

## 비철금속

### 비중확대

| 종목   | 투자의견 | 목표주가     |
|------|------|----------|
| 고려아연 | 매수   | 420,000원 |
| 풍산   | 중립   | -        |

### 동보다 아연에 투자하자

#### 돌보이는 아연 가격의 상대적 강세

비철금속 업체는 금속의 전월평균가격을 기준으로 거래를 한다. 아직 1분기가 끝나지 않았지만, 거래의 기준 가격은 결정되었다. 1분기 평균 가격(12월~2월 평균 가격)은 전분기대비 아연 8.2%, 연 1.7%, 그리고 동은 1.1% 상승했으나, 금 4.5%, 은은 7.6% 하락했다. 우리 전망과 비교하면 아연 1.5%, 동 1%, 그리고 연은 0.8% 하회했고, 금 4.5%, 은은 3.1% 상회했다. 전반적으로 비철 가격은 상승했으나 우리 예상을 소폭 못 미쳤고, 귀금속 가격은 하락했지만 우리 예상을 상회했다(〈표2〉 참고). 특히, 주목할 부분은 주요 금속 소재 중 아연 가격이 가장 강세를 보이고 있다는 것이다. 아연 가격이 강세를 보일 것이라는 우리의 예상이 현실화되고 있다.

#### 2분기에 아연 가격 강세가 더욱 두드러질 전망

2분기는 제조업의 생산 활동이 증가한다. 이에 따라 비철금속의 수요도 증가할 것이다. 중국 다음으로 비철 소비가 가장 많은 유럽의 제조업 PMI 상승세도 수요 증가 전망을 지지한다(〈그림1,2〉). 비철금속 가격이 상승할 수 있는 요인이다. 그런데 공급의 방향성이 달라 비철 금속 가격이 모두 상승하지 않을 것으로 판단된다. 동은 공급이 늘면서 가격이 정체되는 반면, 아연과 연은 공급 증가가 제한적이어서 가격이 본격적으로 상승할 것이다. 금속 소재의 최대 소비국인 중국의 비철 생산량을 보면 아연과 연은 정체되고 있으나 동은 지속적으로 증가하고 있다(〈그림3,4〉), 또한 2010년 이후 월평균 생산량을 보면 동은 지속적으로 늘었으며 2013년에 증가폭이 크다는 것을 쉽게 확인할 수 있다(〈그림5〉).

#### Hindustan Zinc와 Codelco, 그리고 Nyrstar가 보내는 메시지

아연과 동 업체 중 자체 광산을 통해 제련업도 병행하는 대표 업체는 아연은 Hindustan Zinc(인도, 세계 아연 광산 2위, 제련 3위)와 Nyrstar(벨기에, 세계 아연 광산 5위, 제련 1위)이며, 동은 Codelco(칠레, 세계 동 광산 1위, 제련 1위)이다. 우리는 이 세 기업의 Capex 차이에 주목하고 있다. Nyrstar와 Hindustan Zinc의 합계 Capex는 2010년 이후 정체되거나 감소한 반면, Codelco는 지속적으로 증가하고 있으며 최근 급증했다(〈그림6〉). 이를 감안하면 동은 생산 능력이 증가하고, 아연은 정체된다고 전망할 수 있다. 여기에 단일 회사로는 세계 최대의 아연 제련업체인 Nyrstar는 2012년(영업이익률 -0.3%)에 이어 2013년(영업이익률 -1.7% 예상)에도 영업적자를 기록했다(〈그림7〉). 아연 가격이 상승하지 않으면 감산에 돌입할 가능성도 있으며, 이는 아연 가격 상승을 유발할 것이다.

#### 비철 투자 전략: 동보다는 아연에 투자하자

우리는 비철금속 중 아연 가격이 강세를 이어가며, 특히 제조업의 생산활동이 증가하는 3월부터 가격이 본격적으로 상승할 것으로 전망한다. 반면, 동은 수요 증가에도 불구하고 공급이 같이 늘면서 가격이 정체될 것으로 예상된다. 이를 기반으로 비철금속 업체에 대한 투자의견을 고려아연은 '매수', 풍산은 '중립'을 유지한다. 고려아연 목표주가도 420,000원(12개월 forward EPS 35,275원에 목표 PER 12배를 적용해 산출)을 유지한다.

〈표 1〉 커버리지 valuation

| 투자의견 및 목표주가      |              |         | 실적 및 Valuation |              |               |              |            |            |            |            |            |                  |
|------------------|--------------|---------|----------------|--------------|---------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------------|
| 종목               |              |         |                | 매출액<br>(십억원) | 영업이익<br>(십억원) | 순이익<br>(십억원) | EPS<br>(원) | BPS<br>(원) | PER<br>(배) | PBR<br>(배) | ROE<br>(%) | EV/EBITDA<br>(배) |
| 고려아연<br>(010130) | 투자의견         | 매수      | 2011A          | 5,556        | 964           | 705          | 39,868     | 182,490    | 7.6        | 1.7        | 23.1       | 4.7              |
|                  | 목표주가(원)      | 420,000 | 2012A          | 5,498        | 758           | 560          | 31,693     | 207,361    | 12.8       | 2.0        | 15.5       | 7.8              |
|                  | 현재가 (3/4, 원) | 338,000 | 2013P          | 4,818        | 600           | 446          | 25,251     | 225,334    | 13.4       | 1.5        | 11.1       | 6.8              |
|                  | 시가총액(십억원)    | 6,378   | 2014F          | 5,299        | 742           | 585          | 33,102     | 251,917    | 10.2       | 1.3        | 13.1       | 5.3              |
|                  |              |         | 2015F          | 7,129        | 1,034         | 815          | 46,137     | 291,074    | 7.3        | 1.2        | 16.1       | 3.5              |
| 풍산<br>(103140)   | 투자의견         | 중립      | 2011A          | 2,881        | 99            | 41           | 1,452      | 33,582     | 33.1       | 1.4        | 4.3        | 17.9             |
|                  | 목표주가(원)      | -       | 2012A          | 2,900        | 128           | 62           | 2,199      | 34,446     | 11.9       | 0.8        | 6.5        | 10.9             |
|                  | 현재가 (3/4, 원) | 25,550  | 2013P          | 3,022        | 133           | 61           | 2,166      | 35,672     | 11.8       | 0.7        | 6.2        | 11.4             |
|                  | 시가총액(십억원)    | 716     | 2014F          | 3,124        | 155           | 96           | 3,413      | 38,400     | 7.5        | 0.7        | 9.2        | 9.5              |
|                  |              |         | 2015F          | 3,478        | 158           | 104          | 3,724      | 41,473     | 6.9        | 0.6        | 9.3        | 9.1              |

자료: 각사, 한국투자증권

〈표 2〉 금속 가격 비교

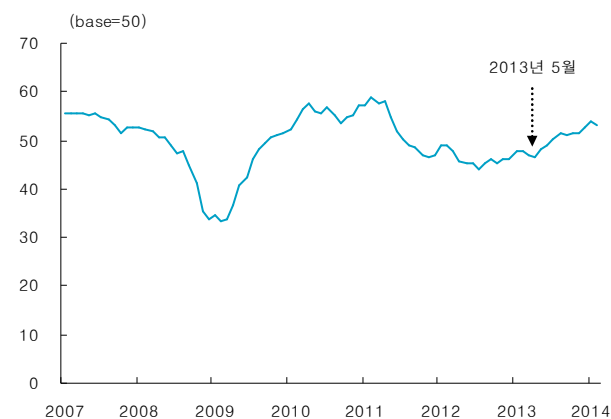
(단위: %)

|           | 1Q14  |       |       | QoQ   |       | YoY   |        |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
|           | 실제    | 추정    | 차이    | 4Q13  | 차이    | 1Q13  | 차이     |
| 아연(USD/톤) | 2,019 | 2,050 | (1.5) | 1,867 | 8.2   | 2,067 | (2.3)  |
| 연(USD/톤)  | 2,134 | 2,150 | (0.8) | 2,097 | 1.7   | 2,327 | (8.3)  |
| 금(USD/oz) | 1,254 | 1,200 | 4.5   | 1,314 | (4.5) | 1,661 | (24.5) |
| 은(USD/oz) | 20.1  | 19.5  | 3.1   | 21.8  | (7.6) | 31.1  | (35.3) |
| 동(USD/톤)  | 7,226 | 7,300 | (1.0) | 7,146 | 1.1   | 8,019 | (9.9)  |

주: 전월평균가격 기준

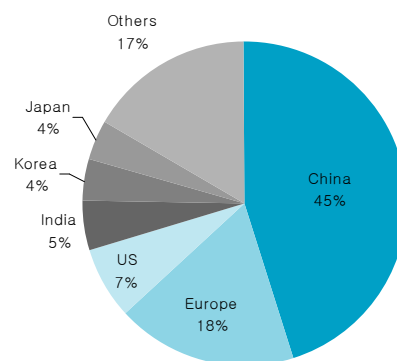
자료: 한국투자증권

[그림 1] 유럽 제조업 PMI - 2013년 5월 이후 상승세

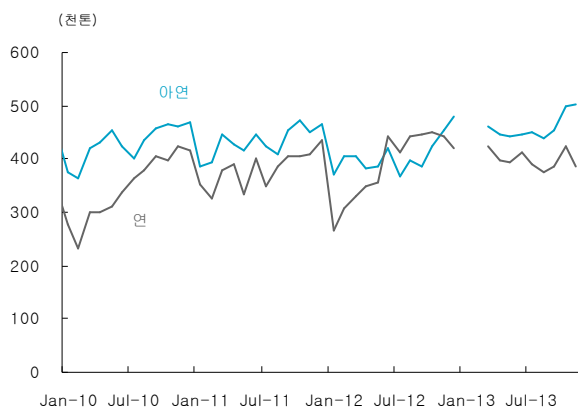


자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 2] 지역별 아연 소비 비중

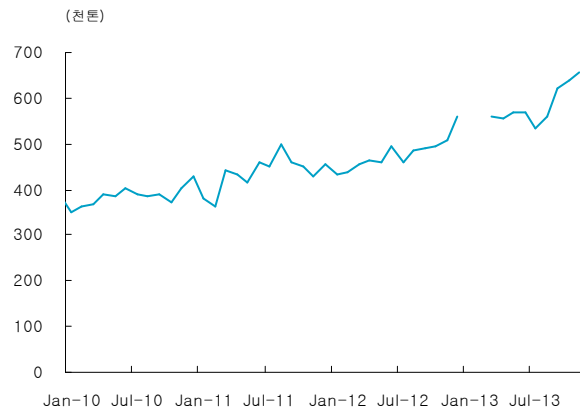
주: 2013년 기준  
자료: ILZSG, 한국투자증권

[그림 3] 중국 아연과 연 생산량 - 늘지 않는 생산량



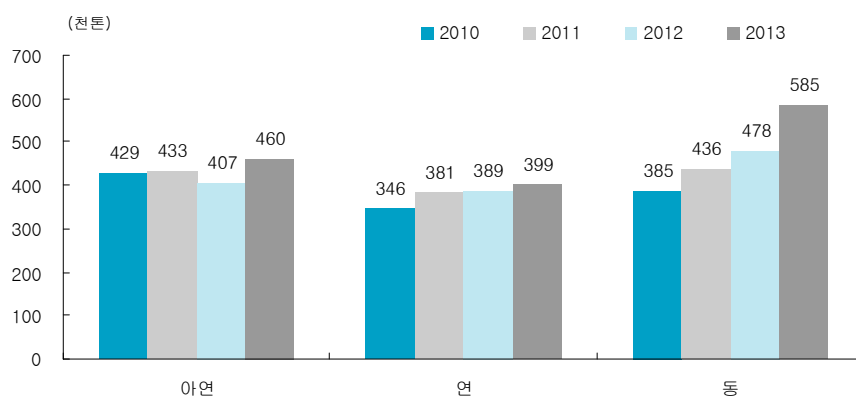
자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 4] 중국 동 생산량 - 지속적으로 증가하는 생산량



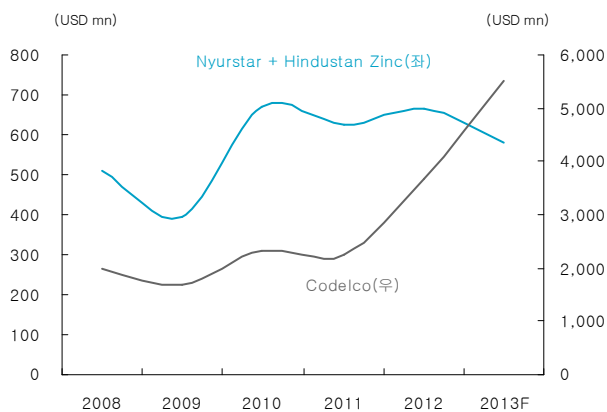
자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 5] 월 평균 생산량 - 아연과 연은 정체, 동은 증가

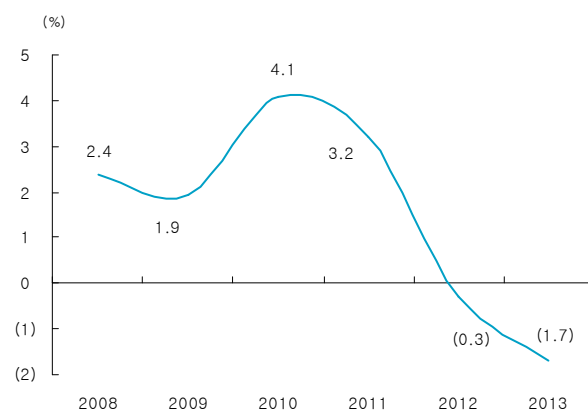


자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 6] Nyrstar+ Hindustan Zinc와 Codelco의 Capex 비교



[그림 7] Nyrstar 영업이익률 - 2년 연속 영업 적자 기록



주: Nyrstar는 아연 제련과 광산업체인 Zinifex와 금속 소재 기술 전문 기업 Umicore 가 2007년에 합병되면서 탄생한 단일 규모 세계 최대의 아연 제련사  
2013년 수치는 Nyrstar와 Hindustan Zinc는 실제, Codelco는 예상치임  
자료: Bloomberg, 한국투자증권

&lt;표 3&gt; 분기 가격 전망

(단위: 십억원)

|           | 1Q13  | 2Q13  | 3Q13  | 4Q13  | 1Q14  | 2Q14F | 3Q14F | 4Q14F | 2012  | 2013  | 2014F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 아연 (달러/톤) | 2,067 | 1,870 | 1,858 | 1,867 | 2,019 | 2,300 | 2,500 | 2,600 | 1,939 | 1,916 | 2,355 |
| 연 (달러/톤)  | 2,327 | 2,075 | 2,107 | 2,097 | 2,134 | 2,400 | 2,550 | 2,600 | 2,043 | 2,152 | 2,421 |
| 금 (달러/oz) | 1,661 | 1,496 | 1,328 | 1,314 | 1,254 | 1,150 | 1,200 | 1,200 | 1,666 | 1,450 | 1,201 |
| 은 (달러/oz) | 31.1  | 25.6  | 21.0  | 21.8  | 20.1  | 19.0  | 20.0  | 20.0  | 31.0  | 24.9  | 19.8  |
| 동 (달러/톤)  | 8,019 | 7,370 | 7,033 | 7,146 | 7,226 | 7,400 | 7,500 | 7,550 | 7,926 | 7,392 | 7,419 |

주: 전월평균가격 기준

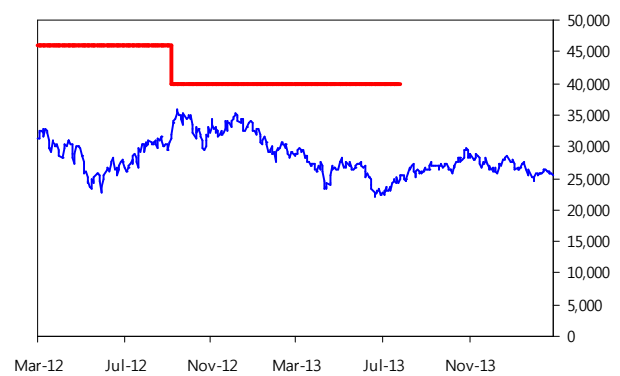
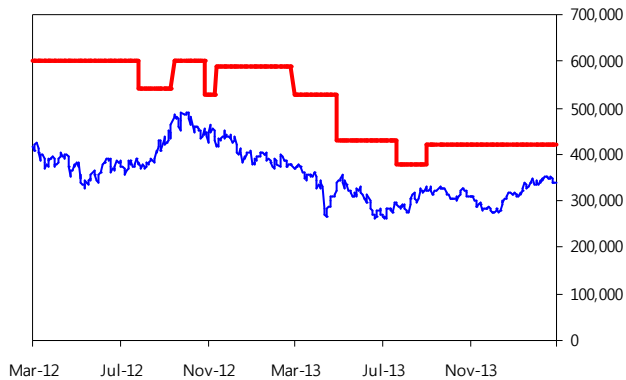
자료: 한국투자증권

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

| 종목(코드번호)     | 제시일자       | 투자의견 | 목표주가     | 종목(코드번호)   | 제시일자       | 투자의견 | 목표주가     |
|--------------|------------|------|----------|------------|------------|------|----------|
| 고려아연(010130) | 2012.03.05 | 매수   | 600,000원 | 풍산(103140) | 2013.05.03 | 매수   | 430,000원 |
|              | 2012.07.31 | 매수   | 540,000원 |            | 2013.07.25 | 매수   | 380,000원 |
|              | 2012.09.17 | 매수   | 600,000원 |            | 2013.09.04 | 매수   | 420,000원 |
|              | 2012.10.31 | 매수   | 530,000원 |            | 2012.03.15 | 매수   | 46,000원  |
|              | 2012.11.15 | 매수   | 590,000원 |            | 2012.09.11 | 매수   | 40,000원  |
|              | 2013.03.04 | 매수   | 530,000원 |            | 2013.07.31 | 중립   | -        |

고려아연(010130)

풍산(103140)



#### ■ Compliance notice

- 당사는 2014년 3월 4일 현재 고려아연, 풍산 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 고려아연 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

#### ■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

#### ■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.