



2018년 1월 31일 | Equity Research



철강금속/지주 Overweight

산업용 금속 전성시대 II: 1년은 너무 짧은 Cycle!

- | 글로벌 매크로 환경, 산업용 금속가격에 우호적
- | Bottom-Up 관점도 '18년 전기동 및 아연 가격 상승 뒷받침
- | 비철금속 관련업체 재평가가 필요한 시점

Collaboration Report

Top picks 및 관심종목

고려아연(010130) | BUY | TP 640,000원 | CP(1월30일) 530,000원
 풍산(103140) | BUY | TP 69,000원 | CP(1월30일) 51,800원
 LS(006260) | BUY(신규) | TP 110,000원 | CP(1월30일) 82,600원



철강금속/운송 Analyst 박성봉
 02-3771-7774
 sbpark@hanafn.com



주식시황/파생 Analyst 김용구
 02-3771-7526
 sniper@hanafn.com



보험/지주 Analyst 오진원
 02-3771-7525
 jw.oh@hanafn.com



CONTENTS

1. 산업용 금속 전성시대 II: 1년은 너무 짧은 Cycle!	3
1) 산업용 금속가격 추가 상승 여지 충분	3
2) 철강금속업종 투자의견 Overweight 유지. 비철금속 관련업체 중심 투자 추천	4
2. Top-Down 관점: Buy 인플레이션 Bull	6
트럼프의 선택: 약달러와 인프라 투자	6
3. Bottom-Up 관점에서도 비철금속가격 상승 여력 충분	10
1) 전기동: 2017년의 강세 연장 예상	10
(1) 전기동가격, 지난해 11월까지의 조정 이후 재차 강세 전환	10
(2) 2018년 전기동 증설 예정되어 있으나 파업에 따른 생산차질 우려 확대	11
(3) 중국의 환경규제, 글로벌 전기동 수급의 또 다른 이슈로 부각	14
2) 아연: 2018년에도 강세 예상되지만 상고하저 전망	17
(1) 아연가격, 거침없는 질주분능	17
(2) 1H18까지 아연가격 강세 지속 전망	19
(3) 하반기로 갈수록 아연정광 공급 확대로 아연가격 하락 압력 거세질 전망	20
Top Picks 및 관심종목	22
고려아연 (010130)	23
풍산 (103140)	26
LS (006260)	29

2018년 1월 31일 | Equity Research

철강금속/지주

산업용 금속 전성시대II: 1년은 너무 짧은 Cycle!

글로벌 매크로 환경, 산업용 금속가격에 우호적

트럼프의 1.7조 달러의 대규모 인프라 투자 본격화로 미국 경제는 구조적 선순환 사이클에 안착할 가능성이 높다. 하락중인 트럼프 지지율과 11월 중간선거 일정 등을 고려할 때, 정치적 돌파구는 결국 '트럼프노믹스' 하나밖에 남지 않았다. 트럼프의 보호무역과 대규모 적자재정간의 결합은 필연적으로 약달러 기조의 고착화 가능성으로 파급된다. 이는 최근 원자재가격 상승에 따른 글로벌 기대인플레이션 상승전환과 맞물려 산업용금속 가격 상승에 우호적으로 작용할 것으로 예상된다.

Bottom-Up 관점도 '18년 전기동 및 아연 가격 상승 뒷받침

Bottom-Up 관점도 주요 산업용금속인 전기동과 아연가격의 상승세를 뒷받침한다. 전기동의 경우 1) 2017년과 마찬가지로 주요 생산지에서 대규모 파업 발생에 따른 생산차질 가능성이 높고 2) 중국의 환경규제 및 동 제련수수료(TC/RCs) 하락에 의한 제련소 가동을 하락이 예상되며 3) 중국의 동스크랩 수입 규제 본격화로 전기동 수입산 의존도가 확대될 전망이다. 4) 트럼프의 인프라투자 본격화도 전기동가격에 긍정적이다.

아연의 경우 2018년 대규모 신규광산 가동이 예정되어 있지만 본격적인 가동 시기는 여름 이후가 될 것으로 현재 낮은 수준의 재고와 당초 예상과는 달리 하락세를 지속하고 있는 Spot 제련수수료(T/C)를 감안하면 아연 공급부족이 여전히 해소되지 못하고 있는 것으로 판단되기 때문에 상반기 아연가격은 강세를 지속할 전망이다. 이를 반영하여 하나금융투자는 2018년 평균 전기동 및 아연가격을 각각 7,391불/톤(+19.9%)과 3,181불/톤(+9.9%)로 제시한다.

비철금속 관련업체 재평가가 필요한 시점

2017년 산업용 금속가격 상승에 따른 관련 업체들의 실적개선이 확인되었다. 2018년에도 추가로 가격상승이 가능하다고 판단되기 때문에 산업용금속 관련업체에 대한 재평가가 필요한 시점이라 판단된다. 관련해서 최선호주로 고려아연, 풍산, LS를 제시한다.

Collaboration Report

Overweight

Top picks 및 관심종목

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(1월30일)
고려아연(010130)	BUY	640,000원	530,000원
풍산(103140)	BUY	69,000원	51,800원
LS(006260)	BUY(신규)	110,000원	82,600원



철강금속/운송 Analyst 박성봉
02-3771-7774
sbpark@hanafn.com



주식시황/파생 Analyst 김용구
02-3771-7526
sniper@hanafn.com



보험/지주 Analyst 오진원
02-3771-7525
jw.oh@hanafn.com

RA 박가빈
02-3771-8094
kb.park@hanafn.com

1. 산업용 금속 전성시대II: 1년은 너무 짧은 Cycle!

1) 산업용 금속가격 추가 상승 여지 충분

미달러화 약세, 중국 경기 회복 기대감 및 공급 차질 영향으로 '17년 산업용 금속가격 의미 있게 반등

글로벌 매크로 환경, (미국 인프라 투자, 약달러, 기대 인플레이션 상승) 산업용 금속가격에 우호적

Bottom-Up 관점에서도 광산 파업, 낮은 제련수수료, 중국의 환경규제 등의 영향으로 전기동, 아연 상승 강세 견해 지지

아연을 제외한 대부분의 산업용 금속가격은 지난 몇 년간 하락세를 지속했으나 2017년 들어 의미 있는 반등에 성공했다. 1) 미달러화 약세 지속, 2) 기대 이상이었던 중국 경기로 산업용 금속가격에 전반적인 우호적인 환경이 조성되었으며 3) 개별 금속별로 파업, 기상이변, 환경 규제, 인위적인 감산 등의 영향으로 생산에 차질이 발생하며 공급 부족이 심화되었기 때문인 것으로 판단된다. 2017년 아연과 전기동가격은 모두 연초대비 30.5% 상승하며 마감했다.

트럼프의 1.7조 달러의 대규모 인프라 투자 본격화로 미국 경제는 구조적 선순환 사이클에 안착할 가능성이 높다. 하락중인 트럼프 지지율과 11월 중간선거 일정 등을 고려할 때, 정치적 돌파구는 결국 '트럼프노믹스' 하나밖에 남지 않았다. 트럼프의 보호무역과 대규모 적자재정간의 결합은 필연적으로 약달러 기조의 고착화 가능성으로 파급된다. 이는 최근 원자재가격 상승에 따른 글로벌 기대인플레이션 상승전환과 맞물려 산업용금속 가격 상승에 우호적으로 작용할 것으로 예상된다.

Bottom-Up 관점도 주요 산업용금속인 전기동과 아연가격의 상승세를 뒷받침한다. 전기동의 경우 1) 2017년과 마찬가지로 주요 생산지에서 대규모 파업 발생에 따른 생산차질 가능성이 높고 2) 중국의 환경규제 및 동 제련수수료(TC/RCs) 하락에 의한 제련소 가동률 하락이 예상되며 3) 중국의 동스크랩 수입규제 본격화로 전기동 수입산 의존도가 확대될 전망이다. 4) 트럼프의 인프라투자 본격화로 전기동가격에 긍정적이다. 아연의 경우 2018년 대규모 신규광산 가동이 예정되어 있지만 본격적인 가동 시기는 여름 이후가 될 예정으로 현재 낮은 수준의 재고와 당초 예상과는 달리 하락세를 지속하고 있는 Spot 제련수수료(T/C)를 감안하면 아연 공급부족이 여전히 해소되지 못하고 있는 것으로 판단되기 때문에 상반기 아연가격은 강세를 지속할 전망이다. 이를 반영하여 하나금융투자는 2018년 평균 전기동 및 아연가격을 각각 7,391불/톤(+19.9%)과 3,181불/톤(+9.9%)로 제시한다.

표 1. 전기동 및 아연가격 전망

(단위: \$/톤)

	11	12	13	14	15	16	17	18F(New)	18F(Old)
전기동	8,827	7,946	7,327	6,861	5,507	4,866	6,163	7,391	6,736
(%, YoY)	16.9%	-10.0%	-7.8%	-6.4%	-19.7%	-11.6%	26.7%	19.9%	9.3%
아연	2,192	1,946	1,911	2,163	1,932	2,092	2,894	3,181	2,675
(%, YoY)	16.9%	-11.2%	-1.8%	13.2%	-10.7%	8.3%	38.3%	9.9%	-7.6%

자료: Bloomberg, 하나금융투자

표 2. 전기동 및 아연가격 전망 (분기별)

(단위: \$/톤)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F
전기동	5,817	5,662	6,341	6,816	7,200	7,400	7,600	7,363
(%, YoY)	24.0%	19.6%	33.0%	29.1%	23.8%	30.7%	19.9%	8.0%
아연	2,772	2,601	2,958	3,236	3,450	3,570	3,210	2,924
(%, YoY)	65.4%	35.7%	31.3%	29.0%	24.5%	37.3%	8.5%	-9.6%

자료: Bloomberg, 하나금융투자

2) 철강금속업종 투자 의견 Overweight 유지. 비철금속 관련업체 중심 투자 추천

'17년 산업용 금속가격 반등은 일회성이 아닌 '18년에도 지속 전망 비철금속 관련업체들 중심 투자 추천 최선호주 고려아연, 풍산, LS 제시

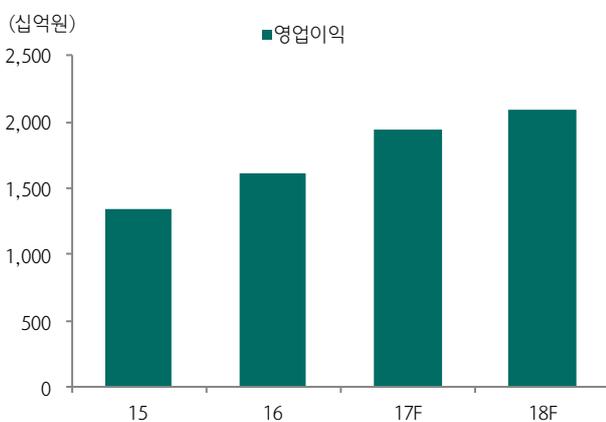
당초 예상을 훨씬 초과한 2017년 산업용 금속가격의 반등은 일회성이 아닌 2018년에도 지속될 것으로 예상된다. 트럼프의 대규모 인프라투자, 약달러, 기대인플레이션 환경하에 개별 금속별로 광산 생산차질, 제련소 가동률 하락, 중국의 환경규제 등이 가격 상승을 견인할 전망이다. 철강금속업종 투자 의견을 'Overweight'로 유지하고 비철금속 관련업체들 중심의 투자를 추천한다. 업종 및 업종관련 최선호주로 고려아연, 풍산, LS를 제시한다.

고려아연(010130.KS/BUY/TP 640,000원)의 투자포인트는 4분기 원/달러 환율하락으로 다소 아쉬운 4분기 영업실적이 예상되지만, 2017년 연간으로는 벤치마크 아연 T/C 하락에도 불구하고, 우수한 기술력 및 원가절감 노력이 효력을 발휘하면서 양호한 실적이 예상된다. 2018년에도 제련공정 합리화 및 ESS 투자 완료로 추가 원가절감 효과가 기대되고 하반기로 갈수록 글로벌 아연정광 아연정광 공급 확대에 따른 제련업황 회복(T/C 상승)이 기대된다.

풍산(103140.KS/BUY/TP 69,000원)의 투자포인트는 2017년에 이어 2018년에도 예상되는 전기동가격 상승에 따른 실적개선 모멘텀이다. 전기동가격은 1) 주요 광산업체들의 파업에 따른 생산차질, 2) 중국의 환경규제 및 동 제련수수료 하락에 의한 제련소 가동률 하락, 3) 중국의 동스크랩 수입규제, 4) 트럼프의 인프라 투자 본격화 영향으로 2018년에도 상승세가 이어질 것으로 기대된다.

LS(006260.KS/BUY/TP 110,000원)의 투자포인트는 동가격 상승에 따른 그룹 전반의 펀더멘탈 개선이다. 이는 LS그룹 전반의 포트폴리오가 국제 동가격에 영향을 받기 때문이다. 실제 지난 2010년 이후 LME 동가격과 LS 주가의 상관관계는 0.89에 달할 정도로 유의한 흐름을 나타냈다. 이는 동가격이 상승하면 원재료 비용이 상승하나 그룹 판가로 전가 가능하며 가격 상승기에는 원재료 투입 레깅으로 수익성 개선이 나타나기 때문이다.

그림 1. 비철금속 관련업체 Universe 연간 영업이익 전망



주: 당사 3개 커버리지 종목(고려아연, 풍산, LS) 대상
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 2. 비철금속 관련업체 Universe 분기별 영업이익 전망



주: 당사 3개 커버리지 종목(고려아연, 풍산, LS) 대상
자료: 각 사, 하나금융투자

표 3. 비철금속 관련업체 Universe valuation 지표

(단위: 십억원)

	고려아연 (010130, KS)	풍산 (103140, KS)	LS (006260, KS)
투자의견	BUY	BUY	BUY
목표주가	640,000	69,000	110,000
현재주가(1/30)	530,000	51,800	82,600
Upside(%)	20.8	33.2	33.2
매출액(십억원)			
2016	5,847.5	2,831.8	9,621.3
2017F	6,577.8	2,938.3	9,971.8
2018F	7,037.7	3,183.6	11,153.1
2019F	7,562.4	3,362.8	11,350.0
영업이익(십억원)			
2016	764.7	217.8	360.0
2017F	894.0	267.5	454.9
2018F	1,084.7	307.7	544.5
2019F	1,196.7	320.1	573.5
영업이익률 (%)			
2016	13.1	7.7	3.7
2017F	13.6	9.1	4.6
2018F	15.4	9.7	4.9
2019F	15.8	9.5	5.1
EPS(원)			
2016	31,394.7	4,909.7	5,222.5
2017F	36,316.3	6,248.9	8,709.1
2018F	44,248.6	7,114.1	9,611.6
2019F	48,787.8	7,590.8	10,053.2
BPS(원)			
2016	295,175.6	43,995.3	78,558.7
2017F	323,530.5	49,544.5	85,651.2
2018F	359,817.7	55,958.9	94,184.8
2019F	400,644.1	62,850.0	103,160.1
PER(배)			
2016	15.1	8.2	11.4
2017F	14.6	8.3	9.5
2018F	12.0	7.3	8.6
2019F	10.8	6.8	8.2
PBR(배)			
2016	1.6	0.9	0.8
2017F	1.6	1.0	1.0
2018F	1.5	0.9	0.9
2019F	1.3	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)			
2016	8.0	6.9	8.5
2017F	7.7	6.5	9.6
2018F	6.2	5.6	9.8
2019F	5.4	5.2	9.0

자료: 하나금융투자 추정

2. Top-Down 관점: Buy 인플레이션 Bull

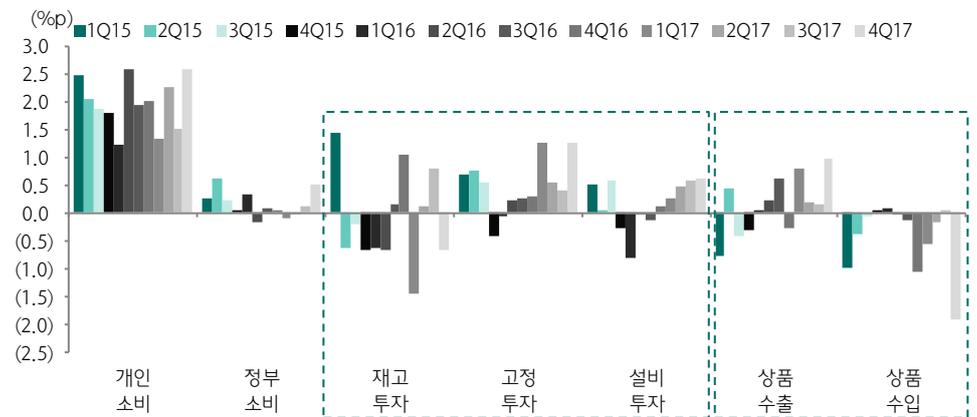
트럼프의 선택: 약달러와 인프라 투자

임기 2년 차에 접어든 트럼프의 다음 선택은 명약관화하다. 1) 보호무역주의 논리를 앞세워 주요 교역국을 상대로 미국 우선주의를 전파하는데 매진할 것이고, 2) 1.7조 달러 대규모 인프라 투자를 본격화하며 미국 매크로 환경의 구조적 선순환 사이클 안착을 꾀할 공산이 크다. 하락일로를 내달리는 트럼프 지지율과 11월 중간선거 일정 등을 고려할 경우, 잔존한 정치적 난맥상 타개의 돌파구는 트럼프노믹스 단 하나밖에 남지 않은 트럼프 행정부인 까닭이다. 경제적 실익은 차치하고서라도 까딱하다간 레임덕 모드로 급선회할 수 있다는 정치공학적 고민은 향후 정책의지와 공세화 강도를 분명히 암시하고 있다.

변죽은 NAFTA 탈퇴 및 한미 FTA 재협상으로 올렸지만 트럼프 보호무역주의가 겨냥하는 궁극적 타겟은 중국이다. 애당초 트럼프가 표방했던 'America First'라는 구호 역시, 통상환경 측면에서 본다면 기존의 'China First'에 대한 반작용격 색채가 짙다. 연두교서 발표와 함께 전열을 재정비한 트럼프 행정부는 중국을 향해 진격함과 동시에 통상(재)협상, 환율조작국 지정, 제한적 관세부과와 같은 재량조치들을 총동원할 개연성이 높다.

대규모 인프라 투자의 경제적 필요성과 내부적 시급성을 인정한다 할지라도, 투자재원 확보까진 허들이 만만치가 않다. 세계개편안 시행으로 인해 향후 10년간 1.5조 달러 재정적자 부담이 가중된 상황에서, 1.7조 달러 규모 인프라 투자 예산이 추가된다는 사실은 대규모 적자재정 편성의 불가피성을 암시한다. 민주당측 반발에 연유한 정치적 내용이 섰다운 장기화와 같은 강대강 끝장승부의 현실화로 연결될 가능성은 낮다. 공화당 우세의 상하 양원 구성도 그렇겠지만 권토중래를 모색 중인 민주당 내부의 현실적 고민 역시 1.7조 달러 인프라 투자계획의 현실화 가능성을 지지하고 있다.

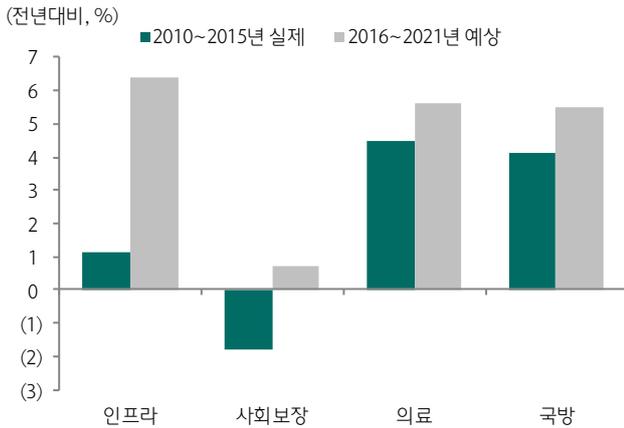
그림 3. 항목별 미국 GDP 성장 기여도: 다음 바톤은 투자 촉진과 수출 경쟁력 제고가 이어받을 전망



자료: Bloomberg, 하나금융투자

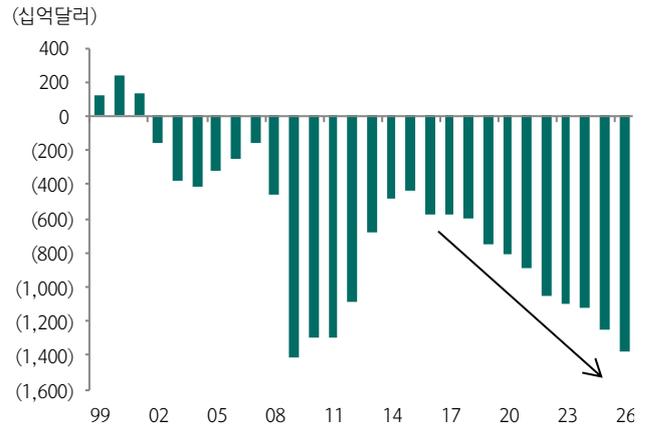
양대 위기 이래 일련의 미국경제 회복은 소비경기 부활에서 비롯. 이는, 1) 부동산/채권/주식 등 Wealth effect, 2) 고용회복, 3) 유가하락에 따른 구매력 개선 영향
향후 트럼프노믹스 정책 초점은 보호무역주의에 기반한 수출 경쟁력 제고, 1.7조 달러 인프라 투자를 통한 투자경기 활성화에 집중될 전망

그림 4. 미국 재정보장 시도는 인프라 확충투자에 집중



자료: 미 예산관리국(OMB), 하나금융투자

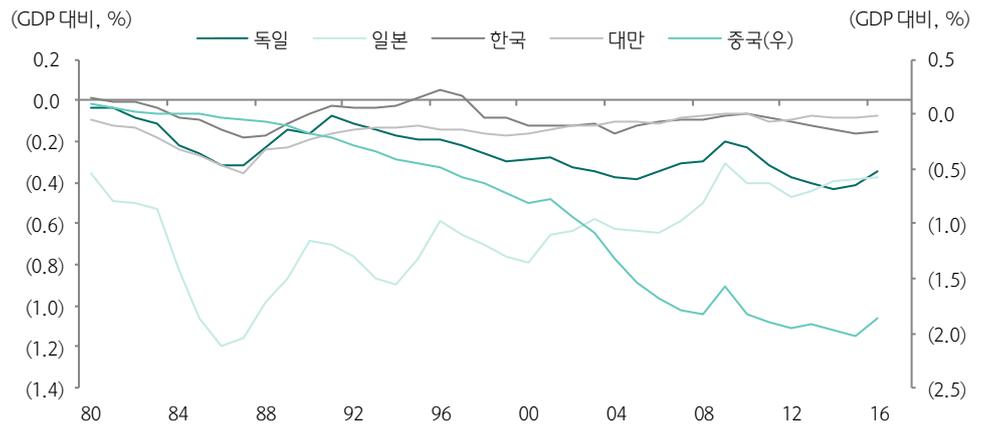
그림 5. 미국 재정적자 추이 및 전망: 적자재정 편성이 불가피할 것



주: 2016년 이후 전망치는 미 의회예산처(CBO)와 예산관리국(OMB) 전망치의 평균
자료: Bloomberg, 하나금융투자

트럼프 보호무역주의 칼끝이 겨냥한 진짜 대상은 중국

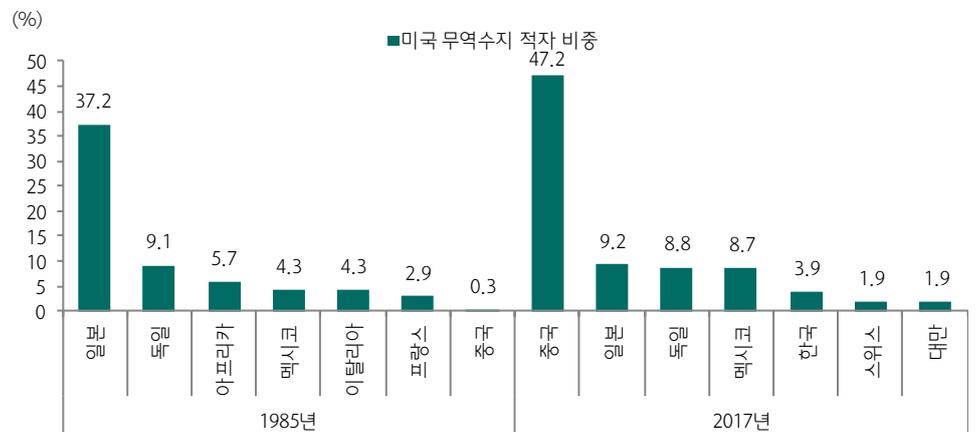
그림 6. 미국 GDP 대비 미국의 주요 수입국 무역수지 비중



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

여타 교역국에 대한 미국의 무역보복조치는 대중국 압박용 협상카드 성격으로 이해할 필요. 이는 한국에 대한 무역규제 방식 역시 전면적이기보단 선별적, 제한적 형태를 취하며 협상력 제고를 도모할 개연성이 높은 것으로 판단

그림 7. 미국의 국가별 무역수지 적자비중



자료: Bloomberg, 하나금융투자

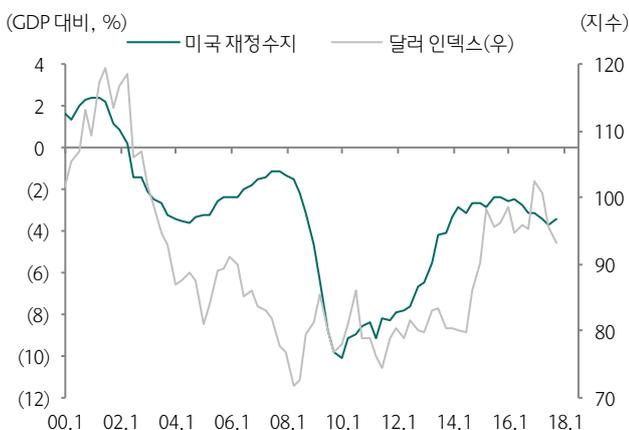
보호무역주의와 대규모 적자재정간의 물리적 결합은 필연적으로 약달러 기조의 고착화 가능성으로 파급된다. 이것이 다시 다분히 골디락스(Goldilocks)를 방불케 하는 최근 일련의 매크로 환경과 화학적 결합이 전개되는 경우엔, 1) 미국 Capex 투자 모멘텀 강화, 2) 원유 및 산업용 금속을 위시한 주요 원자재가 상승, 3) 미국 수입물가 상승과 이에 연유한 전체 물가 여건 개선, 4) 글로벌 기대인플레이션 상승전환, 5) 글로벌 자산시장 내 리플레이션 트레이딩 기류의 확산 등으로 파급될 소지가 많다. 설왕설래로 점철됐던 트럼프의 모르핀 주사가 글로벌 매크로 환경의 추동력으로 환골탈태하는 구도인 셈이다.

약달러와 글로벌 인플레이션 환경간 연결고리를 주목할 필요가 있겠는데, 통상 미국 Core CPI는 유류품 제외 수입물가에 18개월 가량 후행해왔다. 달러 약세가 주요 원자재가 상승을 경유해 전체 인플레이션 환경의 상승축매로 기능했던 의미다. 최근 국제유가(WTI) 60\$ 레벨 안착시도와 산업용 금속가격의 상승 러시, 그리고 그간 지리멸렬한 흐름을 이어왔던 기대인플레이션의 상승전환 모두 전술한 연결고리 안에서 전부 이해 가능하다.

통상 글로벌 증시 섹터 로테이션 환경은 주요국 정책부양 시도와 인플레이션 환경변화에 발맞춰, 시클리컬을 중심으로 한 인플레이션 Bull 진영과 내수주/중소형주/성장주/배당주를 위시한 디플레이션 Bear간의 대결구도로 전개돼왔다. 한국증시 역시 상기 기초에서 크게 다르지 않았다. 주요 시클리컬 업종 외국인 20일 누적 순매수 추이는 선진국 경기 모멘텀과 밀접한 상관성을 형성하며 변화했고, 시장 주도주 역시 같은 맥락에서 변화했다. 시장 전략 초점 변화의 다음 길목은 인플레이션 Bull격 시클리컬이 자리하고 있음을 나타내는 명징한 증거라 할 수 있겠다.

골디락스 미국 경기환경 위에 세계개혁안과 1.7조 달러 인프라 투자를 앞세운 트럼프노믹스 정책기대가 가세한다. 이는 투자경기 활성화와 함께 중장기 글로벌 매크로 환경에 대한 낙관론을 지지한다. Deep 시클리컬 업종 대표주 옥석 가리기에 주력할 시점인 것이다. 2018년 포트폴리오 전략의 알파는 분명히 여기서 나온다.

그림 8. 재정지출 확대구간에선 달러 강세가 제한



자료: Bloomberg, 하나금융투자

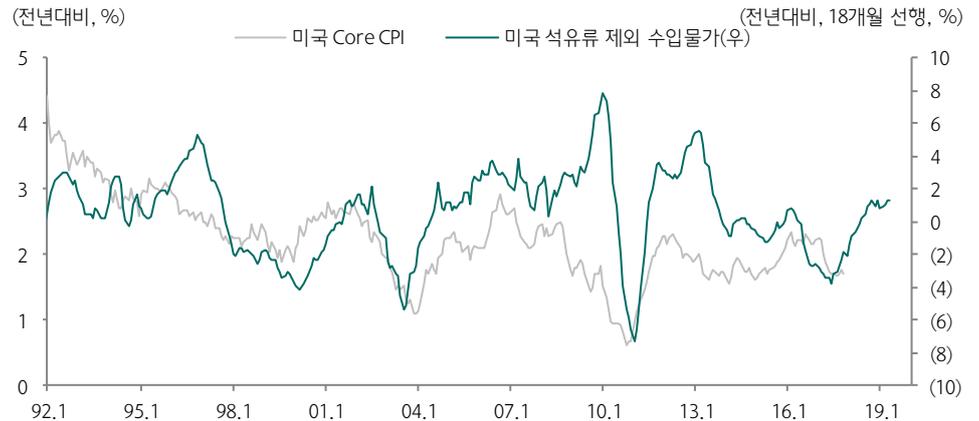
그림 9. 투자 경기 활성화와 약달러 기조 고착화는 기대인플레 상승요인



자료: Bloomberg, 하나금융투자

계속된 달러약세 현상은 수입물가 상승을 경유해 미국 CPI 반등으로 연결될 전망

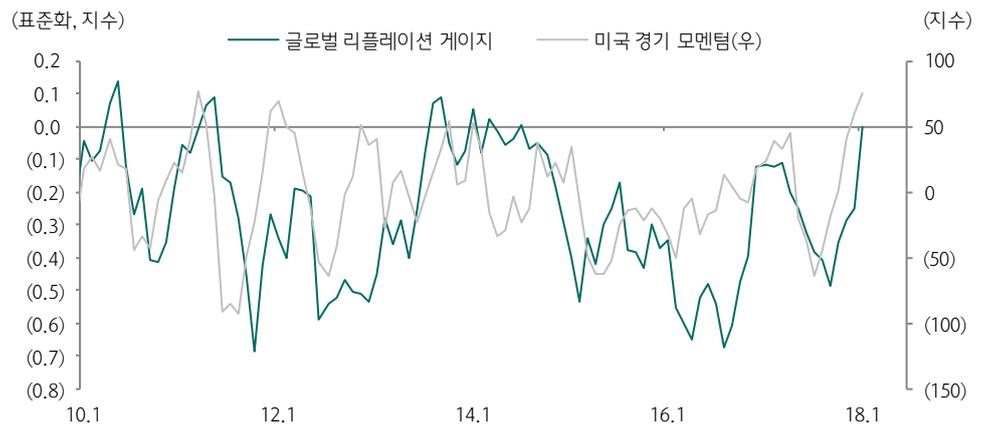
그림 10. 미국 Core CPI와 석유류 제외 수입물가



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

미국을 위시한 글로벌 경기환경 개선 성과는 글로벌 리플레이션 트레이딩 환경 부활을 이끄는 단초로 기능

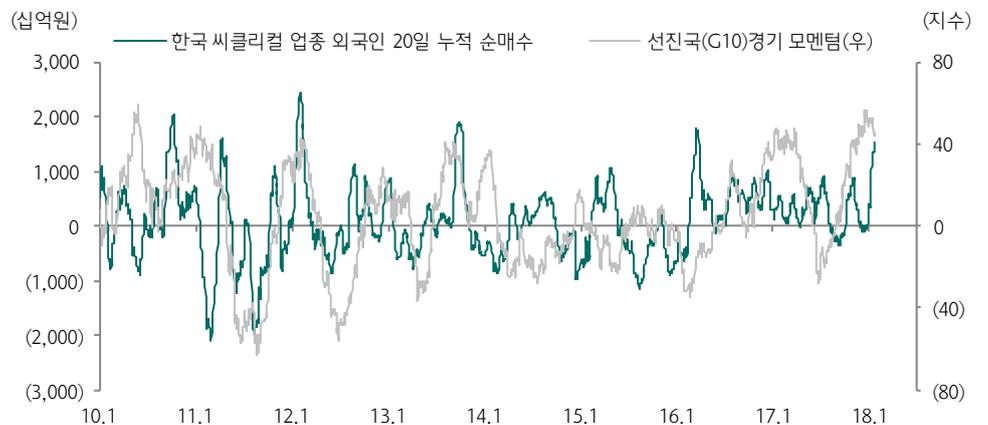
그림 11. 글로벌 리플레이션 게이지와 미국 경기 모멘텀



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

글로벌 투자가의 한국 시클리컬 러브콜 현상은 선진국 경기 자신감의 발로로 해석 가능

그림 12. 한국 시클리컬 업종 외국인 20일 누적 순매수와 Citi 선진국 경제 서프라이즈 지수



자료: Thomson Reuters, Dataguide, 하나금융투자

3. Bottom-Up 관점에서도 비철금속가격 상승 여력 충분

1) 전기동: 2017년의 강세 연장 예상

(1) 전기동가격, 지난해 11월까지의 조정 이후 재차 강세 전환

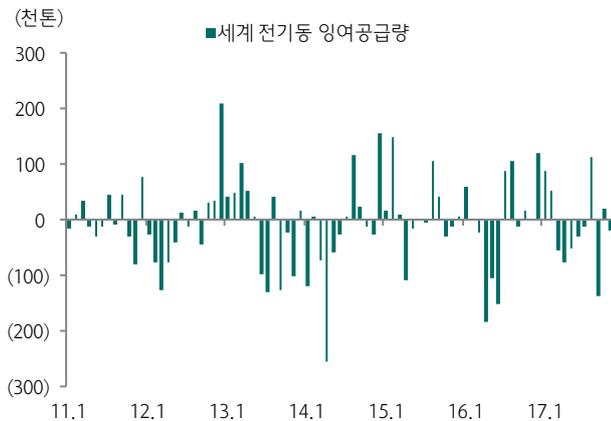
전기동가격 조정 이후
12월 중순부터재차 상승세 전환

LME 전기동 가격의 상승세는 지난 4분기에도 지속되었다. 3분기말 6,000불/톤 중반 수준에서 연말에는 7,200불/톤을 기록한 이후 1월 중순 현재 여전히 7,000불/톤 수준을 유지하고 있다. 전세계 전기동 수요의 50%를 차지하는 중국의 4분기 GDP가 전년동기대비 6.8% 증가하면서 컨센서스인 +6.7%를 상회했고, 연간으로도 당초 중국정부의 성장률 목표치인 +6.5%를 상회하는 +6.9%를 기록하며 중국 경제둔화 우려 해소가 전기동가격 상승의 중요한 요인으로 작용한 것으로 판단된다.

미달러 11월까지 단기 강세, 12월 중순부터 약세로 전환되면서 전기동 가격 상승 견인

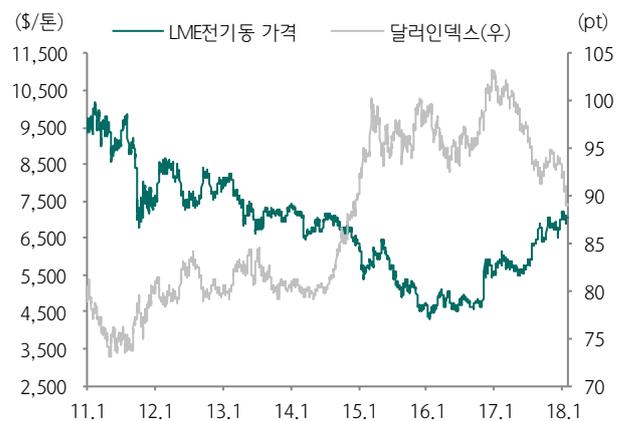
뿐만 아니라 전기동의 자체 수급요인과는 별개로 미달러 약세가 금속가격 전반적으로 긍정적인 영향을 미쳤다. 12월 미국 FOMC 금리인상 기정사실화로 10월 ~ 11월 미달러가 단기 강세로 전환되면서 12월초 전기동가격이 6,000불/톤 중반까지 하락했었지만 12월 중순 미국의 금리인상 이후 미달러가 재차 약세로 전환되면서 전기동가격이 반등에 성공했다.

그림 13. 전세계 전기동 잉여공급량 추이



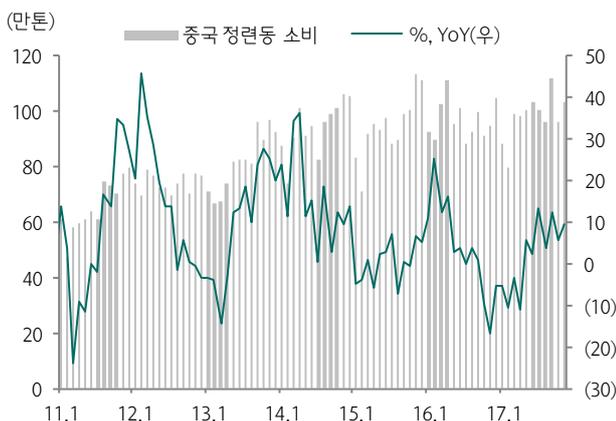
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 14. 전기동 가격 vs. 달러인덱스 추이



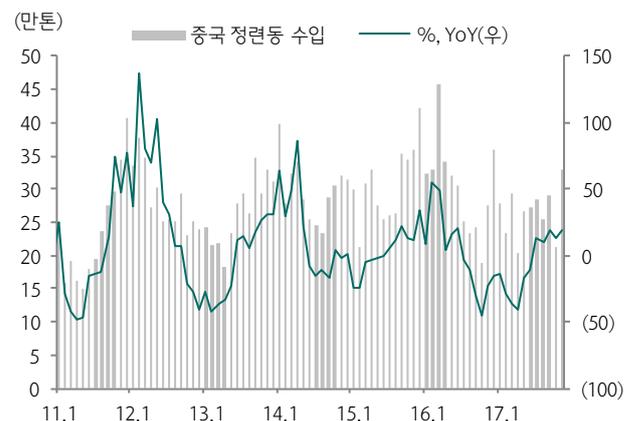
자료: Datastream, 하나금융투자

그림 15. 중국 정련동 소비 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 16. 중국 정련동 수입 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

(2) 2018년 전기동 증설 예정되어 있으나 파업에 따른 생산차질 우려 확대

'13년 이후 제한적인 동광산
신규투자, '18년 동광석 증설 규모
제한적

전기동가격 상승세는 2018년에도 지속될 것으로 예상된다. 2016년 3분기까지의 전기동가격 약세로 글로벌 주요 광산기업들의 동광산에 대한 신규투자가 2013년을 고점으로 지속적으로 감소했다. 2018년에도 First Quantum사의 Panama소재 Cobre Panama광산(연간 32만톤)을 비롯하여 Norilsk사의 러시아 소재 Bystrinsky광산과 Glencore사의 Katanga광산('18년 15만톤, '19년 30만톤) 재가동 및 페루의 Las Bambas광산 램프업(ramp-up) 등이 예정되어 있지만 Cobre Panama광산의 경우 연말에나 본격적인 가동에 들어갈 예정으로 일부 광산들의 재가동 및 램프업을 제외하면 증설 규모는 예년에 비해 크지 않을 전망으로 2017년대비 20 ~ 30만톤 규모의 증설이 예정되어 있다.

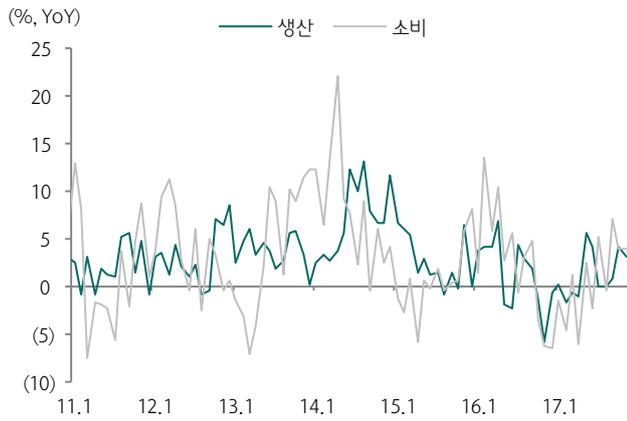
표 4. 글로벌 동광산 신증설 전망

(단위: 천mt)

가동시기	지역	광산	회사	규모	신규여부
2018	Australia	Capricorn Copper (RRP)	Capricorn Copper	22.5	
	Chile	Encuentro Oxides	Antofagasta	23.0	
	Chile	El Espino	Pucobre	16.0	신규
	Chile	Escondida Organic Growth Project 1	BHP/Rio/Mitsubishi/JX Holdings	30.0	
	Peru	Toquepala Expansion	Southern Copper	75.0	신규
	Saudi Arabia	Jabal Sayid	Saudi Arabian mining/Barrick Gold	32.5	
	Indonesia	Grasberg Block Cave	Freeport-McMoran	50.0	신규
	China	Pulang	Yunnan Copper Corp/Private	28.0	
	China	Xietongmen	Jinchuan/Zijing	30.0	신규
	China	Jinchuan	Jinchuan Group	13.0	
	China	Qulong	Tibet Julong Copper Company Ltd.	50.0	신규
	Zambia	Sentinel	First Quantum	30.0	
	DRC	Kipoi	Tiger Resources	10.0	
	DRC	Kinsenda	Jinchuan Group	12.0	신규
Congo	Katanga	Glencore	15.0		
Russia	Bystrinsky (Chita Copper Project)	MMC Norilsk Nickel(87%)/Chinese investors(13%)	30.0	신규	
2019	Australia	Olympic Dam Expansion	BHP Billiton	20.0	신규
	Chile	Chuquicamata Underground	Codelco	52.4	신규
	Chile	El Espino	Pucobre	11.0	
	Chile	Diego de Almagro	Inversiones	18.0	신규
	Peru	Toromocho Expansion	Chinalco	70.0	신규
	Peru	Toquepala Expansion	Southern Copper	70.0	
	Peru	Constancia	Hudbay Mineral	14.0	신규
	Peru	Zafranal	Teck (50%)/MAQM (50%)	15.4	
	Ecuador	Mirador	Tongling Nonferrous Metals/China Railway Construction	25.0	신규
	Panama	Cobre Panama	First Quantum	230.0	신규
	China	Xietongmen	Jinchuan/Zijing	26.0	
	China	Qulong	Tibet Julong Copper Company Ltd.	20.0	
	Zambia	Lubambe	African Rainbow Minerals/Vale/ZCCM Investment	25.0	
	Zambia	Sentinel	First Quantum	20.0	
DRC	Kinsenda	Jinchuan Group	12.0		
Congo	Katanga	Glencore	15.0		
Russia	Bystrinsky (Chita Copper Project)	MMC Norilsk Nickel(87%)/Chinese investors(13%)	30.0		
Russia	Udokan	Metalloinvest	50.0	신규	
2020	Australia	Carrapateena	OZ Minerals	16.3	신규
	Chile	Chuquicamata Underground	Codelco	52.5	
	Chile	Los Pelambres Expansion	Antofagasta (60%)/Nippon(25%)/Mitsubishi(10%)	55.0	신규
	Peru	Quellaveco	Anglo America (81.9%)/Mitsubishi (18.1%)	78.8	신규
	Peru	Tia Maria	Southern Copper	20.0	신규
	Mexico	El Pilar	Southern Copper	13.0	
	Ecuador	Mirador	Tongling Nonferrous Metals/China Railway Construction	25.0	
	Panama	Cobre Panama	First Quantum	90.0	
	US	Florence	Taseko Mines Ltd	10.0	신규
	Kazakhstan	Aktogay	KAZ Mineral	20.0	
	Indonesia	Grasberg Block Cave	Freeport-McMoran	255.0	
	Indonesia	BKM Deposit	Asiamet Resources	10.0	
	China	Duobashan	Zinji Mining	10.0	
	China	Huogeqi	Western Mining	15.0	신규
Zambia	Sentinel	First Quantum	10.0		
Zambia	Ichimpe	Zhonghui mining group	10.0	신규	
Greece	Skouries	Eldorado Gold (95%)	10.0	신규	

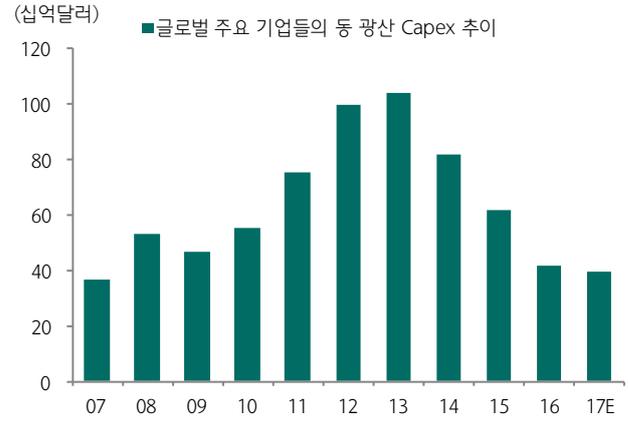
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 17. 전세계 전기동 수급 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 18. 글로벌 주요 기업들의 동 광산 CAPEX 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

‘17년 글로벌 주요 동광산의 파업에 따른 생산 차질 발생

2017년 11월 누적 전세계 동정광 생산은 파업, 기상이변 등의 여러 생산차질 이슈로 0.3% 감소했다. 지난해 2월 세계 최대 동광산인 칠레의 Escondida를 시작으로 페루의 Cerro Verde광산이 차례로 파업에 돌입하면서 1분기 전세계 동광산 생산의 10% 정도가 차질을 빚은 것으로 추정된다. 월 들어서 세계 2위 규모의 인도네시아의 Grasberg 광산이 파업에 돌입했고 특히 7월에는 페루의 전국 광산노조가 총파업에 들어가면서 대규모 생산차질이 발생했으며 7월중순 칠레 산티아고 지역의 폭설로 Andina광산 등의 가동이 일시 중단된 바 있고 8월에는 잠비아 Mopani광산이 전력 부족으로 일시 가동중단하는 등 동정광 공급차질이 점차 심화되었다.

‘18년에도 글로벌 주요 동광산의 파업에 따른 생산량 감소 가능성 배제 못해

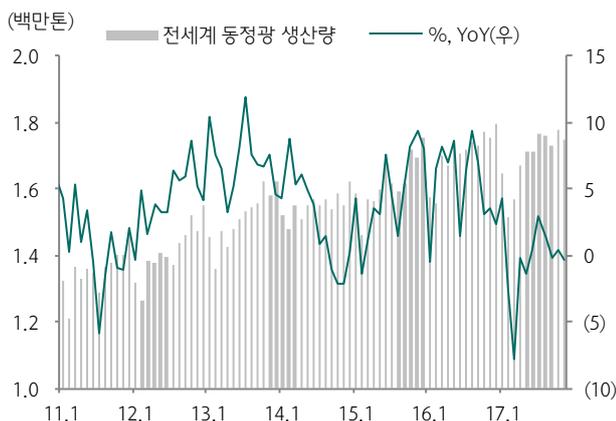
2018년에도 전세계적으로 동정광 생산차질 우려가 확대되고 있다. 지난해와 마찬가지로 칠레와 페루에서 노사 협상이 순조롭지 못할 전망이다 특히 칠레에서는 노동법이 개정되고 전기동가격이 회복되면서 노사관계가 원만하지 못한 상황이다. 칠레광업회(National Mining Society)에 따르면 2018년에 30개 내외의 광산에서 단체협약 갱신이 예정되어 있는데 이는 칠레 전체 생산량의 4분의 3 수준으로 순조롭지 못할 경우 글로벌 동광산 증설에도 불구하고, 지난해와 마찬가지로 동정광 생산량을 감소시킬 가능성도 배제할 수 없다.

표 5. ‘17년 동광산 파업 내역

가동 중단기간	현 상황	광산명(지역)	운영사	내용
2월9일~3월23일	종료	Escondida(칠레)	BHP Billiton	노사간 합의없이 종료(단체협상 갱신 `18년으로 연기)
2월12일~3월21일	종료	Grasberg(인니)	Freeport-McMoRan	인니 정광수출 규제에 제련소가 파업에 돌입했었으나 파업 종료
3월10일~3월30일	종료	Cerro Verde(페루)	Freeport-McMoRan	약 3주간 노조파업 지속 후 종료
4월초~4월23일	종료	Toquepala, Cuajone(페루)	Southern Copper	2주간 노조파업했으나 의료지원 확대 합의로 노조파업 종결
5월	무산	Collahuasi(칠레)	Glencore, Anglo American	단체협약에 대한 합의가 이루어짐으로써 파업 모면
5월1일~	진행중	Grasberg(인니)	Freeport-McMoRan	5월1일부터 파업 개시. 협상부진으로 파업기간 연장
7월10일~	무산	Zaldivar(칠레)	Antofagasta Barrick Gold	노조가 새로운 단체협약에 합의하면서 파업 모면
7월19일~8월6일	종료	Las Bamas(페루) Antamina(페루) Cerro Verde(페루) Toquepala, Cuajone(페루)	MMG BHP, Glencore Freeport-McMoRan Southern Copper	NFM(페루 전국 광산노조 110개 대표), 정부의 노동유연화 정책 반대 위한 파업 강행했으나 페루정부가 노동법 개혁시 노조와의 협상추진을 약속하면서 종료
8월초	무산	Highland Valley(캐나다)	Teck Resources	단체 협약 합의에 노조 근로자 1천명 중 99.8%가 찬성
11월21일~	진행중	Toquepala(페루) Cuajone(페루)	Southern Copper	이익금 공유 및 해고자 복직 등 기존 합의사항 미이행으로 노조 파업
11월23일	종료	Escondida(칠레)	BHP Billiton	전체 인원의 3% 해고 발표에 대한 대응으로 하루 파업
11월말	종료	Quebrada Blanca(칠레)	Teck Resources	생산 장려금 등 향후 2년간 적용되는 단체협약안에 합의하며 종료

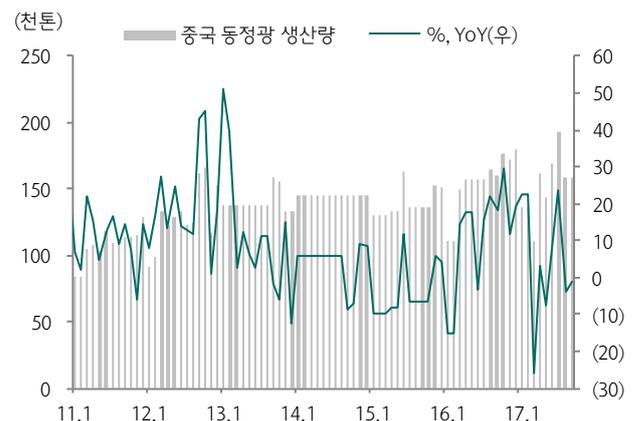
자료: 언론, 하나금융투자

그림 19. 전세계 동정광 생산 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 20. 중국 동정광 생산 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

(3) 중국의 환경규제, 글로벌 전기동 수급의 또 다른 이슈로 부각

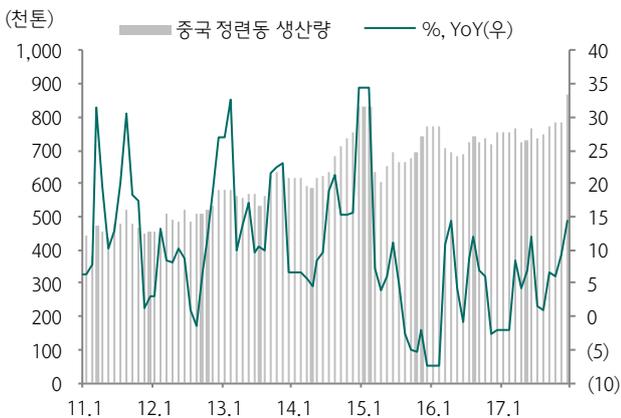
동 제련수수료 하락으로 제련소 가동률 하락 전망

2017년 중국의 정련동 생산은 전년동기대비 5.4% 증가한 918만톤을 기록했다. 특히 12월 생산량은 전년동기대비 16.7% 급증한 86.5만톤을 기록하며 사상최고치를 경신했다. 이는 1분기 예정된 동정광 벤치마크 제련수수료(TC/RCs) 하락(-8.4%) 이전에 중국 동 제련소가 가동률을 급격하게 상승시켰기 때문인 것으로 분석된다. 하지만 벤치마크 제련수수료가 하락하는 1분기부터는 중국 동 제련소 가동률은 하락할 전망이다. Spot 제련수수료의 경우에도 최근까지 약세가 지속되고 있기 때문에 제련소 수익성은 더욱 악화될 것으로 예상되기 때문이다.

중국 환경규제로 동제련소 가동률 하락 → 전기동가격 상승 견인 예상

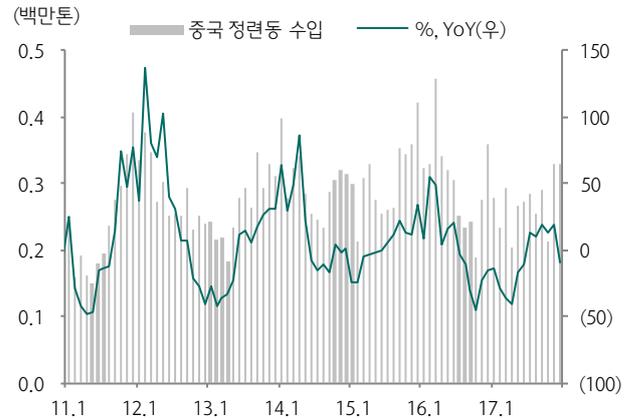
중국의 동 제련소들도 정부의 환경규제에서 벗어날 수 없을 것으로 예상된다. 이미 지난해 12월 중국 최대 동제련소인 Jiangxi Copper사가 1주일간 제련소 가동을 중단했고 Tongling Nonferrous Metals Group사도 Anhui성 소재 제련소 가동을 30% 감축한 바 있는데 가동 정상화 시기는 아직 미정이다. 2018년에도 중국 정부의 환경규제 강화는 더욱 심화될 것으로 예상되기 때문에 중국내 제련소 가동률 하락과 수입산 정련동에 대한 의존도는 더욱 확대될 것으로 예상되어 전기동 가격 상승을 견인할 전망이다.

그림 21. 중국 정련동 생산 추이



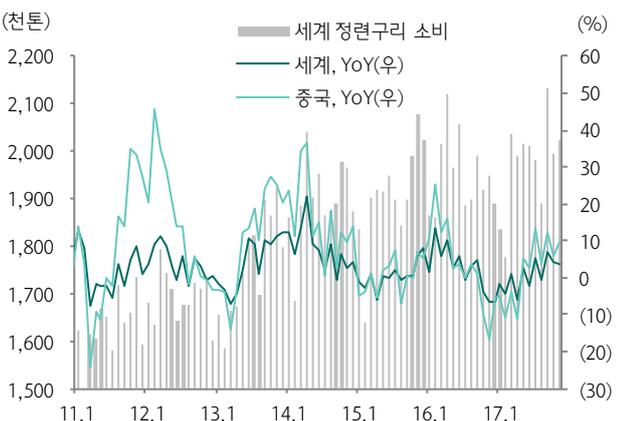
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 22. 중국 정련동 수입 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 23. 전세계 구리수요 및 중국 구리수요 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 24. LME 전기동가격 vs. 중국형 동정광 TC 추이



자료: Bloomberg, Datastream, 하나금융투자

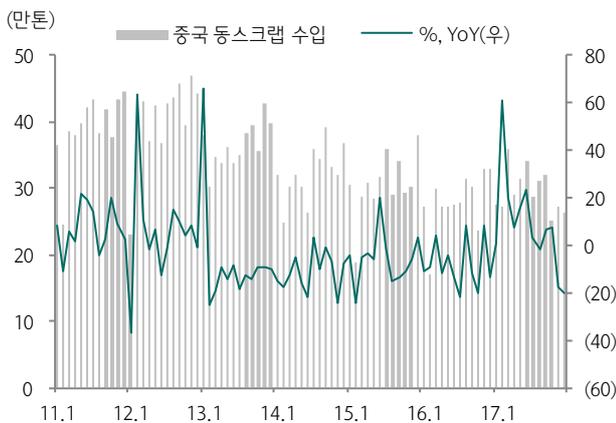
**‘18년 중국의 동스크랩 수입 규제
연초부터 본격화,
전기동가격 상승 견인 예상**

중국 정부의 환경규제는 자국내 제련소들로 하여금 직접적인 생산 제한 뿐만 아니라 원료 수급 이슈에도 영향을 미칠 전망이다. 지난 7월 중국 정부가 환경오염 방지를 위해 ‘수입 폐기물 관리 목록’을 발표하면서 다수의 재활용 원재료 수입 금지 입장을 표명하면서 2018년부터 중국의 동스크랩 수입 급감 가능성이 제기되었다. 이러한 움직임은 연초부터 본격화되고 있는데 중국 정부가 동스크랩 수입 쿼터를 대폭 축소했다. 2018년 1 ~ 2차 수입 쿼터는 전년동기대비 94.3% 급감한 13.6만톤을 기록하는데 그쳤다. 또한 중국 정부는 2018년 말까지 동 스크랩 수입을 전면 금지할 예정으로 중국의 정련동 수입 확대로 이어질 전망이고 이는 곧 전기동가격 상승을 견인할 것으로 예상된다.

**LME 전기동재고 단기 급증,
중국 수요 둔화로 속단하기에는
일러...**

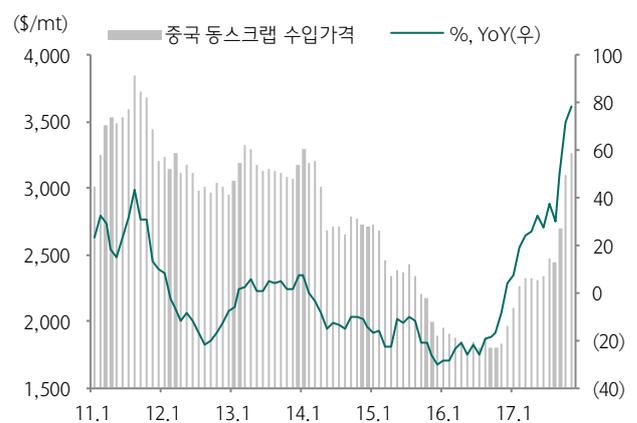
1월 중순 이후 전기동가격이 조정을 받았는데 지속적인 상승에 따른 피로감 영향도 있겠지만 LME 전기동 재고가 단기간에 급증하면서 10개월래 최대치까지 상승하며 수요 감소에 대한 우려가 확대되었기 때문인 것으로 판단된다. 하지만 상해선물거래소(SHFE)의 재고는 여전히 낮은 수준을 유지하고 있기 때문에 중국의 수요 둔화를 속단하기에는 이르다고 판단된다. 물론 중국 전기동 수요의 경우 동부지역의 폭설을 비롯한 한파의 영향으로 일시적인 둔화 가능성을 배제할 수 없으나 춘절 이후 제조업 가동률이 정상화되면 회복세로 전환될 전망이다.

그림 25. 중국 동스크랩 수입 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 26. 중국 동스크랩 수입가격 추이



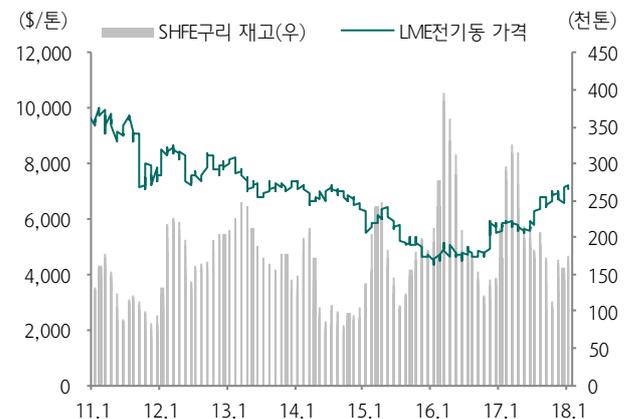
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 27. LME 전기동 가격 및 재고 추이



자료: Datastream, 하나금융투자

그림 28. LME 전기동 가격 및 SHFE 구리재고 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

'18년 전기동가격 추정치 상향
(기존 6,736불/톤 → 7,391불/톤)
① 타이트한 동정광 및 전기동 수급
② 트럼프 인프라투자(1.7조달러)
본격화 투자심리 개선

종합해보면 2018년 전세계 동정광 증설은 20 ~30만톤이 예정되어 있지만 1) 지난해와 마찬가지로 칠레, 페루와 같은 주요 생산지역에서의 대규모 파업 발생에 따른 생산차질 가능성이 높기 때문에 실질적인 생산 감소 가능성을 배제할 수 없고 2) 중국의 환경규제 및 동 제련수수료(TC/RCs) 하락에 의한 제련소 가동률 하락이 전망되며 3) 중국의 동스크랩 수입규제 본격화로 전기동 수입 증가가 예상되기 때문에 타이트한 동정광 및 전기동 수급이 기대된다. 또한 4) 최근 트럼프가 향후 10년간 1.7조달러 규모의 대규모 인프라투자를 단행하겠다고 선언한 상황에서 오는 30일 예정된 연두교서에서 구체적인 투자 계획이 발표될 예정으로 전기동에 대한 투자심리 개선이 예상된다. 이를 감안하여 하나금융투자는 2018년 전기동 가격전망치를 기존 6,736불/톤에서 7,391불/톤으로 상향해서 제시한다.

표 6. 트럼프 정부의 인프라 투자 확대 계획

규모	10년간 1조 7,000억달러(대선 공약보다 7,000억달러 증액)
대상	신규 공항, 항만, 도로 건설 시골 등 낙후 지역 개발 고속철도 등 시설 첨단화
방안	주정부 등 지자체 참여 확대 (연방정부 지출 전체 20%선 축소) 민간 투자 위해 환경평가 간소화. 통행료 등 투자 수입 보전 증대

자료: 각종 언론, 하나금융투자

표 7. 전세계 정련동 수급 동향

(단위: 천톤)

	14	15	16	17E	18F	19F
동정광 생산량	18,654	20,167	20,118	19,823	20,296	20,788
정련동 생산량	21,758	22,855	22,746	22,940	23,339	23,892
정련동 소비량	21,608	22,454	22,525	22,987	23,480	24,005
정련동 생산-소비	150	401	221	(47)	(141)	(113)

자료: Wood Mackenzie, 하나금융투자

표 8. 분기별 LME 전기동가격 전망

(단위: \$/톤)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	16	17	18F(New)	18F(Old)
전기동	5,817	5,662	6,341	6,816	7,200	7,400	7,600	7,363	4,866	6,163	7,391	6,736
(%, YoY)	24.0%	19.6%	33.0%	29.1%	23.8%	30.7%	19.9%	8.0%	-11.6%	26.7%	19.9%	9.3%

자료: LME, 하나금융투자

2) 아연: 2018년에도 강세 예상되지만 상고하저 전망

(1) 아연가격, 거침없는 질주본능

‘17년 아연가격 연초대비 30.5% 상승. ‘18년 들어서도 상승세 지속 1월말 현재 3,500불/톤 상회

‘17년 글로벌 아연정광 생산 증가 But 제련소 가동률 하락에 따른 정련아연 생산이 감소하면서 정련아연 공급부족 심화 중국의 ‘17년 정련아연 수입 43.5% 급증

2017년 LME 아연가격은 연초대비 30.5% 상승한 3,338불/톤로 마감했다. 기타 산업용 금속과는 달리 지난 10 ~ 11월 미달러 단기 강세 기간에도 보합세를 유지했고 연말 미달러가 약세로 전환되자 상승세로 전환하여 1월말 현재 3,500불/톤을 상회하고 있다.

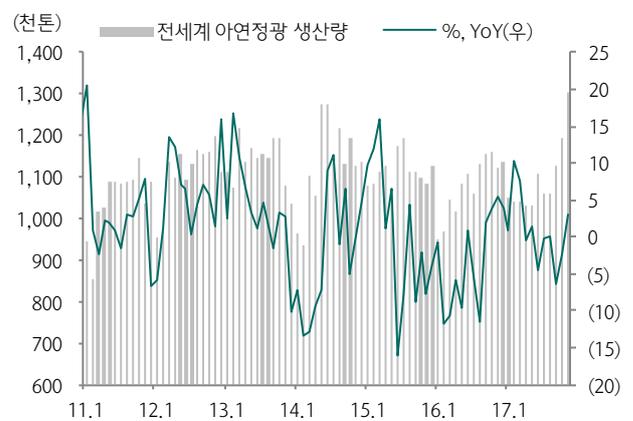
Glencore와 Nystar와 같은 메이저 광산업체들의 감산 영향으로 2016년 전세계 아연정광 생산은 3.2% 감소했다. 하지만 2017년 들어 인도, 페루, 터키를 중심으로 광산 가동률이 상승한 결과 전세계 아연정광 생산은 11월 누적 2.1% 증가하면서 아연정광 수급은 다소 완화된 상태이다. 그럼에도 불구하고 타이트한 아연정광 수급에 의한 2017년 벤치마크 아연 T/C(제련수수료) 하락(전년대비 -15%인 172불/톤에 타결), 그로 인한 제련소 수익성 악화와 중국정부의 환경 이슈에 의한 제련소 규제 확대 영향으로 중국, 한국, 캐나다를 중심으로 제련소 가동률이 하락하면서 전세계 정련아연 생산은 -0.3%를 기록했다. 그에 반해 정련아연 소비는 동기간에 1.9% 증가하면서 공급부족이 심화되었다. 특히 중국의 경우 아연정광 및 정련아연 생산량 모두 감소하면서 수입산에 대한 의존도가 확대되었고 11월 누적 아연정광 및 정련아연 수입은 전년동기대비 각각 22.9%와 43.5% 급증했다.

그림 29. LME 아연 가격 vs. 달러인덱스 추이



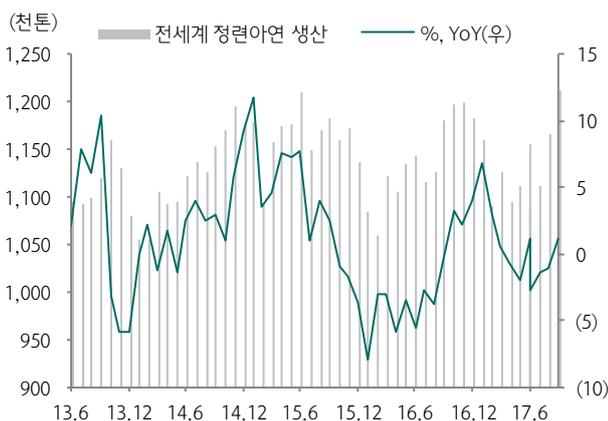
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 30. 전세계 아연정광 생산 추이



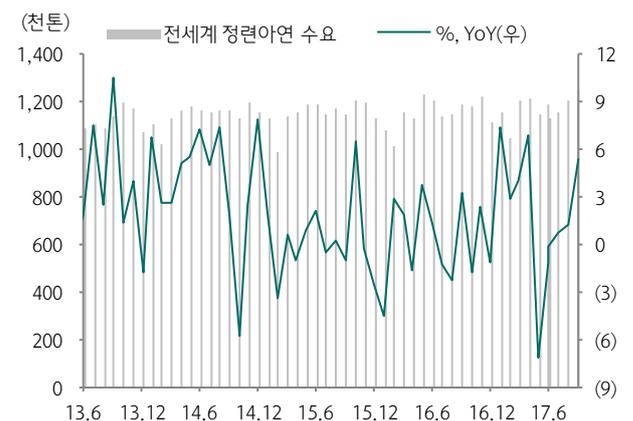
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 31. 전세계 정련아연 생산 추이



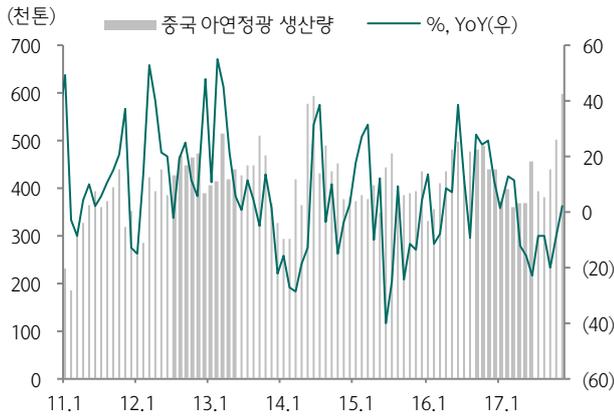
자료: ILZSG, 하나금융투자

그림 32. 전세계 정련아연 수요 추이



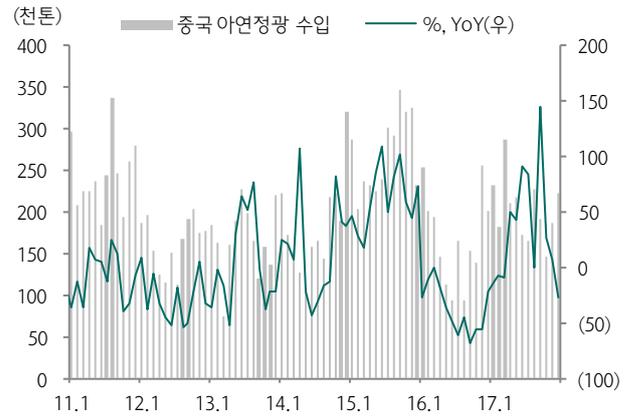
자료: ILZSG, 하나금융투자

그림 33. 중국 아연정광 생산 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 34. 중국 아연정광 수입 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

(2) 1H18까지 아연가격 강세 지속 전망

아연가격 1H18까지 강세 예상

- 1) 낮은 수준의 재고
- 2) spot T/C 하락
- 3) 2분기 중국 성수기
정련아연 수입증가

아연가격의 강세는 2018년 상반기동안 지속될 것으로 예상된다. 2017년에 지속되었던 LME 아연재고 감소세가 2018년에도 지속되고 있는 가운데 현재 재고는 2008년 10월 이후 최저치로 하락한 상황이고 상해선물거래소(SHFE) 재고 또한 낮은 수준을 지속하고 있기 때문에 글로벌 아연 수요가 견조한 것으로 판단된다. 또한 당초 예상과는 달리 Spot T/C(제련 수수료)가 여전히 하락하고 있다는 점도 글로벌하게 아연정광 공급부족이 해소되지 못하고 있다는 것을 의미한다. 중국의 경우 환경규제 이슈로 아연스크랩 재생 공장에 대한 제재로 정련아연 수입 증가가 예상되고 2분기 성수기에는 아연 재고가 추가로 하락할 것으로 예상되기 때문에 2분기까지 아연가격은 강세를 기록할 전망이다.

그림 35. LME 아연 가격 및 재고 추이



자료: Datastream, 하나금융투자

그림 36. LME 아연가격 및 SHFE 아연재고 추이



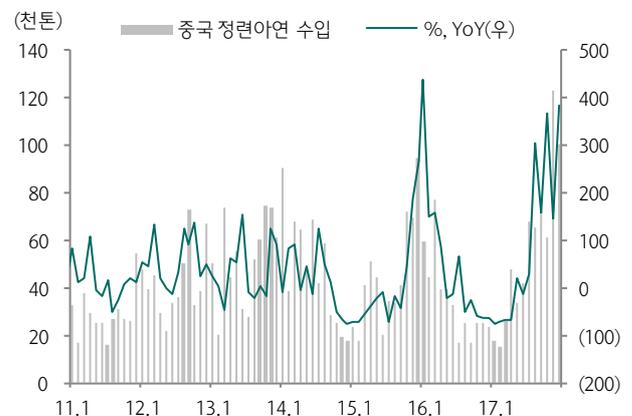
자료: Datastream, Bloomberg, 하나금융투자

그림 37. LME 아연가격 vs. 아연 spot T/C 및 프리미엄 추이



자료: Datastream, Bloomberg, 하나금융투자

그림 38. 중국 정련아연 수입 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

(3) 하반기로 갈수록 아연정광 공급 확대로 아연가격 하락 압력 거세질 전망

- '18년 아연정광 공급 +5.1%
- 하반기로 갈수록 아연정광 생산 증가로 공급부족 완화 예상
- 1) Gamsberg광산 여름 가동
- 2) Dugald River광산 렘프업
- 3) Century광산 광미 생산 본격화
- 4) Lady Loretta광산 재가동

2018년 아연정광 공급은 5.1% 증가할 전망으로 하반기로 갈수록 생산 증가가 예상된다. 최근 몇 년간 제한적이었던 아연 신규광산 가동이 2018년에는 활발해질 예정이기 때문이다. 대표적으로 1) 남아공 소재의 Gamsberg광산('18년 12.5만톤, '19년 25만톤 풀가동)이 여름철에 생산을 개시할 예정이고, 2) 호주의 Dugald River광산 또한 지난해말 상업생산 이후 올해 본격적인 Ramp-Up('18년 12.5만톤, '19년 25만톤)이 계획되어 있으며 3) 2016년에 폐광된 기존 세계 3위 아연광산이었던 Century광산의 광미 생산('18년 7.5만톤, '19년 27.3만톤)이 4분기에 본격화될 계획이며 4) Glencore사의 호주 Lady Loretta 광산('18년 10만톤, '19년 16만톤) 또한 상반기 중으로 재가동이 예정되어 있기 때문에 하반기로 갈수록 글로벌 아연정광 공급부족은 완화될 전망이다.

표 9. 글로벌 아연광산 신증설 전망

(단위: 천mt)

가동 시기	지역	광산	회사	규모	신규 여부
2018	Canada	Myra Falls	Nyrstar	15.0	신규
	Canada	Middle Tennessee	Nyrstar	35.0	
	USA	Empire State Mine	Titan Mining	6.0	신규
	Cuba	Castellanos Project	Emincar & Cuba Government JV	20.0	신규
	Australia	Dugald River	Minmetals Resources Ltd.	125.0	
	Australia	Mungana King Vol Project	Auctus Minerals	20.0	
	Australia	Century Tailings	Venturex Resources Ltd.	75.0	신규
	Australia	Lady Loretta	Glencore	100.0	
	South Africa	Gamsberg (Phase 1)	Vedanta Resources PLC	125.0	신규
	Eritrea	Bisha Expansion	Nevsun Resources Ltd. (60%) State of Eritrea (40%)	15.0	
	Burkina Faso	Perkoa	Trevali (90%)	3.8	
	Sweden	Zinkgruvan Expansion	Sweden	4.3	
2019	Canada	Myra Falls	Nyrstar	15.0	
	USA	Empire State Mine	Titan Mining	6.0	
	Mexico	Rey de plata	Industrias Penoles SAB de CV	12.0	신규
	Cuba	Castellanos Project	Emincar & Cuba Government JV	30.0	
	Australia	Dugald River	Minmetals Resources Ltd.	125.0	
	Australia	Sulphur Springs Copper Zinc Project	Venturex Resources Ltd.	8.0	신규
	Australia	Mungana King Vol Project	Auctus Minerals	10.0	
	Australia	Century Tailings	Venturex Resources Ltd.	198.0	
	Australia	Lady Loretta	Glencore	60.0	
	India	Rampura Agucha	Hindustan Zinc	100.0	신규
	South Africa	Gamsberg (Phase 1)	Vedanta Resources PLC	125.0	
Kazakhstan	Shalkiya	Tau-Ken Samruk	50.0	신규	
2020	USA	Empire State Mine	Titan Mining	12.0	
	Mexico	Rey de plata	Industrias Penoles SAB de CV	12.0	
	Cuba	Castellanos Project	Emincar & Cuba Government JV	50.0	
	Australia	Sulphur Springs Copper Zinc Project	Venturex Resources Ltd.	24.0	
	India	Rampura Agucha	Hindustan Zinc	100.0	
	Algeria	Tala Hamza	Terramin Australia Ltd.(65%) and two Algerian government-owned companies	50.0	신규
	Kazakhstan	Shalkiya	Tau-Ken Samruk	70.0	
	Portugal	Neves Corvo Expansion (ZEP)	Lundin Mining	70.0	신규
	Iran	Mehdiabad Expansion	Rostek, Corp. & Iranian Bank	200.0	신규

자료: Bloomberg, 언론, 하나금융투자

'18년 아연 수급 완화
연말로 갈수록 수급 완화 가속화
예상
But, 1H18 예상보다 타이트한 수급
(‘18년 아연가격 전망치
기준 2,675불/톤에서
3,181불/톤으로 상향)

2018년에도 전세계 정련아연 소비는 2017년의 +2.1%보다 소폭 확대된 +2.5%의 증가세가 예상되는 반면 정련아연 생산은 2017년 기저효과와 하반기로 갈수록 아연정광 공급 확대에 따른 아연 spot T/C 상승으로 증가세 전환이 예상되어 연간으로는 +6.5%를 기록할 전망이다. 따라서 2018년 글로벌 아연 수급은 2017년 86만톤 공급부족에서 34만톤 공급부족으로 타이트한 수급이 완화될 것으로 예상되고 연말로 갈수록 수급 완화는 가속화될 전망으로 2018년 아연가격은 상고하저(上高下低)가 예상된다. 하지만 상반기에는 기존에 예상했던 것보다 아연정광 및 정련아연 수급이 타이트할 전망이기 때문에 하나금융투자는 2018년 아연 가격을 전망치를 기준 2,675불/톤에서 3,181불/톤로 상향해서 제시한다.

표 10. 전세계 아연 수급 동향

(단위: 천톤)

	14	15	16	17E	18F	19F
아연정광 생산량	13,156	13,207	12,363	13,145	13,809	14,600
정련아연 생산량	13,365	13,726	13,585	13,564	14,447	14,977
정련아연 소비량	13,881	13,919	14,128	14,429	14,793	15,138
정련아연 생산-소비	(516)	(193)	(543)	(865)	(346)	(161)

자료: Wood Mackenzie, 하나금융투자

표 11. 분기별 LME 아연가격 전망

(단위: \$/톤)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	16	17	18F(New)	18F(old)
아연	2,772	2,601	2,958	3,236	3,450	3,570	3,210	2,924	2,092	2,894	3,181	2,675
(%, YoY)	65.4%	35.7%	31.3%	29.0%	24.5%	37.3%	8.5%	-9.6%	8.3%	38.3%	9.9%	-7.6%

자료: LME, 하나금융투자

Top Picks 및 관심종목

고려아연 (010130)	23
풍산 (103140)	26
LS (006260)	29

2018년 1월 31일

고려아연(010130)

예상보다는 더디지만 여전한 제련업황 회복 기대감!

원/달러 환율 하락으로 4분기 아쉬운 영업실적 예상

2017년 4분기 고려아연의 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 1,7조원(YoY +5.4%, QoQ +6.1%)과 2,221억원(YoY -14.5%, QoQ +18.5%)을 기록할 것으로 예상된다. 1) 전분기 대비 금속가격 상승(아연 +9.4%, 연 +7.0%)에도 불구하고, 2) 아연 판매량 감소(-6.3%)와 3) 원/달러 환율 하락(-2.0%)의 영향으로 영업이익의 경우 시장컨센서스인 2,360억원을 하회하는 다소 아쉬운 영업실적이 예상된다.

하반기로 갈수록 완화된 글로벌 아연정광 수급

2018년 아연정광 공급은 5.1% 증가할 전망으로 하반기로 갈수록 생산 증가가 예상된다. 대표적으로 1) 남아공 소재의 Gamsberg광산('18년 12.5만톤)이 여름철에 생산을 개시할 예정이고, 2) 호주의 Dugald River광산 또한 지난해말 상업생산 이후 올해 본격적인 Ramp-Up('18년 12.5만톤)이 계획되어 있으며 3) 2016년에 폐광된 기존 세계 3위 아연광산이었던 Century광산의 광미 생산('18년 7.5만톤)이 4분기에 본격화될 계획이며 4) Glencore사의 호주 Lady Loretta 광산('18년 10만톤) 또한 상반기 중으로 재가동이 예정되어 있기 때문에 하반기로 갈수록 글로벌 아연정광 공급부족은 완화될 전망이다.

하지만 상반기에는 기존에 예상했던 것보다 타이트할 아연정광 및 정련아연 수급 전망을 반영하여 2018년 아연가격을 10.0% 상승한 3,181불/톤으로 제시하고 이를 감안한 고려아연의 영업이익은 21.3% 증가한 1조 847억원을 기록할 전망이다.

투자이견 'BUY' 및 목표주가 640,000원 유지

고려아연에 대해 투자이견 BUY 및 목표주가 640,000원을 유지하고 계속해서 업종내 최선호주로 제시한다. 1) 2017년 아연 제련수수료(T/C) 하락에 따른 어려운 영업환경에서도 양호한 영업실적이 예상되는 가운데 2) 2018년에도 제련공정 합리화 및 ESS 투자 완료에 따른 원가절감 효과가 기대되며 3) 하반기부터는 아연정광 공급 확대에 따른 제련업황 회복(T/C 상승)이 기대되기 때문이다.

Top Picks

BUY

| TP(12M): 640,000원 | CP(1월30일): 530,000원

Key Data		Consensus Data	
		2017	2018
KOSPI 지수 (pt)	2,567.74		
52주 최고/최저(원)	546,000/392,500	매출액(십억원)	6,632.4 7,159.4
시가총액(십억원)	10,001.1	영업이익(십억원)	915.2 1,053.5
시가총액비중(%)	0.83	순이익(십억원)	691.0 822.1
발행주식수(천주)	18,870.0	EPS(원)	35,810 43,385
60일 평균 거래량(천주)	35.8	BPS(원)	341,273 378,785
60일 평균 거래대금(십억원)	18.0		
17년 배당금(예상,원)	8,500	Stock Price	
17년 배당수익률(예상,%)	1.72		
외국인지분율(%)	25.24		
주요주주 지분율(%)			
최장걸 외 38 인	42.46		
국민연금	8.05		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	7.5 7.6 7.8		
상대	3.3 0.6 (12.5)		

Financial Data						
투자지표	단위	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	십억원	4,771.4	5,847.5	6,577.8	7,037.7	7,562.4
영업이익	십억원	672.2	764.7	894.0	1,084.7	1,196.7
세전이익	십억원	684.5	801.7	924.6	1,124.1	1,242.5
순이익	십억원	509.4	592.4	685.3	835.0	920.6
EPS	원	26,994	31,395	36,316	44,249	48,788
증감률	%	1.6	16.3	15.7	21.8	10.3
PER	배	17.37	15.13	13.58	11.98	10.86
PBR	배	1.72	1.61	1.52	1.47	1.32
EV/EBITDA	배	9.26	7.97	7.09	6.20	5.40
ROE	%	10.49	11.18	11.85	13.06	12.93
BPS	원	271,901	295,176	323,530	359,818	400,644
DPS	원	8,500	8,500	8,500	8,500	8,500



철강금속/운송 Analyst 박성봉
02-3771-7774
sbpark@hanafn.com

RA 박기빈
02-3771-8094
kb.park@hanafn.com

원/달러 환율 하락으로 4분기 아쉬운 영업실적 예상

4Q17 영업이익 2,221억원
(YoY -14.5%, QoQ +18.5%) 전망

2017년 4분기 고려아연의 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 1.7조원(YoY +5.4%, QoQ +6.1%)과 2,221억원(YoY -14.5%, QoQ +18.5%)을 기록할 것으로 예상된다. 1) 전분기 대비 금속가격 상승(아연 +9.4%, 연 +7.0%)에도 불구하고, 2) 아연 판매량 감소(-6.3%)와 3) 원/달러 환율 하락(-2.0%)의 영향으로 영업이익의 경우 시장컨센서스인 2,360억원을 하회하는 다소 아쉬운 영업실적이 예상된다.

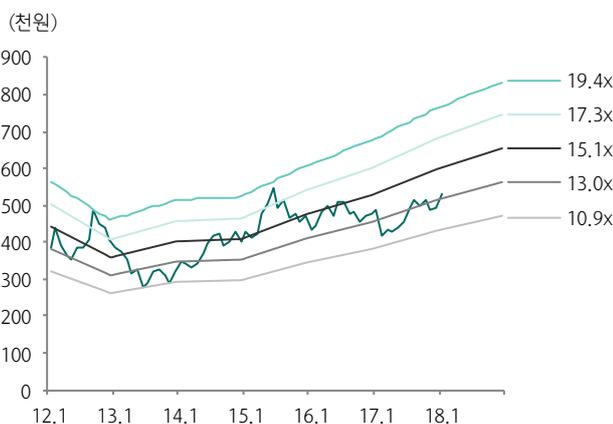
표 1. 고려아연 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, 천톤, kg, 톤, 달러/톤, 달러/온스, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017F	2018F
제품별 매출(본사기준)											
매출(십억원)	1,338.5	1,388.0	1,341.9	1,423.6	1,442.9	1,508.7	1,460.8	1,433.0	5,044.8	5,492.1	5,845.4
아연(십억원)	469.3	528.2	526.7	518.5	544.8	629.4	573.1	493.7	1,643.7	2,042.7	2,241.0
연(십억원)	281.4	301.6	279.3	335.2	303.9	347.8	304.3	327.2	993.9	1,197.6	1,283.1
금(십억원)	130.4	125.3	123.3	135.9	136.3	118.0	141.3	159.5	579.8	514.9	555.2
은(십억원)	352.2	324.6	294.9	334.2	347.1	294.5	324.0	334.5	1,466.5	1,306.0	1,300.1
제품별 판매량(본사기준)											
판매량(천톤)	241.7	281.4	260.5	266.3	252.5	294.2	272.5	277.6	1,089.3	1,049.9	1,096.8
아연(천톤)	137.6	164.6	154.3	144.6	148.0	177.2	166.0	155.6	643.5	601.1	646.8
연(천톤)	98.7	110.3	100.3	115.4	98.7	110.3	100.3	115.4	420.2	424.7	424.7
금(kg)	2,900.0	2,739.0	2,641.0	2,971.0	2,983.7	2,818.0	2,717.2	3,056.7	12,441.0	11,251.0	11,575.5
은(톤)	558.7	508.2	484.5	552.7	578.2	525.9	501.4	572.0	2,348.8	2,104.1	2,177.5
주요 제품 가격											
아연(달러/톤)	2,772.0	2,601.0	2,958.0	3,236.0	3,400.0	3,300.0	3,100.0	2,923.7	2,006.0	2,858.0	3,180.9
연(달러/톤)	2,268.0	2,167.0	2,330.0	2,492.0	2,600.0	2,700.0	2,500.0	2,382.7	1,835.8	2,296.3	2,545.7
금(달러/온스)	1,218.0	1,259.0	1,279.0	1,277.0	1,330.0	1,250.0	1,450.0	1,506.3	1,256.0	1,255.3	1,384.1
은(달러/온스)	17.4	17.3	16.9	16.7	17.3	16.5	18.0	17.2	17.0	17.2	17.2
연결기준											
매출액(십억원)	1,573.8	1,671.7	1,616.9	1,715.3	1,761.3	1,810.3	1,752.8	1,713.4	5,847.5	6,577.8	7,037.7
영업이익(십억원)	236.3	248.3	187.3	222.1	278.3	268.5	251.4	286.4	764.7	894.0	1,084.7
세전이익(십억원)	229.9	274.2	200.2	220.3	272.0	294.6	269.2	288.3	801.7	924.6	1,124.1
지배순이익(십억원)	167.0	168.4	149.1	200.7	198.0	168.1	206.1	262.8	592.4	685.3	835.0
영업이익률	15.0	14.9	11.6	12.9	15.8	14.8	14.3	16.7	13.1	13.6	15.4
세전이익률	14.6	16.4	12.4	12.8	15.4	16.3	15.4	16.8	13.7	14.1	16.0
순이익률	10.6	10.1	9.2	11.7	11.2	9.3	11.8	15.3	10.1	10.4	11.9

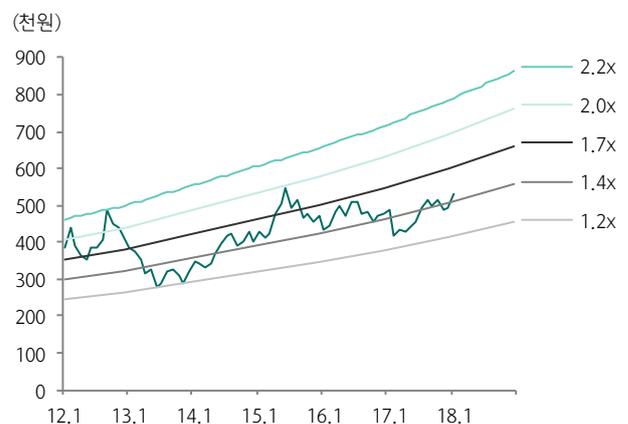
자료: 하나금융투자

그림 1. 고려아연 PER밴드



주: IFRS 연결 기준
자료: 하나금융투자

그림 2. 고려아연 PBR밴드



주: IFRS 연결 기준
자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	4,771.4	5,847.5	6,577.8	7,037.7	7,562.4
매출원가	3,929.5	4,904.8	5,464.7	5,718.6	6,113.8
매출총이익	841.9	942.7	1,113.1	1,319.1	1,448.6
판매비	169.7	178.0	219.1	234.4	251.9
영업이익	672.2	764.7	894.0	1,084.7	1,196.7
금융손익	17.4	45.6	31.0	37.3	46.1
중속/관계기업손익	(9.0)	(1.7)	0.3	1.7	0.3
기타영업외손익	3.9	(7.0)	(0.7)	0.5	(0.6)
세전이익	684.5	801.7	924.6	1,124.1	1,242.5
법인세	170.5	207.1	236.8	286.1	318.5
계속사업이익	514.0	594.6	687.8	838.0	924.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	514.0	594.6	687.8	838.0	924.0
비지배주주지분 손익	4.6	2.2	2.5	3.1	3.4
지배주주순이익	509.4	592.4	685.3	835.0	920.6
지배주주지분포괄이익	558.2	589.6	689.3	839.8	926.0
NOPAT	504.8	567.1	665.0	808.6	889.9
EBITDA	846.3	983.2	1,115.4	1,313.4	1,459.8
성장성(%)					
매출액증가율	(3.4)	22.6	12.5	7.0	7.5
NOPAT증가율	0.0	12.3	17.3	21.6	10.1
EBITDA증가율	0.9	16.2	13.4	17.8	11.1
영업이익증가율	(1.5)	13.8	16.9	21.3	10.3
(지배주주)순이익증가율	1.6	16.3	15.7	21.8	10.3
EPS증가율	1.6	16.3	15.7	21.8	10.3
수익성(%)					
매출총이익률	17.6	16.1	16.9	18.7	19.2
EBITDA이익률	17.7	16.8	17.0	18.7	19.3
영업이익률	14.1	13.1	13.6	15.4	15.8
계속사업이익률	10.8	10.2	10.5	11.9	12.2

투자지표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	26,994	31,395	36,316	44,249	48,788
BPS	271,901	295,176	323,530	359,818	400,644
CFPS	45,815	53,929	58,347	69,135	76,795
EBITDAPS	44,848	52,105	59,112	69,603	77,362
SPS	252,859	309,884	348,583	372,957	400,763
DPS	8,500	8,500	8,500	8,500	8,500
주가지표(배)					
PER	17.4	15.1	13.6	12.0	10.9
PBR	1.7	1.6	1.5	1.5	1.3
PCFR	10.2	8.8	8.4	7.7	6.9
EV/EBITDA	9.3	8.0	7.1	6.2	5.4
PSR	1.9	1.5	1.4	1.4	1.3
재무비율(%)					
ROE	10.5	11.2	11.8	13.1	12.9
ROA	8.8	9.6	10.1	11.2	11.2
ROIC	14.2	15.4	17.2	20.0	20.5
부채비율	13.2	14.5	14.4	13.8	13.1
순부채비율	(22.1)	(22.5)	(24.8)	(29.1)	(29.6)
이자보상배율(배)	384.0	812.6	1,027.7	1,326.2	1,454.7

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
유동자산	2,537.9	2,894.6	3,353.8	3,942.4	4,347.7
금융자산	1,208.2	1,322.5	1,585.4	2,050.4	2,314.6
현금성자산	239.5	309.3	445.6	830.9	1,004.3
매출채권 등	308.1	358.3	403.1	431.3	463.4
재고자산	1,015.2	1,204.0	1,354.3	1,449.0	1,557.0
기타유동자산	6.4	9.8	11.0	11.7	12.7
비유동자산	3,370.0	3,588.1	3,740.5	3,889.7	4,315.5
투자자산	823.0	991.5	1,115.4	1,193.4	1,282.3
금융자산	801.9	975.7	1,097.5	1,174.3	1,261.8
유형자산	2,428.1	2,484.3	2,512.9	2,584.2	2,921.0
무형자산	70.8	73.7	73.7	73.7	73.7
기타비유동자산	48.1	38.6	38.5	38.4	38.5
자산총계	5,907.9	6,482.6	7,094.2	7,832.1	8,663.2
유동부채	390.0	536.8	579.2	609.9	644.9
금융부채	29.5	33.8	27.8	28.1	28.4
매입채무 등	250.1	368.1	414.0	443.0	476.0
기타유동부채	110.4	134.9	137.4	138.8	140.5
비유동부채	298.5	283.2	316.4	337.3	361.1
금융부채	23.6	17.3	17.3	17.3	17.3
기타비유동부채	274.9	265.9	299.1	320.0	343.8
부채총계	688.6	819.9	895.5	947.2	1,006.1
지배주주지분	5,077.3	5,516.4	6,051.5	6,736.3	7,506.7
자본금	94.4	94.4	94.4	94.4	94.4
자본잉여금	57.3	57.2	57.2	57.2	57.2
자본조정	(53.5)	(53.5)	(53.5)	(53.5)	(53.5)
기타포괄이익누계액	114.2	118.2	118.2	118.2	118.2
이익잉여금	4,864.9	5,300.3	5,835.3	6,520.1	7,290.5
비지배주주지분	142.1	146.3	147.2	148.7	150.5
자본총계	5,219.4	5,662.7	6,198.7	6,885.0	7,657.2
순금융부채	(1,155.1)	(1,271.3)	(1,540.3)	(2,005.0)	(2,269.0)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	944.9	680.7	784.3	988.4	1,097.7
당기순이익	514.0	594.6	687.8	838.0	924.0
조정	214.6	269.9	211.2	222.7	256.1
감가상각비	174.1	218.5	221.5	228.7	263.2
외환거래손익	(3.6)	(13.1)	(1.2)	(1.2)	(1.2)
지분법손익	9.0	1.7	(0.3)	(1.7)	(0.3)
기타	35.1	62.8	(8.8)	(3.1)	(5.6)
영업활동 자산부채 변동	216.3	(183.8)	(114.7)	(72.3)	(82.4)
투자활동 현금흐름	(650.8)	(459.0)	(491.7)	(453.1)	(774.4)
투자자산감소(증가)	(67.9)	(164.8)	(125.1)	(77.8)	(90.2)
유형자산감소(증가)	(473.5)	(181.8)	(250.0)	(300.0)	(600.0)
기타	(109.4)	(112.4)	(116.6)	(75.3)	(84.2)
재무활동 현금흐름	(236.3)	(156.5)	(156.2)	(150.0)	(150.0)
금융부채증가(감소)	(120.2)	(1.9)	(6.0)	0.2	0.3
자본증가(감소)	0.0	(0.1)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.3	(2.7)	0.0	0.0	(0.1)
배당지급	(116.4)	(151.8)	(150.2)	(150.2)	(150.2)
현금의 증감	64.1	69.8	136.4	385.3	173.3
Unlevered CFO	864.5	1,017.6	1,101.0	1,304.6	1,449.1
Free Cash Flow	465.0	496.2	534.3	688.4	497.7

2018년 1월 31일

풍산(103140)

2018년에도 기대되는 전기동가격 상승 수혜!

구리가격 상승과 방산매출 회복으로 4분기 양호한 실적 전망

2017년 4분기 풍산의 연결 매출액과 영업이익은 각각 8,361억원(YoY +3.1%, QoQ +20.2%)과 758억원(YoY +26.2%, QoQ +51.0%)을 기록할 것으로 예상된다. 1) 신동 판매량 감소(4.97만톤: YoY -0.2%, QoQ -1.3%)에도 불구하고, 2) 전기동 가격 상승(3Q17 6,341불/톤 → 4Q17 6,816불/톤)에 따른 100억원에 달하는 메탈관련 이익과 3) 3분기 방산부문 이연매출 효과로 4분기 방산매출이 회복(2,929억: YoY +1.1%, QoQ +83.5%)되면서 영업이익의 경우 시장컨센서스인 703억원을 상회하는 양호한 실적이 예상된다.

전기동 가격의 질주는 2018년에도 지속 전망

2018년에도 글로벌 경기회복에 따른 인플레이션 이슈가 부각될 것으로 예상되고 미달러도 약세가 지속될 전망이기 때문에 전반적인 산업용 금속가격에 긍정적으로 작용할 것이다. 특히 전기동의 경우 전세계 동정광 증설(20 ~ 30만톤)에도 불구하고, 1) 지난해와 마찬가지로 칠레, 페루와 같은 주요 생산지에서 대규모 파업 발생에 따른 생산차질 가능성이 높다. 또한 2) 중국의 환경규제 및 동 제련수수료(TC/RCs) 하락에 따른 제련소 가동률 하락이 예상되며 3) 중국의 동스크랩 수입규제 본격화로 전기동 수입은 증가할 전망이다. 4) 동시에 트럼프의 1.7조달러 규모의 대규모 인프라투자 본격화로 전기동가격 상승을 견인할 것으로 기대된다. 2018년 전기동가격을 19.9% 상승한 7,391불/톤으로 제시하고 이를 감안한 풍산의 영업이익은 15% 증가한 3,077억원을 기록할 전망이다.

투자 의견 'BUY' 및 목표주가 69,000원 유지

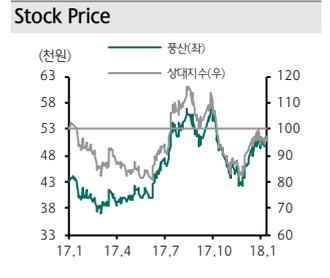
풍산에 대해 투자 의견 BUY 및 목표주가 69,000원을 유지하고 업종 최선호주로 제시한다. 4분기 양호한 영업실적이 예상되는 가운데 2018년에도 전기동가격 상승에 따른 영업실적 개선이 지속될 전망이다. 그에 반해 현재 주가는 12M FWD BPS대비 0.96배 수준에서 거래되고 있는데 2018년 예상 ROE 13.8%를 감안하면 밸류에이션상으로도 저평가되었다고 판단된다.

Top Picks

BUY

TP(12M): 69,000원 | CP(1월30일): 51,800원

Key Data		Consensus Data	
		2017	2018
KOSPI 지수 (pt)	2,567.74		
52주 최고/최저(원)	58,600/37,150	매출액(십억원)	2,966.5 3,201.3
시가총액(십억원)	1,451.7	영업이익(십억원)	261.4 267.4
시가총액비중(%)	0.12	순이익(십억원)	169.0 181.4
발행주식수(천주)	28,024.3	EPS(원)	6,048 6,466
60일 평균 거래량(천주)	208.2	BPS(원)	49,092 54,812
60일 평균 거래대금(십억원)	9.9		
17년 배당금(예상, 원)	700		
17년 배당수익률(예상, %)	1.47		
외국인지분율(%)	16.30		
주요주주 지분율(%)			
풍산홀딩스 외 2인	36.15		
국민연금	13.50		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	9.1 6.9 17.7		
상대	4.8 (0.0) (4.5)		



Financial Data						
투자지표	단위	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	십억원	2,819.7	2,831.8	2,938.3	3,183.6	3,362.8
영업이익	십억원	111.1	217.8	267.5	307.7	320.1
세전이익	십억원	79.8	182.2	244.6	282.4	293.1
순이익	십억원	51.6	137.6	175.1	199.4	212.7
EPS	원	1,841	4,910	6,249	7,114	7,591
증감률	%	(29.9)	166.7	27.3	13.8	6.7
PER	배	14.97	8.25	7.60	7.28	6.82
PBR	배	0.71	0.92	0.96	0.93	0.82
EV/EBITDA	배	9.59	6.87	6.13	5.59	5.17
ROE	%	4.83	11.84	13.36	13.49	12.78
BPS	원	38,936	43,995	49,545	55,959	62,850
DPS	원	500	700	700	700	700



철강금속/운송 Analyst 박성봉
02-3771-7774
sbpark@hanafn.com

RA 박가빈
02-3771-8094
kb.park@hanafn.com

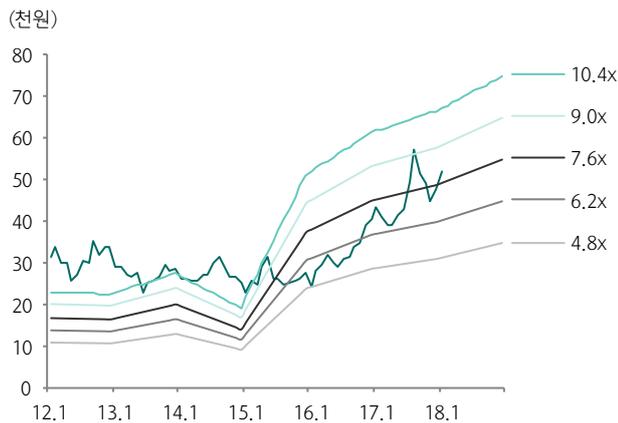
표 1. 풍산 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017F	2018F
매출	707.3	699.1	695.8	836.1	763.6	769.5	780.6	869.9	2,831.8	2,938.3	3,183.6
YoY(%)	15.2	(1.6)	(0.2)	3.1	7.9	10.1	12.2	4.1	0.4	3.8	8.3
신동	528.3	511.1	536.2	543.4	582.7	579.6	609.4	584.1	2,021.1	2,119.0	2,355.8
방산	179.1	188.0	159.6	292.9	180.8	189.9	171.2	285.8	810.7	819.6	827.8
영업이익	81.7	59.8	50.2	75.8	88.2	65.8	56.3	97.4	217.8	267.5	307.7
YoY(%)	107.6	0.0	(14.3)	26.2	7.9	10.1	12.2	28.4	96.1	22.8	15.0
세전사업이익	71.2	57.2	39.9	76.3	79.8	60.5	49.1	93.0	182.2	244.6	282.4
지배순이익	56.4	52.2	12.8	53.8	62.1	54.5	16.8	66.0	137.6	175.1	199.4
영업이익률(%)	11.5	8.5	7.2	9.1	11.5	8.5	7.2	11.2	7.7	9.1	9.7
세전이익률(%)	10.1	8.2	5.7	9.1	10.4	7.9	6.3	10.7	6.4	8.3	8.9
순이익률(%)	8.0	7.5	1.8	6.4	8.1	7.1	2.2	7.6	4.9	6.0	6.3

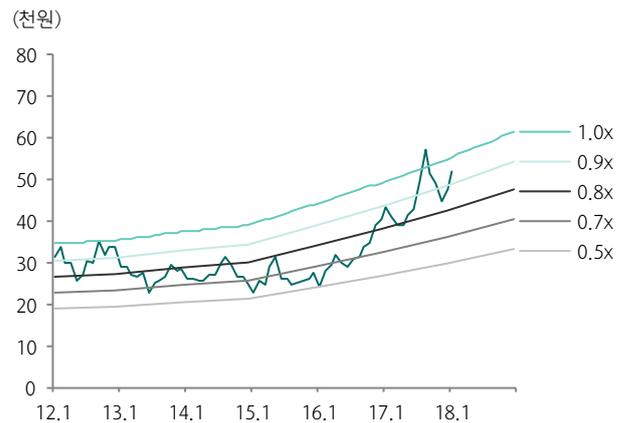
주: IFRS 연결 기준
자료: 하나금융투자

그림 1. 풍산 PER Band



자료: 하나금융투자

그림 2. 풍산 PBR Band



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	2,819.7	2,831.8	2,938.3	3,183.6	3,362.8
매출원가	2,579.4	2,460.7	2,510.4	2,702.4	2,851.2
매출총이익	240.3	371.1	427.9	481.2	511.6
판매비	129.2	153.3	160.4	173.5	191.5
영업이익	111.1	217.8	267.5	307.7	320.1
금융손익	(39.7)	(31.9)	(28.7)	(27.0)	(25.9)
중속/관계기업손익	(0.4)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	8.9	(3.8)	5.8	1.8	(1.1)
세전이익	79.8	182.2	244.6	282.4	293.1
법인세	28.2	44.5	69.3	82.9	80.2
계속사업이익	51.7	137.7	175.3	199.5	212.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	51.7	137.7	175.3	199.5	212.9
비지배주주지분 손익	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
지배주주순이익	51.6	137.6	175.1	199.4	212.7
지배주주지분포괄이익	61.4	155.8	175.1	199.4	212.8
NOPAT	71.9	164.6	191.7	217.4	232.5
EBITDA	192.0	301.9	355.2	400.1	421.3
성장성(%)					
매출액증가율	(6.0)	0.4	3.8	8.3	5.6
NOPAT증가율	(21.3)	128.9	16.5	13.4	6.9
EBITDA증가율	(5.0)	57.2	17.7	12.6	5.3
영업이익증가율	(12.9)	96.0	22.8	15.0	4.0
(지배주주)순이익증가율	(29.9)	166.7	27.3	13.9	6.7
EPS증가율	(29.9)	166.7	27.3	13.8	6.7
수익성(%)					
매출총이익률	8.5	13.1	14.6	15.1	15.2
EBITDA이익률	6.8	10.7	12.1	12.6	12.5
영업이익률	3.9	7.7	9.1	9.7	9.5
계속사업이익률	1.8	4.9	6.0	6.3	6.3

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
유동자산	1,278.5	1,380.7	1,443.0	1,578.3	1,680.6
금융자산	62.7	81.6	95.2	118.5	138.9
현금성자산	53.6	73.3	86.6	109.1	129.0
매출채권 등	460.3	545.0	565.5	612.7	647.2
재고자산	740.3	741.0	768.8	833.0	879.9
기타유동자산	15.2	13.1	13.5	14.1	14.6
비유동자산	1,329.1	1,334.2	1,366.9	1,410.3	1,489.7
투자자산	8.5	9.7	10.1	10.9	11.5
금융자산	8.1	9.3	9.7	10.5	11.1
유형자산	1,175.2	1,185.6	1,219.2	1,263.0	1,343.0
무형자산	20.0	19.4	18.0	16.8	15.6
기타비유동자산	125.4	119.5	119.6	119.6	119.6
자산총계	2,607.6	2,714.9	2,809.9	2,988.6	3,170.3
유동부채	968.6	963.5	899.1	929.5	951.8
금융부채	712.5	599.5	522.2	523.0	523.6
매입채무 등	207.4	274.7	285.0	308.8	326.2
기타유동부채	48.7	89.3	91.9	97.7	102.0
비유동부채	546.0	516.6	520.3	488.7	454.9
금융부채	417.2	418.7	418.7	378.7	338.7
기타비유동부채	128.8	97.9	101.6	110.0	116.2
부채총계	1,514.6	1,480.1	1,419.4	1,418.3	1,406.7
지배주주지분	1,091.0	1,232.7	1,388.3	1,568.0	1,761.2
자본금	140.1	140.1	140.1	140.1	140.1
자본잉여금	494.5	494.5	494.5	494.5	494.5
자본조정	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
기타포괄이익누계액	6.0	13.2	13.2	13.2	13.2
이익잉여금	450.5	585.1	740.7	920.4	1,113.5
비지배주주지분	2.0	2.1	2.2	2.3	2.4
자본총계	1,093.0	1,234.8	1,390.5	1,570.3	1,763.6
순금융부채	1,067.0	936.7	845.8	783.3	723.5

투자지표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	1,841	4,910	6,249	7,114	7,591
BPS	38,936	43,995	49,545	55,959	62,850
CFPS	7,356	9,475	12,960	14,471	15,109
EBITDAPS	6,850	10,773	12,675	14,279	15,034
SPS	100,616	101,047	104,849	113,601	119,994
DPS	500	700	700	700	700
주가지표(배)					
PER	15.0	8.2	7.6	7.3	6.8
PBR	0.7	0.9	1.0	0.9	0.8
PCFR	3.7	4.3	3.7	3.6	3.4
EV/EBITDA	9.6	6.9	6.1	5.6	5.2
PSR	0.3	0.4	0.5	0.5	0.4
재무비율(%)					
ROE	4.8	11.8	13.4	13.5	12.8
ROA	1.9	5.2	6.3	6.9	6.9
ROIC	3.1	7.6	8.7	9.5	9.6
부채비율	138.6	119.9	102.1	90.3	79.8
순부채비율	97.6	75.9	60.8	49.9	41.0
이자보상배율(배)	2.8	6.8	9.2	11.2	12.2

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	339.6	246.3	213.2	202.0	243.7
당기순이익	51.7	137.7	175.3	199.5	212.9
조정	97.2	97.8	70.0	76.4	84.8
감가상각비	80.9	84.1	87.7	92.5	101.2
외환거래손익	0.4	(7.4)	1.1	2.1	2.5
지분법손익	0.4	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타	15.5	21.1	(18.8)	(18.2)	(18.9)
영업활동 자산부채 변동	190.7	10.8	(32.1)	(73.9)	(54.0)
투자활동 현금흐름	(84.9)	(100.8)	(121.8)	(138.7)	(183.7)
투자자산감소(증가)	1.2	(1.2)	(0.4)	(0.9)	(0.7)
유형자산감소(증가)	(87.2)	(96.9)	(120.0)	(135.0)	(180.0)
기타	1.1	(2.7)	(1.4)	(2.8)	(3.0)
재무활동 현금흐름	(245.6)	(128.7)	(77.3)	(39.2)	(39.4)
금융부채증가(감소)	(231.6)	(111.5)	(77.3)	(39.2)	(39.4)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(14.0)	(17.2)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	13.6	19.7	13.2	22.6	19.9
Unlevered CFO	206.1	265.5	363.2	405.5	423.4
Free Cash Flow	249.4	147.5	93.2	67.0	63.7

2018년 1월 31일

LS(006260)

그룹 전반에 부는 인플레이션 훈풍

동가적 상승에 따른 그룹 전반의 펀더멘탈 개선

LS는 지분법 대상인 니코동제련(지분율 50.1%)이 국내 유일의 전기동 제련업체이며, LS전선(지분율 89.2%) 및 LS아이앤디(지분율 92.2%) 내 SPSX(지분율 100%)는 전기동을 주요 원재료로 하는 전선업체, 그리고 전력기기/자동화/금속 사업을 영위하는 LS산전(지분율 46%, 상장) 또한 금속부문(LS메탈)이 전기동을 주 원재료로 하기에 그룹 전반의 포트폴리오가 국제 동가격에 영향을 받는다. 실제 지난 2010년 이후 LME 동가격과 LS 주가의 상관관계는 0.89에 달할 정도로 유의한 흐름을 나타냈다. 이는 동가격이 상승하면 원재료 비용이 상승하나 그를 판가로 전가 가능하며 가격 상승기에는 원재료 투입 레깅으로 수익성 개선이 나타나기 때문이다. 지난 4분기 LME 동가격은 6,816불로 3분기 대비 14.6% 상승한데 이어 1월 들어 7천불을 상회하기 시작했다. 당 리서치센터는 '18년 연평균 전기동 가격을 전년 대비 20% 상승한 7,391불로 전망한다.

그룹 포트폴리오 조정에 따른 현금흐름 개선

자회사인 LS엠트론(지분율 100%)의 동박/박막 사업(3,000억원) 및 손자회사인 LS오토모티브 지분 47%(7,500억원) 처분, LS니코동제련의 파나마 광산 매각에 따른 처분의 약 1억불 인식(매각가액 6.4억불)에 따라 그룹 전반의 재무구조 개선이 본격화되는 양상이다. 2008년 미국 전선업체인 SPSX(슈퍼리어 에섹스)의 인수과정에서 인수대금 1조원 가량을 대부분 차입금으로 조달한 이후, 지속된 실적 악화로 재무구조 우려가 불거졌으나 '16년 이후 실적 턴어라운드로 동 우려 또한 잦아들고 있다. '18년에도 미국 통신선 업황 호조 및 인프라 투자 확대 시 권선 실적 또한 증가 추정된다는 점에서 SPSX의 실적 증가 기조는 지속될 전망이다.

투자 의견 BUY, 목표주가 110,000원 신규 제시

BUY 의견과 목표가 110,000원을 신규 제시한다. 목표가는 SOTP Valuation을 통해 산출하였는데 상장 자회사인 LS산전 지분가치는 시가 대비 30% 할인율을 적용했다. 비상장 지분가치는 보수적 관점에서 장부가를 준용하되 현재 순자산가액과 괴리가 큰 LS니코동제련은 3Q17 순자산 대비 P/B 1.1배 (Peer 밸류에이션 평균), 동박사업부 및 오토모티브 매각에 따른 현금유입이 있을 엠트론은 조정후 순자산가액을 적용했다.

Collaboration Report

BUY(신규)

TP(12M): 110,000원 | CP(1월30일): 82,600원

Key Data		Consensus Data	
		2017	2018
KOSPI 지수 (pt)	2,567.74		
52주 최고/최저(원)	88,100/61,500	매출액(십억원)	10,200.8 10,243.8
시가총액(십억원)	2,659.7	영업이익(십억원)	538.9 536.2
시가총액비중(%)	0.22	순이익(십억원)	323.9 307.8
발행주식수(천주)	32,200.0	EPS(원)	7,978 7,472
60일 평균 거래량(천주)	135.4	BPS(원)	95,457 102,927
60일 평균 거래대금(십억원)	9.9		
17년 배당금(예상, 원)	1,250	Stock Price	
17년 배당수익률(예상, %)	1.72		
외국인지분율(%)	19.90		
주요주주 지분율(%)			
구자멸 외 39 인	33.41		
국민연금	11.21		
추가상승률	1M 6M 12M		
절대	13.9 (0.6) 29.1		
상대	9.5 (7.1) 4.7		

투자지표		단위	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	십억원		9,999.7	9,621.3	9,971.8	11,153.1	11,350.0
영업이익	십억원		314.3	360.0	454.9	544.5	573.5
세전이익	십억원		17.0	272.5	398.9	550.5	581.0
지배순이익	십억원		(98.7)	168.2	280.4	309.5	323.7
EPS	원		(3,064)	5,223	8,709	9,612	10,053
증감률	%		적전	흑전	66.7	10.4	4.6
PER	배		N/A	11.35	8.32	8.59	8.22
PBR	배		0.55	0.75	0.85	0.88	0.80
EV/EBITDA	배		8.93	8.48	9.09	9.82	9.04
ROE	%		(4.19)	7.07	10.93	10.99	10.45
BPS	원		73,936	78,559	85,651	94,185	103,160
DPS	원		1,250	1,250	1,250	1,250	1,250



보험/지주 Analyst 오진원
02-3771-7525
jw.oh@hanafn.com

RA 박은규
02-3771-8532
ek.p@hanafn.com

그룹 전반에 부는 인플레이션 훈풍

유가 상승에 따른 자회사 수주 증가, 동가격 상승에 따른 그룹 수익성 개선

글로벌 인플레이션
훈풍에 따른 LS그룹 전반의
편더멘탈 개선 전망

글로벌 인플레이션 훈풍에 따른 LS그룹 전반의 편더멘탈 개선을 전망한다. LS는 국내 유일의 전기동 제련업체인 니코동제련(지분율 50.1%), 동을 주요 원재료로 하는 LS전선(지분율 89.2%) 및 LS아이앤디(지분율 92.2%) 내 SPSX(지분율 100%), 전력기기/자동화/금속사업을 영위하는 LS산전(지분율 46%, 상장) 또한 금속부문(LS메탈)이 전기동을 주 원재료로 하기에 그룹 밸류체인 전반이 비철금속 특히 동가격에 밀접한 영향을 받는다.

LS 주가와 LME 동가격
매우 유의한 상관관계 관찰.
동 가격 상승시 가격 전가 및
수익성 개선.
'18년 연평균 동가격
전년 대비 20% 상승 전망

실제 지난 2010년말 이후 LME 동가격과 LS 주가의 상관관계는 0.89에 달할 정도로 유의한 흐름을 나타냈다. 이는 동가격이 상승하면 원재료 비용이 상승하나 그를 판가로 전가 가능하며 가격 상승기에는 원재료 투입 레깅으로 수익성 개선이 나타나기 때문이다. 지난 4분기 LME 동가격은 6,816불로 3분기 대비 14.6% 상승한데 이어 1월 들어 7천불을 상회하기 시작했다. 당 리서치센터는 '18년 연평균 전기동 가격을 전년 대비 20% 상승한 7,391불로 전망한다. 달러 약세 기조와 인플레이션 기대심리 확산, 중국의 환경규제에 따른 수급적 요인 등이 가격 상승의 핵심요인이다.

LS전선과 LS산전 또한
유가 상승에 따라
중동발 수주 증가 예상

동 가격에 영향을 받는 사업 구조 이외에도, LS전선과 LS산전의 주요 수주처가 중동이기에 최근과 같은 유가 상승 기조 진입은 수주 확대 및 업황 개선 기대감을 확산시키는 계기로 작용하고 있다. 실제 LS전선은 '17년 들어 신규 수주가 본격 증가하기 시작했으며 '17년 수주 총액은 32.2% 증가한 6.2조원, 수주 잔고액은 70% 증가한 2.08조원을 전망한다.

대외 환경 개선 이외
그룹 포트폴리오 조정에 따른
재무구조 개선 가시화.
우려요인이었던 SPSX 또한
실적 턴어라운드

대외 환경 개선 이외에도 그룹 포트폴리오 구조조정에 따른 재무구조 개선 또한 가시화되고 있다. 자회사인 LS엠트론(지분율 100%)의 동박/박막 사업(3,000억원) 및 손자회사인 LS오토모티브 지분 47%(7,500억원) 처분, LS니코동제련의 파나마 광산 매각에 따른 처분의 약 1억불 인식(매각가액 6.4억불)이 '18년 중 예정되어 있다. 2008년 미국 전선업체인 SPSX(슈페리어에세스)의 인수과정에서 인수대금 1조원 가량을 대부분 차입금으로 조달한 이후, 지속된 실적 악화로 재무구조 우려가 불거졌으나 '16년 이후 실적 턴어라운드로 동 우려 또한 잦아들고 있다. '18년에도 미국 통신선 업황 호조 및 인프라 투자 확대시 권선 실적 또한 증가 추정된다는 점에서 SPSX의 실적 증가 기조는 지속될 전망이다.

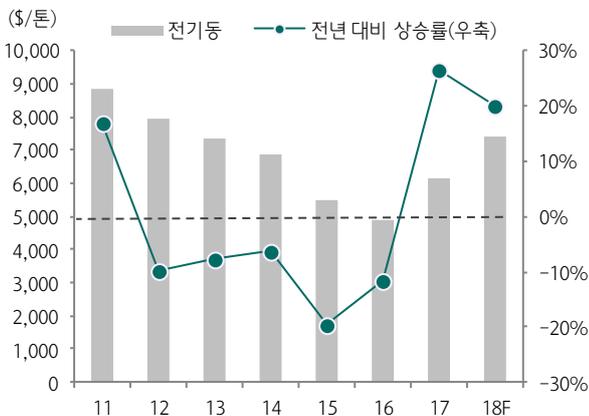
표 1. LS 실적 추정 상세

(단위: 십억원, %)

Consolidation											
	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	2,411	2,408	2,016	2,787	2,640	2,652	2,382	2,851	9,621	10,525	11,153
YoY	-4.5%	-5.7%	-18.7%	14.1%	9.5%	10.1%	18.2%	2.3%	-3.8%	9.4%	6.0%
QoQ	-1.3%	-0.1%	-16.3%	38.2%	-5.3%	0.5%	-10.2%	19.7%			
LS산전	501	525	524	663	559	588	591	658	2,214	2,397	2,519
LS전선	801	780	740	754	829	880	913	1,047	3,076	3,669	4,493
LS아이앤디	542	580	511	547	660	600	657	752	2,180	2,669	3,264
LS엠트론	544	537	220	788	564	559	237	394	2,089	1,755	877
	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	2016	2017F	2018F
영업익	133	108	77	141	247	132	129	167	459	675	644
YoY	84.2%	84.1%	134.9%	30.3%	85.8%	22.3%	67.0%	18.5%	68.9%	47.1%	-4.6%
QoQ	23.0%	-18.9%	-28.5%	82.7%	75.4%	-46.6%	-2.4%	29.6%			
OPM	5.5%	4.5%	3.8%	5.1%	9.4%	5.0%	5.4%	5.9%	4.8%	6.4%	5.8%
LS산전	35	32	30	28	36	44	55	48	124	183	200
LS전선	29	17	5	29	21	21	31	49	81	122	146
LS아이앤디	-1	13	16	12	33	23	31	40	40	126	168
LS엠트론	41	28	-3	37	35	31	-4	0	103	61	30
지분법손익(니교동제련)	22	17	28	32	120	15	16	30	99	180	100
YoY	11.1%	흑전	흑전	163.0%	452.2%	-15.0%	-42.5%	-7.9%	흑전	81.8%	-44.8%
QoQ	77.5%	-21.4%	65.2%	14.1%	272.7%	-87.9%	11.8%	82.8%			
	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	2016	2017F	2018F
지배순이익	69	45	23	31	96	53	53	79	168	280	309
YoY	1063.8%	흑전	흑전	268.9%	38.8%	16.0%	130.9%	156.7%	흑전	66.8%	10.4%
QoQ	729.6%	-34.5%	-49.4%	34.2%	212.2%	-45.2%	0.7%	49.2%			
NPM	2.9%	1.9%	1.1%	1.1%	3.6%	2.0%	2.2%	2.8%	1.7%	2.7%	2.8%
LS산전	17	20	22	21	19	33	38	35	81	125	145
LS전선	10	8	-20	10	16	27	11	25	7	79	88
LS아이앤디	-10	-2	5	-30	18	-7	16	12	-37	40	50
LS엠트론	39	19	-2	11	28	19	-5	0	67	42	18

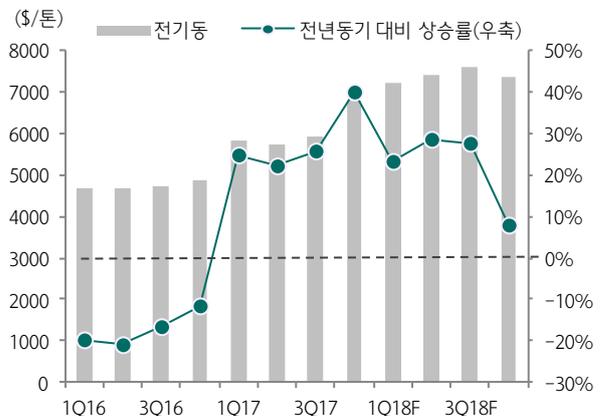
자료: LS, 하나금융투자

그림 1. LME 전기동 가격 연도별 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 2. LME 전기동 가격 분기별 추이 및 전망



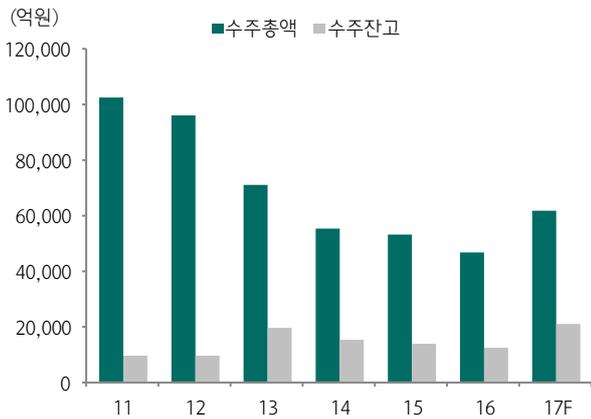
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 3. 2010년말 이후 상관관계가 0.89에 달하는 LS주가와 LME 동가격 추이



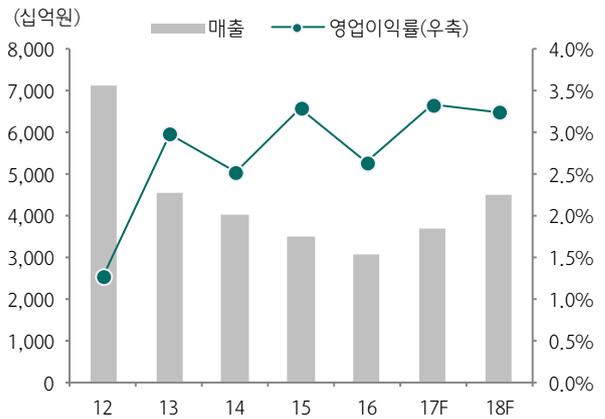
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 4. 유가 상승에 따라 연도별 수주 감소세에서 탈피한 LS전선



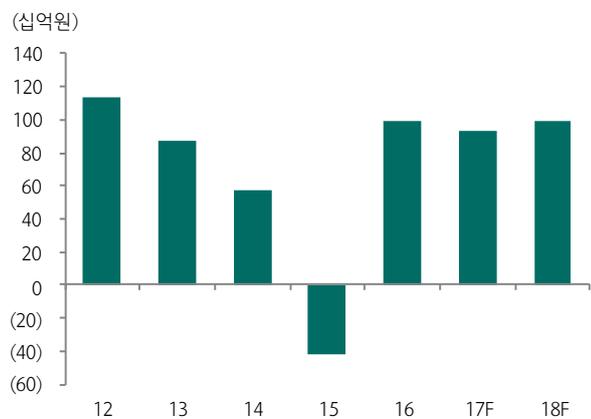
자료: LS, 하나금융투자

그림 5. 초고압케이블 등 고부가 매출 증대로 이익률 상승중인 LS전선



자료: LS, 하나금융투자

그림 6. LS니교동제련 지분법손익 연도별 추이



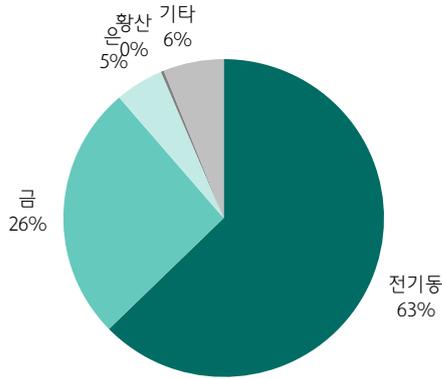
자료: LS, 하나금융투자

그림 7. 동 제련수수료 연도별 추이



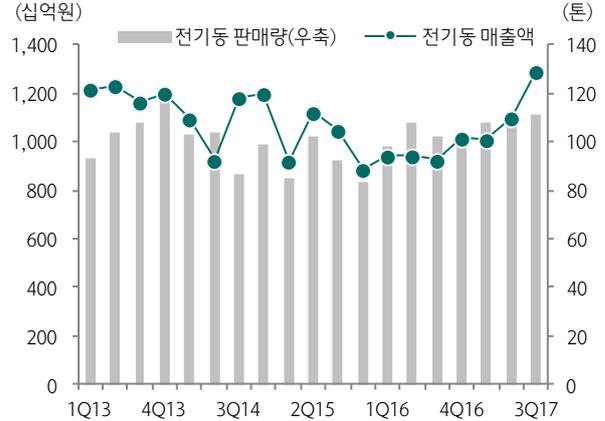
자료: Asia Copper Week, 하나금융투자

그림 8. LS니코동제련 주요 품목별 매출액 비중(3Q17 누적)



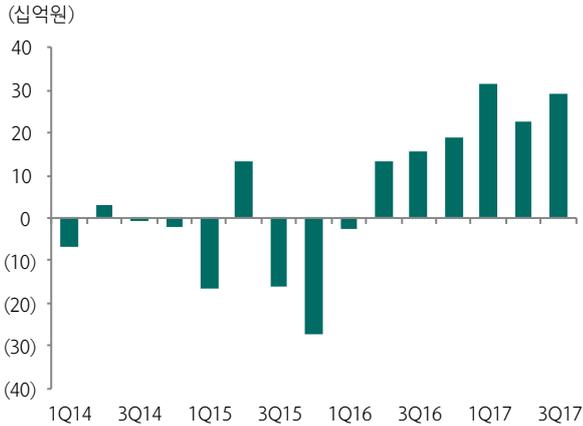
자료: LS, 하나금융투자

그림 9. LS니코동제련 분기별 전기동 판매량 및 매출액 추이



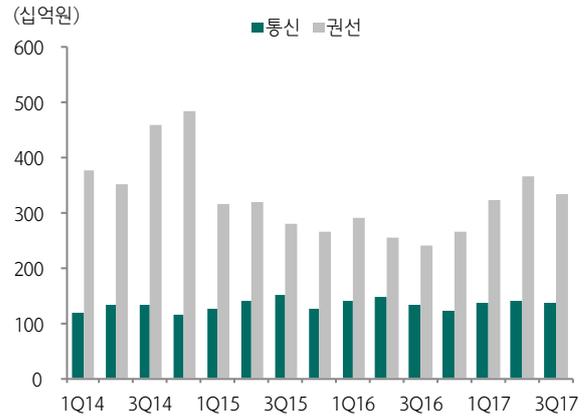
자료: LS, 하나금융투자

그림 10. SPSX 분기별 영업손익 추이(Cyprus Investment)



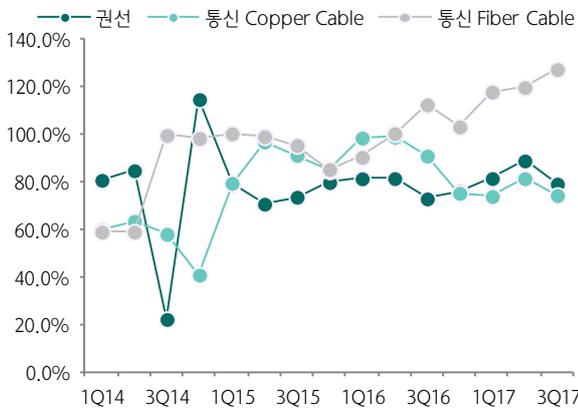
자료: LS, 하나금융투자

그림 11. SPSX 분기별 매출액 추이



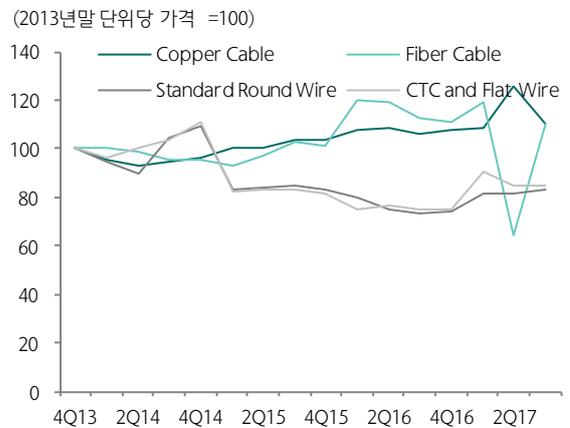
자료: LS, 하나금융투자

그림 12. SPSX 분기별 가동률 추이



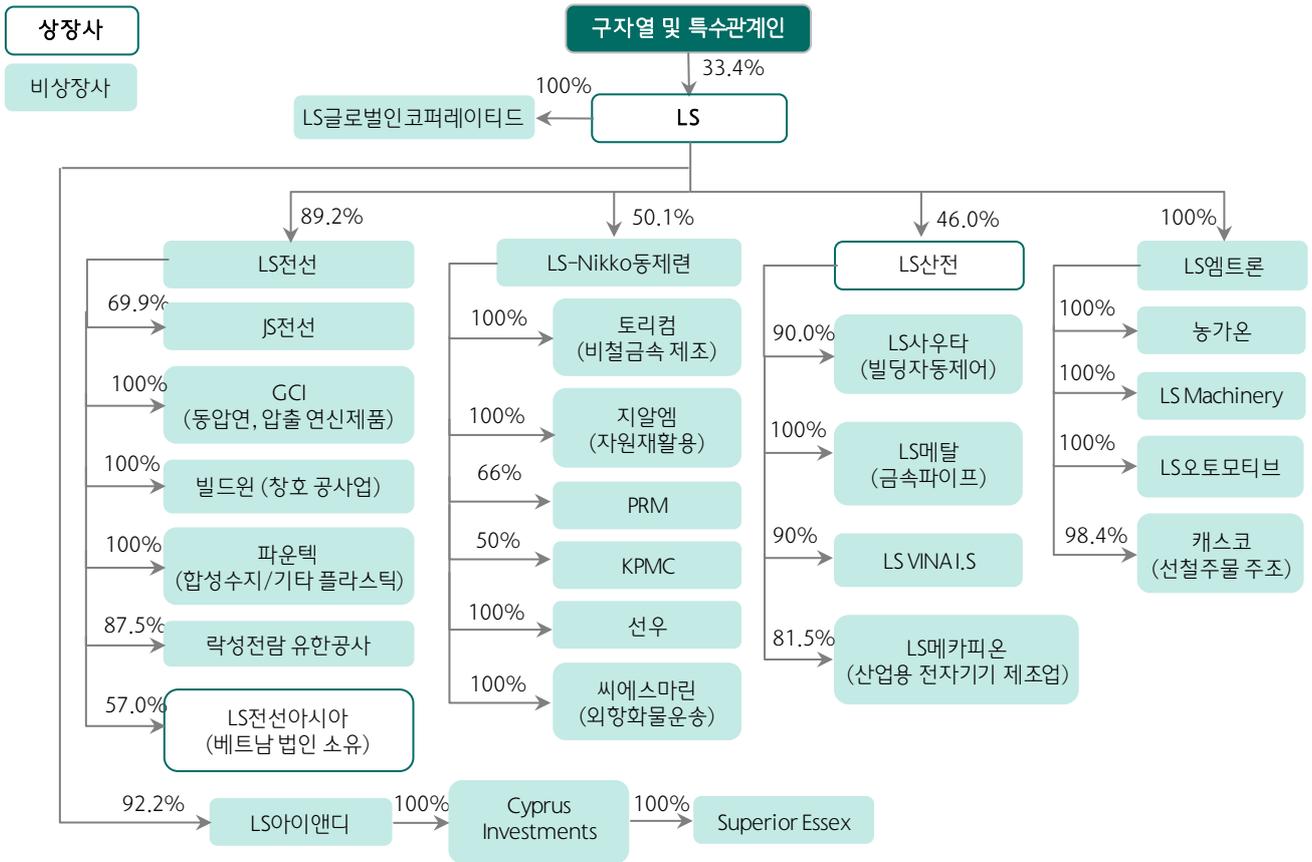
자료: LS, 하나금융투자

그림 13. SPSX 분기별 통신/권선 단위당 가격 추이



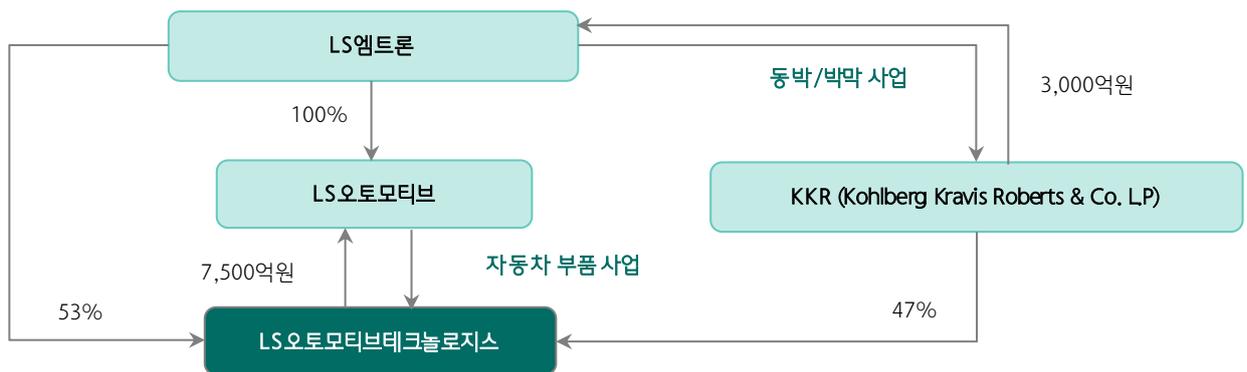
자료: LS, 하나금융투자

그림 14. LS그룹 지배구조 현황



자료: LS, 하나금융투자

그림 15. LS엠트론의 동박/박막 사업 및 LS오토모티브 매각 관련 도해



자료: LS, 하나금융투자

투자 의견 BUY, 목표주가 11만원 신규 제시

SOTP Valuation을 통해 산출한 총 기업가치 3.38조원

LS 투자 의견 BUY,
 목표주가 11만원을 신규 제시.
 상장 지분가치는 30% 할인,
 비상장 지분가치는 장부가 준용 및
 Peer group 밸류에이션 적용

LS에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 11만원을 신규 제시한다. 목표주가 산출은 SOTP Valuation을 통해 산출하였는데 브랜드가치 1,553억원, LS산전 상장지분가치 9,660억원, 비상장 지분가치 합산 2,52조원에 3Q17 별도 순차입금 2,660억원을 차감하여 총 기업가치를 3.38조원으로 산출했다.

LS니꼬동제련은
 독일, 중국, 한국 제련사 비교
 밸류에이션 적용.
 엠트론은 사업부 및 지분
 매각에 따른 순자산 증가 반영

상장 지분가치는 30% 할인을 적용하였으며, 비상장 지분가치평가시 보수적 관점에서 LS의 장부가를 준용하되 현 순자산 및 Peer group 밸류에이션과의 괴리감이 큰 LS니꼬동제련은 독일 AURUBIS, 중국 JIANGXI COPPER, 한국 고려아연, 풍산의 18F 평균 P/B 1.1배를 준용했다. LS엠트론은 동박사업부 및 오토모티브 매각에 따른 자산가액 변동후 순자산가액을 적용했다. LS엠트론의 매각예정자산 및 부채를 반영한 순자산은 3Q17 기준 6,381억원인데 동박/박막 사업부 매각시 3천억원 유입(기존 장부가 1,461억원)에 따른 순자산 증가를 반영해 7,921억원으로 추정된다.

LS는 상장 지분가치보다
 비상장 지분가치 비중이 높은
 지주회사.
 인플레이션에 연동해
 NAV 증가와 할인을 변화

LS는 타 지주회사 대비 상장 지분가치의 NAV 비중이 27%로 낮은 반면, 비상장 지분가치의 비중이 50%를 상회한다는 점에서 상장 지분가치에 대한 NAV 할인을 이슈가 제한적인 회사이다. 또한 그룹 전반이 하나의 밸류체인으로 연동된다는 점에서 지금처럼 인플레이션 기대 심리가 고조되는 사이클에서는 전반적인 NAV 증가 기대감이 형성되는 동시에 NAV 할인이 축소되는 한편, 디플레이션 우려가 고조되는 사이클에서는 NAV 감소 및 할인을 확대 심리가 확산되는 특성을 갖고 있다.

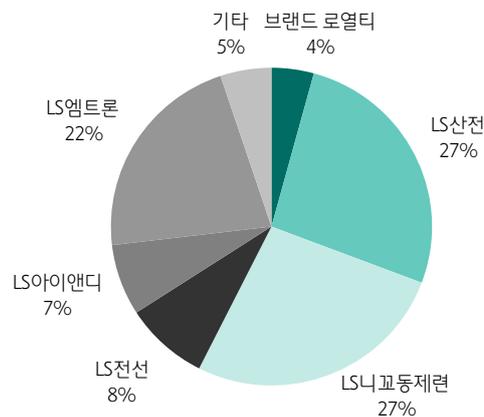
표 2. LS SOTP Valuation

(단위: 십억원, 원)

	가치평가액			Valuation Method
영업가치 (A)	155			
브랜드 로열티	155.3			2018년 예상 브랜드수익의 세후영업익 대비 10배 적용
보유지분가치 (B)	3,492	지분율	장부가	Valuation Method
상장지분	966			
LS산전	966	46.0%	298	1/30일 증가
비상장지분	2,526			
LS니꼬동제련	973	50.1%	570	지분율을 반영한 공동기업 순자산(3Q17) 대비 P/B 1.1배
LS전선	308	89.2%	308	장부가 적용
LS아이앤디	264	50.6%	264	장부가 적용
LS엠트론	792	100.0%	433	동박사업부 및 오토모티브 매각에 따른 순자산가 조정 후 P/B 1배
기타	188		188	장부가 적용
부동산가치 (C)				
순차입금 (D)	266			3Q17 별도 순차입금
총 기업가치(A+B+C-D)	3,381			
주식수(천주)	27,767			우선주 포함 자사주 제외한 유통주식수 기준
주당 순자산가치(원)	121,769			
목표주가(원)	110,000			상장 지분가치 30% 할인 적용한 수치
현재가(원)	82,700			1/30일 증가
상승여력	33.0%			

자료: 하나금융투자

그림 16. LS NAV 구성비 현황



자료: LS, 하나금융투자

표 3. LS 비상장사 Peer group 밸류에이션 현황

		LS니교동제련 Peer				LS전선 Peer	
Nation		DE	CN	KR	KR	IT	FR
Ticker		NDA GR Equity	358 HK Equity	010130 KS Equity	103140 KS Equity	PRY IM Equity	NEX FP Equity
Price(Local)		85.4	13.7	529,000.0	51,800.0	28.9	49.5
Mkt Cap(백만USD)		4,755	9,113	9,320	1,355	7,783	2,666
		AURUBIS	JIANGXI COPPER	고려아연	풍산	PRYSMIAN	NEXANS
매출액	2014	15,254	32,180	4,692	2,851	9,087	8,506
	2015	12,632	29,480	4,219	2,493	8,171	6,925
	2016	10,527	30,378	5,042	2,442	8,375	6,435
	2017F	13,082	33,472	6,099	2,776	9,574	5,773
	2018F	14,245	34,571	6,440	2,992	10,164	5,907
	2019F	14,103	35,217	6,615	3,097	10,724	6,264
영업이익	2014	119	411	649	121	357	-48
	2015	229	271	594	98	400	-74
	2016	196	318	659	188	460	200
	2017F	392	671	840	245	673	347
	2018F	410	739	982	244	782	362
	2019F	423	878	1,027	252	897	396
순이익	2014	58	463	476	70	153	-223
	2015	152	110	450	46	238	-215
	2016	135	127	511	119	272	68
	2017F	255	382	622	158	401	187
	2018F	282	450	758	166	475	184
	2019F	296	546	797	173	547	220
EPS	2014	1.3	0.1	26.9	2.5	0.7	- 5.3
	2015	3.4	0.0	25.5	1.6	1.1	- 5.1
	2016	3.0	0.0	28.9	4.2	1.3	1.6
	2017F	5.7	0.1	33.2	5.7	1.9	4.2
	2018F	6.4	0.1	40.7	5.9	2.2	4.5
	2019F	6.7	0.2	42.8	6.2	2.5	5.1
PER	2014	41.0	13.0	14.2	9.5	28.1	-
	2015	19.2	38.5	16.3	15.0	20.3	-
	2016	18.5	40.3	14.2	8.2	21.2	34.4
	2017F	17.6	15.8	14.8	8.6	19.1	14.3
	2018F	16.6	13.4	12.1	8.2	16.4	13.6
	2019F	15.8	11.0	11.5	7.8	14.1	11.8
BPS	2014	52.7	2.1	239.9	34.2	6.5	39.6
	2015	48.9	2.0	244.3	33.1	6.5	29.9
	2016	49.7	1.9	258.4	36.4	7.1	34.3
	2017F	58.0	2.2	309.1	45.9	9.2	43.9
	2018F	68.6	2.3	341.7	51.1	10.7	47.5
	2019F	72.1	2.4	376.3	56.6	12.5	51.6
PBR	2014	0.9	0.8	1.5	0.7	2.8	0.8
	2015	1.3	0.6	1.6	0.7	3.4	1.2
	2016	1.1	0.7	1.5	0.9	3.6	1.5
	2017F	1.7	0.8	1.6	1.1	3.8	1.4
	2018F	1.5	0.8	1.4	0.9	3.3	1.3
	2019F	1.5	0.7	1.3	0.9	2.8	1.2
EV/EBITDA	2014	9.0	15.6	6.9	10.0	9.9	5.1
	2015	7.5	9.6	7.8	9.5	10.0	7.9
	2016	7.2	13.5	6.7	6.8	9.7	7.4
	2017F	9.1	11.2	7.6	6.6	9.9	5.8
	2018F	8.4	10.3	6.5	6.4	8.6	5.4
	2019F	7.9	9.2	5.8	5.9	7.6	5.0
ROE	2014	2.2	6.3	11.4	7.2	10.0	-11.5
	2015	6.9	1.5	10.5	4.8	17.6	-15.2
	2016	6.2	1.8	11.2	11.8	18.0	4.7
	2017F	10.1	5.1	11.6	13.0	19.8	10.2
	2018F	9.4	5.9	12.7	12.2	20.5	9.3
	2019F	9.4	6.6	12.3	11.5	20.3	9.8

자료: Bloomberg, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	9,999.7	9,621.3	9,971.8	11,153.1	11,350.0
매출원가	8,651.9	8,321.3	8,634.6	9,760.9	9,890.6
매출총이익	1,347.8	1,300.0	1,337.2	1,392.2	1,459.4
판매비	1,033.5	940.0	882.3	847.7	886.0
영업이익	314.3	360.0	454.9	544.5	573.5
금융손익	(136.9)	(126.6)	(105.9)	(93.7)	(90.9)
중속/관계기업손익	(42.4)	99.2	(4.7)	99.7	98.4
기타영업외손익	(118.0)	(60.1)	54.7	0.0	0.0
세전이익	17.0	272.5	398.9	550.5	581.0
법인세	55.0	42.4	89.5	133.2	140.6
계속사업이익	(38.0)	230.1	309.4	417.3	440.4
중단사업이익	(35.4)	(15.0)	30.8	0.0	0.0
당기순이익	(73.5)	215.1	340.2	417.3	440.4
비지배주주지분 손익	25.2	47.0	59.7	107.8	116.7
지배주주순이익	(98.7)	168.2	280.4	309.5	323.7
지배주주지분포괄이익	(80.8)	165.2	252.2	305.7	322.6
NOPAT	(701.5)	304.0	352.8	412.8	434.7
EBITDA	659.0	708.9	691.5	670.0	690.7
성장성(%)					
매출액증가율	(8.1)	(3.8)	3.6	11.8	1.8
NOPAT증가율	적전	흑전	16.1	17.0	5.3
EBITDA증가율	(0.7)	7.6	(2.5)	(3.1)	3.1
영업이익증가율	(1.7)	14.5	26.4	19.7	5.3
(지배주주)순이익증가율	적전	흑전	66.7	10.4	4.6
EPS증가율	적전	흑전	66.7	10.4	4.6
수익성(%)					
매출총이익률	13.5	13.5	13.4	12.5	12.9
EBITDA이익률	6.6	7.4	6.9	6.0	6.1
영업이익률	3.1	3.7	4.6	4.9	5.1
계속사업이익률	(0.4)	2.4	3.1	3.7	3.9

투자지표	2015	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	(3,064)	5,223	8,709	9,612	10,053
BPS	73,936	78,559	85,651	94,185	103,160
CFPS	23,217	25,386	24,027	23,916	24,518
EBITDAPS	20,466	22,016	21,474	20,806	21,451
SPS	310,551	298,799	309,684	346,371	352,485
DPS	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250
주가지표(배)					
PER	N/A	11.4	8.3	8.6	8.2
PBR	0.5	0.8	0.8	0.9	0.8
PCFR	1.7	2.3	3.0	3.5	3.4
EV/EBITDA	8.9	8.5	9.1	9.8	9.0
PSR	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
재무비율(%)					
ROE	(4.2)	7.1	10.9	11.0	10.4
ROA	(1.0)	1.7	2.7	2.8	2.8
ROIC	(11.1)	5.0	6.8	11.2	15.0
부채비율	234.6	198.4	204.1	183.5	167.6
순부채비율	133.2	101.3	86.9	74.9	57.5
이자보상배율(배)	2.1	2.6	3.7	4.9	5.2

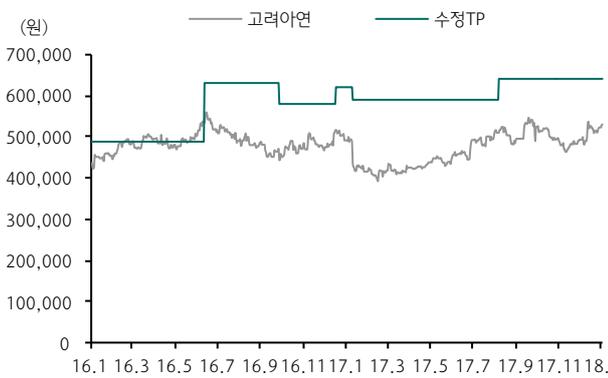
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
유동자산	5,329.5	5,255.2	6,810.0	7,301.1	7,855.9
금융자산	881.2	881.8	1,134.8	1,273.3	1,725.1
현금성자산	691.3	653.5	875.7	1,016.9	1,463.6
매출채권 등	2,682.3	2,669.3	2,850.9	3,223.6	3,288.7
재고자산	1,565.7	1,494.7	1,696.7	1,678.7	1,712.6
기타유동자산	200.3	209.4	1,127.6	1,125.5	1,129.5
비유동자산	4,551.9	4,457.8	3,979.4	3,842.6	3,746.7
투자자산	923.0	943.0	1,070.5	1,059.1	1,080.5
금융자산	67.6	69.1	78.4	77.6	79.1
유형자산	2,583.4	2,487.0	1,996.8	1,904.2	1,817.5
무형자산	790.9	780.7	656.6	623.8	593.2
기타비유동자산	254.6	247.1	255.5	255.5	255.5
자산총계	9,881.5	9,713.0	10,789.3	11,143.7	11,602.6
유동부채	4,026.8	4,191.0	4,681.8	4,657.3	4,703.3
금융부채	2,290.9	2,232.2	2,019.8	2,018.4	2,021.1
매입채무 등	994.9	1,213.8	1,377.8	1,363.2	1,390.7
기타유동부채	741.0	745.0	1,284.2	1,275.7	1,291.5
비유동부채	2,901.1	2,266.8	2,560.1	2,556.3	2,563.5
금융부채	2,523.6	1,947.4	2,197.5	2,197.5	2,197.5
기타비유동부채	377.5	319.4	362.6	358.8	366.0
부채총계	6,927.9	6,457.8	7,241.9	7,213.6	7,266.9
지배주주지분	2,302.6	2,451.4	2,679.9	2,954.7	3,243.6
자본금	161.0	161.0	161.0	161.0	161.0
자본잉여금	230.4	250.8	245.6	245.6	245.6
자본조정	(78.1)	(78.1)	(78.1)	(78.1)	(78.1)
기타포괄이익누계액	(3.1)	(5.8)	(17.5)	(17.5)	(17.5)
이익잉여금	1,992.5	2,123.6	2,368.8	2,643.6	2,932.6
비지배주주지분	651.0	803.8	867.6	975.4	1,092.1
자본총계	2,953.6	3,255.2	3,547.5	3,930.1	4,335.7
순금융부채	3,933.2	3,297.8	3,082.5	2,942.6	2,493.5

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	464.1	807.9	320.0	167.1	509.0
당기순이익	(73.5)	215.1	340.2	417.3	440.4
조정	678.7	453.6	281.1	129.2	121.0
감가상각비	344.7	348.9	236.6	125.4	117.2
외환거래손익	18.6	(10.7)	2.4	0.0	0.0
지분법손익	31.8	(98.7)	(63.0)	0.0	0.0
기타	283.6	214.1	105.1	3.8	3.8
영업활동 자산부채 변동	(141.1)	139.2	(301.3)	(379.4)	(52.4)
투자활동 현금흐름	(342.8)	(235.9)	(363.1)	14.1	(26.6)
투자자산감소(증가)	166.2	79.2	(127.5)	11.3	(21.4)
유형자산감소(증가)	(222.2)	(212.4)	(100.2)	0.0	0.0
기타	(286.8)	(102.7)	(135.4)	2.8	(5.2)
재무활동 현금흐름	(139.3)	(611.9)	271.0	(39.9)	(35.7)
금융부채증가(감소)	(28.9)	(634.8)	37.7	(1.5)	2.8
자본증가(감소)	13.1	20.3	(5.1)	0.0	0.0
기타재무활동	(67.3)	55.7	288.5	(3.7)	(3.8)
배당지급	(56.2)	(53.1)	(50.1)	(34.7)	(34.7)
현금의 증감	(15.3)	(37.8)	222.2	141.2	446.7
Unlevered CFO	747.6	817.4	773.7	770.1	789.5
Free Cash Flow	210.6	575.5	192.5	167.1	509.0

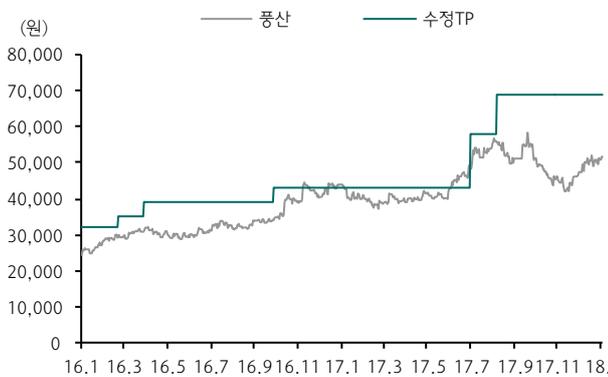
투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

고려아연



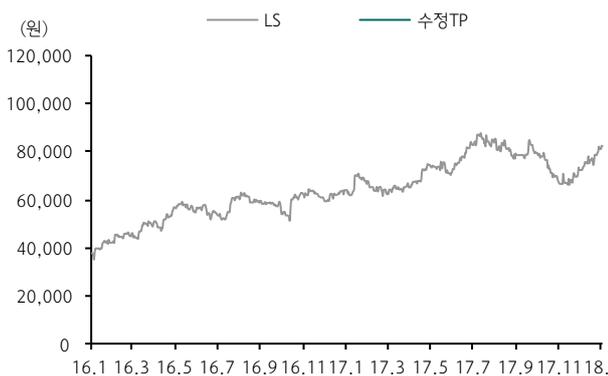
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
17.9.5	BUY	640,000		
17.2.8	BUY	590,000	-24.96%	-12.54%
17.1.15	BUY	620,000	-19.17%	-16.94%
16.10.26	BUY	580,000	-17.31%	-11.03%
16.7.11	BUY	630,000	-21.03%	-11.27%
16.4.25	Neutral	490,000	0.78%	9.59%
16.2.3	1년 경과		-3.47%	3.27%
15.2.2	BUY	490,000	-3.84%	14.29%

풍산



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
17.9.5	BUY	69,000		
17.7.30	BUY	58,000	-7.66%	-1.72%
17.2.10	Neutral	43,000	-4.60%	14.88%
16.10.27	BUY	43,000	-5.07%	3.72%
16.4.28	BUY	39,000	-19.36%	-12.05%
16.3.23	BUY	35,000	-13.85%	-9.86%
16.2.14	BUY	32,000	-13.23%	-6.72%
15.12.27	BUY	33,000	-23.78%	-15.91%

LS



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
18.1.31	BUY	110,000		

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
 Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	87.5%	11.8%	0.7%	100.0%

* 기준일: 2018년 1월 31일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉/김용구/오진원)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제한한 사실이 없습니다.
- 당사는 2018년 1월 31일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉/김용구/오진원)는 2018년 1월 31일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.