철강/비철

철강은 아직, 비철은 지금

▪ 이태환 taehwan.lee@daishin.com

Summary (철강/비철)

- 하반기 철강 산업은 1) 중국 부동산 침체에 따른 수요 전망 악화, 2) 공급과잉 물량의 밀어내기 수출 지속 등으로 여전히 불투명한 상황. 일부 감산에 따른 재고 축소가 확인되고 있으나, 최근 중국업체 Mill 마진이 플러스 전환함에 따라 재차 생산 늘어날 가능성을 배제하기 어려움

- 중국 부동산 경기는 더블딥(Double Dip) 침체 구간. 전방 수요 부진으로 인해 착공 감소 및 건설업 활동지수는 하향세가 지속 중이며, 건설현장 감소에 따라 봉형강 내수 수요는 부진이 불가피. 부동산 경기 악화 국면에서 중국 철강 수요는 중기 약세 지속될 것으로 전망

- '24년 3월 누계 조강생산량은 2.6억톤(-3.1% yoy)으로 전년 대비 생산량이 줄어든 상황이나, 내수 수요 부진으로 밀어내기 수출 물량 공세는 더 강해지고 있는 국면. 재고 해소 방안의 무게가 수출 물량 확대로 쏠릴 경우, 동아시아 역내 가격은 지속적으로 하방 압력에 눌릴 수밖에 없음

- 국내 시장은 건설향 강재 수요 부진 심화가 지속되고 있으며, 자동차는 높은 기저 부담은 있으나 수출 물량 증가와 함께 글로벌 경기 회복에 따른 업사이드 기대 가능. 조선은 안정적인 중기 수요 성장 가능성 높음

- 국내 철강 가격은 원재료 가격 부담 증가를 반영하여 인상 시도가 예상되나, 전방산업의 약한 수요와 중국산 수입재와의 가격 경쟁구도가 지속되는 점을 고려하면 온전한 판가 전가는 여전히 어려움. 원가 부담이 정점 대비 낮아진 점이 철강업체 수익성 개선에는 기여할 것

- 구리는 1분기 남미 광산 생산차질, 중국 제련소 감산 합의 등 공급 요인에 따른 가격 강세가 나타났으며, 이제는 제조업 경기 회복 기대, AI 데이터센터 투자, 해저케이블 투자 등 수요 요인 개선 기대감이 반영. 단기 수급은 타이트하게 형성될 전망으로 하반기까지 가격 모멘텀 유지 가능

- 금은 신뢰성 높은 자산으로서의 포지셔닝을 강화하고 있으며, 하반기 금리 인하 국면에서도 가장 먼저 선호되는 금속. 은은 인플레이션 헤지 자산 역할을 하는 동시에 금 대비 산업향 수요가 더 높은 품목. 금리 인하 국면에서 글로벌 경기 개선이 진행될 경우 이미 상승이 진행된 금 가격 대비 추가 업사이드 기대할 수 있음

- Top Pick: 고려아연(010130) / 차선호주: 풍산(103140)

2024년 하반기 철강/비철금속 투자전략

철강/비철금속 투자의견 Neutral 제시 / Top-Pick: 고려아연

- 상반기 국내 철강업체 실적은 1) 원재료 가격 급등으로 인한 원가 부담 증가, 2) 중국/일본 수입재와의 가격 경쟁 구도 지속, 3) 저조한 산업 수요 및 대수리 일정에 따른 생산/판매 차질로 눈높이 하락
- 하반기 철강 산업은 1) 중국 부동산 침체에 따른 수요 전망 악화, 2) 공급과잉 물량의 밀어내기 수출 지속 등으로 여전히 불투명한 상황. 일부 감산에 따른 재고 축소가 확인되고 있으나, 최근 중국업체 Mill 마진이 플러스 전환함에 따라 재차 생산 늘어날 가능성을 배제하기 어려움
- 비철금속은 중기 수요 성장 기대로 수급이 타이트한 구리가 하반기까지 모멘텀을 지속할 수 있을 전망이며, 귀금속 역시 안전자산 선호 현상 및 경기 반등 국면에서 추가 상승에 낙관적
- 하반기에도 철강보다는 비철금속에 우호적인 환경 형성. Top-Pick: 고려아연 / 차선호주: 풍산
- 고려아연: 1) TC 하락으로 인한 원가 상승분을 메탈 가격 상승으로 상쇄 가능, 2) 연결 자회사(SMC, 스틸싸이클) 수익성 향상, 3) 이차전지소재(동박, 전구체) 상업생산에 따른 손익 개선 효과 등 기대
- 풍산: 1) 구리 초과수요 예측에 따른 가격 상승, 2) 지정학적 불안에 따른 탄약 확충 수요 반영

당사 Universe 철강/비철금속 업체의 실적 전망 및 투자의견 (단위: 십억원,%,배)

종목	POSCO홀딩스		현대제철		세아베스틸지주		고려아연		풍산	
투자의견	BUY		BUY		BUY		BUY		BUY	
목표주가	520,000		42,000		32,000		630,000		72,000	
현주가 (4/30)	405,000		32,350		22,200		463,500		65,000	
Upside	28.4		29.8		44.1		35.9		10.8	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	75,991	81,965	25,931	26,760	3,981	4,265	11,689	12,104	4,871	5,117
영업이익	3,077	5,458	847	1,455	165	194	824	1,015	327	337
OPM	4.0	6.7	3.3	5.4	4.1	4.5	7.0	8.4	6.7	6.6
%yoy	-12.9	77.4	6.2	71.7	-16.3	17.7	24.8	23.2	42.9	3.2
순이익	1,890	2,962	520	997	113	122	598	757	229	232
ROE	3.7	5.8	2.6	4.8	5.7	5.9	6.2	7.6	11.1	10.3
PBR	0.6	0.6	0.2	0.2	0.4	0.4	1.0	0.9	0.8	0.8
PER	17.6	11.2	8.2	4.3	7.1	6.5	15.7	12.4	6.4	6.3

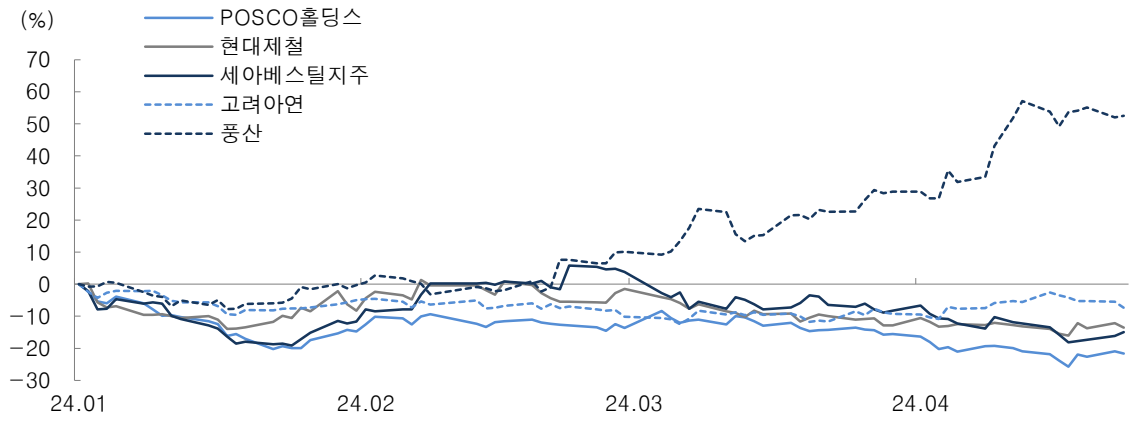
자료 : 대신증권 Research Center

[2024 상반기 결산] 구리 형님만 믿고 갑니다

철강은 중국발 실망감 반영, 비철은 구리를 필두로 상승 시작

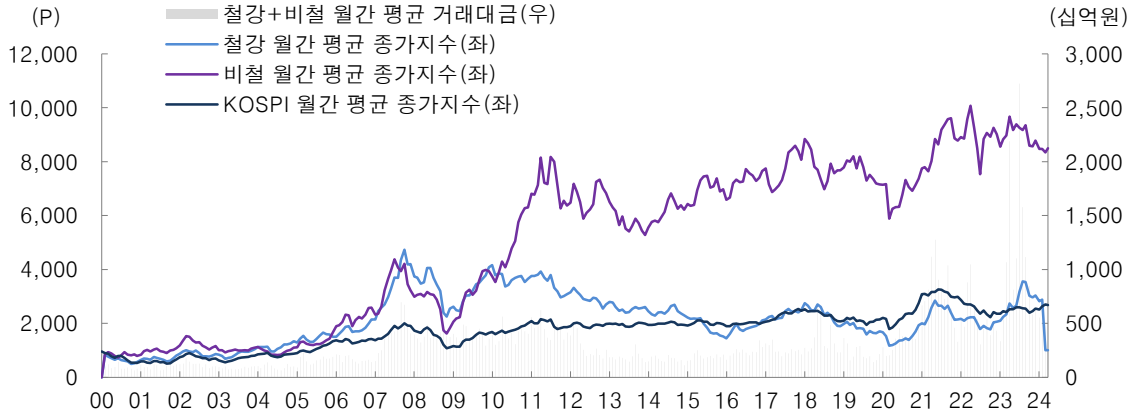
- 철강은 원재료 가격 부담 상승, 수입재와의 가격 경쟁 구도, 대수리 일정에 따른 생산/판매 차질 등으로 상반기 실적 환경이 비우호적이었음. 중국 춘절 이후로 수요 개선 기대감이 꺾인데 이어 양회에서도 특별한 부동산 경기 부양책이 발표되지 않으면서 실망감이 업종 주가 하락으로 반영
- 비철은 구리가 연초부터 남미 생산차질 및 중국 제련소 감산합의 등 공급 감소에 따른 가격 강세가 나타난데 이어 AI·해저케이블 투자에 따른 수요 개선 기대감이 반영되며 추가 상승. 이외 메탈 역시 지정학적 위험에 따른 원자재 선호현상이 강해지며 4월부터 가격 상승 중
- 대형주 주가 부진으로 인해 KOSPI 대비 Underperform. 거래대금 역시 '23년 대비 축소된 상태

2024년 주요 커버리지 업체별 YTD 수익률 변동



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

철강/비철 업종 종가 지수 하락세 및 거래대금 축소



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

[철강] 글로벌 수요: 다시 한번 낮아진 눈높이

세계철강협회, '24-'25년 글로벌 철강수요 전망 발표

- 2024년 철강 수요를 기존 전망 대비 560만톤 감소한 1,793.1만톤(+1.7% yoy)로 전망. 2025년 철강 수요는 신규 전망치인 1,815.2만톤(+1.2% yoy)을 발표
- 눈에 띄는 것은 중국 수요에 대한 기대치가 크게 하향 조정된 것. 중국은 이미 철강 수요 정점을 통과하였고 중기적으로 부동산 투자 감소로 인해 철강 수요가 하락 전환할 것이라는 전망
- 반면, 중국을 제외한 세계 철강 수요는 +3.5% 성장을 예측. 특히, 인도에서 '24~'25 연평균 +8% 이상의 성장이 나타나면서 '25년 수요는 '20년 대비 약 7천만톤이 증가할 것으로 전망
- 높은 이자율, 건설비용 부담이 철강 수요를 억제하는 형태이며, 의미 있는 회복은 '25년 이후가 될 것

2024-25년 글로벌 철강수요 전망('24년 4월 발표) (단위: MT)

지역	철강수요			철강수요 전년비(%)			23.10월 전망 대비		
	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F
EU27+영국	136.8	140.7	148.1	-10.0	2.9	5.3	-7.5	-12.0	-
독일	28.0	28.9	31.8	-13.7	3.2	10.0	-1.2	-3.4	-
기타 유럽	44.3	47.9	46.1	13.5	8.1	-3.7	-0.7	0.6	-
튀르키예	38.1	41.5	39.4	17.2	9.0	-5.0	-0.6	0.9	-
러시아&CIS+우크라이나	56.1	58.4	58.9	8.6	4.1	0.8	1.5	3.2	-
러시아	44.6	46.4	46.4	7.0	4.0	0.0	0.8	2.6	-
USMCA	131.7	133.6	136.2	-1.0	1.4	1.9	-2.4	-2.5	-
미국	90.5	92.2	94.0	-4.2	1.8	2.0	-3.0	-2.8	-
중남미	45.7	45.5	46.8	0.9	-0.5	2.8	1.5	0.4	-
멕시코	28.5	28.8	29.3	14.0	1.2	1.6	-	-	-
아프리카	35.0	36.9	38.5	-1.7	5.4	4.4	-2.9	-3.0	-
중동	54.9	57.2	58.7	-0.4	4.1	2.6	-1.2	-0.7	-
아시아&오세아니아	1,258.5	1,273.1	1,281.9	-1.0	1.2	0.7	-39.8	-41.8	-
중국	**895.7**	**895.7**	**886.7**	**-3.3**	**0.0**	**-1.0**	**-43.6**	**-43.6**	**-**
인도	133.4	144.3	156.0	14.8	8.2	8.2	7.3	8.5	-
일본	53.3	53.3	53.9	-3.0	-0.1	1.1	-0.6	-0.9	-
한국	**54.7**	**54.3**	**54.4**	**6.7**	**-0.8**	**0.2**	**1.7**	**0.7**	**-**
전세계	**1,763.0**	**1,793.1**	**1,815.2**	**-1.1**	**1.7**	**1.2**	**-51.5**	**-56.0**	**-**
중국 제외	867.3	897.4	928.4	1.3	3.5	3.5	-7.9	-12.4	-
선진국	359.4	364.2	374.1	-4.2	1.3	2.7	-8.8	-14.2	-
중국 제외 개발도상국	507.9	533.2	554.3	5.5	5.0	4.0	0.9	1.8	-
ASEAN	73.4	75.9	79.2	1.1	3.5	4.3	-1.9	-3.3	-
MENA	69.3	72.6	74.8	-2.2	4.7	3.0	-4.7	-4.0	-

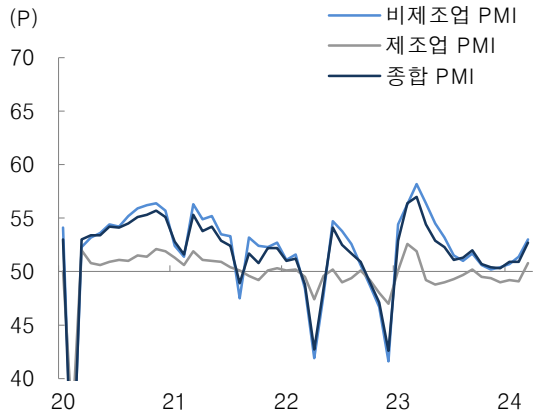
자료: Worldsteel, 대신증권 Research Center

[철강] 중국 정책: 부활 꿈꾸는 중국, 내실은 불안

통화완화·재정완화 정책 효과 확인 필요

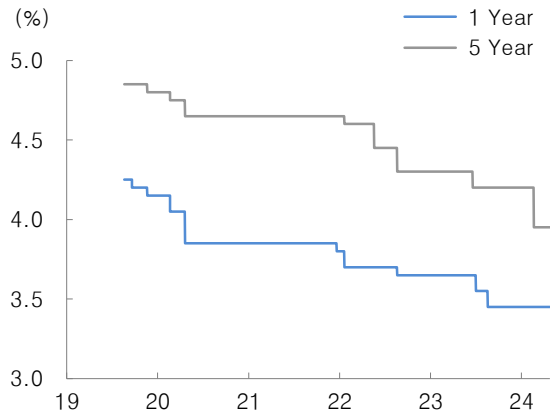
- 중국의 1분기 GDP 성장률은 5.3%를 기록하며, 연간 목표인 5.0%를 상회하는 좋은 스타트를 달성. 특히, 중국이 집중적으로 투자하고 있는 첨단 제조업 산업생산액이 전년 동기 대비 +7.5% 상승
- PMI(구매관리자지수) 역시 3월 시장 눈높이를 상회하며 반년만에 확장 국면에 진입하며 관심 집중
- 다만, 내실은 여전히 불안한 상황. 중국 부동산 시장은 대폭 규제완화에도 불구하고 수요 침체가 이어지고 있으며, 소비 심리 저하 및 디플레이션 우려가 확대되고 있음. 추가적인 통화완화정책 필요성 증대
- 전인대에서 발표된 대부분의 목표치는 작년과 동일했으며, 지방정부 전용채권이 0.2조위안 증가. 부양의지가 부족하다고 느껴질 수 있으나, 이와 별도로 편성되는 특별국채 1조 위안까지 감안하면 재정 부양 강도는 낮지 않을 것. NDRC는 특별국채 사용목적으로 과학기술자립, 도농융합발전, 지역균형발전 등을 제시

중국 PMI



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

중국 LPR 금리



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

연도별 전인대 정부업무보고 계획

	구분	2019	2020	2021	2022	2023	2024
주요 경제지표	GDP 증가율	6.0~6.5%	미설정	6% 이상	5.5% 내외	5.0% 내외	5.0% 내외
	CPI 증가율	3% 내외	3.5% 내외	3% 내외	3% 내외	3% 내외	3% 내외
	도시 신규 취업	1,100만명 이상	900만명	1,100만명 이상	1,100만명	1,200만명	1,200만명
	도시 조사 실업률	5.5% 내외	6% 내외	5.5% 내외	5.5% 내외	5.5% 내외	5.5% 내외
재정정책	재정 적자율	2.8%	3.6%	3.2%	2.8%	3.0%	3.0%
	지방정부 전용채권 (조위안)	2.15	3.75	3.65	3.65	3.80	4.00
통화정책	M2/사회융자 규모	명목 GDP 증가율 수준	전년 대비 확연히 증가	명목 GDP 증가율 수준	명목 GDP 증가율 수준	명목 GDP 증가율 수준	GDP성장률 /물가

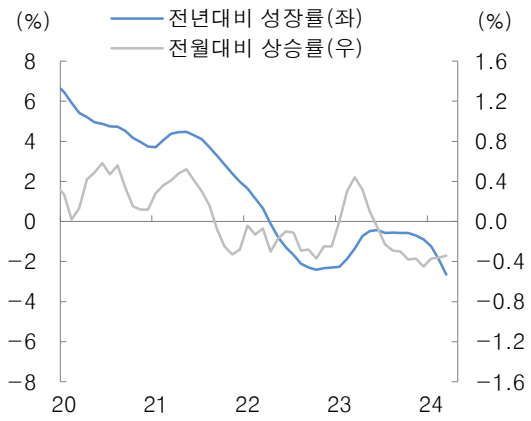
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[철강] 중국 수요: 부동산 경기 침체 지속

건설 수요 지속적으로 약화. 기댈 곳은 자동차

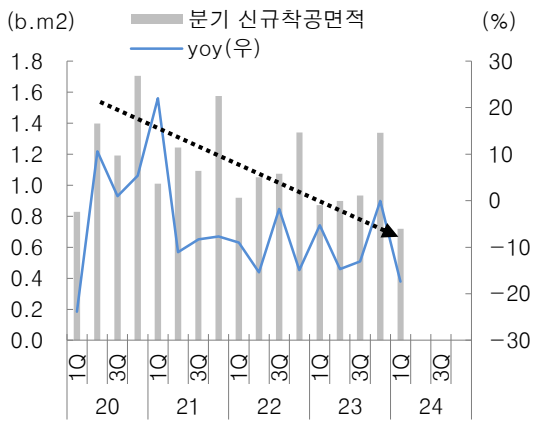
- 중국 부동산 경기는 회복은커녕 더블딥(Double Dip)으로 진행되는 양상. 신규 주택가격 YoY 변동률은 양전에 실패했으며, 오히려 마이너스폭 확대. 항저우 부동산 규제완화와 더불어 부동산 업체들이 판촉행사를 통해 미분양 물량 처리에 집중하고 있으나, 구매 수요 회복은 아직 요원한 상황
- 전방 수요 부진으로 인해 착공 감소 및 건설업 활동지수는 하향세가 지속되고 있으며, 건설 현장 감소에 따라 봉형강 내수 수요는 부진이 불가피. 기존처럼 수출 전략을 기조로 갖고 갈 가능성이 높음
- 반면, 중국 자동차 판매량은 상당히 견조. '24년 1분기 총 판매량은 672만대로 +10.6% yoy 성장세를 보였으며, 친환경차 판매량 역시 209만대로 +31.7% yoy 가파른 성장을 기록
- 부동산 경기 악화 국면에서 중국 철강 수요는 중기 약세 지속될 것으로 전망

중국 70개 도시 신규주택가격 지수



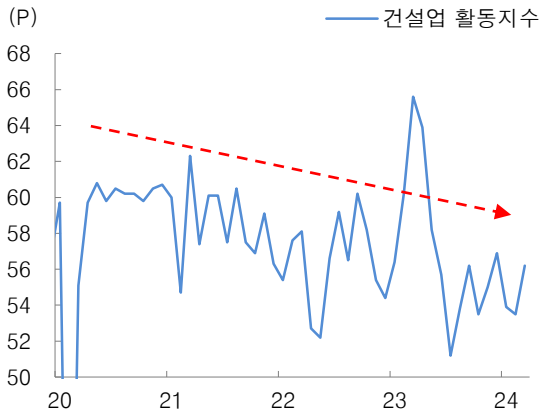
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

중국 신규착공면적



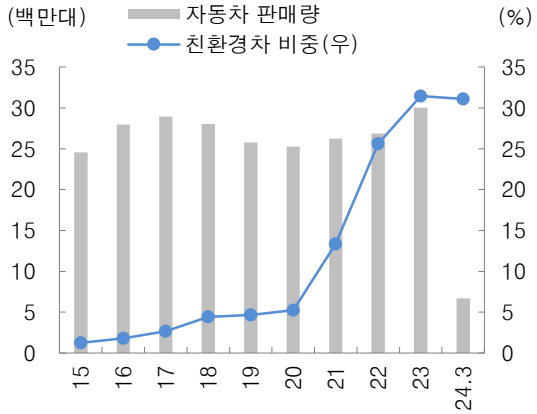
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

중국 건설활동지수



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

중국 자동차 판매량



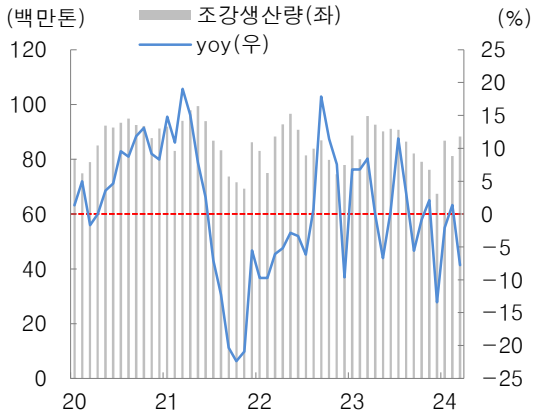
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

[철강] 중국 생산: 과잉재고 → 밀어내기 수출

감산 신호는 있지만, 수출 부담이 크다

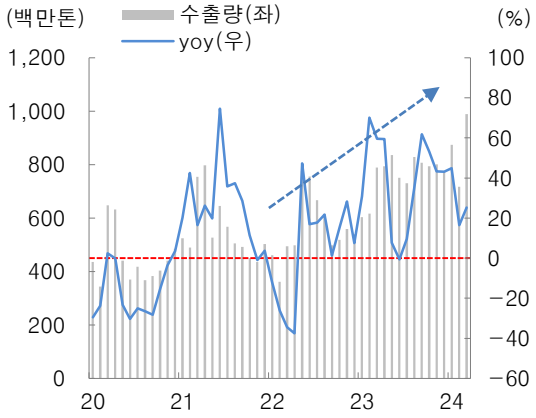
- '24년 3월 누계 조강생산량은 2.6억톤(-3.1% yoy)으로 전년 대비 생산량이 줄어든 상황이나, 내수 수요 부진으로 밀어내기 수출 물량 공세는 더 강해지고 있는 국면. 한국 시장 가격 경쟁 부담으로 작용
- 중국 내수가격 하락 및 원재료 가격 부담 상승으로 인해 중국 Mill 마진은 4Q23~1Q24 기간 동안 지속적으로 적자 구간에 위치. 과잉재고 축소를 위해 중국철강협회 차원에서 감산을 독려 중이며, 재고 축소 과정에서 가격 상승, 원가 부담이 낮아지며 중국 Mill 마진은 최근 양전에 성공
- 연초 감산이 확인되고 있는 부분은 긍정적이나, 그 이상으로 내수 수요가 약하고, 최근 Mill 마진의 양전 성공으로 다시 생산이 늘어날 가능성을 배제하기 어려움. 재고 해소 방안의 무게가 감산이 아닌 수출 물량 확대로 쏠릴 경우, 동아시아 역내 가격은 지속적으로 하방 압력에 눌릴 수밖에 없음

중국 조강 생산량



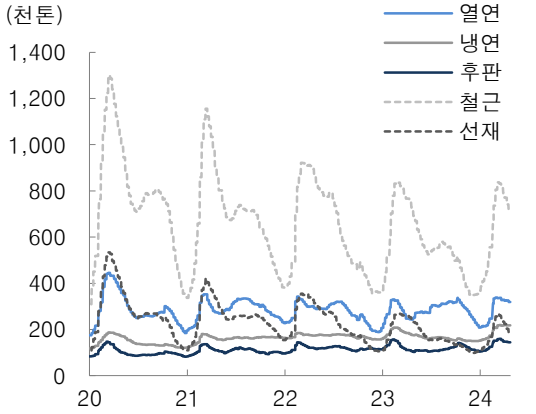
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

중국 철강제품 수출량



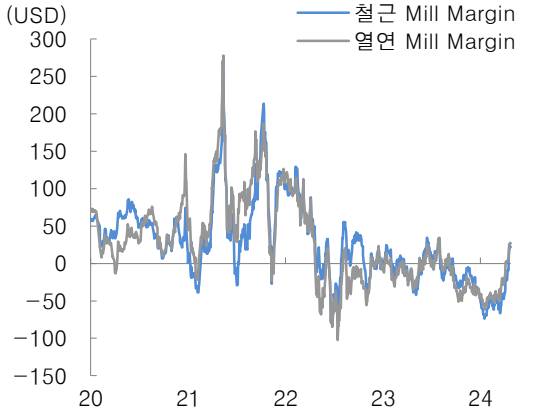
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

중국 제품 재고



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

중국 Mill 마진



자료: Platts, 대신증권 Research Center

[철강] 국내 수요: 달라진 건 없다

자동차, 조선 중심으로 수요 형성

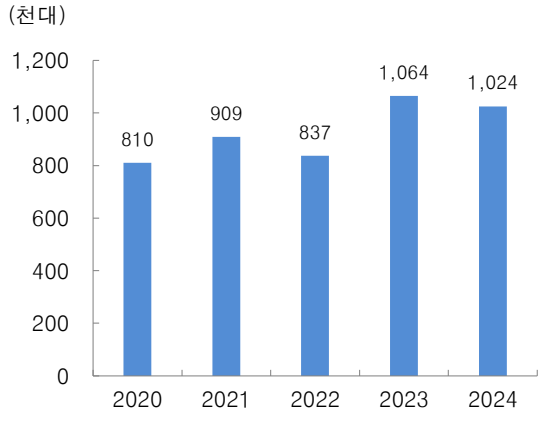
- **자동차**: '24년 3월 누계 국내 자동차 생산대수는 102.4만대(3.8% yoy) 기록. 미국, 유럽 등 선진시장 수요 정상화 등 글로벌 수요 회복을 바탕으로 수출 판매량은 증가할 것으로 예상되나, 경기부진 지속에 따른 국내 수요 위축 및 해외 생산물량 확대 등으로 높은 기저 대비 생산량은 소폭 감소할 것으로 전망
- **조선**: 수주잔고를 기반으로 추정한 '24년 예정 국내 조선사 선박 인도 물량은 1,142만CGT(+23.9% yoy) 수준이며, '25년 역시 1,120만 CGT로 비슷한 레벨인 점을 감안하면 올해에도 선급용 후판 수요는 성장이 예측됨. 더불어, 신조선가 지수는 3년 이상의 상승세를 지속하였고 최근 183pt를 돌파하며 역사적 고점인 191pt에 근접해가고 있음. '26년부터는 교체수요 발주도 본격화될 것으로 예상
- **건설**: '24년 2월 누계 착공은 지방 현장 중심으로 소폭 확대되고 있으나, 준공 실적이 착공 실적을 크게 상회하고 있음. '21년 착공 현장의 준공 시기가 다가온 영향으로 해석되며, 올해 준공 실적은 정점을 통과하여 점차 감소할 것으로 예상. '22~'24년 착공 부진이 건설 기성액 감소로 연결될 전망
- 건설향 강재 수요 부진 심화가 지속되고 있으며, 자동차는 높은 기저 부담은 있으나 수출 물량 증가와 함께 글로벌 경기 회복에 따른 업사이드 기대 가능. 조선은 안정적인 중기 수요 성장 가능성 높음

2024년 주요 커버리지 업체별 YTD 수익률 변동

구분		2021	증감율	2022	증감율	2023	증감율	2024F	증감율
내수(만대)		173.5	-9.0	168.4	-2.9	175.0	3.9	170.0	-2.8
	국산차	142.5	-11.1	137.2	-3.7	145.3	5.9	142.0	-2.3
	수입차	31.0	2.3	31.1	0.5	29.6	-4.7	28.0	-5.5
수출(만대)		204.1	8.2	230.0	12.7	276.6	20.3	280.0	1.2
수출액(십억불)		46.5	24.2	54.1	16.4	70.9	31.1	72.5	2.3
생산(만대)		346.2	-1.3	375.7	8.5	424.4	13.0	422.0	-0.6

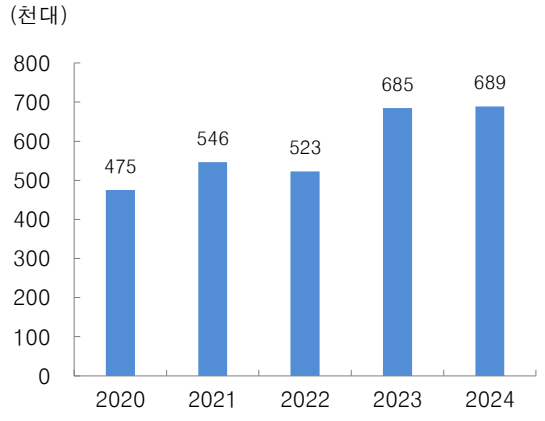
자료: KAMA, 대신증권 Research Center

최근 5년 1~3월 국내 자동차 생산대수 누계



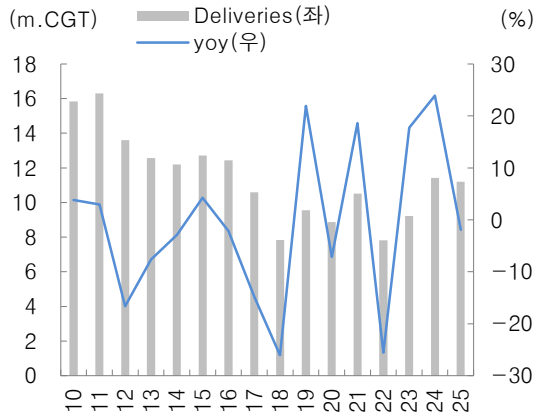
자료: KAMA, 대신증권 Research Center

최근 5년 1~3월 국내 자동차 수출 판매량 누계



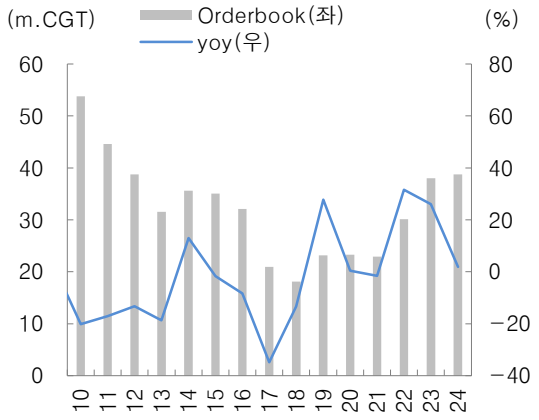
자료: KAMA, 대신증권 Research Center

국내 조선사 연도별 선박 인도물량



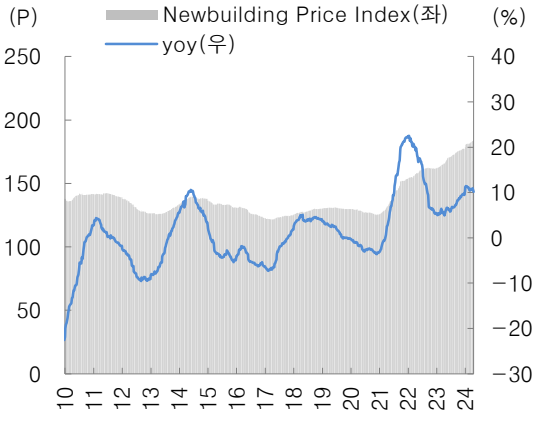
주: 24, 25년 데이터는 Clarksons 추정
자료: Clarksons, 대신증권 Research Center

국내 조선사 수주잔고



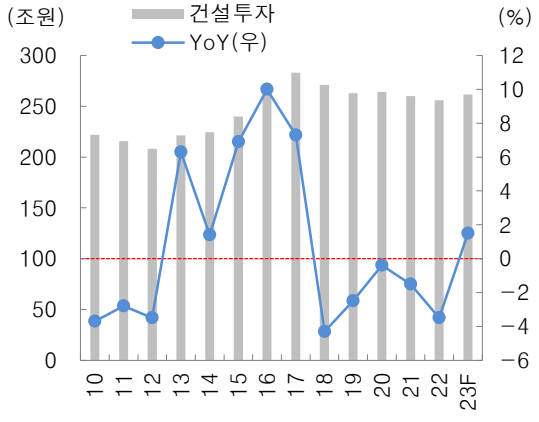
자료: Clarksons, 대신증권 Research Center

Clarksons 신조선가 지수



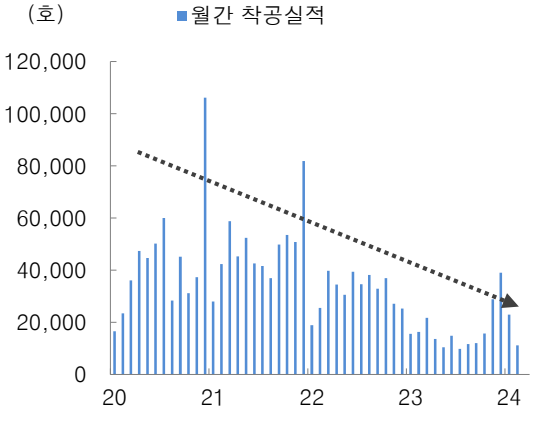
주: 신조선가 지수는 1988-01=100 기준
자료: Clarksons, 대신증권 Research Center

건설 투자액



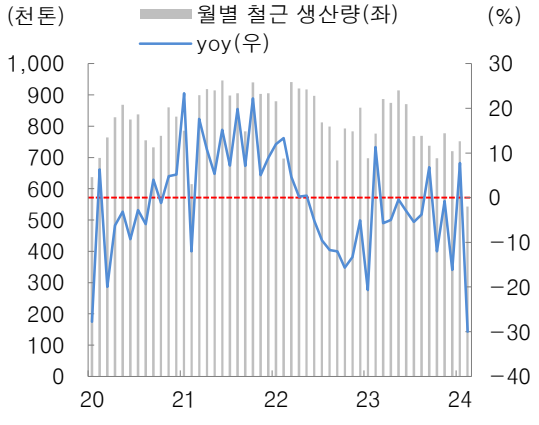
자료: 한국건설산업연구원, 대신증권 Research Center

국내 건설 착공 실적



자료: 국토교통부, 대신증권 Research Center

월별 철근 생산량



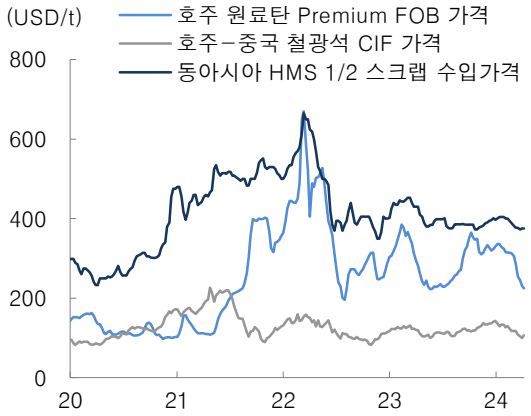
자료: 한국철강협회, 대신증권 Research Center

[철강] 스프레드: 안심하기는 어렵다

원가 부담은 소폭 완화됐으나 여전히 수요는 바닥

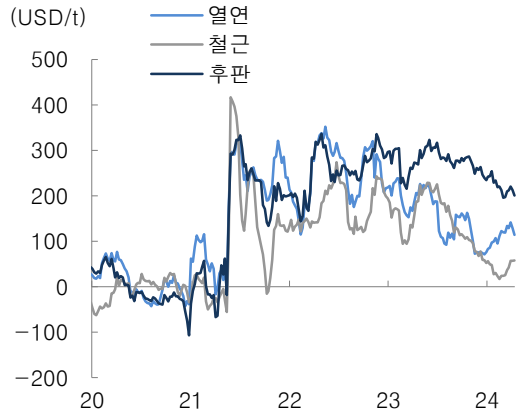
- 고로 원재료 가격은 공급차질 이슈 해소 및 중국 조강 감산 영향으로 전년말 대비 안정화된 상태이나, 3월 중국 지표 호조와 중국 Mill 마진 양전으로 인해 조강생산 유인 커짐에 따라 수요가 다시 상승할 수 있는 국면. 하반기 철광석 가격 전망은 기존 상반기 전망치였던 $120/t를 유지하며, 원료탄 가격은 하향하여 연평균 $280/t(기존 상반기 전망치 $320/t)으로 수정
- 국내 철스크랩 유통 가격은 연초 반등 구간이 있었지만, 중량A 기준 40만원/t를 하회하는 수준까지 하락. 당초 전망이었던 Covid-19 발생 이전 수준까지 내려간 것으로, 주요 전방산업인 건설 수요 부진으로 인해 봉형강 생산설비 가동률 하락 가능성이 큰 점을 고려하면 바닥은 더 깊어질 수 있음
- 국내 철강 가격은 원재료 가격 부담 증가를 반영하여 인상 시도가 예상되나, 1) 전방 산업 수요가 여전히 회복되지 않은 점, 2) 중국산 수입재와의 가격 경쟁구도가 지속되는 점을 고려하면 온전한 판가 전가는 여전히 어려움. 다만, 원가 부담이 정점 대비 낮아진 점이 철강업체 수익성 개선에는 기여할 것
- 한국-중국간 가격 스프레드는 중국 철강 수출 증가로 축소되고 있는 흐름. 위안화 약세, 낮은 중국 내수 가격으로 인해 수출 메리트가 증가한 상황. 한국-중국 스프레드는 더 축소될 가능성이 높아보임
- 시황 반전을 위해서는 한국 역시 중국산 철강재 대상 AD(Anti-Dumping) 관세 적용에 대한 진지한 논의가 필요한 시점. 미국 바이든 대통령은 중국산 철강 관세를 기존 7.5%에서 25%로 3배 인상을 지시한 상황이며, 칠레·브라질·멕시코 등 국가들 역시 중국산 철강에 대한 반덤핑 관세 적용을 실시 또는 검토 중. 중국 수출 물량이 당분간 늘어날 수밖에 없는 상황에서 중국과 가깝고 STS 제품 외에 AD 관세가 없는 한국은 중국산 물량 공습에 가장 취약한 국가가 될 것. 수요 업계에 대한 설득 작업이 필요할 것

주요 철강 원재료 가격 추이



자료: Bloomberg, Platts, 대신증권 Research Center

한국-중국 제품별 유통가격 스프레드



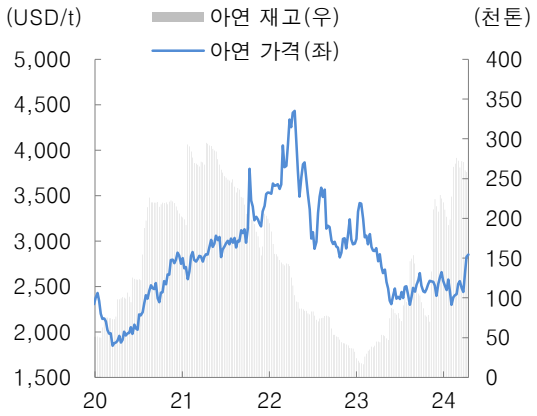
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[비철금속] 산업금속: 구리를 뒤따르자

구리는 연중 강세 가능, 다른 금속은 하반기 매크로 회복 강도 중요

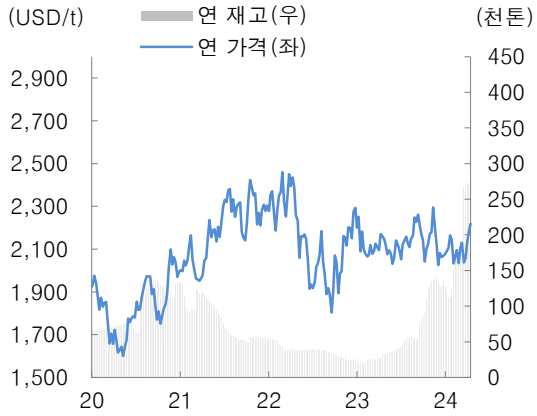
- 구리는 1분기 1) 남미 광산 생산차질, 2) 중국 제련소 감산 합의 등 공급 요인에 따른 가격 강세가 나타났으며, 이제는 제조업 경기 회복 기대, AI 데이터센터 투자, 해저케이블 투자 등 수요 요인 개선 기대감이 반영되고 있음. 단기 수급은 타이트하게 형성될 전망으로 하반기까지 가격 모멘텀 유지 가능
- 아연, 연, 니켈 등 산업금속의 가격도 전반적으로 4월부터 눈에 띄게 상승. 산업 수요 회복 기대보다는 지정학적 이슈에 따른 공급망 불안과 러시아산 알루미늄·구리·니켈 수입 금지 조치에 다른 공급 충격 등이 유의미한 영향을 끼쳤을 것으로 판단. 다만, ILZSG 조사에 따르면 아연과 연 모두 2024년 수요 전망 대비 공급이 더 많은 상황으로, 추세적 상승을 전망하기는 이른 단계
- 금리 인하 및 글로벌 경기 회복이 하반기부터 명백해질 경우 비철금속 선호 현상은 더 강해질 것

LME 아연 가격 및 재고



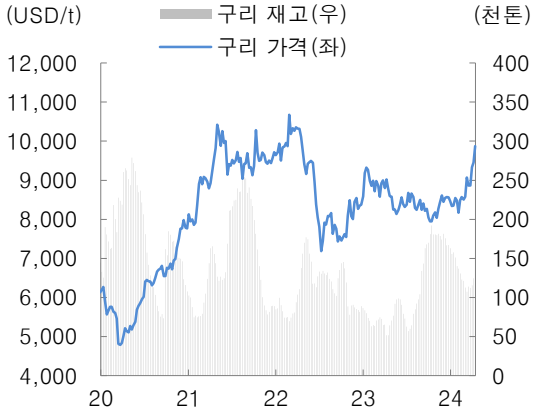
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

LME 연 가격 및 재고



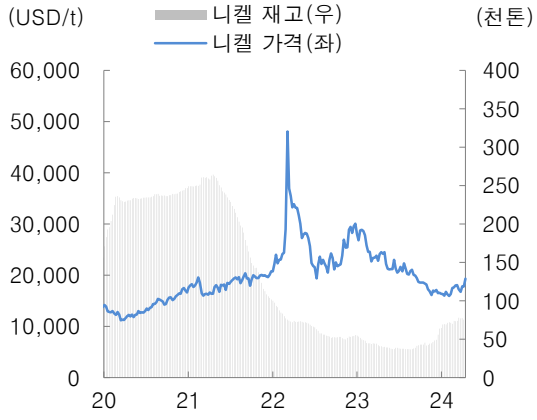
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

LME 구리 가격 및 재고



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

LME 니켈 가격 및 재고



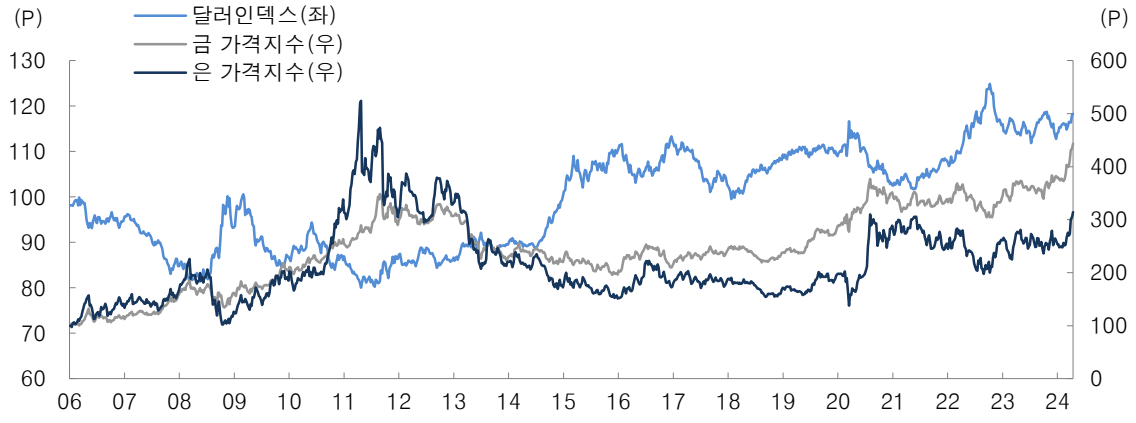
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[비철금속] 귀금속: Smart한 귀금속 투자

하반기 금리 인하 시작, 귀금속 전성시대는 계속된다

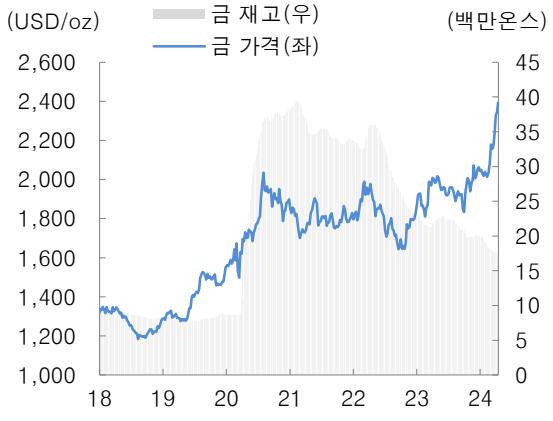
- 금은 발행 빈도가 잦아지고 있는 미국채 대비 신뢰성 높은 자산으로서의 포지셔닝을 강화하고 있으며, 하반기 금리 인하 국면에서도 가장 먼저 선호되는 금속. 여전히 추가 상승에 있어 낙관적
- 은은 인플레이션 헤지 자산 역할을 하는 동시에 금 대비 산업향 수요가 더 높은 품목. 금리 인하 국면에서 글로벌 경기 개선이 진행될 경우 이미 상승이 진행된 금 가격 대비 추가 업사이드 기대할 수 있음
- 역사적으로 금리 인하 시점에서 귀금속 가격은 큰 폭의 상승기를 기록. 보유 매력은 여전히 높다고 판단. 다만 과거 대비 대체투자자산(비트코인 등)이 증가한 만큼 발행 희소성, 거래비용 측면에서 비교 필요

달러 인덱스 및 귀금속 가격 비교



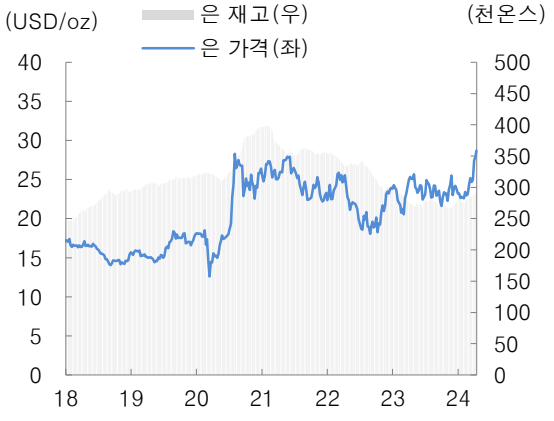
주: 2006.01=100
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

CMX 금 가격 및 재고



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

CMX 은 가격 및 재고



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

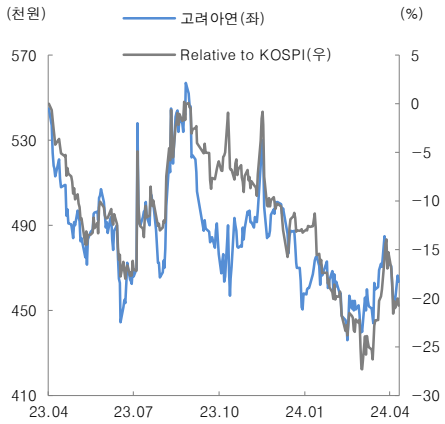
고려아연 (010130)

이제는 치고 올라갈 때

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	630,000원 유지
현재주가 (24.04.30)	463,500원

KOSPI	2,692.06
시가총액	9,691십억원
시가총액비중	0.45%
자본금(보통주)	105십억원
52주 최고/최저	557,000원 / 436,000원
120일 평균거래대금	183억원
외국인지분율	17.99%
주요주주	영풍 외 55 인 43.23% 한화H2에너지USA코퍼레이션 외 2 인 7.68%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.5	-1.4	-5.4	-9.6
상대수익률	4.6	-8.5	-18.8	-16.0



- 2024년 고려아연은 BM TC 하락에 따른 매출원가 상승 우려가 있지만, 주요 메탈 가격의 상승과 연결자회사 손익 개선을 바탕으로 수익성 훼손을 상쇄 가능하다고 판단
- 1Q24 실적은 금을 제외한 메탈의 분기 평균가격이 전분기 대비 하락한 영향으로 컨센서스 하회했을 것으로 추정
- 2분기 실적은 아연 BM TC가 $165('23년 $274)로 하락했으나, 4월 들어서 메탈 가격이 크게 상승하면서 오히려 1분기 대비 이익 성장 가능하다고 판단
- 한편, 4월 중 신규 인수한 스크랩메탈 원료 트레이딩 업체 Kataman Metals가 2분기 실적부터 인식되면서 매출 규모 상승 대비 이익 상승폭은 작을 수 있음
- 하반기 연결자회사는 전반적으로 손익 개선 가능. SMC는 아연 가격 상승과 함께 공법 변경 효과 인식되며, 스틸싸이클은 원료가격 협상에 따른 원가율 개선, 케이잼은 동박 상업생산, KPC는 전구체 상업생산 시작 예정
- 메탈 가격 상승 국면에서 재평가 가능성 충분한 종목

(십억원, 원 , %)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	11,219	9,705	11,689	12,104	12,288
영업이익	919	660	824	1,015	1,083
세전순이익	881	728	816	1,033	1,093
총당기순이익	798	533	606	768	813
지배지분순이익	781	527	598	757	801
EPS	40,572	26,127	28,591	36,222	38,321
PER	13.9	19.1	15.7	12.4	11.7
BPS	469,994	465,299	463,224	484,593	508,062
PBR	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9
ROE	9.4	5.7	6.3	7.6	7.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2024년 04월 30일 종가 기준
자료: 고려아연, 대신증권 Research Center

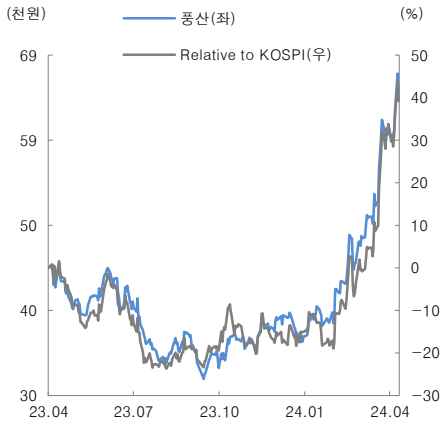
풍산 (103140)

풍산 앞에 놓여진 꽃놀이패

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	72,000원 유지
현재주가 (24.04.30)	65,000원

KOSPI	2,692.06
시가총액	1,822십억원
시가총액비중	0.08%
자본금(보통주)	140십억원
52주 최고/최저	66,900원 / 31,900원
120일 평균거래대금	153억원
외국인지분율	18.16%
주요주주	풍산홀딩스 외 3 인 38.01% 국민연금공단 11.43%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	28.7	68.0	78.1	53.3
상대수익률	31.3	55.9	52.8	42.5



- 2024년 풍산은 지정학적 갈등 발생에 따른 탄약 수요를 기반으로 방산 매출이 성장하는 가운데, 연초부터 구리 가격 급등이 나타남에 따라 양 사업부 실적이 동시에 성장하는 시점. 연초 대비 주가도 함께 급등
- 1Q24 실적은 컨센서스를 소폭 상회. 방산 부문의 계절적 부진에도 불구하고, 신동 부문이 수요산업 회복 지연에도 불구하고 수출을 확대하며 준수한 판매량을 기록했고, 원가개선 및 고환율 영향으로 수익성도 추가 개선
- 당초 구리 공급과잉이 우려됐던 시장이었으나, 연초 남미 광산 폐쇄 및 중국 제련소 감소로 인해 공급이 제한된 가운데, 데이터센터·해저케이블 등 신규수요가 창출됨에 따라 수급이 타이트한 국면. 상반기까지 강세 흐름 이어갈 것
- 방산부문 실적 성장세는 유지될 전망. 지정학적 갈등이 종료되지 않은 가운데, 국지도발까지 늘어나며 밀리터리 탄약 확충 수요는 지속 증가. 하반기로 갈 수록 방산 실적은 내수 판매 증가에 따라 상승하는 형태
- 양 사업부 환경이 모두 좋은 점 감안하면, 추가 상승여력 충분하다고 판단

(십억원, 원 , %)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	4,373	4,125	4,871	5,117	5,361
영업이익	232	229	327	337	352
세전순이익	220	201	311	316	333
총당기순이익	175	156	229	232	245
지배지분순이익	175	156	229	232	245
EPS	6,250	5,582	8,160	8,292	8,727
PER	5.4	7.0	6.4	6.3	6.0
BPS	65,659	70,152	77,142	84,264	91,627
PBR	0.5	0.6	0.8	0.8	0.7
ROE	9.9	8.2	11.1	10.3	9.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2024년 04월 30일 종가 기준
자료: 풍산, 대신증권 Research Center

Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
- 당사의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 위 언급된 종목을 제외한 동자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부의 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 이태환)
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

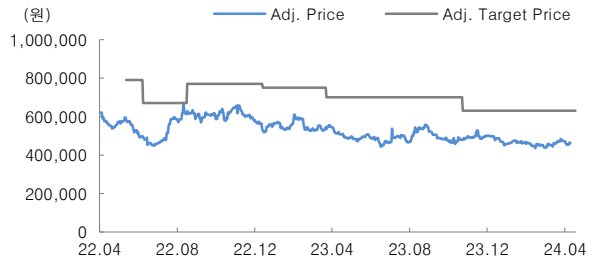
투자의견 비율공시

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.6%	6.4%	0.0%

기준일자: 2024.05.03

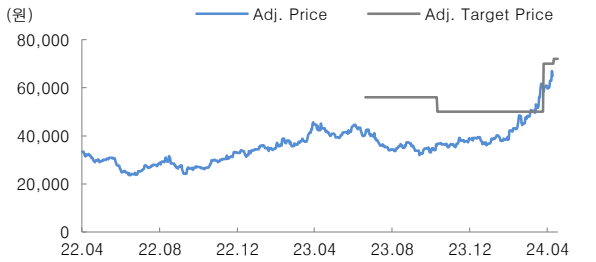
[철강/비철]

고려아연(010130) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	24.05.09	23.11.13	23.10.13	23.04.13	23.01.03	22.09.06
투자의견	Buy	Buy	6개월경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	630,000	630,000	700,000	700,000	750,000	770,000
괴리율(평균,%)		(25.11)	(31.79)	(28.55)	(26.60)	(21.00)
괴리율(최대/최소,%)		(15.87)	(29.50)	(20.43)	(18.67)	(14.55)
제시일자	22.06.29	22.06.02				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	670,000	790,000				
괴리율(평균,%)	(21.91)	(32.80)				
괴리율(최대/최소,%)	0.30	(26.96)				
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

풍산 (103140) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	24.05.09	24.05.02	24.04.16	24.02.08	23.12.27	23.12.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	72,000	72,000	70,000	50,000	50,000	50,000
괴리율(평균,%)			(12.03)	(17.39)	(24.79)	(25.70)
괴리율(최대/최소,%)			(4.43)	23.20	(19.50)	(21.70)
제시일자	23.12.02	23.11.01	23.07.11			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	50,000	50,000	56,000			
괴리율(평균,%)	(26.68)	(27.37)	(35.53)			
괴리율(최대/최소,%)	(21.70)	(25.90)	(23.93)			
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						