

크로스에셋전략 이지연 02-768-3073 sarah.lee@dwsec.com  
 박준일 02-768-3717 justin.park@dwsec.com

## 니켈 가격의 급등은 기회가 된다

### 독보적인 상승세를 보이는 니켈 가격

니켈 가격은 전년 말 대비 40% 급등했다. 가격 상승의 이유는 1) 인도네시아의 비가공 광물 수출 금지법 발효, 2) 러시아를 둘러싼 지정학적 리스크 확대, 3) 뉴칼레도니아 고로 광산 생산 일시 중단이다.

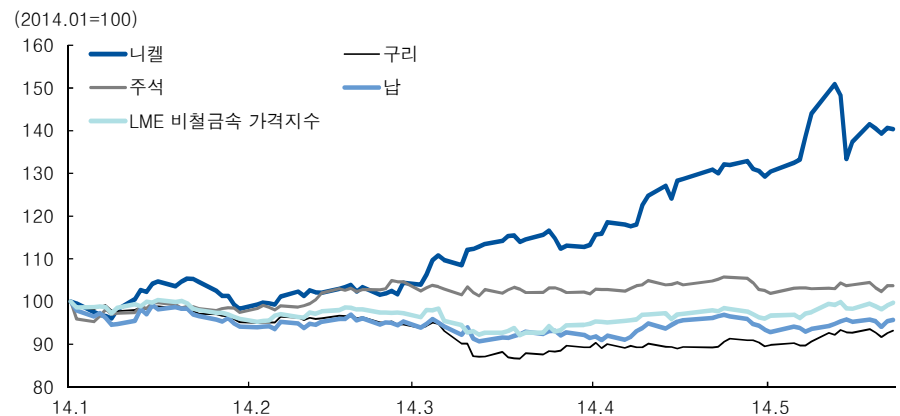
인도네시아 신광업법 시행의 영향으로 올해까지는 니켈 가격의 강세가 이어질 것으로 보이나, 니켈 원광 가공 설비의 실질적인 가동이 예상되는 2015년에는 상승 모멘텀이 약화될 것으로 전망한다. 원가 구성에서 니켈 가격이 절대적인 비중을 차지하는 중국 스테인리스 생산 업체는 니켈 선철 설비 확충에 나서고 있다.

인도네시아 외국계 기업들의 광산 관련 투자 증가는 인도네시아의 고용 개선 및 광업 생산성 향상에 기여할 것으로 예상된다. 광물 수출세 인상으로 인한 정부 세수 확대는 GDP대비 2%를 상회하는 인도네시아 재정수지 개선 요인으로 작용할 전망이다.

니켈 가격 강세 현상으로 니켈 생산업체뿐 아니라 니켈을 가공하여 스테인리스를 제조하는 업체들까지도 수혜가 예상된다. Vale Indonesia, Aneka Tambang 등 인도네시아 광업 관련주가 향후 니켈 가격 상승에 따른 이익 개선이 기대되는 가운데 유럽의 스테인리스 생산 업체인 Outokumpu OYJ, Thyssenkrupp, Aperam 등 역시 하반기까지 상승 모멘텀은 유효하다는 판단이다.

국내 스테인리스 업체들의 실적 개선도 지속되고 있다. 국내 상장기업 중 스테인리스 제품 판매업체는 POSCO, 현대제철, 현대비앤지스틸, 황금에스티, DSR이 있다. 니켈 가격이 추가 상승 또는 현재 수준에서 유지만 되더라도 최소한 2분기까지의 실적 개선 가능성은 높다고 추정할 수 있다.

### 여타 비철금속 가격과는 차별화된 흐름을 보이는 니켈 가격



자료: Bloomberg, KDB 대우증권 리서치센터

### 니켈 가격 2만 달러 돌파

니켈 가격은 전년 말 대비 40% 급등했다. 연초 톤 당 14,000달러 근방에서 거래되었던 것이 지난 5월 13일에는 21,000달러를 넘어서기도 했다. 반면, 비철금속 가격 지수의 전년 말 대비 등락률은 보합권에 그친다. 니켈 가격은 여타 비철금속 가격과는 상이한 움직임을 보이고 있으며, 크게 3가지 이유를 들어 살펴볼 수 있다.

#### 니켈 가격 상승의 이유

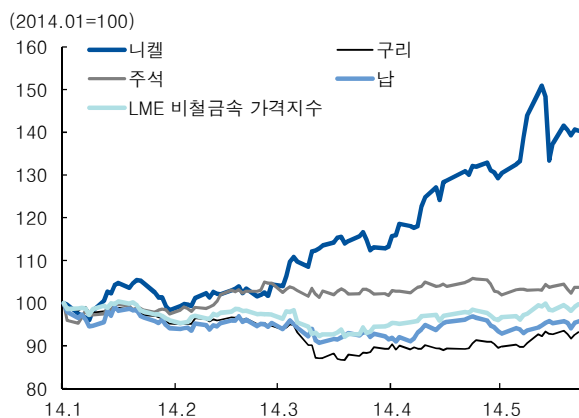
- 1) 인도네시아
  - 비가공 광물 수출 금지
- 2) 러시아 - 지정학적 리스크
- 3) 뉴칼레도니아 - 광산 생산 중단

니켈 가격 급등의 가장 주된 원인은 인도네시아의 비가공 원광 수출 금지법 발효이다. 인도네시아는 금년 1월 12일, 비가공 원광 수출을 전격 금지하는 동시에 수출을 지속하려는 업체에 대해서는 가공 시설을 건설할 때까지 수출세를 부과하는 법안을 발표했다. 수출세의 경우 20~25%부터 시작해 2016년에는 60%까지 높인다는 계획이다.

러시아와 우크라이나를 둘러싼 지정학적 불안도 러시아의 니켈 원광 수출 제한에 대한 우려를 높였다. 유럽 연합(EU)은 러시아 고위인사와 크림반도 기업 등에 대한 제재 조치를 확대해 나가고 있다. 러시아는 세계 3위 니켈 생산 국가이며, 세계 최대의 니켈 생산 업체인 노릴스크 니켈(Norilsk Nickel)의 소재지이기도 하다.

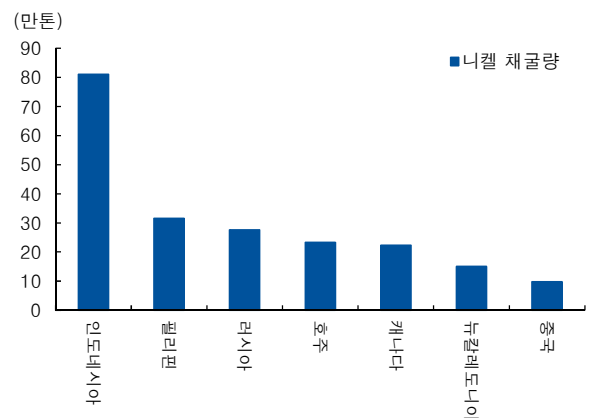
최근에는 글로벌 광산업체인 발레(Vale)사의 뉴칼레도니아 고로(Goro) 광산 운영이 산성 폐수 유출로 인해 중단되면서 니켈 공급 차질에 대한 우려를 확대시켰다. 뉴칼레도니아 고로 광산의 생산량은 세계 수급 균형에 유의미한 영향을 미칠 만한 규모는 아니다. 그러나, 가격이 급등하는 구간에서 시장은 작은 악재에도 민감하게 반응했다.

그림 1. 비철금속 가운데 독보적인 랠리를 보이는 니켈 가격



자료: Bloomberg, KDB 대우증권 리서치센터

그림 2. 인도네시아의 니켈 채굴량은 세계 총 채굴량의 33%



주: 2013년 기준. 자료: Bloomberg, KDB 대우증권 리서치센터

**니켈 가격 급등에 있어  
인니 신광업법 시행 영향은 절대적**

**연말까지는 니켈 가격 강세 이어질 전망**

니켈 가격의 강세는 당분간 이어질 것으로 보인다. 단기적인 니켈 가격 전망에 영향을 미치는 요인은 1) 인니 광물 수출 제한의 완화 가능성, 2) 동유럽 지정학적 불안이다.

세계 니켈 시장은 2년 전부터 공급 과잉 국면에 들어섰다. 수요 대비 공급량이 더 큰 폭으로 증가하는 시점에 재고 또한 늘어났다. 2014년 현재까지의 니켈 공급량은 수요보다 2만 톤 많다.

그럼에도 불구하고 니켈 가격이 급등했다는 것은 인도네시아의 신광업법 시행이 시장 참가자들의 투자 심리에 큰 영향을 미쳤다는 것을 반증한다. 다시 말해 인도네시아의 정책 완화 여부에 따라 니켈 가격은 반락할 수도 있다. 그러나, 7월 대선 승리가 유력한 PDI-P의 조코위도도가 현 정책을 유지할 것이라 밝혔기 때문에 정책 변화 가능성은 낮다.

**인도네시아 내에 원광 가공 설비가  
확충되는 2015년 전까지  
니켈 가격 상승세 지속될 전망**

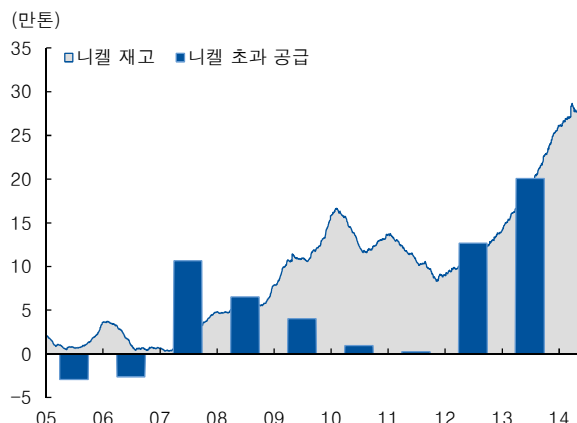
연말까지는 인도네시아 發 니켈 가격 상승 모멘텀이 지속될 것으로 예상되나 니켈 원광 가공 설비의 실질적인 가동이 예상되는 2015년부터는 광물 수출 제한으로 인한 가격 상승 효과는 완화될 전망이다.

세계 1위 니켈 수요국인 중국의 니켈 원광 수입량의 절반은 인도네시아 産이다. 즉, 인도네시아의 원광 수출 중단은 중국의 스테인리스 생산 차질로 이어질 수 밖에 없다. 니켈은 스테인리스 생산에 있어 절대적인 원가 비중을 차지한다

인도네시아에 이어 중국이 니켈을 수입하는 국가는 필리핀인데, 인도네시아 공급 차질에 대한 필리핀 産 니켈 원광의 대체 여력도 제한적이다. 필리핀 産 원광은 인도네시아 産에 비해 품질이 낮아 니켈 선철 생산 비용이 높아지기 때문이다. 중국이 인도네시아로부터 수입하는 니켈 원광의 양이 필리핀으로부터 수입하는 양의 2배가 넘는 이유이다.

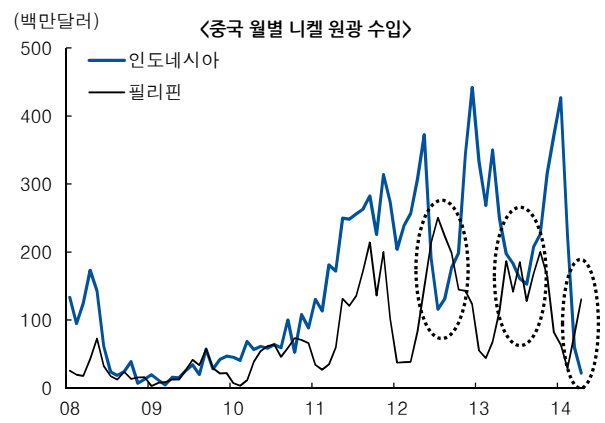
따라서 니켈 가격이 상승하면 중국 스테인리스 업체들의 마진 우려가 발생하고 중국 업체들은 인도네시아 내에 니켈 선철 생산 설비를 확충할 필요가 있다. 이러한 설비는 단 기간 안에 건설되기 어렵다.

그림 3. 공급 과잉이 심화된 2012년부터 재고도 급증



자료: Bloomberg, KDB 대우증권 리서치센터

그림 4. 필리핀이 인도네시아의 생산 감소분을 대체하는 것은 일시적



자료: Bloomberg, KDB 대우증권 리서치센터

**서방 국가,  
러시아의 자원 수출 제한할 우려**

동유럽 지정학적 불안은 우크라이나 정부가 친러 세력에 대한 대대적인 공세에 나서면서 더욱 확대되었다. 5월 당선된 포로셴코 우크라이나 대통령은 분리주의 세력에 대한 진압 강도를 높였고, 러시아는 가스 공급 협상 문제로 우크라이나를 압박하고 있다.

자원 의존형 국가인 러시아에 대해 서방 국가들이 취할 수 있는 조치 중에 하나는 자원 수출을 금지하는 것이다. 에너지 수출이 전체의 70%를 차지하며 니켈 원광 수출도 수출 품목 가운데 15위에 위치해있다(금액 기준).

**뉴칼레도니아 鎢 가격 지지 요인은  
단기 이벤트에 그칠 듯**

뉴칼레도니아 고로 광산 조업 중단에 대해서는 근시일 내에 정부 허가 및 작업이 재개되면서 여기서 비롯된 니켈 가격 지지력은 사실상 소멸될 전망이다.

**단기 반출 예정 재고 증가**

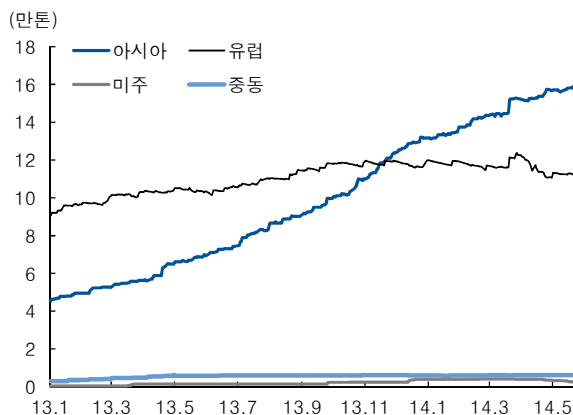
**단기 반출 예정 재고량 증가는  
단기적인 니켈 가격 지지 요인**

LME 니켈 재고량은 지난 해 말 대비 7.2% 늘어났다. 아시아 소재 창고의 재고량은 20% 증가했다. 일반적으로 재고량이 감소하는 시점에서 비철금속 가격은 상승 탄력을 받는다. 그러나 재고 구성이 과거와는 다른 모습을 보인다는 점에서 재고 풍요로 인한 가격 상승 압력 약화를 예상하기는 어려워 보인다.

과거 아시아 창고의 니켈 재고량이 늘어나는 국면에서 재고를 구성하는 On Warrant(일반 재고)와 Cancelled Warrant(단기 반출 예정 재고)는 동시에 증가하는 양상을 보여왔다.

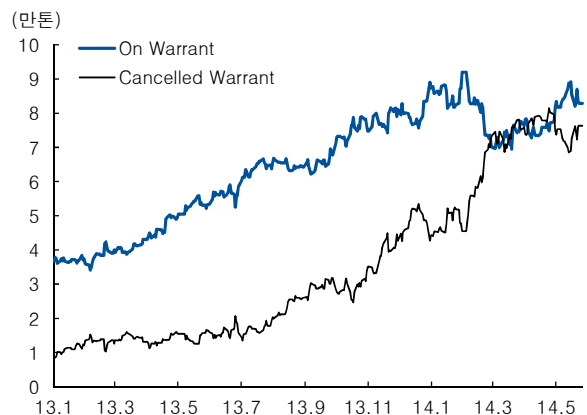
2014년 인도네시아의 신광업법이 발효되면서 아시아 니켈 재고 가운데 On Warrant는 더 이상 증가하지 않는 가운데 Cancelled Warrant는 큰 폭으로 늘어나고 있다. 단기적으로 반출되는 니켈의 양이 확대되면서 니켈 가격 지지 요인이 될 수 있음을 시사한다.

그림 5. LME 니켈 재고는 증가 추세에 있으나



자료: Bloomberg, KDB 대우증권 리서치센터

그림 6. 아시아 내 단기 반출 예정 재고 증가



자료: Bloomberg, KDB 대우증권 리서치센터

인도네시아의 1) 고용 개선, 2) 광업 생산성 향상, 3) 재정수지 개선 기대

BF 설비투자 확대가 가장 효율적인 방식

**인도네시아 내 광업 관련 투자 증가는 내수 경기 개선 요인**

올해 니켈 가격 상승을 이끈 요인 중 하나는 인도네시아 광물 수출 제한 조치이다. 결론적으로 외국계 기업들의 광산 관련 투자 증가는 연초부터 고조되었던 광산업 실업자 증가 우려를 완화시키며 인도네시아 경제의 12% 가량을 차지하는 광업 생산성을 향상시킬 것으로 예상된다.

또한 중국 및 글로벌 광산 업체들의 인도네시아 내 설비투자 확대는 광산업 고용 개선을 이끌 것으로 예상된다. 또한 광물 수출세 인상으로 인한 정부 세수 확대는 GDP대비 2%를 상회하는 인도네시아 재정수지 개선 요인으로 작용할 전망이다.

**외국계 기업이 취할 수 있는 투자 방식은?**

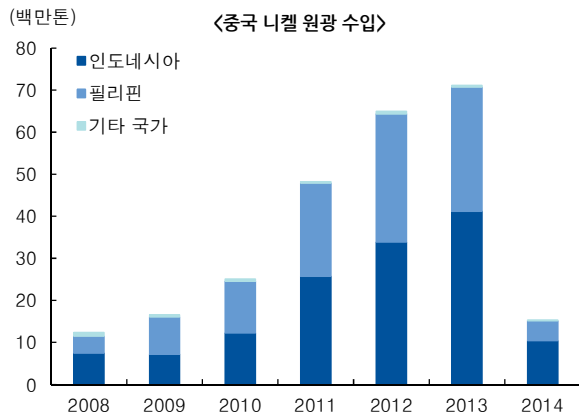
광업 설비투자 확대가 불가피한 외국계 기업 입장에서는 중장기적으로 가장 효율적인 투자 방식이 무엇인지 고민해볼 필요가 있다.

니켈선철(NPI)은 BF(고로), EAF(전기로), RKEF(Rotating Kiln Electric Furnace) 등의 방식으로 생산된다. 특징적인 점은 BF 생산에 투입되는 설비투자 비용이 EAF나 RKEF 대비 2~3배 낮다는 것이다.

RKEF나 EAF의 경우 대규모의 안정적인 전력 공급을 요하기 때문에 전력 관련 인프라 투자 확대가 수반되어야 한다. 소규모 전력으로 인도네시아 정부의 수출 한계점인 니켈 등급 4%를 맞출 수 있는 BF 증설이 가장 매력적이라고 판단한다.

통상 BF 건설 기간이 12~18개월이지만 이미 다수의 BF 시설을 보유중인 중국에서 설비 자재들을 들여온다면 건설 기간 역시 단축될 것이다. 인도네시아 내 외국계 기업 입장에서는 BF 설비투자 확대가 가장 효율적인 방식이라고 판단한다.

그림 7. 중국의 국가별 니켈 원광 수입 비중 추이



자료: Bloomberg, KDB 대우증권 리서치센터

그림 8. 니켈 가격 강세는 스테인리스 가격 상승을 이끌어



자료: Bloomberg, KDB 대우증권 리서치센터

인도네시아 광업 관련주 및  
유럽 스테인리스 생산업체  
상승 모멘텀 유효

### 니켈 가격 상승세로 글로벌 스테인리스 업체 주가 강세 전망

니켈 가격 강세 현상으로 니켈 생산업체뿐 아니라 니켈을 가공하여 스테인리스를 만드는 업체들까지도 수혜가 예상된다.

스테인리스 제품의 대표 품목인 300계 스테인리스 강판의 경우 생산 원가의 약 60%를 니켈이 차지하고 있다. 그러나 니켈 가격 상승분을 스테인리스 가격에 전가시키는 Surcharge 제도를 적용하고 있어 사실상 니켈 가격 상승은 곧 스테인리스 가격 상승으로 직결되는 구조를 가지고 있다. 이번 달 니켈 가격이 다음달 스테인리스 가격에 반영되는 형태다.

이에 따라 니켈 가격이 상승할 경우 스테인리스 가격이 동반 상승해 매출액 확대와 재고 효과가 발생한다. 뿐만 아니라 니켈 가격이 상승할 경우 수요 업체들이 스테인리스 가격의 상승을 예상하고 제품을 선 구매하는 가수요도 유발된다. 가수요는 또다시 스테인리스 가격 상승과 판매량 증가를 유발한다.

따라서 스테인리스 열연, 스테인리스 냉연, 스테인리스 유통 등 모든 관련 업체들의 이익이 동반 증가하는 현상이 나타난다. 그 결과 니켈 가격 상승 국면에서는 니켈 생산 업체들의 주가뿐만 아니라 스테인리스 생산 업체들의 주가도 동반 강세를 보인다.

Vale Indonesia, Aneka Tambang 등 인도네시아 광업 관련주가 향후 니켈 가격 상승에 따른 이익 개선이 기대되는 가운데 유럽의 스테인리스 생산 업체인 Outokumpu OYJ, Thyssenkrupp, Aperam 등 역시 하반기까지 상승 모멘텀은 유효하다는 판단이다.

### 국내 니켈 가격 강세 관련 업체는 현대비앤지스틸, 황금에스티, DSR

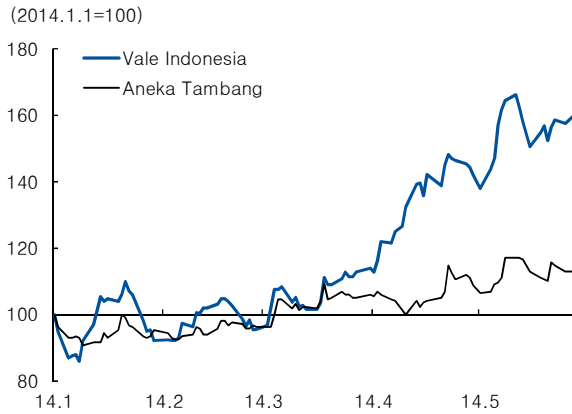
2분기까지의 국내 니켈 관련 업체,  
실적 개선 가능성 높아 보여

국내 스테인리스 업체들의 실적 개선도 지속되고 있다. 국내 상장기업 중 스테인리스 제품 판매업체는 POSCO, 현대제철, 현대비앤지스틸, 황금에스티, DSR이 있다. 그러나 POSCO와 현대제철은 전체 매출액에서 스테인리스 제품이 차지하는 비중이 작아 스테인리스 업황 개선의 직접적 영향은 제한적이다.

그러나 스테인리스 제품이 매출액에서 차지하는 비중이 현대비앤지스틸(스테인리스 냉연 강판 제조)은 96.5%, 황금에스티(스테인리스 유통)는 99.5%, DSR(스테인리스 선재 생산)은 31.8%에 달한다. 즉, 3개사의 경우 스테인리스 가격 강세의 직접적인 수혜를 받고 있다.

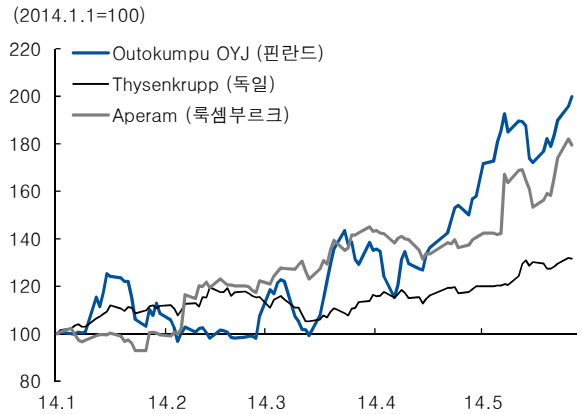
니켈 가격이 추가 상승 또는 현재 수준에서 유지만 되더라도 최소한 2분기까지의 실적 개선 가능성은 높다고 추정할 수 있다.

그림 9. 니켈 가격 상승으로 인도네시아 광업 관련주 강세



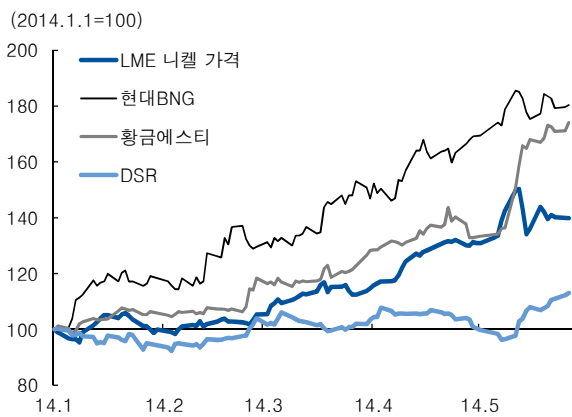
자료: Bloomberg, KDB 대우증권 리서치센터

그림 10. 유럽 스테인리스 생산 업체 추가 또한 강세 지속 전망



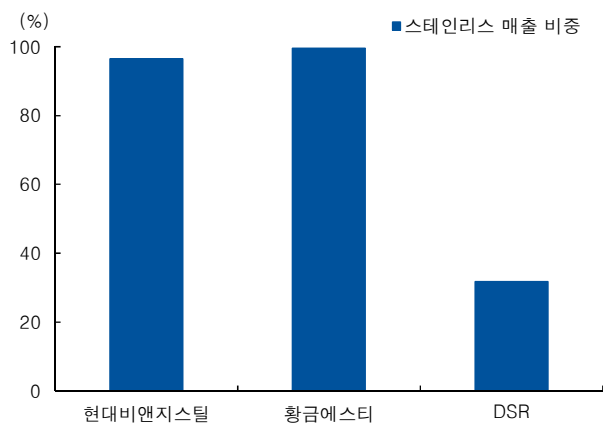
자료: Bloomberg, KDB 대우증권 리서치센터

그림 11. 니켈 가격과 동행하는 스테인리스 업체 주가



자료: Bloomberg, KDB 대우증권 리서치센터

그림 12. 국내 대표적인 스테인리스 업체들



자료: KDB 대우증권 리서치센터