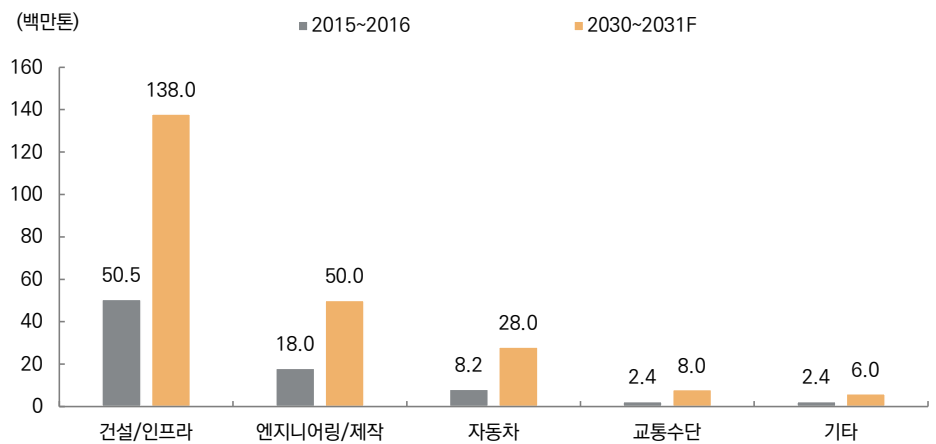


자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

2017년, 인도 철강부(Ministry of Steel)는 국가철강정책(NSP, National Steel Policy)을 발표하며 2030년까지 인도 내 철강 생산량을 3억톤 규모로 확대하겠다는 계획을 밝혔다. [2017년 : 약 1.3억톤]. 2025년, 인도 정부에서 발표한 ‘Vision 2047’ 에서는 기존 철강 생산능력 확장 계획에 더해 ① 2047년까지 인도 내 철강 생산량을 연간 5억톤 규모로 확대하고 ② 톤당 Co2 배출량을 2.5톤에서 2.25톤으로 낮추겠다는 의지가 담겼다.

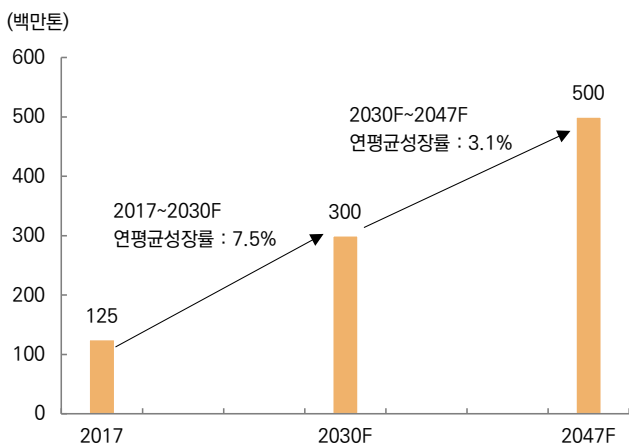
한편, 인도 정부는 저가 철강재 수입 증가에 따른 피해를 줄이기 위한 관세 도입을 검토중에 있다. 인도 상무부는 200일 동안 철강 관세를 12% 부과하는 내용을 무역부에 권고한 것으로 알려졌다. 이는 철강사로 하여금 인도 철강 수요 대응 측면에서 현지 생산 전략과 투자를 재차 고민하게 만드는 내용이다.

그림 51. 인도 산업부문별 철강 수요 전망 [2017년 NSP : 8200만톤(2016) → 2.3억톤(2031F)]



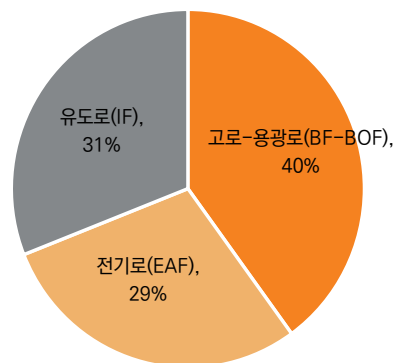
자료: 인도 철강부(Ministry of Steel), 미래에셋증권 리서치센터

그림 52. 인도 총 철강 생산능력 계획



자료: 인도 철강부(Ministry of Steel), 언론 자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 53. 인도, 조강생산량 구성 [2017년 1.25억톤 Capa 기준]



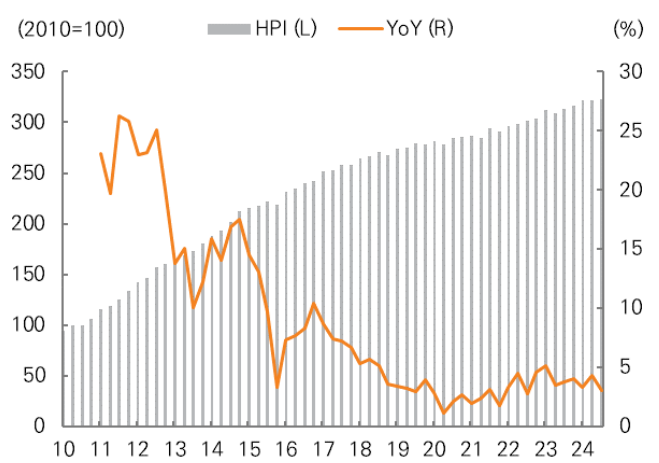
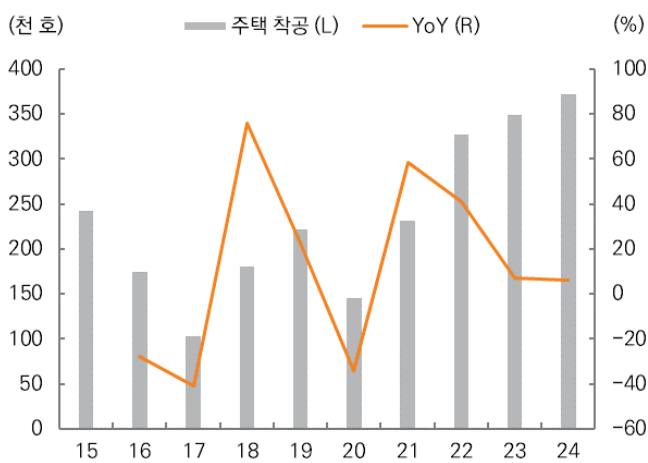
자료: 인도 철강부(Ministry of Steel), 미래에셋증권 리서치센터

인도의 건설향 철강 수요는 주택 지표 개선으로 증가 추세를 이어갈 전망이다. 인도 부동산 시장 지표는 최근 둔화 흐름에도 불구하고, 전반적으로 전년동기 대비 개선 흐름을 이어가고 있다. 2024년, 8대 주요 광역권(뭄바이, 벵갈루루, NCR 등) 주택 착공은 37.3만 건으로 전년대비 6.3% 증가했다. 전년동기 대비 증가율은 다소 둔화됐으나, 연간 기준으로는 2015년 이후 최대치를 재차 경신해 나가고 있다.

2024년 말, 로이터에서는 인도 주택 시장 전망에 대해 전문가들은 고급 주택에 대한 강한 수요를 근거로 2025년 6.5%, 2026년 7.5% 상승을 예상하는 설문 조사 결과를 발표하기도 했다.

그림 54. 인도 주택 착공, YoY 증감률 [8대 주요 광역권 기준]

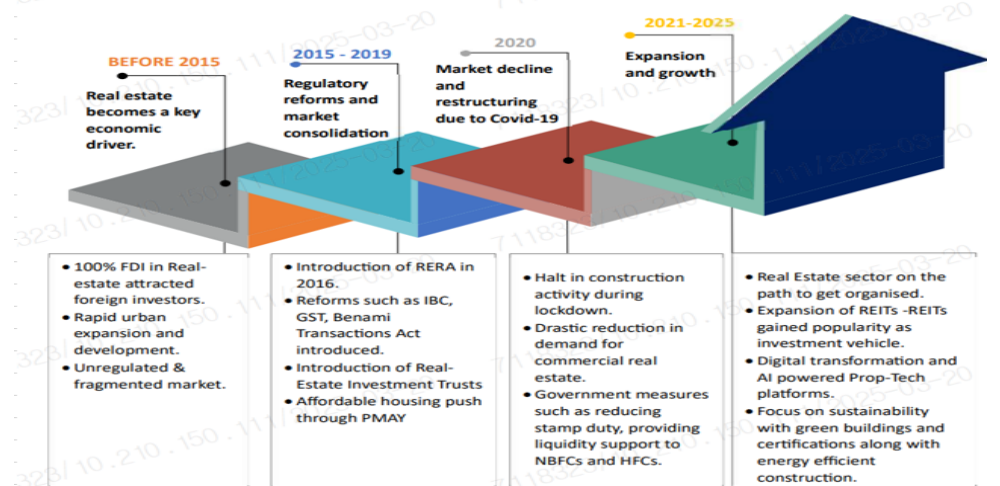
그림 55. 분기별 인도 주택가격지수 (HPI)



자료: Knight Frank India, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 인도중앙은행, 미래에셋증권 리서치센터

그림 56. 인도 부동산 시장 흐름



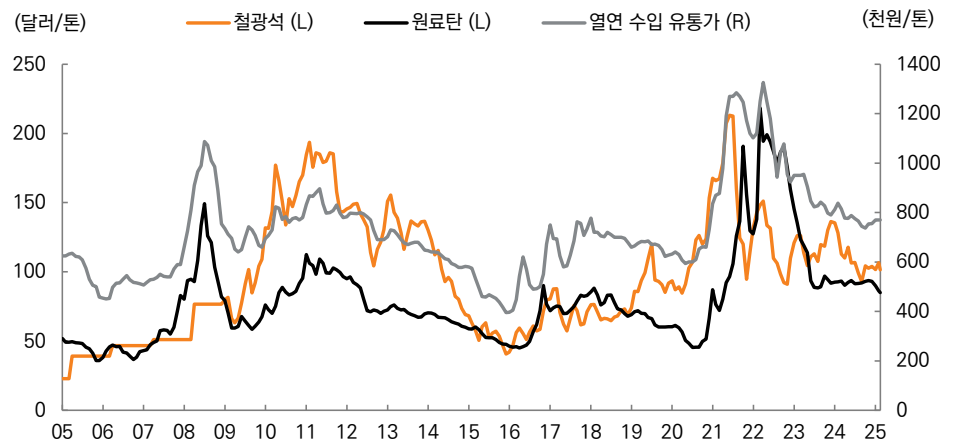
자료: Cushman & Wakefield, 미래에셋증권 리서치센터

5. Cost-Push? 광산업체 현황 점검

철강 업황 전망의 또 다른 지표는 주 원재료인 철광석을 공급하는 글로벌 광산업체의 방향성이다. 고로를 통해 생산되는 철강재의 주요 원재료는 철광석과 연료탄으로 통상 1톤의 쇳물을 만드는데 철광석 1.6톤, 원료탄 0.7톤의 구성비를 보인다. POSCO(별도 기준)의 2024년 조강생산량 3,505만톤 * 1.6톤 * 100달러/톤 * 1,450원/달러를 가정하면 연간 철광석 원재료 비용은 약 8.1조원 수준이다. 이는 POSCO 별도 기준 매출원가(34.9조원)의 약 23% 수준으로 단일 원재료의 원가 비중이 상대적으로 높다.

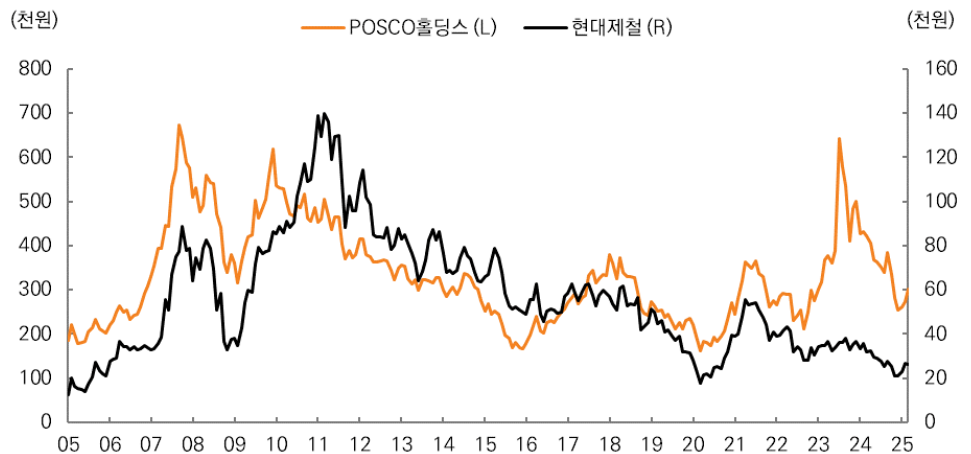
과거, 원재료(철광석, 원료탄) 가격 강세와 Cost Push 성격의 판가 인상이 국내 철강주의 주가 강세를 견인했다. 다만, 현 철강 수요 둔화 구간에서 조강생산 단위당 철광석의 투입 증가가 없다면 Cost Push에 의한 주가 상승 재현 가능성은 낮을 것으로 전망한다. 중장기적인 탈탄소 추진 과정에서의 전환(고로 → 전기로 확대) 과정 역시 철광석 강세에 기인한 업황의 낙관적 전망을 어렵게 만드는 부분이다.

그림 57. 철광석, 원료탄, 국내 수입 열연 유통가 추이



자료: KOMIS, 스틸데일리, 미래에셋증권 리서치센터

그림 58. POSCO, 현대제철 주가 추이

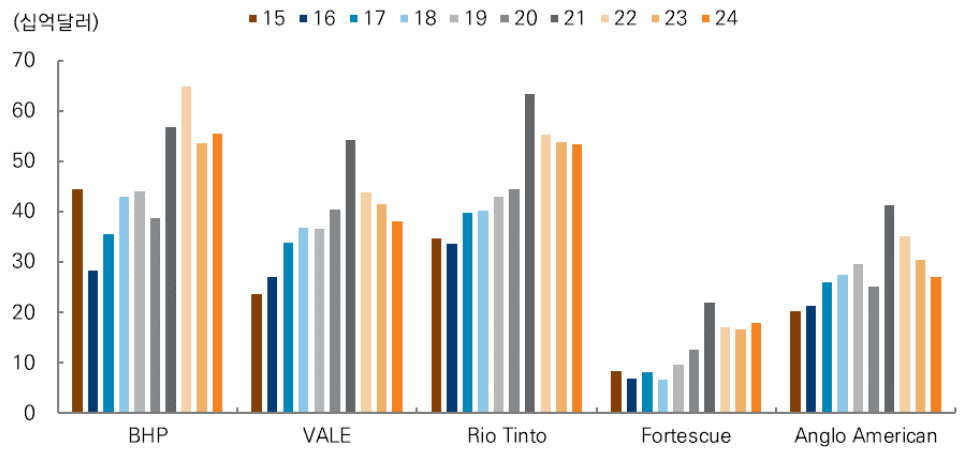


자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

2024년, 글로벌 주요 3대 광산업체(BHP, Vale, Rio Tinto) 실적은 상이한 흐름을 보였으나, 공통적으로는 2021년 고점 대비 감소했다. 중국의 철광석 수요 감소에 따른 판매단가 하락이 주요 원인으로 작용했다. 2024년 기준, 글로벌 3대 광산업체의 철광석(Iron Ore) 부문 매출 기여도는 평균 50% 이상이다.

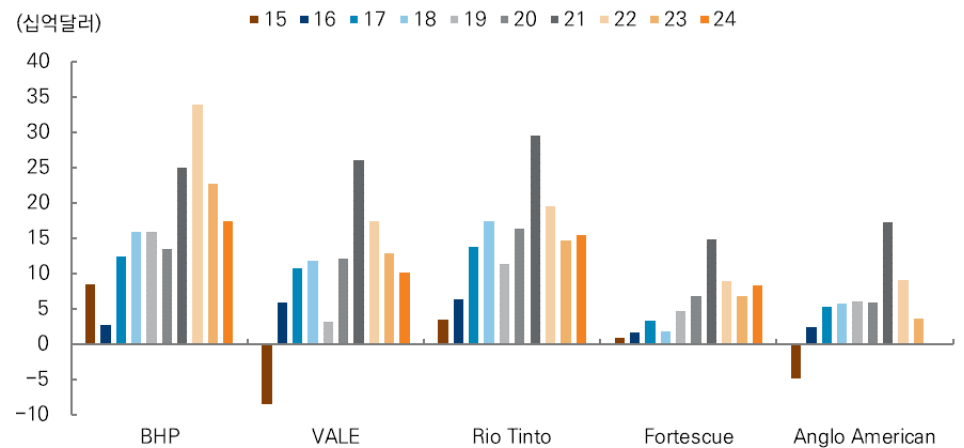
BHP의 FY1H25(CY2H24) 전사 매출액은 251.8억 달러(-7.5%, YoY)를 기록했으며 이 중 철광석 부문은 115.1억 달러(-18.2%, YoY)를 기록했다. BHP는 CY2024 철광석 시장에 대해 중국 철강사의 마진 하락과 정부의 정책 압박으로 고로사의 가동률 하락을 전망한 바 있다. Vale의 경우, 2024년 영업이익의 부진에 대해 철광석 가격 하락을 주요 요인으로 언급했다. 2025년, 철광석 가격은 하향 안정화를 전망한다.

그림 59. 주요 글로벌 광산업체 연간 매출액 추이 [BHP, Fortescue는 6월 결산]



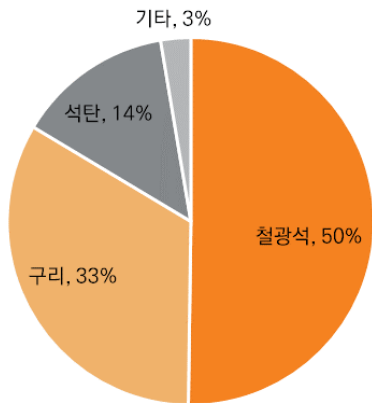
자료: Quantivise, 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 60. 주요 글로벌 광산업체 연간 영업이익 추이 [BHP, Fortescue는 6월 결산]



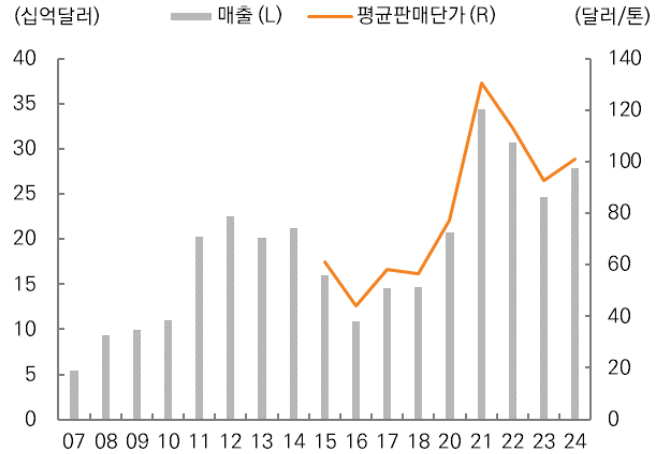
자료: Quantivise, 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 61. BHP 사업부문별 매출액 비중 [FY2024년]



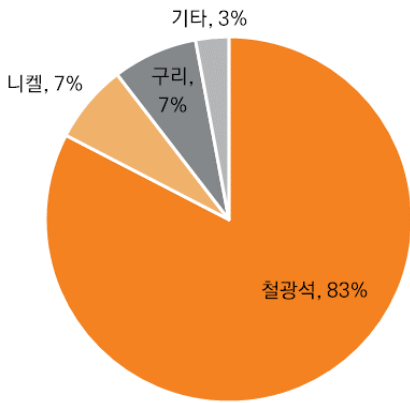
자료: BHP, 미래에셋증권 리서치센터

그림 62. BHP 철광석(Iron Ore) 부문 매출액, 판매단가 [FY기준]



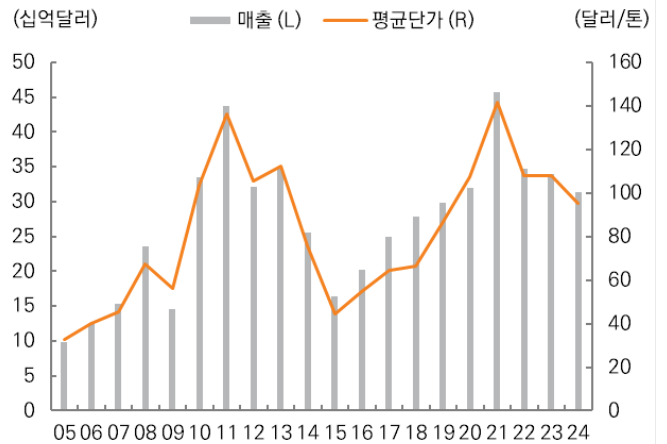
자료: BHP, 미래에셋증권 리서치센터

그림 63. Vale 사업부문별 매출액 비중 [2024년]



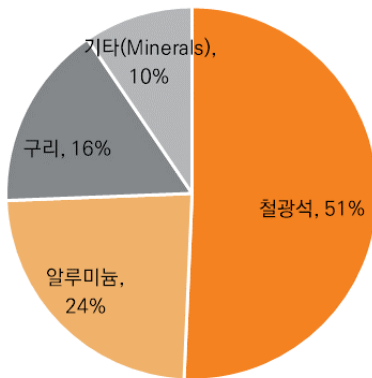
자료: Vale, 미래에셋증권 리서치센터

그림 64. Vale 철광석(Iron Ore) 부문 매출액, 판매단가 추이



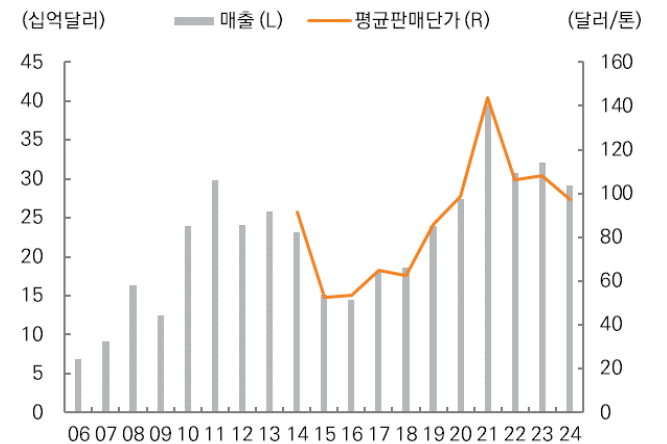
자료: Vale, 미래에셋증권 리서치센터

그림 65. Rio Tinto, 사업부문별 매출액 비중 [2024년]



자료: Rio Tinto, 미래에셋증권 리서치센터

그림 66. Rio Tinto, 철광석(Iron Ore) 부문 매출액, 판매단가 추이

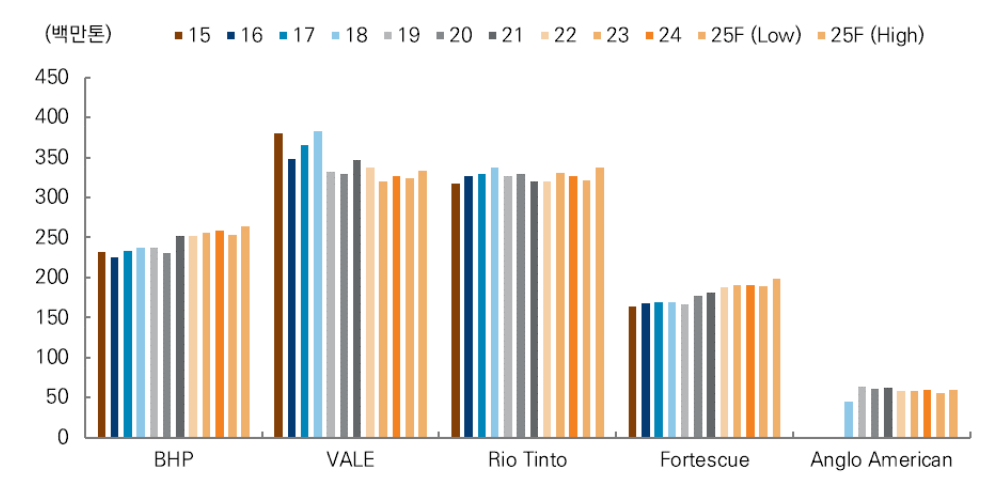


자료: Rio Tinto, 미래에셋증권 리서치센터

주요 글로벌 광산업체는 2025년 철광석 생산량 가이드언스를 (Low, High 평균) 전년과 유사한 수준으로 제시했다. BHP는 장기적 포트폴리오 최적화 과정에 중국의 경제 성장 둔화, 저탄소 경제 전환 등이 수요 둔화와 가격 하락을 야기할 수 있다고 전망하고 있다.

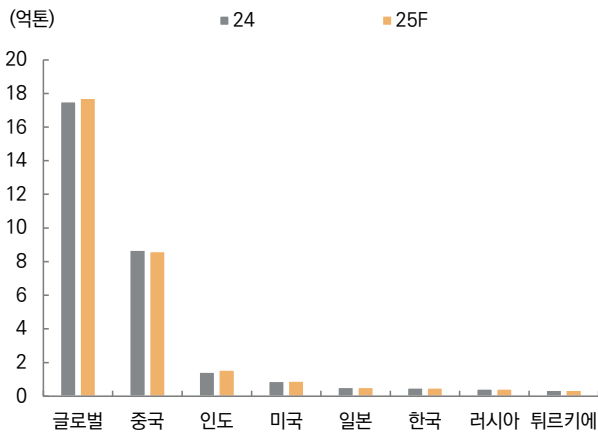
WSA(World Steel Association)의 2025년 글로벌 철강 수요 예상치는 전년 대비 1.2% 증가한 17.7억톤이다. 글로벌 수요의 절반을 차지하는 중국은 전년도에 이어 1% 감소한 8.6억톤이 예상되는 반면, 신흥국인 인도는 전년 대비 8.5% 증가한 1.6억톤이 전망되고 있다. 2025년, 대한민국의 철강 소비 예상치는 전년 대비 0.6% 감소한 0.5억톤 수준이다.

그림 67. 글로벌 광산업체 철광석 생산량 가이드언스



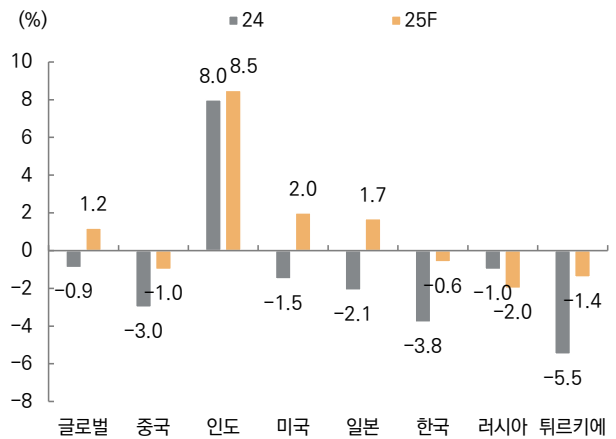
주: BHP, 포테스큐는 회계연도 기준 (7월 1일 ~ 6월 30일)
 자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 68. 2024, 2025년 WSA 지역별 철강 수요 전망



자료: WSA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 69. 2024, 2025년 WSA 지역별 철강 수요 YoY 증감률



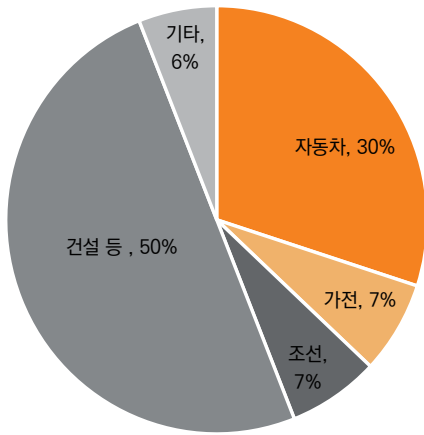
자료: WSA, 미래에셋증권 리서치센터

V. 국내 철강 시황 전망

국내 철강 시황 전망 : 봉형강, 건설 업황 부진 지속

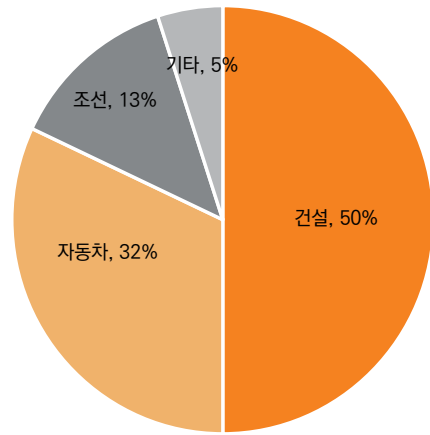
국내 철강사의 주요 전방산업은 건설, 자동차, 조선 등이다. 전기로를 활용해 철근 등 봉형강을 생산하는 현대제철의 건설 비중은 약 절반 수준이다. 건축 공정 상 봉형강류는 초기에 투입되는 아이টে으로 건축 인허가, 착공, 신규 분양 실적 지표에 동행 또는 후행하는 특성을 갖는다. 현재의 전반적인 건설 업황 부진은 철강사의 건설향 판매 둔화에 따른 실적 감소 원인으로 작용하고 있다.

그림 70. POSCO홀딩스 철강 부문 판매 비중 [연간 편차 존재]



자료: POSCO홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

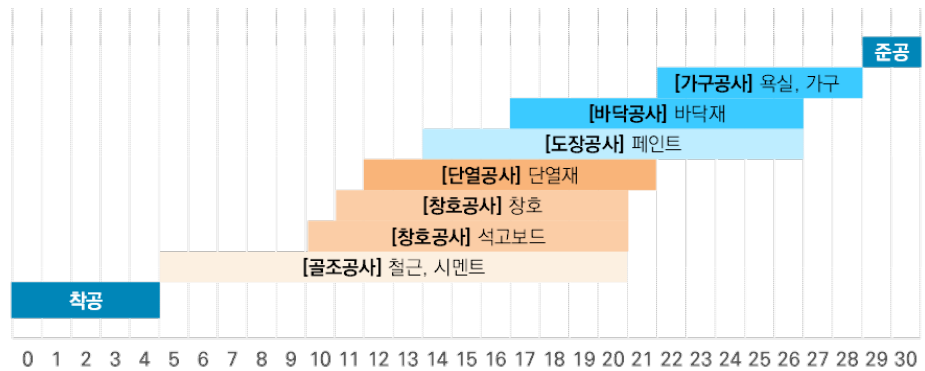
그림 71. 현대제철 전방산업별 판매 비중 [연간 편차 존재]



자료: 현대제철, 미래에셋증권 리서치센터

그림 72. 주요 건설 자재 투입 구조

공사기간별 주요 건축자재 투입품목, 해당 기업

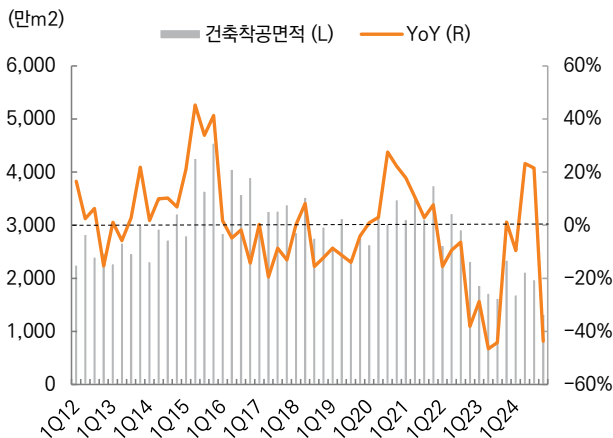


자료: 미래에셋증권 리서치센터

국내 주택 분양 시장은 ① 2022년 하반기 레고랜드발 사태로 인한 부동산PF 여파 ② 공사비 급등으로 인한 착공 감소 ③ 금융 당국의 대출 규제 ④ 계엄사태 이후 불확실성 등으로 위축 국면이 이어지고 있다. 원자재 인플레이션과 맞물린 공사비 급등과 이로 인한 인허가, 착공 지표 간 괴리는 철강재 수요 감소로 이어지고 있다.

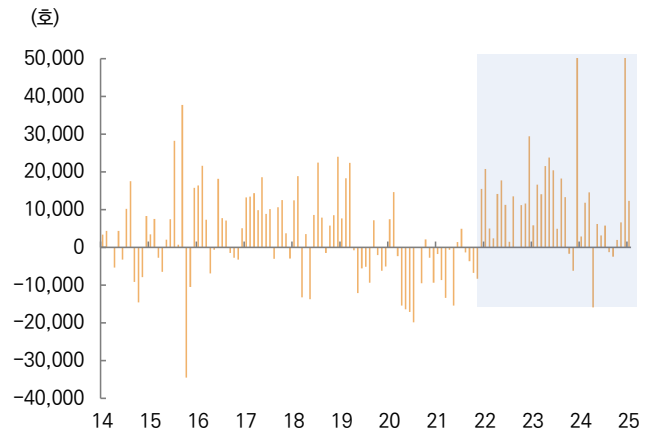
2023년부터 시작된 신규 주택 분양 급감 여파로 2024년 내수 철근 판매량, 시멘트 출하량은 전년 대비 각각 17%, 13% 감소했다. 2025년 국내 철근 수요 역시 착공 부진에 따른 감소 흐름을 전망한다.

그림 73. 전국 건축 착공면적 추이, YoY 증감률



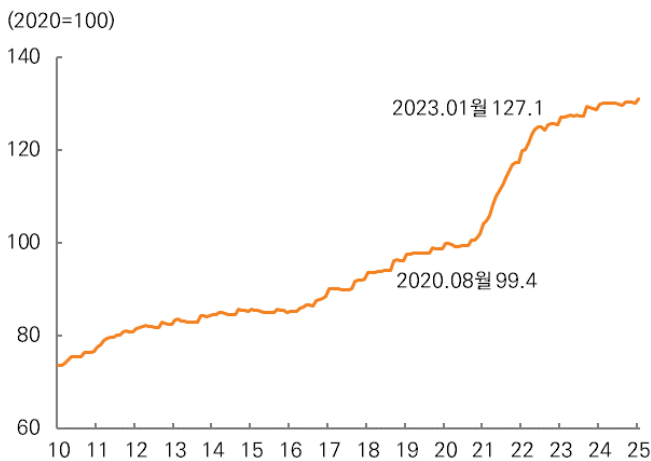
자료: KOSIS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 74. 전국 인허가-착공 주택 추이



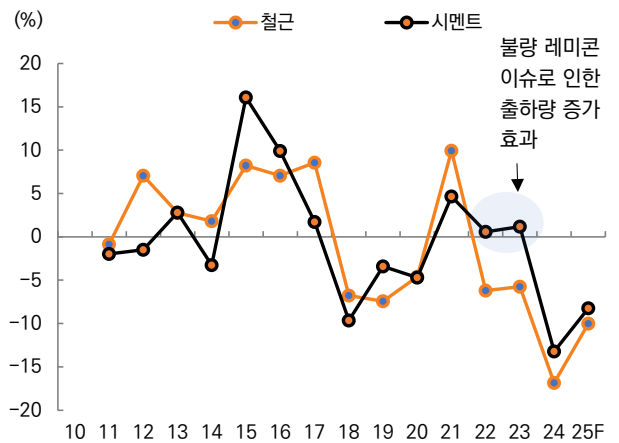
자료: 국토교통부, 미래에셋증권 리서치센터

그림 75. 월별 공사비지수



자료: 한국건설기술연구원, 미래에셋증권 리서치센터

그림 76. 연간 철근, 시멘트 내수 판매량 및 전망, YoY 증감률



자료: 한국철강협회, 한국시멘트협회, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 16. 최근 건설사 주요 워크아웃 사례

시기	건설업체	시공능력평가순위	주요내용
22.09월	우석건설	202	- 만기 도래 구매자금대출금 상환이 어려워지며 부도처리
23.03월	HN Inc	133	- 업황 악화 및 PF 사업 부실화로 유동성 고갈 및 재무구조 악화로 채무 상환에 어려움 겪어
23.04월	대창기업	109	- 미청구 공사미수금 506억원으로 2021년(227억원) 대비 두배 웃돌아
23.06월	신일	113	- 부동산 시장 침체와 미분양 증가로 주요 사업장마다 자금 회수에 어려움 겪어
23.12월	태영건설	16	- 저금리 시기 무리한 사업 확장 이후 건설경기 부진, 금리 인상 등 외부 환경이 악화되며 유동성 위험 커져
	부강종합건설	179	- 감사보고서에 따르면 2023년 말 만기 도래 단기차입금이 222억원으로 나타나
	일군토건	124	- 법정관리 신청했으나 법원에서 기각 결정
24.01월	영동건설	176	- 법원에 따르면 영동건설의 채권자만 금융권, 대형건설사, 하청업체 등 188곳에 달해
24.02월	선원건설	122	- 통일교 계열사로 고단 발주사업과 주택사업을 해 왔으나 회생절차 신청
	새천년종합건설	105	- 충남 아산 '아르니 퍼스트'(498가구), 경남 양산 '주진동 천년가 더힐'(625가구) 등 주요 사업 불투명
24.04월	동광건설	126	- 2023년 영업손실 107억원, 당기순손실 48억원
	한국건설	99	- 2023년부터 공사 현장 4곳에서 중도금 대출이자 체납에 따른 보증 사고가 잇따르며 공정 중단되는 등 위기
24.06월	남양건설	127	- 공공공사 사업에서 발생한 적자로 어려움을 겪었으며 신축 아파트 미분양 등으로 재무 구조 악화
24.11월	신태양건설	105	- 회사가 참여한 PF 보증 문제 등으로 누적된 채무 인수 규모를 감당할 수 없게 되며 기업회생 신청 - 지난 5월부터 돌아온 230억여 원의 어음을 막는 과정에서 현금 유동성이 크게 떨어져
24.12월	제일건설	202	- 7억여 원의 어음을 막지 못해 최종 부도 처리돼 법정관리 신청
25.01월	신동아건설	58	- 2024년 말 만기가 도래한 어음 60억원을 막지 못한 것이 1차 부도 원인 - 인천 검단, 평택 고덕 등 주요 분양사업지에 대해서는 컨소시엄 사업은 참여업체에게 넘기고, 그 외 사업은 신탁사 시행 사업들로 공매 처리될 가능성이 커
	대저건설	103	- 수도권 오피스텔과 지식산업센터 사업장에서 시행사의 공사대금을 제대로 받지 못하며 경영상 위기 겪어
	삼부토건	71	- 2024년 9월말 기준 부채비율 838.5%로 시평 100위권 건설사 중 가장 높아 - 복합개발 건설사업에 참여했다가 지방 미분양 증가로 공사비를 제대로 받지 못해 미수금이 쌓이며 경영 위기가 커진 것으로 알려져
25.02월	안강건설	116	- 2024년 안산 물류센터의 책임준공 기한을 지키지 못해 830억원의 PF 채무를 떠안으며 재무 상태가 급격히 악화
	대우조선해양건설	-	- 2022년에도 재무상황 악화로 법정관리를 신청했으며 부동산 개발업체 스카이어이앤디에 인수돼 정상화 절차를 밟아 왔지만 스카이어이앤디가 자금 마련에 어려움을 겪고 인수·운영을 포기하며 다시 법정관리에 이르러
	삼정기업	114	- 양사를 합해 약 2,500억원의 미회수 채권이 발생하면서 장기 프로젝트 개발사업의 차질 등 복합적인 요인으로 유동성 위기를 겪어
25.03월	삼정이앤시	122	- 여기에 최근 발생한 반안트리 리조트 공사 현장 화재는 잔여 공사비 채권 회수를 불투명하게 만들었고, 금융기관의 추가 자금 조달이 전면적으로 중단돼 경영난이 더욱 심화
	벽산엔지니어링	180	- 주택 브랜드 '벽산블루밍'을 운영했으며 최근에는 주택·금융시장 불안을 의식해 석유·가스·지반·인프라 등 플랜트 사업에 집중
			- 2023년부터 높은 부채비율(468.3%)로 인해 유동성 문제가 제기돼 와

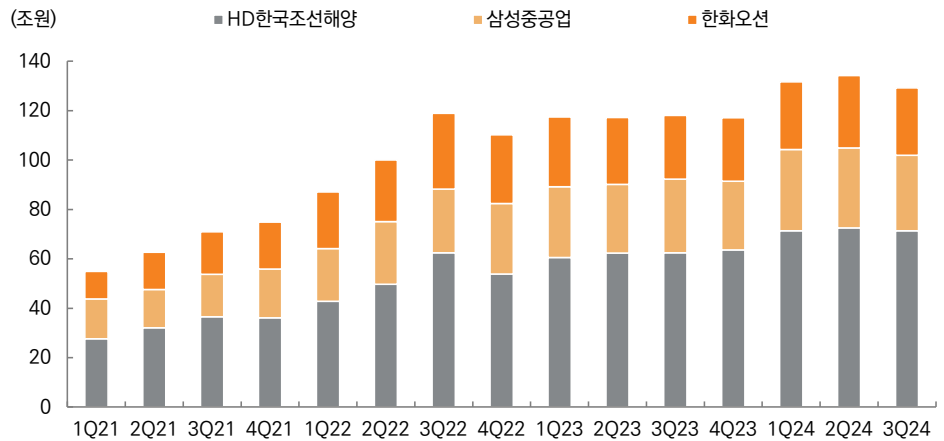
주: 시공능력평가순위는 워크아웃 돌입 당시 기준
자료: 언론 자료, 미래에셋증권 리서치센터

국내 철강 시황 전망 : 판재류, 양호한 전방산업과 반덤핑 제소 효과 기대

반면, 조선과 자동차용 판재류는 양호한 흐름이 이어질 것으로 전망한다. 국내 주요 조선사 수주잔고는 수주 호황으로 증가 추세를 이어가고 있다. 다만, POSCO홀딩스와 현대제철의 조선용 판재 비중은 15% 이하로 건설, 자동차용 대비 상대적으로 높지 않다. 또한, 저가 중국산 후판 수입 증가로 수익성 확보의 어려움을 겪고 있다.

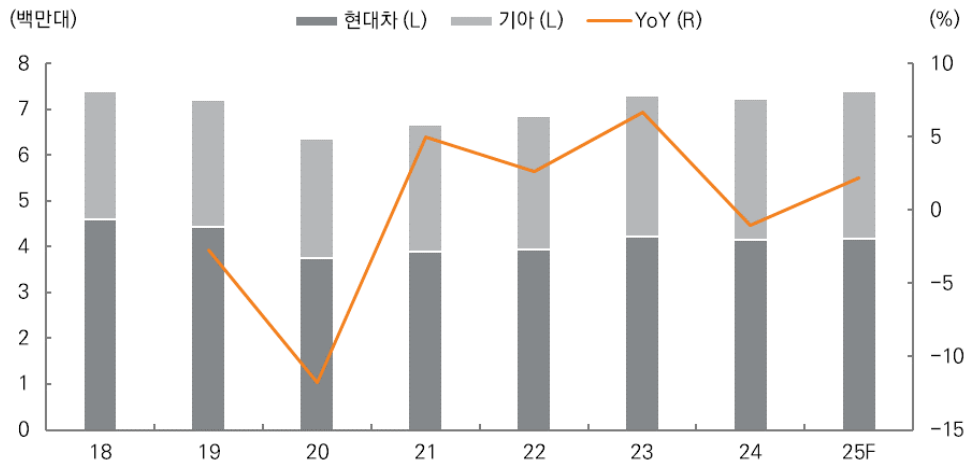
자동차용의 주요 고객사인 현대차, 기아는 2025년 합산 판매량 가이드선으로 전년대비 2.2% 증가한 739만대를 제시했다. 자동차용 매출 비중은 약 30% 수준으로 조선용 대비 높다. 자동차용 강판의 경우, 일반 범용재 대비 기술력과 고객사의 고스펙 요구 사항 등이 반영되는 고부가가치 제품군에 속한다. 완성차 업체의 판매 증가는 철강사의 자동차용 매출 및 Mix 개선에 기여할 수 있는 요인이다. 중국 수입산 후판, 중국/일본 열연강판에 대한 반덤핑 제소의 관세 부과 현실화는 철강사의 판가 인상 효과를 기대할 수 있는 부분이다.

그림 77. 국내 조선 3사 수주잔고 추이



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 78. 현대기아차, 글로벌 판매량 추이 및 가이드선, YoY 증감률



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

VI. 투자 전략 및 Valuation

2025년 철강업황, 공급 축소에 기인한 수급 개선 전망

철강업종에 대한 투자이견 ‘비중확대’을 제시하며 커버리지를 개시한다. 2025년, 국내 철강업종의 디스카운트 요인이었던 중국발 공급과잉 완화와 이에 기인한 할인율 축소를 전망한다. ① 중국 정부 주도의 감산 유도 기조 지속 ② 각국의 무역 장벽과 관세 정책으로 인한 수출처 확보의 어려움 ③ 점진적 탈탄소 요구 강화 ④ 중국 철강사의 낮아진 롤마진 등을 그 근거로 판단한다.

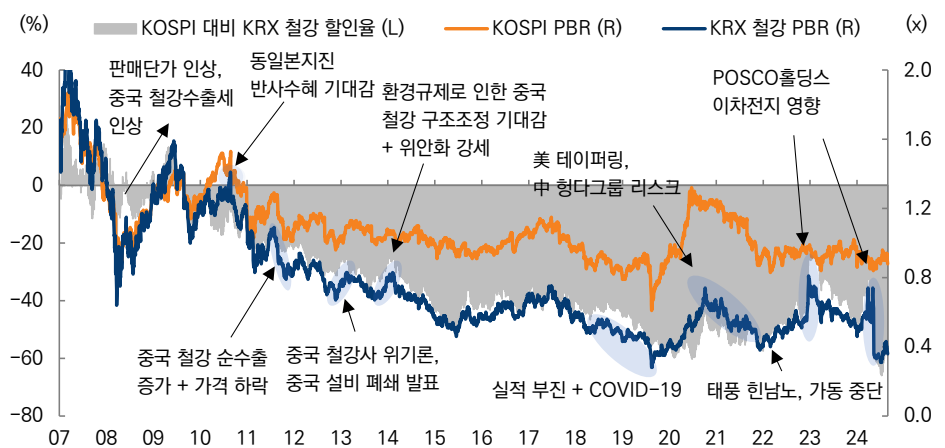
2025년, 제품 Spread는 완만한 개선 흐름을 전망한다. 철광석 등 주요 원재료의 약보합세 대비 제품 가격의 제한적 하락으로 롤마진 개선을 예상한다. 국내 철강 시황은 건설항 둔화가 이어지는 반면, 조선/자동차항의 상대적 선방이 하방을 지지할 것으로 전망한다.

2025년, 주요 철강사 주가는 중국 감산 기대감과 국내 반덤핑 제소 이슈 등으로 상승 흐름을 보였다. 다만, KRX 철강 PBR 기준 0.36x로 KOSPI 대비 할인율은 COVID-19 시기와 유사한 60% 수준까지 하락했다. 중국의 공급 과잉 축소 → 수급 개선 → 철강 가격 회복 → ROE 개선의 선순환 흐름이 이어질 것으로 전망이다.

POSCO홀딩스와 현대제철에 대해 매수 의견으로 커버리지를 개시하며 업종 최선호주로 POSCO홀딩스를 제시한다. 현 주가 대비 40% 이상의 상승여력을 보유하고 있다고 판단한다. 2025년 영업이익은 철강 시황 개선, 기저 효과에 따른 뚜렷한 개선을 추정한다.

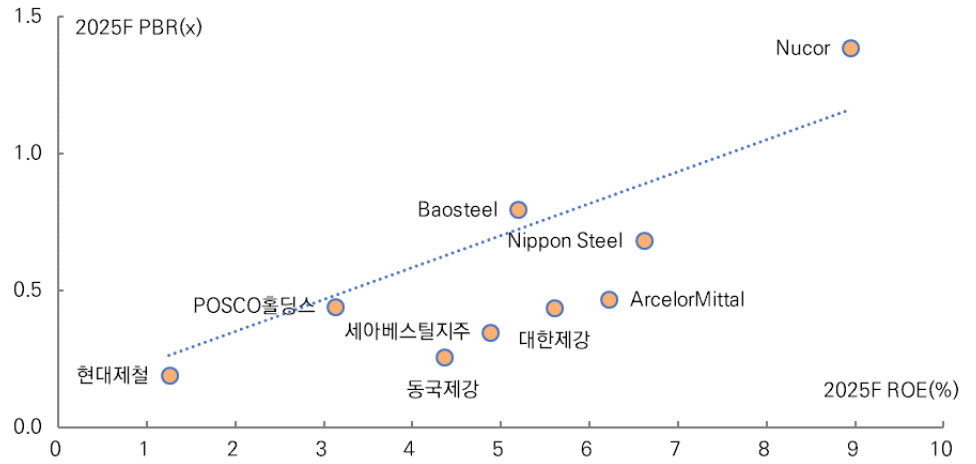
POSCO홀딩스의 리튬 사업은 수요 대응을 위한 양산 가동이 본격화되고 있다. 보호무역주의, 자원민족주의 기조 속에 신규 투자 확대와 지역 포트폴리오 다변화에 주목해야 한다고 판단한다.

그림 79. KOSPI, KRX 철강 PBR Chart



자료: Quantivise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 80. 글로벌 철강 Peer ROE, PBR Chart



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 17. 철강 Peer Valuation Table

		POSCO 홀딩스	현대제철	세아제강 지주	세아베스틸 지주	동국제강	대한제강	Baosteel	Arcelor- Mittal	Nippon Steel	Tata Steel	Nucor
추가수익률 (%)	1M	7.2	-3.2	-1.3	-8.5	-1.9	-0.3	3.5	1.1	-1.2	12.1	-7.3
	3M	15.2	22.3	29.9	-9.2	12.9	-5.8	4.1	24.9	4.6	10.8	8.7
	6M	-24.5	-7.7	28.5	-13.7	0.8	19.5	14.4	18.4	1.3	-7.6	-15.1
P/E (배)	2021	3.1	3.7	2.4	3.8	-	2.4	6.7	2.4	-	12.4	4.8
	2022	6.7	4.0	2.1	6.3	-	1.6	10.2	2.6	3.1	3.9	4.4
	2023	22.3	10.4	3.4	6.9	-	3.2	11.0	26.1	4.1	14.6	9.1
	2024	13.3	77.6	6.6	10.1	7.7	8.7	17.5	9.9	6.4	35.9	15.5
	2025F	13.3	17.1	-	6.5	5.9	7.1	15.0	7.3	10.1	44.4	16.6
P/B (배)	2021	0.4	0.3	0.3	0.4	-	0.5	0.8	0.6	0.6	1.3	2.2
	2022	0.4	0.2	0.4	0.3	-	0.3	0.6	0.4	0.6	1.4	1.8
	2023	0.7	0.3	0.5	0.5	0.3	0.3	0.7	0.4	0.7	1.2	2.0
	2024	0.4	0.2	-	0.3	0.3	0.4	0.8	0.4	0.7	1.9	1.4
	2025F	0.4	0.2	-	0.3	0.3	0.4	0.8	0.4	0.7	2.1	1.4
ROE (%)	2021	14.0	8.5	16.1	10.8	-	24.7	12.6	34.2	-1.2	10.1	54.8
	2022	6.1	5.6	20.6	4.9	-	18.5	6.3	18.2	20.5	42.6	46.7
	2023	3.2	2.4	17.2	6.7	-	9.9	6.0	1.7	18.1	8.1	22.9
	2024	3.3	0.1	5.3	3.2	3.4	5.6	4.6	4.1	10.9	4.9	9.4
	2025F	3.1	1.0	-	4.9	4.4	5.6	5.2	6.2	6.6	4.6	8.9
EV/EBITDA (배)	2021	2.3	3.7	3.7	4.2	-	0.3	4.7	1.8	11.3	5.6	3.4
	2022	3.9	3.9	2.4	6.4	-	-	5.5	1.9	3.9	3.4	3.1
	2023	7.1	4.9	3.0	5.9	-	-	5.1	3.8	4.8	6.1	5.6
	2024	6.0	6.1	-	6.7	3.9	5.6	6.9	4.9	6.1	12.3	8.0
	2025F	6.0	5.3	-	5.3	3.3	3.1	6.1	4.5	6.3	11.0	8.5

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Company Analysis

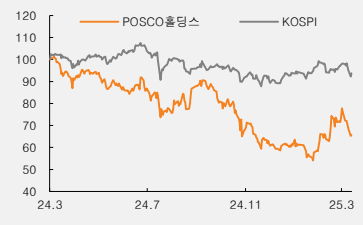
POSCO홀딩스

철강 시황 개선, 리튬 양산 가동

Equity Research
2025.4.2

투자 의견(신규)	매수
목표주가(신규)	430,000원
현재주가(25/4/1)	279,500원
상승여력	53.8%

영업이익(25F,십억원)	2,956
Consensus 영업이익(25F,십억원)	2,953
EPS 성장률(25F,%)	45.8
MKT EPS 성장률(25F,%)	16.8
P/E(25F,x)	14.7
MKT P/E(25F,x)	9.1
KOSPI	2,521.39
시가총액(십억원)	23,094
발행주식수(백만주)	81
유동주식비율(%)	79.4
외국인 보유비중(%)	29.3
베타(12M) 일간수익률	1.60
52주 최저가(원)	230,500
52주 최고가(원)	418,000
(%)	
절대주가	1M 6M 12M
상대주가	2.6 -27.4 -33.1
	3.0 -25.3 -27.1



[철강]
김기룡
kiryong.kim@miraeasset.com
[배터리 메탈/소재]
최유진
choi.yoojin@miraeasset.com

철강 : 중국 공급 과잉 완화, 탈탄소 시대 준비

POSCO홀딩스는 2022년 철강사업을 영위하는 포스코를 물적분할하며 지주사로 전환했다. 2024년 기준, 매출 비중은 철강 51%, 인프라 46%, 이차전지 3%다. POSCO그룹은 2030 성장비전으로 철강 부문에 대해 ① 글로벌 탄소중립에 대응한 그린 스틸 역량 강화 ② 친환경 경쟁력을 보유한 해외 중심의 지속적인 성장 추진 계획을 언급했다.

현 철강 산업의 고질적 문제인 중국발 공급과잉은 점진적인 완화를 전망한다. ① 중국 정부 주도의 감산 유도 기조 지속 ② 각국의 무역 장벽과 관세 정책으로 인한 수출처 확보의 어려움 ③ 중장기적 탈탄소 요구 강화 ④ 중국 중소형 철강사의 낮아진 롤마진 등을 그 근거로 판단한다. 2025년 연결 실적은 매출액 73.6조원(+1.3%, YoY), 영업이익 2.96조원(+36.0%, YoY)을 추정한다. 2025년, 철강 부문 영업이익은 기저 효과 및 Spread 개선으로 2.33조원(+42.4%, YoY)을 예상한다.

리튬 : 수요 대응을 위한 양산 가동 시작. 다가올 상승 사이클을 위한 준비

수요 대응을 위한 POSCO홀딩스의 양산 가동이 본격화되고 있다. 작년 아르헨티나 및 광양 지역 증설을 완료하였으며 올해 3월 말부터 배터리 셀 고객사향 양산 가동을 시작했다. 2026년 하반기 이후 리튬 부문의 실적 턴어라운드를 예상한다. ① 옴호 및 광산의 생산성 개선 본격화 ② 매출원가 하락 ③ 리튬 가격의 점진적 상승 전망에 기인한다.

보호무역주의 및 자원민족주의 강화 속에 동사의 지역 포트폴리오 다변화에 주목할 필요가 있다. 생산 잠재력이 높고 리튬 자원량의 약 60%를 차지하는 칠레 및 아르헨티나 지역의 자원 투자는 지속될 것으로 예상된다. 공급망 교란 속에 신규 지역으로 떠오르는 북미 지역으로의 진출 확대가 이어질 것으로 전망한다.

투자 의견 매수, 목표주가 430,000원으로 커버리지 개시

POSCO홀딩스에 대해 투자 의견 매수, 목표주가 430,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 SOTP Valuation을 적용해 철강과 리튬 부문 사업가치를 각각 17.5조원, 2.2조원으로 산출했다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	77,127	72,688	73,638	75,635	79,697
영업이익 (십억원)	3,531	2,174	2,956	3,669	4,204
영업이익률 (%)	4.6	3.0	4.0	4.9	5.3
순이익 (십억원)	1,698	1,095	1,550	2,157	2,629
EPS (원)	20,079	13,073	19,056	26,652	32,480
ROE (%)	3.2	2.0	2.8	3.8	4.4
P/E (배)	24.9	19.4	14.7	10.5	8.6
P/B (배)	0.8	0.4	0.4	0.4	0.4
배당수익률 (%)	2.0	3.9	3.6	3.6	3.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: POSCO홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 Valuation

POSCO홀딩스에 대해 투자의견 매수, 목표주가 430,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 SOTP(Sum Of The Parts) Valuation을 적용해 철강과 리튬 부문 사업가치를 각각 17.5조원, 2.2조원으로 산출했다. 철강 부문 멀티플은 2025년 예상 EBITDA에 중국 발 공급과잉 상황을 고려한 2021년 하반기 이후 평균(이차전지 모멘텀 기간 제외)인 4.3x를 부여해 산정했다. 리튬 부문은 글로벌 피어 평균 12개월 선행 EV/EBITDA인 13.4배에 할인율 30%를 적용하여 산출했다.

표 18. POSCO홀딩스, 목표주가 산정 Table

(십억원, 배, 주)

항목	기업가치	비고
1. 영업가치	19,686	
1) 철강부문	17,465	
EBITDA	4,090	2025년 추정치 기준
EV/EBITDA	4.3	21년 하반기 이후 평균(중국 공급과잉 시기, 이차전지 급등 시기 제외)
2) 리튬부문	2,220	글로벌 피어 12MF EV/EBITDA 평균 13.4배, 할인율 30% 적용
2. 자산가치	15,095	
1) 상장사 지분가치	11,088	
- 포스코퓨처엠	4,421	1개월 평균 시가총액 * 지분율 59.72%, 할인율 30% 적용
- 포스코인터내셔널	4,855	1개월 평균 시가총액 * 지분율 70.71%, 할인율 30% 적용
- 포스코DX	1,812	1개월 평균 시가총액 * 지분율 65.38%, 할인율 30% 적용
2) 주요 비상장사	1,268	포스코이앤씨 등 장부가 30% 할인
3) 투자자산	2,739	
- 투자부동산	1,369	장부가 30% 할인
- 자사주	1,370	자사주 7,003,598주, 할인율 30% 적용
3. 순차입금	-350	2024년 별도 기준
4. 주주가치	35,131	
- 발행주식수	82,624,377	보통주 기준
목표주가	430,000	반올림 적용
현재주가	279,500	4월 1일 기준
Upside	54%	

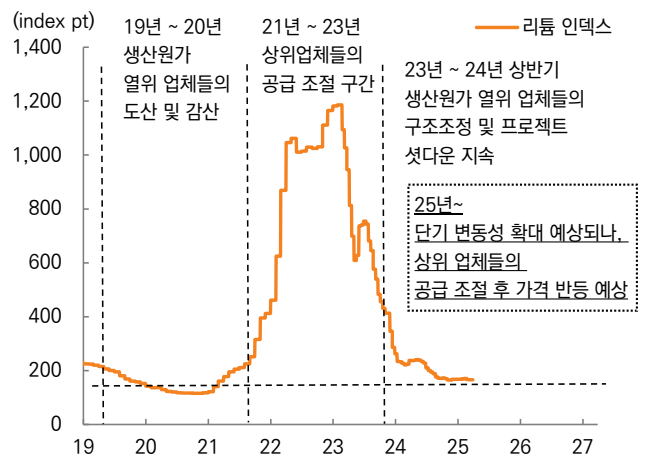
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 81. 글로벌 리튬 Peer 12개월 선행 EV/EBITDA



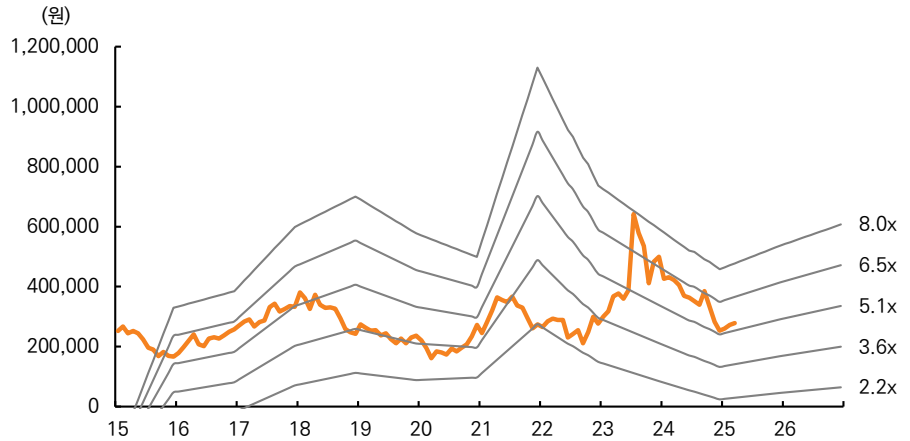
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 82. 리튬 인덱스 추이



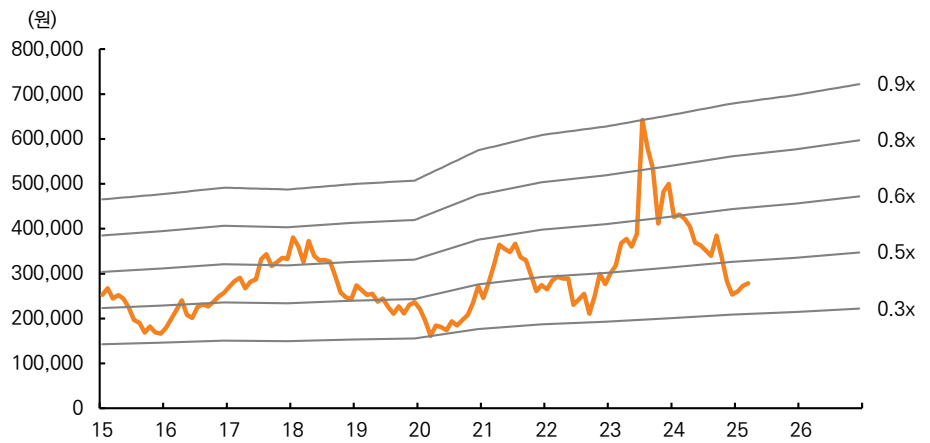
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 83. POSCO홀딩스, 12개월 선행 EV/EBITDA Band Chart



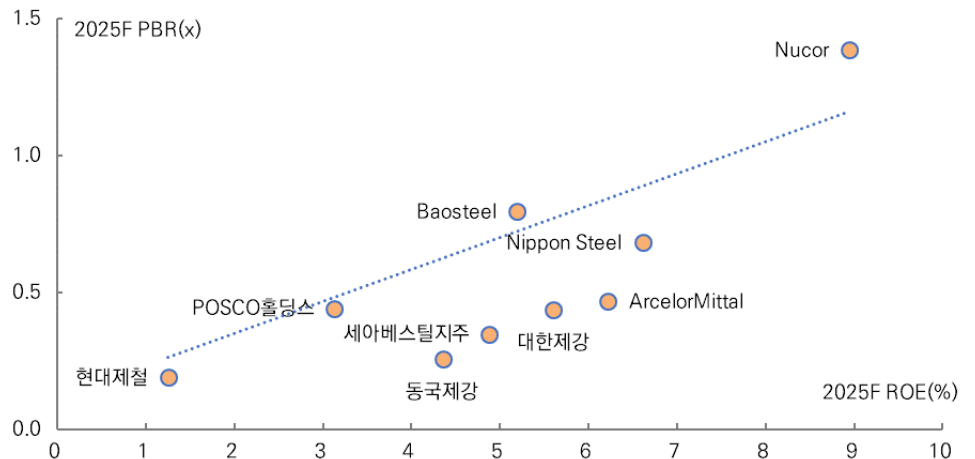
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 84. POSCO홀딩스, 12개월 선행 PBR Band Chart



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 85. 글로벌 철강 Peer ROE, PBR Chart



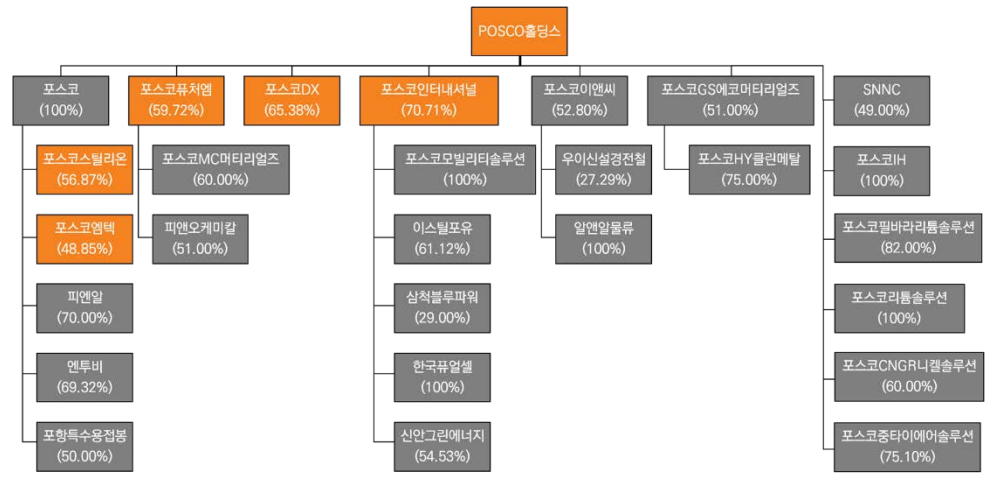
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

기업개요

POSCO홀딩스는 2022년 철강사업을 영위하는 포스코를 물적분할하며 지주사로 전환했다. POSCO그룹은 2030 성장비전 핵심 사업으로 철강, 이차전지 소재, 리튬/니켈, 수소, 에너지, 건축/인프라, Agri-Bio를 제시했다. 철강 부문에 대해서는 ① 글로벌 탄소중립에 대응한 그린 스틸 역량 강화 ② 친환경 경쟁력을 보유한 해외 중심의 지속적 성장 추진 계획을 언급했다. 이차전지소재와 니켈·리튬 사업은 ① 국내외 생산능력 적극적 확대 ② 원료부터 제품에 이르는 밸류체인 확장을 통한 글로벌 탑티어 도약을 목표하고 있다.

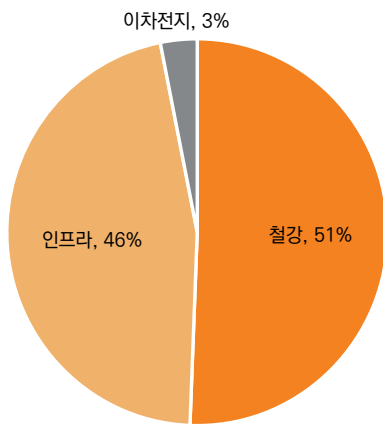
2024년 기준, 동사의 매출 비중은 철강 51%, 인프라 46%, 이차전지 3%를 기록했다. 인프라 사업부문에는 포스코인터내셔널(트레이딩/에너지), 포스코이앤씨(건설) 등이 포함되어 있다.

그림 86. POSCO홀딩스 주요 계열사 지배구조 [음영은 상장사]



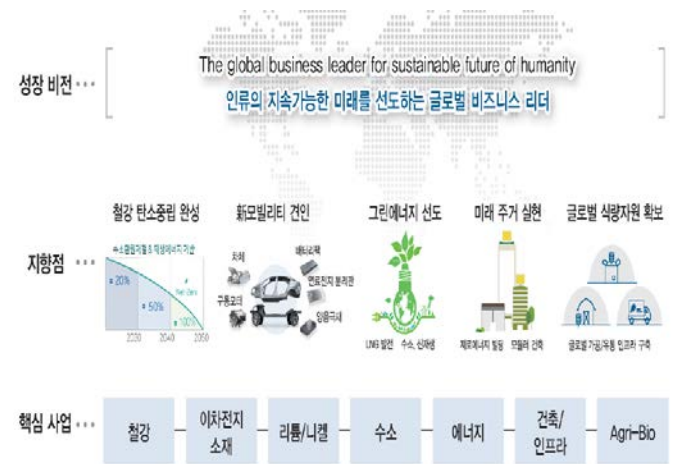
자료: Dart, 미래에셋증권 리서치센터

그림 87. POSCO홀딩스 사업부문별 매출액 비중 [연결조정 제외]



자료: POSCO홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 88. POSCO그룹 성장비전



자료: POSCO홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

철강: 중국 공급 과잉 완화, 탈탄소 시대 준비

현 철강 산업의 고질적 문제인 중국궤 공급과잉은 점진적인 완화를 전망한다. ① 중국 정부 주도의 감산 유도 기조 지속 ② 각국의 무역 장벽과 관세 정책으로 인한 수출처 확보의 어려움 ③ 중장기적 탈탄소 요구 강화 ④ 중국 중소형 철강사의 낮아진 롤마진 등을 그 근거로 판단한다.

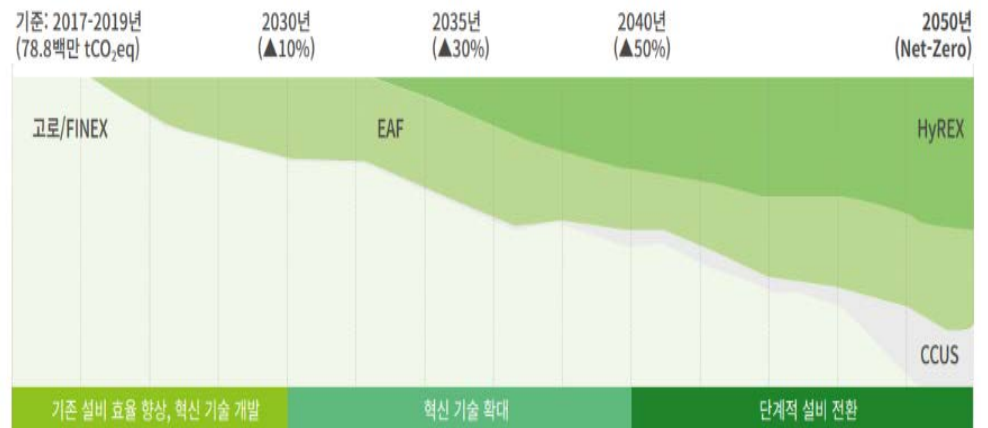
전 세계적인 탈탄소 기조 강화는 철강사에게 ① CAPEX 증가의 재무적 부담 ② 탈탄소 기술 개발 및 도입을 요구하고 있다. 2020년, POSCO홀딩스는 ‘2050 탄소중립’으로 기존 FINEX 기술에 수소 사용 비중을 높인 HyREX(Hydrogen Reduction) 적용 확대, 전기로(EAF) 투자 확대 등으로 2050년 Net-Zero 달성 계획을 밝혔다. POSCO는 현재 저탄소 생산체제 전환을 위해 2026년 준공을 목표로 연간 250만톤 규모의 전기로 공장을 전남 광양에 건설 중이다.

표 19. 주요 탈탄소 관련 규제 요약

법안	지역	시기	품목
탄소국경조정제도 CBAM (Carbon Border Adjustment Mechanism)	EU	23.10월 전환기간 돌입 26.01월 본격 시행	철강, 알루미늄, 시멘트, 전기, 비료, 수소 (향후 유기화학품, 플라스틱 등으로 확대 계획)
- EU 역외에서 생산되는 상품이 EU 관세영역에 수입되는 경우, CBAM 인증서를 매입 및 제출 의무 부과 → EU 외 국가에서 생산된 제품의 탄소 배출량을 반영 - 전환기간: 탄소배출량 보고 의무만 부여 / 본격 시행시: CBAM 인증서 제출 필수 - 2월 6일 청정산업딜(Clean Industrial Deal): CBAM 적용 범위 축소 → 연간 50t 이하의 CBAM 적용 품목을 수입하는 소규모 수입업자의 세금 면제, 보고 의무 간소화 - 2월 26일 옴니버스 패키지: 철강·알루미늄·시멘트·비료 등 4개 품목을 연간 50t 미만으로 수입할 경우 면제 : 수입업체의 약 80~90%는 면제가 가능 → 상위 10~20% 업체가 전체 탄소배출량의 97%를 차지하고 있어 총 배출량의 99%는 여전히 CBAM 적용범위에 포함 : 배출량의 50%(기존 80%에서 완화) 이상에 해당하는 인증서를 구매하도록 하고, 과대 구매된 인증서는 관계당국이 모두 재구매(기존 3분의 1에서 강화)			
청정경쟁법 CCA (Clean Competition Act)	미국	25.01월 시행 예고 (현재 의회 전, 시행 시기 미정)	정유, 석유화학, 철강, 유리, 제지 등 12개 수입 품목 (2027년 전기·전자 제품, 자동차 등 완제품으로 확대 예정)
- 대상 물품에 내재된 탄소배출 톤당 추가 관세를 부과하여 자국 산업 보호와 탄소 배출량 감소를 목표 - 시행 첫째 t당 55달러에서 매년 물가 상승률을 반영해 실질 5% 인상 → 2030년 90달러에 육박할 것으로 전망 - 매년 탄소발생 내용을 다음해 6월 30일까지 신고, 9월 30일까지 납부			

자료: 한국무역협회, PwC, 언론 자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 89. POSCO홀딩스, 탄소중립 로드맵



자료: POSCO홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

리튬: 수요 대응을 위한 양산 가동 시작. 다가올 상승 사이클을 위한 준비

리튬 수요 대응을 위한 POSCO홀딩스의 양산 가동이 본격화되고 있다. 작년 아르헨티나 및 광양 지역 증설을 완료하였으며 올해 3월 말부터 배터리 셀 고객사향 양산 가동을 시작하였다. 일부 양극재 업체들의 인증 절차도 진행 중이며 상반기 내 양산할 것으로 예상된다. 이에 따라, 25년 리튬 생산능력은 9.3만톤 LCE(염호 5만톤, 광산 4.3만톤)일 것으로 예상된다. 현재는 가동률 상승을 통해 물량을 확보할 것으로 예상하며 28년 추가적인 생산 능력 확대를 통해 연말 기준 17.3만톤 LCE(+86%, YoY)까지 증가할 것으로 판단한다.

25년 리튬 부문 매출액은 6,631억원, EBITDA는 130억원으로 전망한다. 26년 하반기부터 턴어라운드 가능성이 있다고 판단하는데, 1) 염호 및 광산에서의 본격적인 생산성 개선, 2) 낮아지는 매출원가, 3) 점진적인 리튬 가격 상승에 기인한다. 이에 따라, 26년 매출액은 1.0조원(+53.9%, YoY), EBITDA는 3,172억원, EBITDA 마진은 15.9%일 것으로 전망한다.

아르헨티나 염호에서의 생산원가 하락은 동사의 리튬 사업 부문의 핵심 요소로 작용할 것으로 전망한다. 동사가 보유하고 있는 자원인 Hombre Muerto의 Cash cost는 생산비용 곡선에서 상대적으로 우위이며 리튬 함유량도 990ppm으로 칠레 아타카마 염호 다음으로 자원 내 가장 많은 것으로 추정한다. 보유자원의 가동률 향상에 따른 동사의 턴어라운드 시점은 이르면 내년 4분기, 혹은 27년에 가능할 것으로 전망한다.

보호무역주의 및 자원민족주의 강화 속 지역적 포트폴리오 다변화 중요

보호무역주의 및 자원민족주의 강화 속 POSCO홀딩스의 지역적 포트폴리오가 다변화되고 있다는 점에 주목할 필요가 있다고 판단한다. 향후 생산 잠재력이 높으며 리튬 자원량의 약 60%를 차지하고 있는 칠레 및 아르헨티나 지역의 자원에 대한 투자는 지속될 것으로 판단하며 공급망 교란 속 신규 지역으로 떠오르고 있는 북미 지역으로의 진출도 확대될 것으로 판단한다.

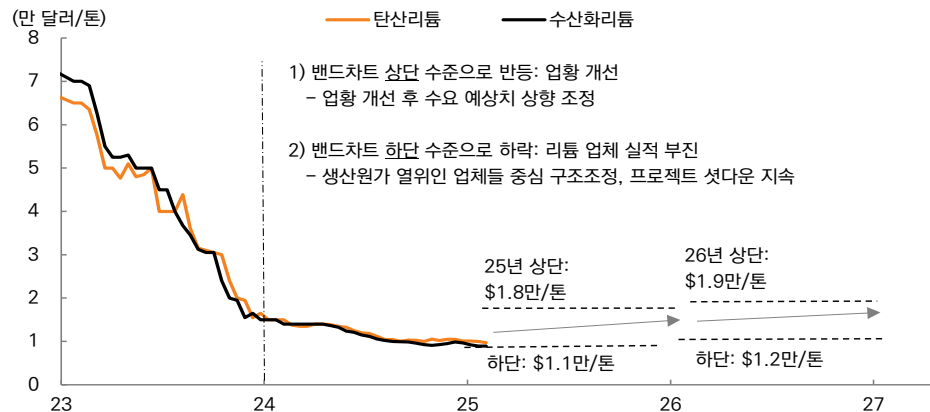
18년 아르헨티나 Hombre Muerto 염호 지분 인수 및 호주 Pilbara Minerals와의 JV 설립을 시작으로 고품질 원재료 확보를 통하여 EV배터리 수직계열화를 확보하였다. 이후 24년 칠레 Maricunga 염호에서의 전략적 파트너십, 캐나다 유전염수 기반 리튬 자원 개발, 그리고 미국 클레이 자원 확보를 통해 안정적으로 원재료를 확보해나갈 것으로 판단한다.

표 20. POSCO홀딩스 지역적 포트폴리오 다변화

국가	자원	날짜	비고
아르헨티나	Hombre Muerto 염호	2018	지분 100% 인수
호주	Pilgangoora 광산	2018	호주 스포드민업체 Pilbara minerals와 포스코필바라리튬솔루션 JV 설립
칠레	Maricunga 염호	2024	칠레 국영 업체와 전략적 파트너십 선정
칠레	Altoandinos 염호	2024	입찰 참여
캐나다	-	염호	2024 Alberta와 염수 리튬사업협력 MOU 체결
미국	-	클레이	- 북미 리튬 자원 확보 계획

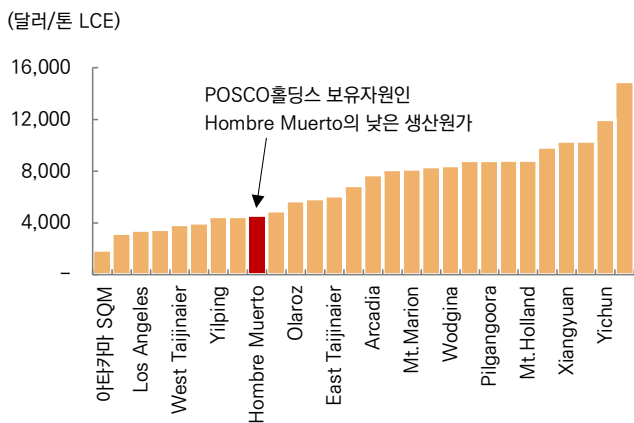
자료: POSCO홀딩스, 언론 종합, 미래에셋증권 리서치센터

그림 90. 탄산리튬 및 수산화리튬 가격 추이 및 전망



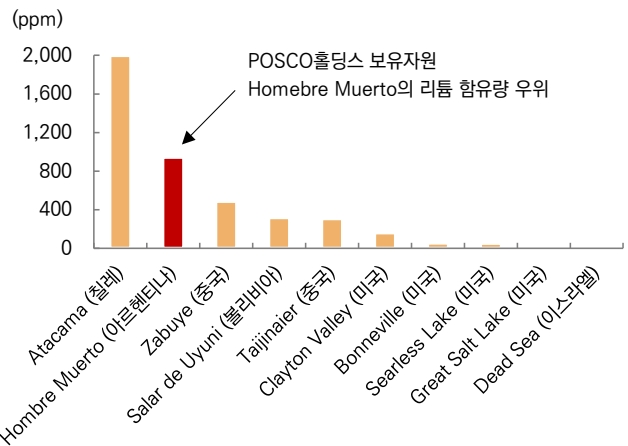
자료: Benchmark minerals, 미래에셋증권 리서치센터

그림 91. POSCO홀딩스 보유자원 리튬 Cash Cost 순위



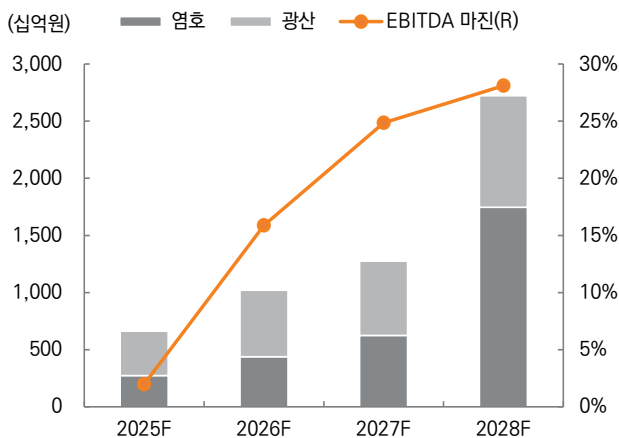
자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 92. POSCO홀딩스 보유자원 리튬 함유량 순위



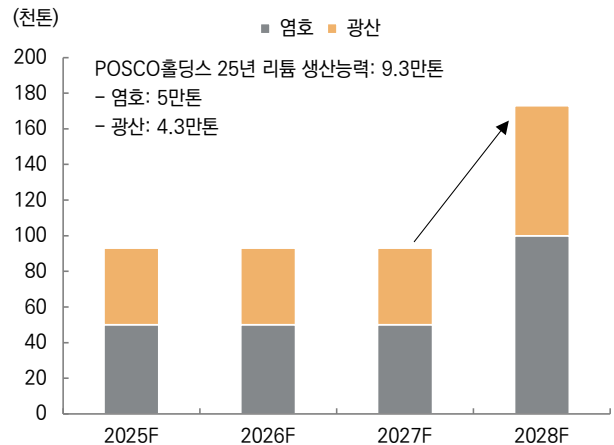
자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 93. POSCO홀딩스 리튬 자원별 매출액 및 EBITDA마진 전망



자료: POSCO홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 94. POSCO홀딩스 자원별 리튬 생산능력 전망



자료: POSCO홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터 추정

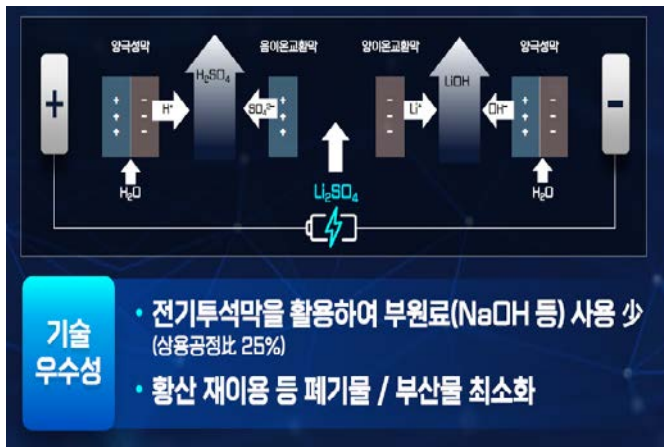
POSCO홀딩스의 DLE 공정, 리튬 Game changer

POSCO홀딩스는 DLE(Direct Lithium Extraction) 기술을 활용하여 리튬 생산능력을 확대할 것으로 예상된다. 기술적 노하우를 보유하고 있는 업체는 리튬 추출 공정에서 반드시 이루어져야 하는 필수적인 요소이며 리튬 클레이(점토) 중심으로 적용할 것으로 판단한다. 중장기 관점에서 공정별 기술 노하우 확보가 중요해진 시점이다.

DLE 공정은 1) 리튬 생산원가 최대 15%~25% 절감(낮은 토지 사용량), 2) 고농도 리튬 생산 및 수율 약 30% 증가, 3) 짧은 리튬 추출 소요시간, 4) 낮은 기후적 영향 등의 장점이 있다. 이에 따라, 리튬 생산 공정에서 리튬 추출 운영비를 낮춰 프로젝트 수익을 개선할 수 있는 혁신적인 기술이기에 향후 적극적으로 활용할 것으로 예상된다.

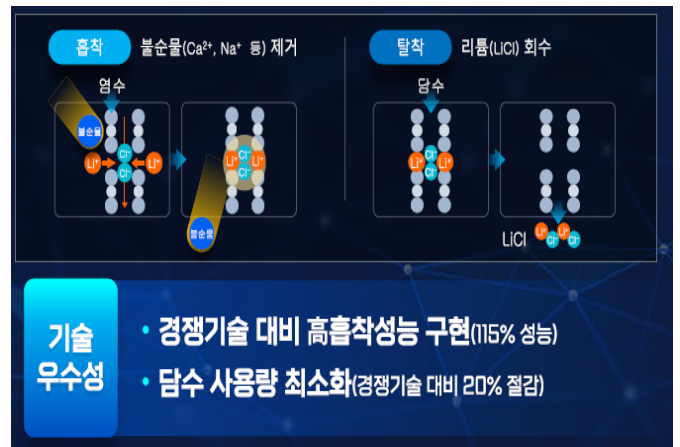
동사는 글로벌 관점에서 DLE 기술의 단계 별 공정이 가장 잘 구성이 되어있는 업체이다. 19년 아르헨티나 염수 적용한 파일럿 테스트를 완료하였으며 자체 흡착제 제조기술 및 고속 처리 기술을 보유하고 있다. 또한, 북미 맥더릿 칼데라 인근의 클레이에서 흡착식 유형으로 리튬을 추출하는 포스코형 공정(BPED 공법)을 활용해 파일럿 테스트를 완료했으며 2030년부터 대량 양산이 시작될 것으로 예상된다. BPED 공법은 전기화학반응을 이용한 친환경 공법 활용 독자기술이며, 전기투석막을 활용하여 황산리튬을 수산화리튬으로 전환할 때 활용된다. 염수리튬 기준 폐기물 50% 저감이 가능하고 담수사용량 40% 저감이 가능하다. BPED 기술은 현재 P-PLS(1공장) 및 P-아르헨티나(1단계)에 적용 중이다.

그림 95. POSCO홀딩스 DLE 공정



자료: POSCO홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 96. POSCO홀딩스 BPED 기술



자료: POSCO홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

표 21. 리튬 생산 공정 비교

	경암형	염수형	
	채굴	증발 (전통)	DLE (차세대)
리튬 제품	스포듀민 (~5-6% Li2O)	탄산리튬 및 염화리튬	탄산리튬 및 염화리튬
공정 방법	가열, 쿨링, 파분쇄, 건조	태양열 증발, plant processing	흡착, 이온교환, 용매추출, 분리
추가적인 공정	있음	없음	없음
소요시간	주~개월	9~18개월	시간~일 단위
리튬 회수율	최대 60~80%	최대 40~60%	최대 70~90%+
비용			
Capex	등급에 따라 상이	\$23,000~34,000/톤 LCE	\$26,000~34,000/톤 LCE
Opex	등급에 따라 상이	\$3,300~4,900/톤 LCE	\$2,800~3,600/톤 LCE
토지 사용량	넓음	넓음	좁음
날씨 영향	많음	많음	적음
지하수 소비량	많음	중간~많음	적음~중간
에너지 소비량	많음	적음	중간
이산화탄소 배출량	많음	적음	적음

자료: 산업 자료, 미래에셋증권 리서치센터

표 22. DLE 세부공정 비교

공정	추출방식	장점	단점
흡착법 (물리적)	리튬흡착제를 리튬을 흡착시켜 회수	- 뛰어난 흡착 성능 - 프로세스 간소화 - 적은 담수 사용량 - 단축된 생산 사이클	- 물이 적은 지역에서는 제한적 - 높은 초기 비용 - 추가적으로 처리 단계 필요
이온교환 (화학적)	염수에 포함된 리튬이온을 고체이온에 흡수시킨 후 양이온으로 교체하여 필요한 리튬 성분만을 추출	- 높은 리튬 농도 - 적은 불순물	- 흡착법 대비 상대적으로 높은 비용 - 화학물질 사용
용매추출	염수에 용매제 섞은 후 염화리튬 분리하여 추출	- 고농도 리튬 생산 가능	- 고온 공정 과정에서의 에너지 비용 발생 - 용매 처리비용 발생

자료: POSCO홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

실적 추정

POSCO홀딩스의 2025년 연결 실적은 매출액 73.6조원(+1.3%, YoY), 영업이익 2.96조원(+36.0%, YoY)을 기록할 것으로 추정한다. 2025년, 철강 부문 영업이익은 기저 효과 및 롤마진 개선으로 전년 대비 42% 증가한 2.33조원을 예상한다. 연간 판매량은 전년 대비 유사할 것으로 전망하나, 판매가 대비 투입원가 하락 폭 확대로 Spread는 전년 대비 개선될 것으로 전망한다. 리튬 부문(이차전지)의 실적 턴어라운드 시기는 2026년 하반기로 판단한다. ① 염호 및 광산의 생산성 개선 본격화 ② 매출원가 하락 ③ 리튬 가격의 점진적 상승 전망에 기인한다.

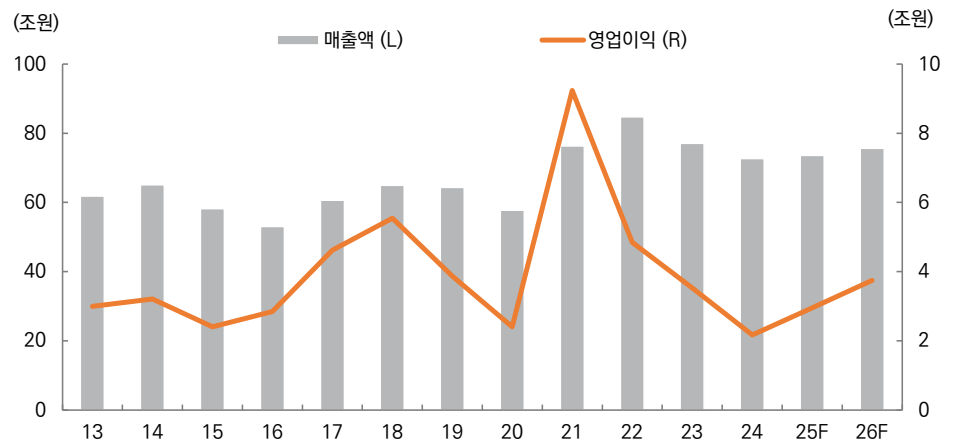
표 23. POSCO홀딩스 사업부문별 실적 테이블

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2025F	2026F
매출액	18,052	18,510	18,321	17,805	72,688	17,891	18,859	18,384	18,503	73,638	75,635
- 철강	15,444	15,449	15,669	15,639	62,201	15,487	15,679	15,633	15,836	62,634	63,387
- 인프라	14,153	14,768	14,202	13,749	56,872	14,393	15,108	14,429	14,263	58,193	59,684
- 이차전지	1,156	947	966	761	3,830	861	966	1,143	1,232	4,202	5,355
- 연결조정	-12,701	-12,654	-12,516	-12,344	-50,215	-12,850	-12,893	-12,822	-12,828	-51,392	-52,791
매출원가	16,723	17,015	16,815	16,723	67,275	16,504	17,350	16,796	16,742	67,392	68,606
% 매출원가율	92.6%	91.9%	91.8%	93.9%	92.6%	92.2%	92.0%	91.4%	90.5%	91.5%	90.7%
매출총이익	1,329	1,495	1,507	1,083	5,413	1,388	1,509	1,588	1,761	6,246	7,028
판매비와 관리비	746	743	763	987	3,239	745	751	791	1,003	3,290	3,359
% 판매비율	4.1%	4.0%	4.2%	5.5%	4.5%	4.2%	4.0%	4.3%	5.4%	4.5%	4.4%
영업이익	583	752	743	95	2,174	643	758	797	758	2,956	3,669
- 철강	339	497	466	334	1,636	431	573	618	707	2,329	2,888
- 인프라	340	429	449	108	1,326	338	389	411	274	1,412	1,519
- 이차전지	6	-28	-53	-203	-278	-64	-59	-39	-29	-191	-14
- 연결조정	-102	-146	-119	-144	-510	-62	-145	-192	-194	-594	-723
% 영업이익률	3.2%	4.1%	4.1%	0.5%	3.0%	3.6%	4.0%	4.3%	4.1%	4.0%	4.9%
- 철강	2.2%	3.2%	3.0%	2.1%	2.6%	2.8%	3.7%	4.0%	4.5%	3.7%	4.6%
- 인프라	2.4%	2.9%	3.2%	0.8%	2.3%	2.3%	2.6%	2.8%	1.9%	2.4%	2.5%
- 이차전지	0.5%	-3.0%	-5.5%	-26.7%	-7.3%	-7.4%	-6.1%	-3.4%	-2.4%	-4.5%	-0.3%
세전이익	733	720	691	-892	1,251	733	769	674	34	2,210	3,107
지배주주순이익	541	530	453	-428	1,095	496	567	467	21	1,550	2,157

자료: Dart, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 97. POSCO홀딩스 연간 매출액, 영업이익 추이 및 전망



자료: Dart, 미래에셋증권 리서치센터 추정

POSCO홀딩스 (005490)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	72,688	73,638	75,635	79,697
매출원가	67,275	67,392	68,606	71,962
매출총이익	5,413	6,246	7,029	7,735
판매비외관리비	3,239	3,290	3,359	3,531
조정영업이익	2,174	2,956	3,669	4,204
영업이익	2,174	2,956	3,669	4,204
비영업손익	-923	-746	-562	-409
금융손익	-475	-487	-491	-491
관계기업등 투자손익	-256	249	253	256
세전계속사업손익	1,251	2,210	3,107	3,795
계속사업법인세비용	304	530	746	911
계속사업이익	948	1,680	2,361	2,885
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	948	1,680	2,361	2,885
지배주주	1,095	1,550	2,157	2,629
비지배주주	-147	130	204	256
총포괄이익	2,110	1,840	2,529	3,063
지배주주	2,009	1,688	2,369	2,895
비지배주주	101	152	160	168
EBITDA	6,158	6,973	7,706	8,256
FCF	-1,006	504	846	1,227
EBITDA 마진율 (%)	8.5	9.5	10.2	10.4
영업이익률 (%)	3.0	4.0	4.9	5.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.5	2.1	2.9	3.3

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	6,664	5,216	6,061	6,448
당기순이익	948	1,680	2,361	2,885
비현금수익비용가감	5,646	4,219	4,459	4,639
유형자산감가상각비	3,531	3,607	3,625	3,637
무형자산상각비	454	410	412	415
기타	1,661	202	422	587
영업활동으로인한자산및부채의변동	337	-481	-338	-489
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	1,566	-339	-257	-364
재고자산 감소(증가)	219	-266	-291	-391
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-376	121	163	240
법인세납부	-554	-530	-746	-911
투자활동으로 인한 현금흐름	-4,487	-4,614	-5,416	-5,437
유형자산처분(취득)	-7,626	-4,712	-5,215	-5,221
무형자산감소(증가)	-481	-419	-425	-436
장단기금융자산의 감소(증가)	2,884	332	172	163
기타투자활동	736	185	52	57
재무활동으로 인한 현금흐름	-2,302	-848	-972	-1,018
장단기금융부채의 증가(감소)	-125	-231	-253	-299
자본의 증가(감소)	-14	127	20	20
배당금의 지급	-844	-744	-739	-739
기타재무활동	-1,319	0	0	0
현금의 증가	97	-147	-237	88
기초현금	6,671	6,768	6,621	6,384
기말현금	6,768	6,621	6,384	6,472

자료: POSCO홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	44,030	44,464	44,740	45,562
현금 및 현금성자산	6,768	6,621	6,384	6,472
매출채권 및 기타채권	12,287	12,684	12,976	13,386
재고자산	14,143	14,410	14,700	15,091
기타유동자산	10,832	10,749	10,680	10,613
비유동자산	59,374	60,136	61,668	63,208
관계기업투자등	4,739	4,768	4,792	4,816
유형자산	39,847	40,952	42,542	44,126
무형자산	4,775	4,784	4,796	4,817
자산총계	103,404	104,600	106,409	108,770
유동부채	22,780	22,820	22,919	23,052
매입채무 및 기타채무	7,812	7,962	8,173	8,505
단기금융부채	11,409	11,262	11,105	10,915
기타유동부채	3,559	3,596	3,641	3,632
비유동부채	19,174	19,087	18,986	18,871
장기금융부채	15,699	15,615	15,519	15,410
기타비유동부채	3,475	3,472	3,467	3,461
부채총계	41,954	41,906	41,905	41,923
지배주주지분	55,394	56,508	58,114	60,202
자본금	482	482	482	482
자본잉여금	1,649	1,776	1,796	1,816
이익잉여금	53,658	54,465	55,883	57,772
비지배주주지분	6,056	6,186	6,390	6,646
자본총계	61,450	62,694	64,504	66,848

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	19.4	14.7	10.5	8.6
P/CF (x)	3.2	3.9	3.3	3.0
P/B (x)	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA (x)	6.2	5.8	5.3	5.0
EPS (원)	13,073	19,056	26,652	32,480
CFPS (원)	78,723	72,511	84,268	92,963
BPS (원)	689,205	717,369	737,210	763,011
DPS (원)	10,000	10,000	10,000	10,000
배당성향 (%)	79.9	44.0	31.3	25.6
배당수익률 (%)	3.9	3.2	3.2	3.2
매출액증가율 (%)	-5.8	1.3	2.7	5.4
EBITDA증가율 (%)	-16.5	13.2	10.5	7.1
조정영업이익증가율 (%)	-38.5	36.0	24.1	14.6
EPS증가율 (%)	-34.9	45.8	39.9	21.9
매출채권 회전율 (회)	6.7	6.7	6.7	6.9
재고자산 회전율 (회)	5.2	5.2	5.2	5.4
매입채무 회전율 (회)	11.3	10.8	10.8	11.0
ROA (%)	0.9	1.6	2.2	2.7
ROE (%)	2.0	2.8	3.8	4.4
ROIC (%)	2.7	3.7	4.2	4.7
부채비율 (%)	68.3	66.8	65.0	62.7
유동비율 (%)	193.3	194.9	195.2	197.6
순차입금/자기자본 (%)	18.6	18.3	17.8	16.7
조정영업이익/금융비용 (x)	2.1	2.8	3.5	4.1

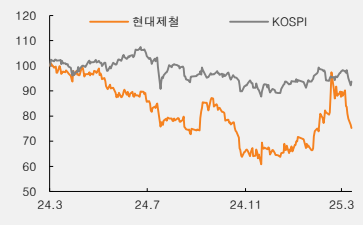
현대제철

저점 시그널을 외면하기 어렵다

Equity Research
2025.4.2

투자 의견(신규)	매수
목표주가(신규)	36,000원
현재주가(25/4/1)	24,600원
상승여력	46.3%

영업이익(25F,십억원)	486		
Consensus 영업이익(25F,십억원)	557		
EPS 성장률(25F,%)	흑전		
MKT EPS 성장률(25F,%)	16.8		
P/E(25F,x)	11.7		
MKT P/E(25F,x)	9.1		
KOSPI	2,521.39		
시가총액(십억원)	3,283		
발행주식수(백만주)	133		
유동주식비율(%)	62.6		
외국인 보유비중(%)	19.3		
베타(12M) 일간수익률	1.34		
52주 최저가(원)	19,900		
52주 최고가(원)	32,650		
(%)			
1M	6M	12M	
절대주가	-7.7	-11.8	-24.7
상대주가	-7.3	-9.3	-17.9



[철강]
김기룡
kiryong.kim@miraeasset.com

현대차그룹의 선순환 수직계열화, 안정적인 그룹사 물량

현대제철은 2010~2014년 고로 1~3기(1,200만톤)의 순차적 준공으로 기존 전기로를 포함해 조강생산량 기준 2,400만톤의 생산 체제를 갖추게 되었다. 현대차그룹 차원에서는 고로 투자를 통해 쇠물 → 자동차용 강판 → 완성차의 수직계열화 구조를 완성했다. 동사의 자동차용 판매량은 냉연 기준 연간 600~650만톤으로 전체 판매량의 30%를 상회한다. 2025년 인도 푸네 SSC(철강가공센터) 준공, 미국 전기로 투자 등으로 그룹사 물량 확대와 해외 완성차 고객 확대 전략이 이어질 전망이다. 탈탄소 측면에서는 전기로-고로 혼합 프로세스 기술 적용을 확대해 나갈 계획이다.

2025년, 중국발 공급 과잉 완화 + 무역 관세 수혜 기대

2025년 철강 업황은 중국발 공급 과잉 완화, 국내 반덤핑 제소에 따른 시황 회복으로 점진적인 개선 흐름을 전망한다. 건설 시황 부진에 따른 봉형강 부문의 단기 내 가시적 실적 반등은 제한적일 것으로 전망하나, 자동차/조선용 판재류 손익은 안정적인 수요와 반덤핑 제소 결과에 따른 가격 인상 효과를 예상한다. 4월 인천 공장(철근, H형강) 생산 중단 섰다운 결정에 따른 물량 조정은 봉형강류 가격 하락 축소를 기대할 수 있는 요인이다.

2025년 실적은 매출액 22.8조원(-1.7%, YoY), 영업이익 4,857억원(+204.6%, YoY)을 기록할 것으로 추정한다. 1분기 실적은 계절적 비수기와 노조 파업, 생산중단 등으로 연중 실적 저점을 확인할 것으로 예상된다. 연간 실적은 상저하고의 흐름을 전망한다.

투자 의견 매수, 목표주가 36,000원으로 커버리지 개시

현대제철에 대해 투자 의견 매수, 목표주가 36,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2025년 추정 BPS 151,150원에 Target PBR 0.24x(2021년 하반기 이후 평균, 중국발 공급과잉 구간)을 적용하여 산출했다. 주가는 미국 투자 공시를 전후로 변동성이 확대됐으나, PBR 0.16x 수준으로 여전히 역사적 저평가 구간에 머물러 있다. 중국발 공급 과잉 완화, 국내 반덤핑 제소에 따른 시황 회복으로 ROE 개선과 점진적 멀티플 회복을 전망한다. 주가 회복은 상반기 대비 하반기에 보다 뚜렷할 것으로 예상된다.

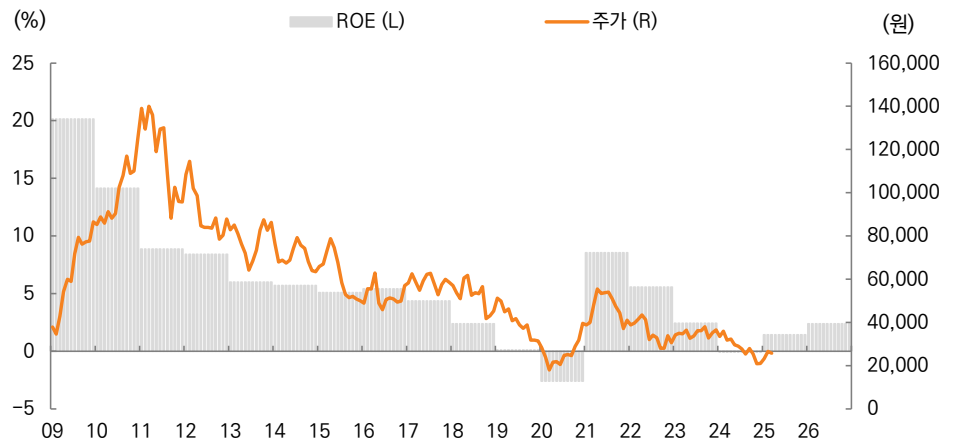
결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	25,915	23,226	22,830	23,918	24,984
영업이익 (십억원)	798	159	486	743	926
영업이익률 (%)	3.1	0.7	2.1	3.1	3.7
순이익 (십억원)	461	-12	280	481	624
EPS (원)	3,456	-87	2,097	3,608	4,679
ROE (%)	2.4	-0.1	1.4	2.4	3.0
P/E (배)	10.6	-	11.7	6.8	5.3
P/B (배)	0.3	0.1	0.2	0.2	0.2
배당수익률 (%)	2.7	3.6	3.0	3.0	3.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 현대제철, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 Valuation

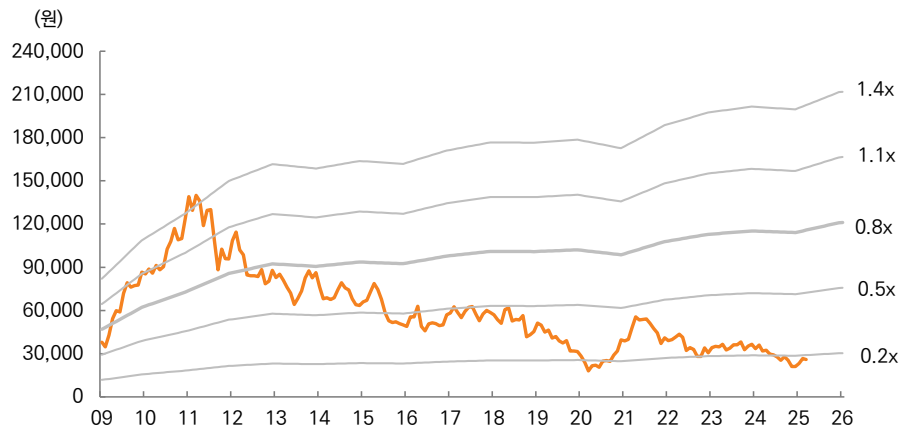
현대제철에 대해 투자의견 매수, 목표주가 36,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2025년 추정 BPS 151,150원에 Target PBR 0.24x(2021년 하반기 이후 평균, 중국발 공급과잉 구간)을 적용하여 산출했다. 주가는 미국 투자 공시를 전후로 변동성이 확대됐으나, PBR 0.16x 수준으로 여전히 역사적 저평가 구간에 머물러 있다. 중국발 공급 과잉 완화, 국내 반덤핑 제소에 따른 시황 회복으로 ROE 개선과 점진적 멀티플 회복을 전망한다. 주가 회복은 상반기 대비 하반기에 보다 뚜렷할 것으로 예상된다.

그림 98. 현대제철 ROE, 주가 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 99. 현대제철 PBR Chart



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 24. 현대제철 목표주가 산정

(원, 배)

항목	금액	비고
BPS	151,150	2025년 추정치 기준
Target PBR	0.24	2021년 하반기 이후 평균, 중국발 공급과잉 구간
목표주가	36,000	반올림 적용
현재주가	24,600	4월 1일 종가 기준
% 상승여력	46%	

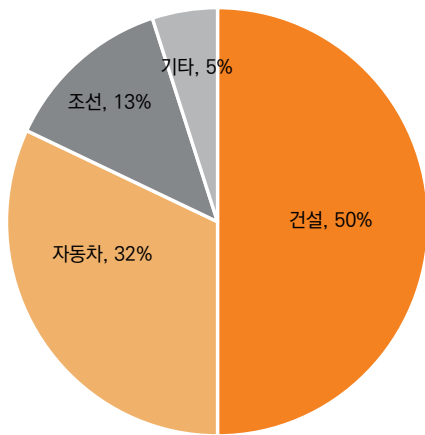
자료: 미래에셋증권 리서치센터

기업개요

현대제철은 2010~2014년 고로 1~3기(1,200만톤)의 순차적 준공으로 기존 전기로를 포함해 조강생산량 기준 2,400만톤의 생산 체제를 갖추게 되었다. 현대차그룹 차원에서는 고로 투자를 통해 쇠물 → 자동차용 강판 → 완성차 공급의 수직계열화 구조를 갖추게 되었다. 탈탄소 정책 측면에서는 전기로-고로의 혼합 프로세스 기술을 통해 저탄소 철강재 생산 체계를 갖춰나갈 전망이다.

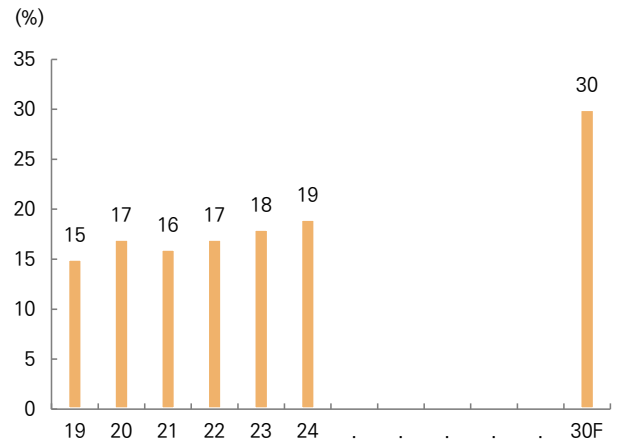
동사의 자동차용 판매량은 냉연 기준 연간 600~650만톤으로 전체 판매량의 30%를 상회하고 있다. 25만톤 규모의 미국 조지아 SSC(철강가공센터)에 이어 2025년 준공 예정인 인도 푸네 SSC, 최근 발표한 미국 전기로 투자 등으로 안정적인 그룹사 물량과 글로벌 완성차 고객 확대 전략이 이어질 전망이다.

그림 100. 현대제철, 전방산업별 판매 비중 [연간 편차 존재]



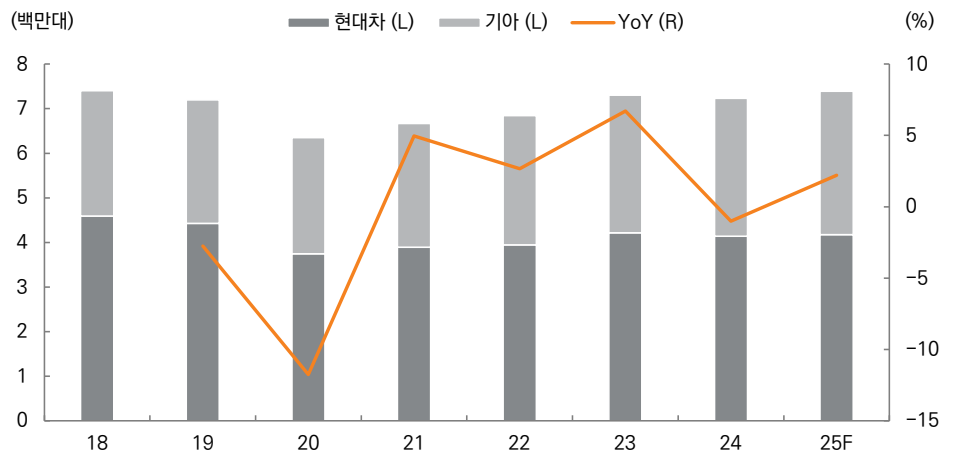
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 101. 글로벌 자동차용 판매 비중 및 계획



자료: 현대제철, 미래에셋증권 리서치센터

그림 102. 연간 현대차, 기아 판매량 및 가이던스



자료: 현대차, 기아, 미래에셋증권 리서치센터

실적 추정

2025년 실적은 매출액 22.8조원(-1.7%, YoY), 영업이익 4,857억원(+204.6%, YoY)을 기록할 것으로 추정한다. 1분기 실적은 계절적 비수기와 노조 파업, 생산중단 등으로 연중 실적 저점을 확인할 것으로 예상된다. 연간 실적은 상저하고의 흐름을 전망한다.

자동차를 중심으로 한 판재류 손익은 안정적 물량과 반덤핑 제소에 따른 가격 인상 효과를 예상한다. 건설 상황 부진에 따른 철근 등 봉형강 업황 반등은 제한적일 것으로 전망하나, 업계 1위 사업자인 동사의 4월 인천 공장 섯다운 결정에 따른 물량 조정은 가격 하락 요인 축소를 기대할 수 있는 요인이다. 업황 부진에 따른 재고자산 평가손실 반영 등 낮아진 전년 실적 기저효과로 2025년 뚜렷한 이익 성장 흐름은 유효할 것으로 추정한다.

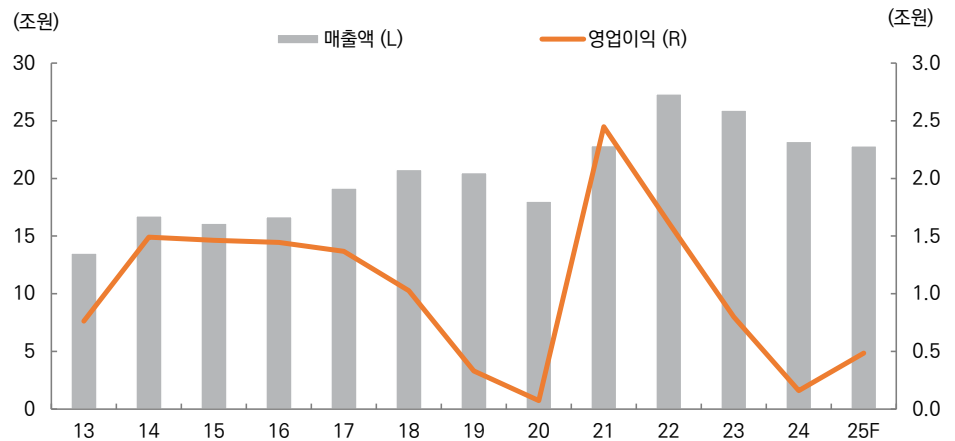
표 25. 현대제철 사업부문별 실적 테이블

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2025F	2026F
매출액	5,948	6,041	5,624	5,613	23,226	5,310	5,840	5,760	5,921	22,830	23,918
- 현대제철 (별도)	4,819	4,852	4,463	4,483	18,618	4,215	4,686	4,633	4,825	18,360	19,582
- 자회사	1,128	1,190	1,161	1,129	4,609	1,094	1,154	1,126	1,095	4,470	4,336
매출원가	5,583	5,647	5,259	5,343	21,832	5,031	5,418	5,278	5,409	21,137	21,916
% 매출원가율	93.9%	93.5%	93.5%	95.2%	94.0%	94.8%	92.8%	91.6%	91.4%	92.6%	91.6%
매출총이익	365	394	365	270	1,394	279	421	481	511	1,693	2,002
판매비와 관리비	309	296	314	316	1,234	267	284	322	334	1,207	1,259
% 판매비율	5.2%	4.9%	5.6%	5.6%	5.3%	5.0%	4.9%	5.6%	5.6%	5.3%	5.3%
영업이익	56	98	52	-46	159	11	138	159	177	486	743
- 현대제철 (별도)	89	46	32	-152	15	12	95	143	105	354	598
- 자회사	-33	52	19	106	145	-1	43	16	73	132	145
% 영업이익률	0.9%	1.6%	0.9%	-0.8%	0.7%	0.2%	2.4%	2.8%	3.0%	2.1%	3.1%
- 현대제철 (별도)	1.8%	0.9%	0.7%	-3.4%	0.1%	0.3%	2.0%	3.1%	2.2%	1.9%	3.1%
- 자회사	-2.9%	4.4%	1.7%	9.4%	3.1%	0.0%	3.7%	1.5%	6.6%	2.9%	3.3%
세전이익	8	55	-56	-66	-59	-28	101	91	118	281	553
지배주주순이익	32	-7	-18	-18	-12	-21	76	68	89	212	417

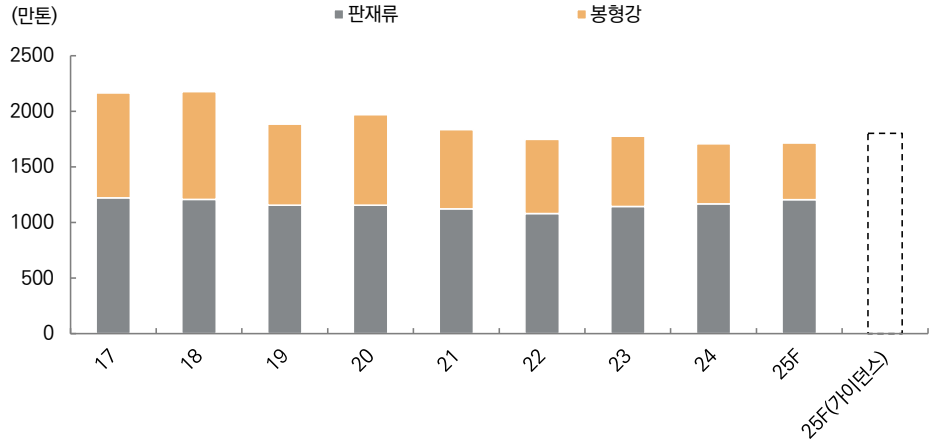
자료: Dart, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 103. 현대제철 연간 매출액, 영업이익 추이 및 전망



자료: Dart, 미래에셋증권 리서치센터 추정

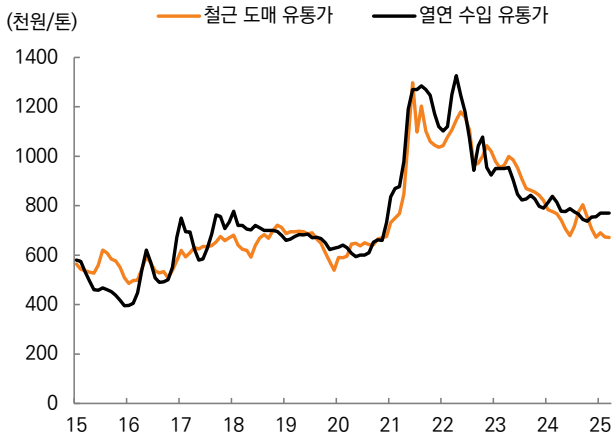
그림 104. 현대제철 연간 판재류, 봉형강류 판매량 추이 및 가이드런스



자료: 현대제철, 미래에셋증권 리서치센터

그림 105. 국내 철근 유통가, 열연 수입구 추이

그림 106. 냉연가격 유통가 추이

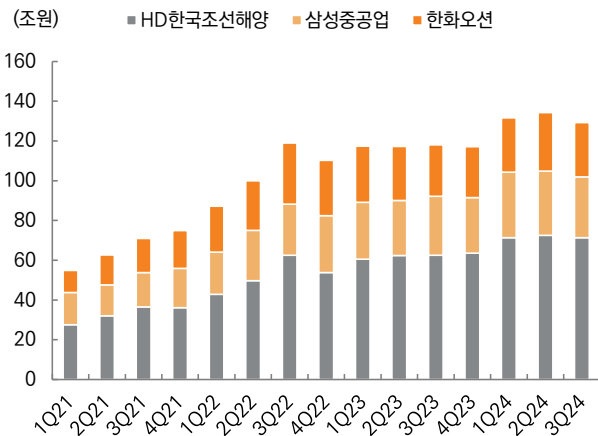


자료: 스틸데일리, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 스틸데일리, 미래에셋증권 리서치센터

그림 107. 국내 조선3사 수주잔고 추이

그림 108. 국내 후판 수입유통가



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 스틸데일리, 미래에셋증권 리서치센터

현대제철, 미국 전기로 투자 공시

현대차그룹의 미국 내 210억달러 투자 발표와 함께 현대제철의 미국 전기로 제철소 건설 추진 계획이 공시되었다(3/25). 예상 투자 금액은 총 58억불(약 8.5조원) 규모로 자기자본 50%, 외부차입 50%의 자본조달과 현대차그룹 및 기타 투자자 등의 지분출자 협의 및 검토가 진행중이다.

동사의 출자 비율이 확정되지 않은 가운데 ① 자금 조달 계획 미정(유상증자 우려 등) ② 8조원을 상회하는 현 순차입금의 재무 부담 가중 ③ 준공 시점의 미국 관세 수혜, 제품가격 강세 가능성 ④ 범용재 생산 중심의 전기로를 활용한 고부가제품인 자동차용강판 생산 가능 여부가 주가 하락 요인으로 작용했다고 판단한다. 투자 규모 및 재원 마련의 불확실성 해소, 실적 정상화를 통한 재무 여력 확보가 금번 발표한 미국 투자에 대한 정당화를 뒷받침할 것으로 전망한다.

표 26. 현대제철, 미국 전기로 제철소 건설 투자 공시 요약

항목	세부내용
투자개요	미국 자동차강판 특화 전기로 제철소 건설
투자장소	미국 남동부 루이지애나 주
투자목적	미래 성장동력 확보 및 중장기 탄소저감 체제 전환
생산능력	연간 270만톤(자동차용 강판 180만톤)
투자금액	58억불 (약 8.5조원)
자금조달	자기자본 50% + 외부차입 50% 검토, 현대차그룹 및 기타 투자자와 지분출자 협의
건설기간	2026년 3분기 ~ 2029년 1분기

자료: Dart, 미래에셋증권 리서치센터

표 27. 현대제철, 미국 투자 지분을 가정에 따른 투자 규모

(십억원)

현금 및 현금성자산 (단기금융상품 포함)	총 투자비	투자 법인 자기자본	현대제철 지분을 가정	현대제철 투자비	투자비/현금성자산
2,156 (2024년 기준)	8,500	4,250	20%	850	39%
			30%	1,275	59%
			40%	1,700	79%
			50%	2,125	99%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 109. 미국 전기로 제철소 투자 관련 제품 구성 및 역량

(단위: 만톤)				[사업역량 및 제고방안]
구 분	자동차용	일반용	계	
열 연	-	65	65	1 자동차 강판 전문기업으로 안정적 수요처 확보 (그룹사 및 타OEM)
냉 연	180	25	205	2 70년 이상 전기로 설비 운영 노하우 및 유무형 자산 보유
계	180	90	270	3 탄소저감 및 DRP / 전기로 외부 기술 협력 강화
				4 그룹사 해외 사업 운영 경험 활용 / 현대차 남양연구소 협업 강화

자료: 현대제철, 미래에셋증권 리서치센터

현대제철 (004020)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	23,226	22,830	23,918	24,984
매출원가	21,832	21,137	21,916	22,782
매출총이익	1,394	1,693	2,002	2,202
판매비와관리비	1,234	1,207	1,259	1,276
조정영업이익	159	486	743	926
영업이익	159	486	743	926
비영업손익	-218	-115	-105	-98
금융손익	-308	-270	-262	-254
관계기업등 투자손익	12	12	13	14
세전계속사업손익	-59	371	638	828
계속사업법인세비용	-68	85	147	190
계속사업이익	9	286	491	637
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	9	286	491	637
지배주주	-12	280	481	624
비지배주주	20	6	10	13
총포괄이익	-31	269	489	649
지배주주	-49	110	200	265
비지배주주	18	159	289	384
EBITDA	1,870	2,187	2,460	2,653
FCF	105	251	425	423
EBITDA 마진율 (%)	8.1	9.6	10.3	10.6
영업이익률 (%)	0.7	2.1	3.1	3.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	-0.1	1.2	2.0	2.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	11,460	12,115	12,229	12,488
현금 및 현금성자산	1,296	1,348	1,390	1,428
매출채권 및 기타채권	2,639	2,631	2,665	2,729
재고자산	6,291	6,273	6,312	6,458
기타유동자산	1,234	1,863	1,862	1,873
비유동자산	23,284	23,316	23,431	23,595
관계기업투자등	259	259	260	260
유형자산	18,431	18,400	18,499	18,637
무형자산	1,402	1,396	1,393	1,389
자산총계	34,744	35,431	35,660	36,083
유동부채	7,699	7,393	7,340	7,322
매입채무 및 기타채무	2,802	2,746	2,798	2,876
단기금융부채	3,676	3,519	3,435	3,353
기타유동부채	1,221	1,128	1,107	1,093
비유동부채	7,711	7,559	7,451	7,341
장기금융부채	6,893	6,761	6,666	6,575
기타비유동부채	818	798	785	766
부채총계	15,410	14,952	14,790	14,663
지배주주지분	18,919	20,058	20,438	20,976
자본금	667	667	667	667
자본잉여금	3,905	3,905	3,905	3,905
이익잉여금	13,400	13,581	13,964	14,490
비지배주주지분	415	421	431	444
자본총계	19,334	20,479	20,869	21,420

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,777	1,831	2,148	2,195
당기순이익	9	286	491	637
비현금수익비용가감	1,921	2,056	2,125	2,172
유형자산감가상각비	1,621	1,610	1,624	1,634
무형자산상각비	90	91	92	93
기타	210	355	409	445
영업활동으로인한자산및부채의변동	276	-156	-59	-170
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	564	7	-31	-59
재고자산 감소(증가)	157	17	-39	-146
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-89	-56	37	54
법인세납부	-149	-85	-147	-190
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,503	-1,821	-1,852	-1,907
유형자산처분(취득)	-1,650	-1,580	-1,723	-1,772
무형자산감소(증가)	-17	-86	-89	-89
장단기금융자산의 감소(증가)	-285	-92	-12	-20
기타투자활동	449	-63	-28	-26
재무활동으로 인한 현금흐름	-354	-387	-279	-272
장단기금융부채의 증가(감소)	-33	-288	-180	-173
자본의 증가(감소)	-1	0	0	0
배당금의 지급	-132	-99	-99	-99
기타재무활동	-188	0	0	0
현금의 증가	-90	52	42	39
기초현금	1,386	1,296	1,348	1,390
기말현금	1,296	1,348	1,390	1,428

자료: 현대제철, 미래에셋증권 리서치센터

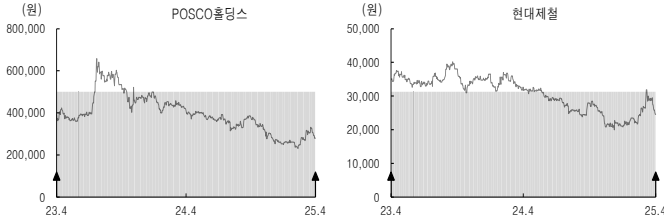
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	-	11.7	6.8	5.3
P/CF (x)	1.5	1.4	1.3	1.2
P/B (x)	0.1	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA (x)	6.1	5.0	4.4	4.0
EPS (원)	-87	2,097	3,608	4,679
CFPS (원)	14,460	17,550	19,608	21,055
BPS (원)	142,610	151,150	154,003	158,033
DPS (원)	750	750	750	750
배당성향 (%)	1,119.3	34.6	20.1	15.5
배당수익률 (%)	3.6	2.6	2.6	2.6
매출액증가율 (%)	-10.4	-1.7	4.8	4.5
EBITDA증가율 (%)	-23.4	17.0	12.4	7.9
조정영업이익증가율 (%)	-80.0	204.6	53.0	24.6
EPS증가율 (%)	적전	흑전	72.0	29.7
매출채권 회전율 (회)	8.5	9.1	9.4	9.7
재고자산 회전율 (회)	3.7	3.6	3.8	3.9
매입채무 회전율 (회)	15.6	14.7	15.3	15.4
ROA (%)	0.0	0.8	1.4	1.8
ROE (%)	-0.1	1.4	2.4	3.0
ROIC (%)	-0.1	1.4	2.2	2.7
부채비율 (%)	79.7	73.0	70.9	68.5
유동비율 (%)	148.8	163.9	166.6	170.6
순차입금/자기자본 (%)	42.7	35.7	33.9	32.1
조정영업이익/금융비용 (x)	0.4	1.1	1.8	2.3

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
POSCO홀딩스 (005490)					현대제철 (004020)				
2025.04.02	매수	430,000	-	-	2025.04.02	매수	36,000	-	-
2022.09.14	분석 대상 제외		-	-	2022.09.14	분석 대상 제외		-	-

* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상 Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상 매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준 비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.62%	7.14%	8.24%	0%

* 2024년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 현대제철, POSCO홀딩스 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 POSCO홀딩스 의 자기주식 취득 및 처분을 위한 신탁 업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.