

철강금속업

이종형

jhee76@daishin.com

투자의견

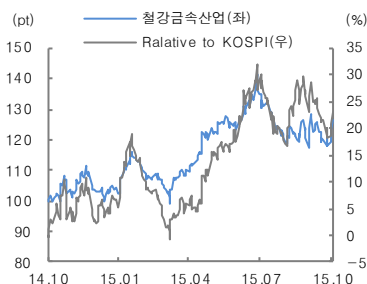
Neutral

중립, 유지

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
고려아연	Buy	600,000원
영풍	Buy	1,800,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.1	-3.2	13.2	25.4
상대수익률	-1.3	-3.3	15.4	22.0



Glencore의 아연/연 감산 발표로 아연/연가격 급등

고려아연(목표주가 60만원/매수 유지)과 영풍(목표주가 180만원/매수 유지)의 매수 강조

- Glencore, 아연/연 생산량 50만톤/10만톤 감산 발표로 아연/연가격 각각 10.1%, 6.4% 급등
- 감산규모는 Glencore 아연/연 생산량의 약 1/3, 전세계 메탈생산량의 아연 4%, 연 1% 수준이며, 수급개선으로 아연가격은 올해 하반기 바닥으로 중장기 상승 Cycle 진입전망
- 경쟁사의 감산은 고려아연의 경쟁력을 더욱 돋보이게 하는 요인. 더불어 영풍도 주목

Glencore, 아연/연 생산량의 1/3 감산 발표로 아연/연가격 급등

- 세계최대 아연생산업체 Glencore가 9일 아연 50만톤, 연 10만톤 감산 발표. 감산이유는 최근 아연/연가격 하락과 이로 인한 주가 및 투자자 신뢰도 하락을 방어하기 위함
- Glencore는 정광과 메탈을 포함해 14년 아연 139만톤과 연 31만톤을 생산했으며, 15년 생산 계획은 아연 152~157만톤, 연 34~36만톤(아연은 세계최대 생산업체)
- 감산규모는 Glencore 아연/연 생산량의 약 1/3 수준이고, 전세계 메탈생산량의 아연 4%, 연 1% 수준이며, 10/9기준 LME 아연 재고량 59만톤, 연 재고량 16만톤대비 각각 85%, 64%에 해당하는 엄청난 수준임. 4Q15 아연 감산량은 약 10만톤 내외로 추정됨
- 감산발표 이후 LME 아연 및 연가격은 각각 10.1%, 6.4% 급등하며 즉각적인 반응. 특히 아연은 1989년 이후 일일 최대 상승폭 기록

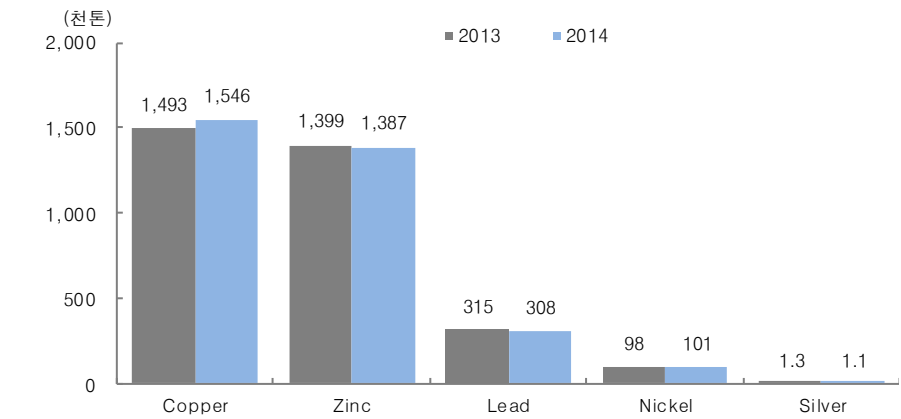
수급개선으로 아연가격은 올해 하반기 바닥으로 중장기 상승 Cycle 진입전망

- 중국의 경기우려와 미국의 금리인상 우려로 10월 초 6년래 최저수준으로 급락한 아연가격은 타이탄한 공급에 의해 올해 하반기를 바닥으로 내년부터 중장기 상승국면 진입 전망
- 1) 최근 아연가격 급락의 원인 중의 하나였던 LME 아연재고 급증이 9월말부터 진정되었고, 2) Glencore와 같이 낮은 아연가격으로 인해 향후 저수의 구조의 아연광산/제련업체들의 생산 및 구조조정이 예상되며, 3) 올해말 아일랜드 Lisheen(17.5만톤), 호주 Century(51만톤) 등 대규모 광산폐쇄로 세계 아연 수급 상황은 점차 타이트해질 것으로 예상되기 때문. Century mine은 이미 7월부터 채광 중단되어 12월까지 재고 선광작업 이후 완전폐쇄 전망
- 당초 15년은 소폭의 공급초과, 16년은 소폭의 수요초과가 예상되던 세계 아연메탈 수급 컨센서스는 Glencore 감산발표 이후 15년은 수급균형, 16년 대규모 수요초과로 수정될 것으로 예상되며, 투기적 매수에 유입과 더불어 아연가격 상승압력은 연말로 갈수록 강화될 전망

경쟁사의 감산은 고려아연의 경쟁력을 더욱 돋보이게 하는 요인. 더불어 영풍도 주목

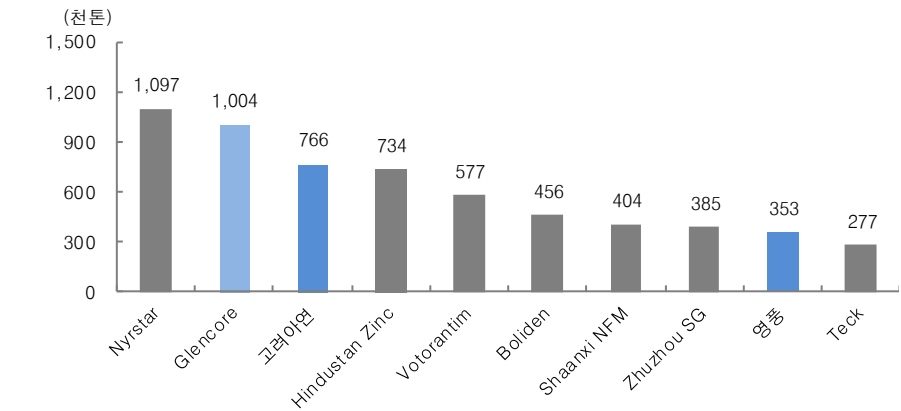
- 감산발표 이후 Glencore의 주가는 7.0% 상승했고 유럽 아연 제련업체인 Nyrstar와 Boliden의 주가도 각각 10.5%, 12.9% 급등. 낮은 아연가격으로 세계 최대 아연 생산업체가 감산을 발표하는 와중에도 고려아연은 fumer 기술력을 기반으로 한 독보적인 수익성으로 올해 말 아연/연 캐파증설 완료, 중장기 생산량 증가가 시작되는 차별적인 상황
- 대부분의 원자재 기업들이 상품가격 하락과 이로 인한 감산으로 실적 감소 및 주가의 valuation de-rating을 방어하고 있는 상황에도 고려아연은 오히려 내년부터 향후 2~3년간 판매량 증가에 의한 가파른 실적개선 cycle에 진입. 이는 그간 일부 고평가 논란이 있었던 고려아연 주가의 valuation premium을 정당화 시킬 수 있는 결정적인 계기
- 업종 Top pick으로서 고려아연에 대한 매수를 강조, 더불어 국내 2위 아연업체이며 고려아연 지분 26.9%를 보유한 영풍도 주목
- 16년 고려아연 및 영풍의 아연 생산량은 각각 약 87만톤(보사 65만톤, SMC 22만톤), 40만톤 예상되며, 아연가격이 톤당 \$100 상승시 매출액은 각각 1,000억원, 460억원 증가(환율 1,160원/가정) 전망

그림 1. Glencore 주요 비철/귀금속 연간 생산량



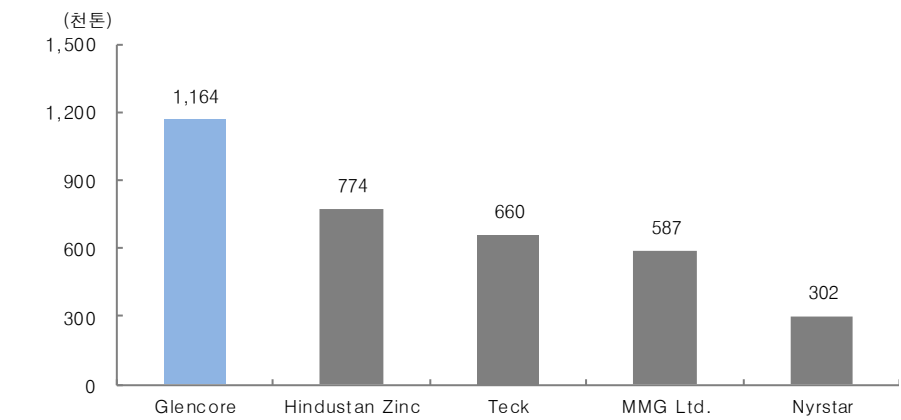
주: 정광과 메탈 합계
자료: Glencore, 대신증권 리서치센터

그림 2. 2014 년 업체별 아연 메탈 생산량



자료: 각사, 대신증권 리서치센터

그림 3. 2014 업체별 아연 정광 생산량



자료: 각사, 대신증권 리서치센터

표 1. 세계 아연/연 수급추이

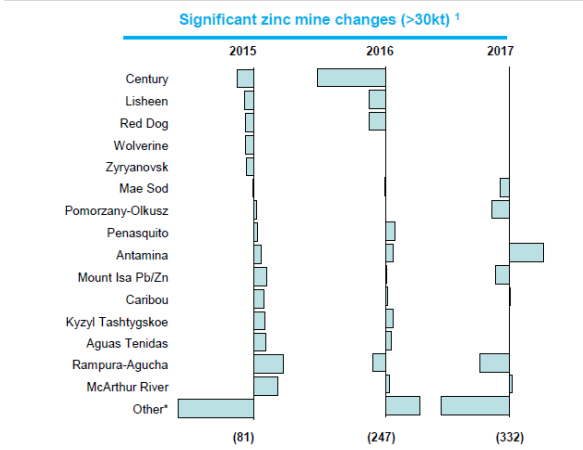
(단위: 천톤)

구분		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E
아연(Zinc)	Mine Production	10,430	11,201	11,875	11,601	12,346	12,590	12,770	13,190	13,346	13,840
	%YoY	3.0	7.4	6.0	-2.3	6.4	2.0	1.4	3.3	1.2	3.7
	Metal Production	10,629	11,345	11,774	11,280	12,896	13,064	12,630	12,873	13,298	13,990
	%YoY	4.0	6.7	3.8	-4.2	14.3	1.3	-3.3	1.9	3.3	5.2
	Metal Usage	11,000	11,229	11,574	10,914	12,649	12,699	12,386	12,970	13,636	14,141
	%YoY	3.9	2.1	3.1	-5.7	15.9	0.4	-2.5	4.7	5.1	3.7
	Surplus	-371	116	200	366	247	365	244	-97	-338	-151
연(Lead)	Mine Production	3,546	3,657	3,812	3,810	4,168	4,644	5,035	5,435	4,995	5,050
	%YoY	3.6	3.1	4.2	-0.1	9.4	11.4	8.4	7.9	-8.1	1.1
	Metal Production	8,103	8,413	9,198	9,242	9,850	10,606	10,550	11,122	10,913	11,033
	%YoY	6.3	3.8	9.3	0.5	6.6	7.7	-0.5	5.4	-1.9	1.1
	Metal Usage	8,228	8,421	9,190	9,242	9,812	10,444	10,483	11,120	10,930	11,050
	%YoY	5.7	2.3	9.1	0.6	6.2	6.4	0.4	6.1	-1.7	1.1
	Surplus	-125	-8	8	0	38	162	67	2	-17	-17

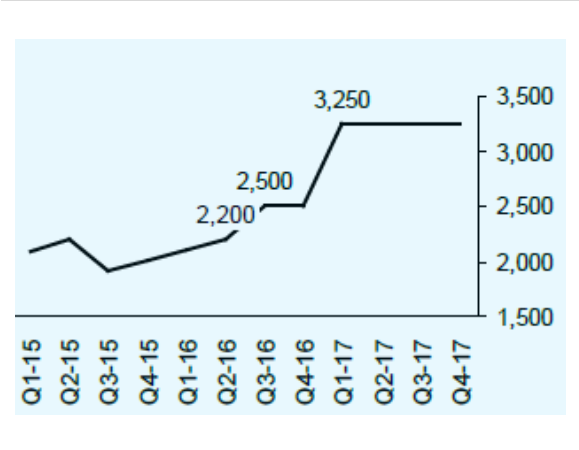
자료: ILZSG(15.4), 대신증권 리서치센터

그림 1. 15년 이후 주요 아연광산의 생산량 변화

그림 2. Wood Mackenzie 社の 아연가격 전망



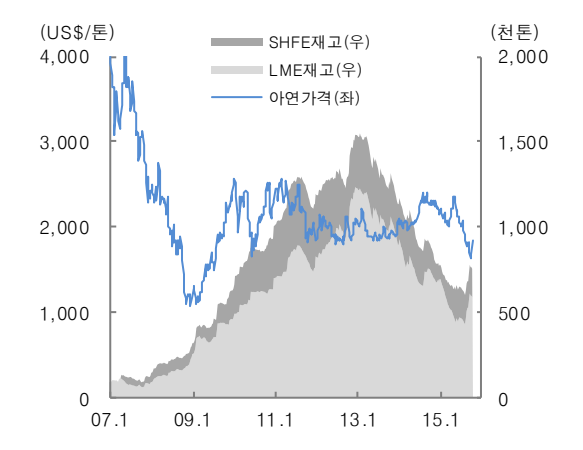
자료: Wood Mackenzie, Nyrstar, 대신증권 리서치센터. 단위는 천톤



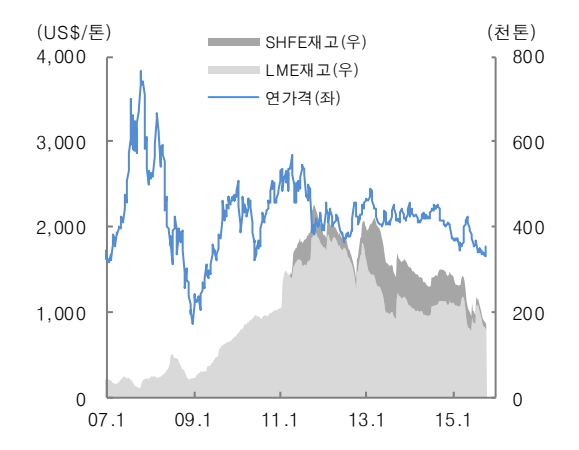
자료: Wood Mackenzie, Nyrstar, 대신증권 리서치센터

그림 3. LME 아연가격과 거래소 아연재고 추이

그림 4. LME 연가격과 거래소 연재고 추이

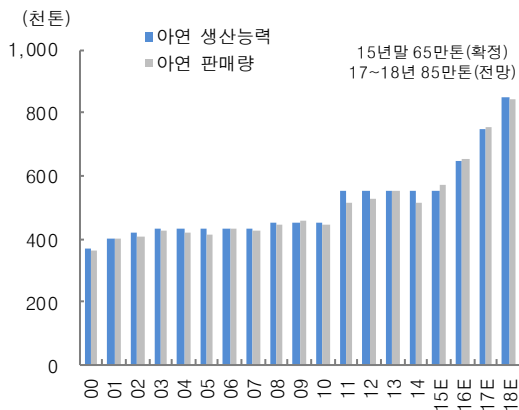


자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터



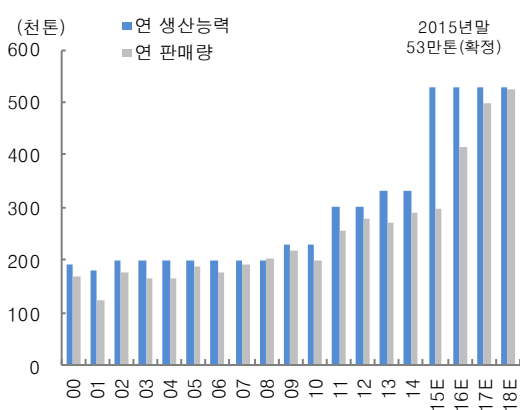
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 5. 고려아연 아연 생산능력 및 생산량



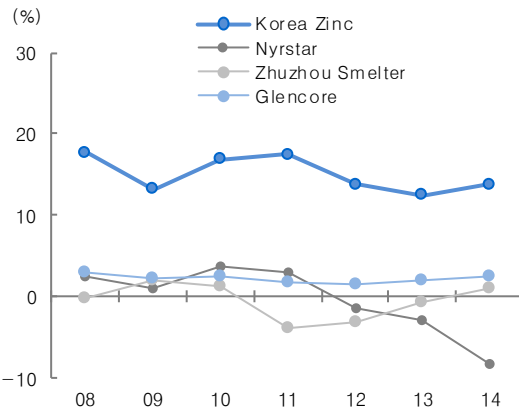
주: 15년말까지 10만톤 증설확정, 향후 추가투자로 85만톤까지 확대 전망
자료: 고려아연, 대신증권 리서치센터

그림 6. 고려아연 연 생산능력 및 생산량



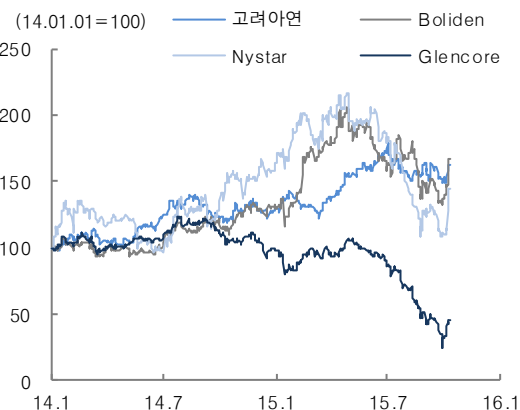
주: 15년말까지 20만톤 증설확정
자료: 고려아연, 대신증권 리서치센터

그림 7. 글로벌 아연 제련사 영업이익률



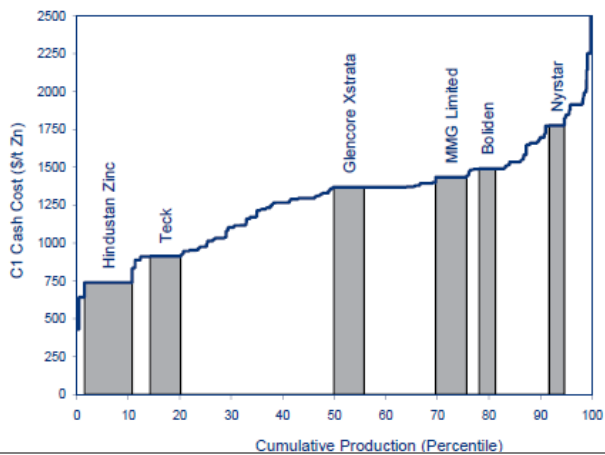
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 8. 아연업체 주가추이



주: 자국 화폐기준
자료: 기업명, 대신증권 리서치센터

그림 9. 아연광산 Cash Cost



자료: Wood Mackenzie, Hindustan Zinc, 대신증권 리서치센터

표 2. 글로벌 아연업체 Valuation (단위: %, 배)

	시가총액	시장 PER	PER		PBR		ROE		EV/EBITDA	
	Bn,US\$		15E	16E	15E	16E	15E	16E	15E	16E
고려아연	8,356	12.7	16.7	12.5	1.9	1.7	11.6	13.9	9.5	7.4
Glencore	28,485	16.0	21.8	17.8	0.6	0.6	1.9	4.7	8.2	7.8
Hindustan Zinc	9,819	17.4	8.5	7.7	1.3	1.2			4.7	4.2
Boliden	5,305	15.0	13.6	11.2	1.6	1.4	12.5	13.7	6.3	5.6
Teck	4,301	17.1	21.9	19.6	0.3	0.3	1.4	1.3	6.1	6.1
Nyrstar	1,001	14.9	143.7	9.9	1.0	0.9	-9.3	10.2	4.4	3.3

자료: Bloomberg 컨센서스 기준(10/11), 대산증권 리서치센터

표 3. 고려아연 2015년 분기실적 전망 (단위: 십억원)

		1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15E	4Q15E
매출액		1,165	1,229	1,276	1,268	1,136	1,201	1,177	1,217
별도기준		1,008	1,052	1,093	1,061	985	1,027	1,012	1,052
별도 외		157	177	183	207	151	174	165	165
영업이익		159	150	180	194	173	192	180	182
별도기준		158	140	164	172	162	176	166	172
별도 외		1	10	16	22	11	16	14	10
영업이익률(%)		13.6	12.2	14.1	15.3	15.2	16.0	15.3	14.9
별도기준		15.7	13.3	15.0	16.2	16.4	17.1	16.4	16.3
별도 외		0.6	5.5	9.0	10.4	7.5	9.5	8.5	6.1
세전이익		169	148	184	182	180	202	182	182
순이익		125	109	135	136	132	154	139	138
자배주주순이익		124	108	134	136	131	152	137	137
가정치	아연(US\$/t)	2,016	2,035	2,256	2,275	2,128	2,175	1,966	1,700
	연(US\$/t)	2,131	2,080	2,176	2,061	1,857	1,929	1,764	1,700
	구리(US\$/t)	7,217	6,741	6,970	6,771	5,980	6,085	5,460	5,000
	은(US\$/oz)	20.1	19.9	20.2	17.2	16.7	16.5	15.4	15.0
	금(US\$/oz)	1,255	1,308	1,296	1,214	1,227	1,193	1,144	1,100
	원달러 환율	1,069	1,030	1,026	1,087	1,100	1,098	1,169	1,190

자료: 고려아연 대산증권 리서치센터

표 4. 고려아연 별도기준 중장기 실적 전망 (단위: 천톤, 십억원, %)

	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
판매량(천톤)								
아연	517	525	551	516	567	652	750	847
연	256	278	253	291	291	408	490	514
은(톤)	1,638	1,892	1,730	2,146	1,966	2,851	3,564	3,742
금(톤)	2.9	6.1	6.7	8.2	8.7	12.1	14.5	15.3
구리	22	22	24	22	24	30	36	38
가격(US\$/톤)								
아연	2,224	1,938	1,916	2,146	1,993	1,800	1,800	1,800
연	2,435	2,041	2,154	2,112	1,812	1,700	1,700	1,700
은(oz)	35.0	31.0	24.9	19.4	15.9	15.0	15.0	15.0
금(oz)	1,548	1,666	1,450	1,268	1,166	1,100	1,100	1,100
구리	8,953	7,917	7,389	6,925	5,631	5,000	5,000	5,000
원달러 환율(원)	1,108	1,127	1,095	1,053	1,139	1,190	1,190	1,190
매출액(십억원)								
아연	1,344	1,228	1,250	1,279	1,415	1,561	1,795	2,029
연	726	691	676	721	678	935	1,122	1,178
구리	214	201	195	161	157	184	221	232
은	2,058	2,123	1,464	1,393	1,140	1,636	2,045	2,147
금	163	366	333	351	368	511	614	644
기타	352	319	314	310	317	412	474	498
매출액(합계)	4,858	4,927	4,232	4,215	4,076	5,239	6,270	6,727
영업이익	879	768	613	634	676	894	1,091	1,198
영업이익률(%)	18.1	15.6	14.5	15.0	16.6	17.1	17.4	17.8
EBITDA	965	857	724	757	827	1,066	1,272	1,388
세전이익	890	788	608	611	693	915	1,116	1,226
순이익	677	596	468	462	534	705	848	932

주: 아연은 15년말 10만톤 증설 이후 연간 10만톤씩 증설 가정
자료: 고려아연 대산증권 리서치센터

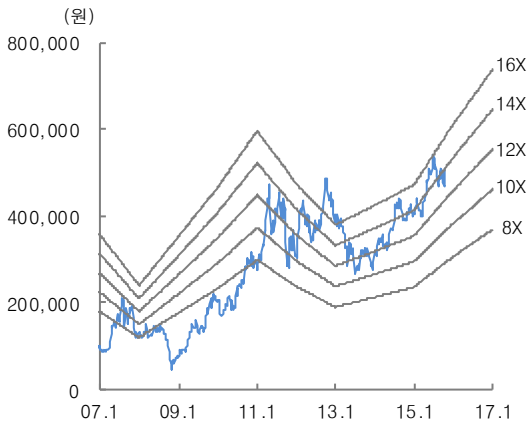
표 5. 고려아연 연결기준 실적 전망

(단위: 십억원, %, 원)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	5,498	4,818	4,939	4,730	5,893	6,957	7,448
별도기준	4,927	4,232	4,215	4,076	5,239	6,270	6,727
별도 외	571	585	724	654	654	687	721
영업이익	758	599	683	727	945	1,145	1,255
별도기준	765	613	634	676	894	1,091	1,198
별도 외	-8	-15	49	52	52	54	57
영업이익률(%)	13.8	12.4	13.8	15.4	16.0	16.5	16.8
별도기준	15.5	14.5	15.0	16.6	17.1	17.4	17.8
별도 외	-1.3	-2.5	6.7	7.9	7.9	7.9	7.9
EBITDA	883	745	839	912	1,151	1,359	1,478
세전이익	751	596	683	747	970	1,175	1,289
순이익	568	453	505	563	732	881	967
자배주주 순이익	560	448	501	557	724	871	956
EPS(자배주주)	29,685	23,745	26,565	29,494	38,384	46,184	50,673
BPS(자배주주)	204,525	221,659	245,570	268,976	301,272	340,431	384,080
ROE(자배주주)	15.5	11.1	11.4	11.5	13.5	14.4	14.0

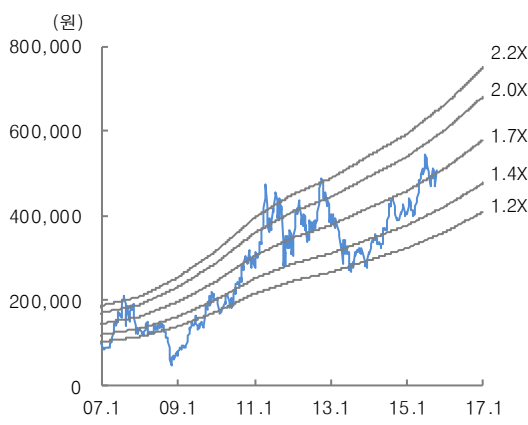
주: 아연은 15년말 10만톤 증설 이후 연간 10만톤씩 증설 가정 목표주가는 16E PER 15X 적용
자료: 고려아연, 대신증권 리서치센터

그림 10. 고려아연 12m fwd PER 밴드



자료: 고려아연, 대신증권 리서치센터

그림 11. 고려아연 12m fwd PBR 밴드



자료: 고려아연, 대신증권 리서치센터

표 6. 영풍 분기실적 전망

(십억원)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15E	4Q15E
매출액	683	596	748	769	603	620	710	677
영풍(별도)	235	244	276	348	237	273	270	271
영풍 외	448	352	472	421	366	347	440	406
영업이익	-11	-40	2	20	-9.8	1	14	26
영풍(별도)	0	5	16	-1	12	24	22	21
영풍 외	-11	-45	-14	21	-22	-23	-8	5
영업이익률(%)	-1.6	-6.7	0.3	2.6	-1.6	0.2	2.0	3.9
영풍(별도)	0.0	1.9	5.7	-0.1	5.0	8.7	8.1	7.8
영풍 외	-2.5	-12.8	-2.9	4.9	-5.9	-6.6	-1.8	1.3
세전이익	27	-4	39	53	26	43	54	71
순이익	24	0	34	43	19	33	41	55
자배주주순이익	32	22	40	34	30	44	48	56
아연판매량(톤)	77,459	79,192	87,545	106,829	71,549	86,231	87,545	94,010
아연가격(US\$)	2,016	2,035	2,256	2,275	2,128	2,175	1,970	1,800
원달러환율	1,069	1,030	1,026	1,087	1,100	1,098	1,160	1,180

자료: 영풍, 대산증권 리서치센터

표 7. 영풍 연간실적 전망

(%)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	3,063	3,274	2,796	2,610	3,012	3,141
영풍(별도)	1,107	1,054	1,103	1,051	1,087	1,131
영풍 외	1,956	2,219	1,693	1,559	1,925	2,010
영업이익	263	158	-29	32	129	150
영풍(별도)	80	51	20	79	87	91
영풍 외	183	107	-49	-47	42	59
영업이익률(%)	8.6	4.8	-1.0	1.2	4.3	4.8
영풍(별도)	7.3	4.8	1.8	7.5	8.0	8.1
영풍 외	9.4	4.8	-2.9	-3.0	2.2	2.9
세전이익	437	291	115	195	332	394
지분법손익	161	129	145	162	203	243
순이익	335	234	101	148	253	300
자배주주순이익	295	215	128	177	248	285
자배주주 EPS(원)	160,228	116,826	69,540	96,309	134,410	154,529
자배주주 BPS(원)	1,160,093	1,263,020	1,329,356	1,418,661	1,546,067	1,693,592
자배주주 ROE(%)	14.6	9.6	5.4	7.0	9.1	9.5
아연판매량	352,742	352,269	351,025	339,334	356,301	374,116
아연가격	1,938	1,916	2,146	2,018	1,900	1,900
원달러환율	1,127	1,095	1,053	1,135	1,180	1,180

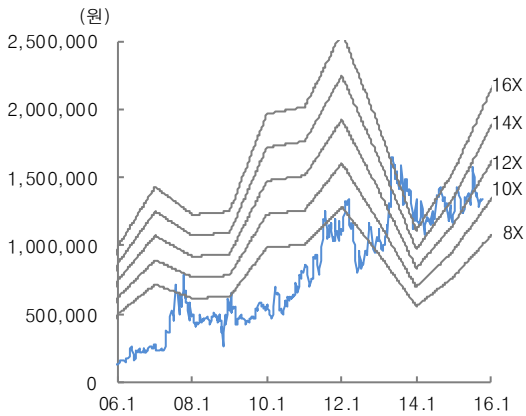
자료: 영풍, 대산증권 리서치센터

표 8. 영풍 목표주가 산정 (십억원)

항목	금액			비고
1. 영업가치 산정				
15E EBITDA		130		별도기준
Target multiple		7.0X		철강금속 평균
순차입금		4		2Q15말 기준
영업가치(a)		907		주당가치 527,453원
2. 지분가치 산정				
2.1 상장사				
	목표시총	지분율	지분가치	
고려아연	11,322	26.9%	3,047	고려아연 목표주가 60만원 적용
코리아씨티	221	36.1%	80	8/20 종가 적용
인터플렉스	176	13.3%	23	8/20 종가 적용
시그네틱스	115	31.6%	36	8/20 종가 적용
합계			3,186	
2.2 비상장사				
			70	2Q15말 장부가 적용
2.3 합계				
			3,257	
지분가치 할인율			30%	
지분가치(b)			2,280	주당가치 1,325,328원
최종가치				
			3,187	(a) + (b)
주식수			1,720,134주	자사주 121,906주 제외
주당가치			1,852,781원	목표주가 1,800,000원

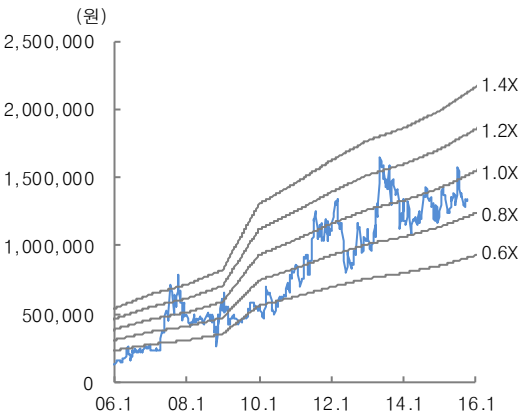
자료: 대신증권 리서치센터

그림 12. 영풍 12mf PER 밴드



자료: Fmg이드, 대신증권 리서치센터

그림 13. 영풍 12mf PBR 밴드



자료: Fmg이드, 대신증권 리서치센터

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이중형)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자등급관련사항]

산업 투자의견	기업 투자의견
Overweigh(비중확대): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상	Buy(매수): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
Neutra(중립): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상	Marketperform(시장수익률): :향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
Underweight(비중축소): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상	Underperform(시장수익률 하회): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상

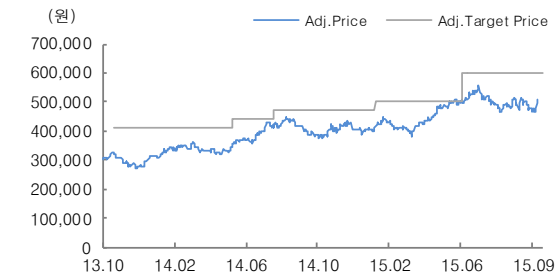
[투자의견 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	86.1%	13.3%	0.6%

(기준일자: 20151006)

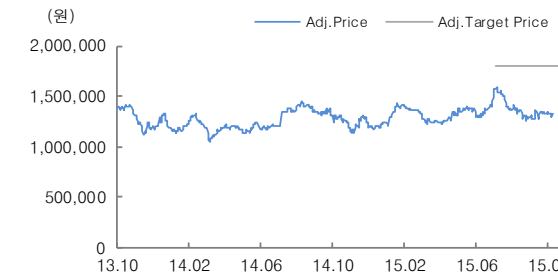
[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

고려아연(010130) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	15.10.12	15.10.01	15.07.23	15.07.01	15.06.05	15.04.22
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	600,000	600,000	600,000	600,000	600,000	500,000
제시일자	15.03.24	15.02.02	15.01.09	14.11.27	14.10.23	14.10.19
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	500,000	500,000	500,000	470,000	470,000	470,000
제시일자	14.07.27	14.07.23	14.05.21	14.05.16	14.04.27	14.04.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	470,000	470,000	440,000	440,000	410,000	410,000
제시일자	14.02.07	14.01.14	13.11.12	13.11.10	13.10.30	13.10.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	410,000	410,000	410,000	410,000	410,000	410,000

영풍(000670) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	15.10.12	15.09.18	15.08.21	15.07.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	1,800,000	1,800,000	1,800,000	1,800,000
제시일자				
투자의견				
목표주가				
제시일자				
투자의견				
목표주가				
제시일자				
투자의견				
목표주가				