

계절적인 성수기에 진입한 전기동

2017년 Target KOSPI	2,260pt
12MF PER	9.23배
12MF PBR	0.97배
Yield Gap	9.1%P

- ▶ 전기동 공급 차질이 해소 국면에 진입했지만 잠재적 공급 차질 가능성은 여전히 높음
- ▶ 연초 이후 전기동 가격은 톤당 5,700~6,100 달러의 박스권에서 등락을 거듭
- ▶ 계절적인 성수기 진입에 따른 수요 증가는 전기동 가격의 상승세를 이끌 전망

전기동 공급 차질 이슈는
대부분 해소됨

■ 표면적으로는 전기동 공급 차질이 해소 국면에 진입

그 동안 전기동 가격의 하방경직성을 강화하는 요인 중 하나였던 공급 차질이 대부분 일단락 되었다. 일단 작년 글로벌 전기동 공급의 6%를 차지한 세계 최대의 동 광산인 에스콘디다 광산의 노조들이 3월 23일 파업을 중단하기로 결정했다. 이로써 43일간 지속되었던 파업은 마무리되었으며 3월 25일부터 노조는 작업에 복귀했다.

<표 1> 칠레 에스콘디다(Escondida) 광산 노동자들 파업 일지

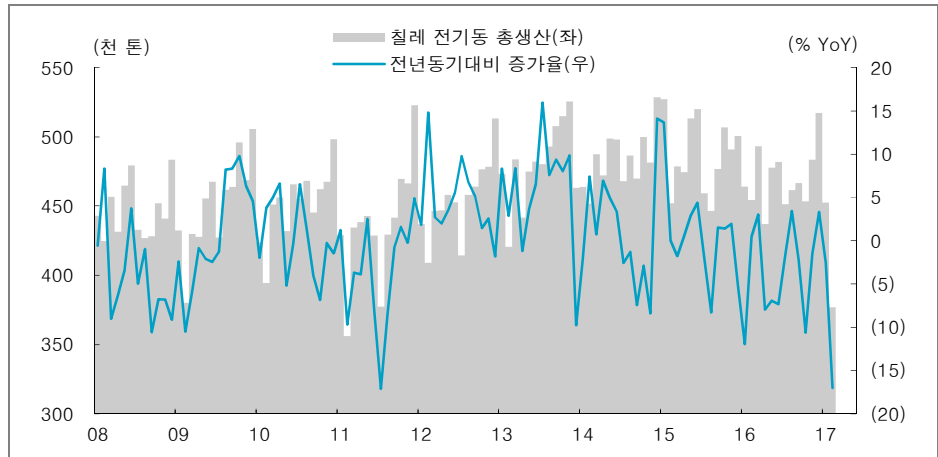
시기	내용
1월 25일	에스콘디다 광산 노조는 사측의 임금 협상안을 거부
1월 31일	근로자들은 전일 사측이 제안한 임금 협상안에 대한 찬반투표에 돌입
2월 1일	노조는 사측이 제시한 임금 협상안을 거부하고 파업에 돌입하기로 결정
2월 3일	노조는 사측의 정부 중재 요청으로 임금협상 재개. 칠레 법에 따르면 5일 간의 정부 중재 하에 협상 진행 후 결렬시 파업 가능
2월 9일	노조는 사측의 임금 협상안을 다시 거부. 파업에 돌입
2월 10일	BHP Billiton 사는 에스콘디다 광산 수출 물량에 대한 불가항력을 선언. 당일 구리 가격은 4.6% 급등
2월 12일	에스콘디다 광산에 300 명의 과한이 침입하여 시설물을 파괴하고 임시 계약직 인부들의 작업을 무력으로 중단
2월 14일	파업에 돌입한 노조는 BHP 빌리턴과 협상을 재개하기 위한 정부 요청을 받아들임
2월 21일	이 협상도 실패로 끝남. 노조는 추후 협상 계획이 없다고 밝힘
2월 22일	사측은 법률상 보장된 파업 15일 이후부터 임시직 노동자를 고용할 수 있는 권한에도 불구하고 파업 30일 이후까지는 임시직 노동자 고용을 보류할 것이라고 밝힘
2월 24일	에스콘디다 광산 노조는 파업을 대비한 비상자금 100 만 달러를 확보
3월 10일	BHP 빌리턴은 파업이 30 일을 넘어가면서 임시 고용 인력을 동원해 생산 재개를 시도할 것이라고 발표
3월 13일	칠레 정부는 파업으로 인해 일일 3,400 톤, 월간 10 만톤의 전기동 생산 차질이 예상된다고 발표
3월 14일	노조는 다시 사측의 협상안을 거부
3월 18일	BHP 빌리턴은 노조 측에 미팅을 제안했으나 노조는 이를 거절
3월 23일	노조는 25일부터 파업을 중단하기로 합의. 이로 인해 43일간 지속된 파업은 종료됨

자료: 각종 언론, 한국투자증권

에스콘디다 광산 노조의
파업으로 최소 10만톤
이상의 공급 차질 발생

그리고 이번 파업으로 인해 최소한 10만톤 이상의 전기동 생산 차질이 발생한 것으로 추정된다. 칠레 정부가 에스콘디다 광산 가동 중단으로 인해 일일 3,400톤, 월간 10만톤의 전기동 생산 차질이 예상된다고 발표한 가운데 이번 파업이 무려 43일 동안 지속되었기 때문이다. 실제로 2월 칠레 전기동 생산량은 전년동기대비 17% 감소하면서 2011년 7월 이후 가장 큰 감소폭을 기록했다.

[그림 1] 칠레 전기동 생산량 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

인도네시아 정부 또한
임시 수출 허가를 승인

에스콘디다 광산이 재가동된 가운데 지난주 화요일에는 인도네시아 정부가 동 정광의 임시 수출을 승인하면서 그래스버그 광산의 공급 차질 또한 마무리 국면에 접어들었다. 인도네시아 정부가 지난 1월 동 정광의 수출을 금지하면서 그래스버그 광산의 소유주인 프리포트 맥모란이 불가항력을 선언했지만 최근 인도네시아 정부가 결국 임시 수출 허가를 승인한 것이다.

<표 2> 인도네시아 그래스버그(Grasberg) 광산 불가항력 선언 관련 일지

시기	내용
1월 12일	인도네시아 정부는 광업 개정안을 통해 동 정광의 수출을 금지
1월 31일	인도네시아 정부가 프리포트 맥모란을 상대로 일부 새로운 법규의 적용을 일시적으로 면제
2월 6일	다만 여전히 수출 선적에 차질 지속. 사측은 2월 중순까지 정부로부터 신규 수출 허가권을 취득하지 못할 경우 투자 및 생산을 축소하겠다고 밝힘
2월 10일	인도네시아 정부는 신규 채광 허가 발급 동시에 즉각적인 수출 재개에 필요한 허가 신청이 가능하다고 밝혔으나 사측은 인도네시아 정부와 합의에 도달하지 않았다고 언급
2월 17일	인도네시아 정부는 동 정광의 조건부 수출 허가. 수출 조건은 2018년 2월 16일까지 수출량을 110만톤으로 제한한 가운데 자국 내 제련소의 개발을 지속하는 것
2월 20일	프리포트 맥모란은 불가항력을 선언. 정부가 제안한 수출 허가 조건이 지나치고 이전까지 면제되었던 세금과 로열티가 부과되며 사측과 정부 간에 입장차가 좁혀지지 않음
2월 21일	프리포트 맥모란은 동 광산 가동을 중단시킨 인도네시아 정부에 피해 보상을 요구할 수 있다고 경고
3월 1일	프리포트 맥모란은 그래스버그 광산의 올해 예상 정광 생산량을 기존 일평균 14만 톤에서 9.5만톤으로 하향 조정
3월 21일	프리포트 맥모란은 한 달 이상 지속된 작업 중단을 마감하고 구리 정광 생산을 재개하겠다고 밝힘
3월 30일	인도네시아 정부와 프리포트 맥모란이 최종 합의에 도달
4월 4일	인도네시아 정부는 임시 수출 허가를 승인

자료: 각종 언론, 한국투자증권

표면적으로 공급 차질은
일단락된 상황

칠레 에스콘디다 광산과 인도네시아 그래스버그 광산은 세계 1,2위 동 광산으로 작년 글로벌 전기동 공급의 10%인 약 200만톤을 생산했었다. 전기동 공급 차질을 초래했던 이슈가 해소되고 이들 광산이 다시 재가동 단계에 들어가면서 표면적으로 공급 차질은 일단락 되었다.

〈표 3〉 상위 10개 전기동 광산 규모

순위	광산	국가	소유주	연간 생산능력 (천 톤)
1	Escondida	칠레	BHP Billiton(57.5%), Rio Tinto(30%)	1,200
2	Grasberg	인도네시아	P.T. Freeport Indonesia, Rio Tinto	780
3	Morenci	미국	Freeport-McMoRan(72%), Sumitomo	520
4	Buenavista del Cobre	멕시코	Grupo Mexico	510
5	Collahuasi	칠레	Anglo American(44%), Glencore(44%)	500
6	El Teniente	칠레	Codelco	452
7	Antamina	페루	BHP Billiton(33.8%), Glencore(33.8%)	450
8	Los Bronces	칠레	Anglo American(50%), Mitsubishi(20%)	435
9	Polar Division	러시아	Norilsk Nickel	430
10	Los Pelambres	칠레	Antofagasta(60%), Nippon Mining(25%)	420

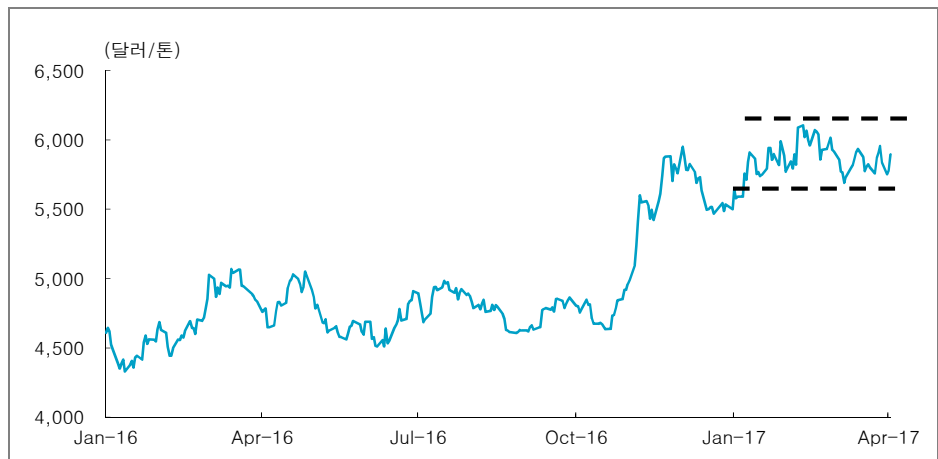
주: 2016년 기준
자료: ICSG, 한국투자증권

■ 하지만 잠재적 공급 차질 가능성은 여전히 높은 상황

하지만 여전히 높은 잠재적
공급 차질 가능성

이처럼 표면적으로 보았을 때는 공급 차질 이슈가 해소된 것처럼 보이지만 그 내용을 자세히 살펴보면 공급 차질이 완전히 해소되지 않았다. 오히려 잠재적 공급 차질 가능성이 더욱 높아졌다. 이를 반영하듯 에스콘디다 광산 노조들의 파업 중단, 인도네시아 그래스버그 광산의 가동 재개에도 불구하고 전기동 가격은 하락세를 보이기보다는 여전히 톤당 5,700~6,100달러의 박스권에서 머무르고 있다.

〔그림 2〕 연초 이후 박스권을 보이는 전기동 가격



자료: Bloomberg, 한국투자증권

에스콘디다 광산 노조는
현재 계약을 18개월 연장

지난 달 칠레 에스콘디다 광산의 노조가 파업을 중단한 이유는 노조와 BHP빌리턴이 새로운 계약에 대한 합의에 도달했기 때문이 아니다. 노조가 임금 인상이나 보너스 인상의 조건을 포기한 대신 상대적으로 노동 조건이 유리한 현재 계약을 유지하기로 결정했기 때문이다. 칠레 노동법(Article 369)에 따르면 노조와 사측이 새로운 계약을 위해 협상을 시도했으나 이에 실패했을 경우 이전 계약을 18개월간 연장할 수 있다고 명시해 놓았다. 에스콘디다 광산의 노조는 바로 이 조항을 이용하여 현재 계약을 18개월 연장한 것이다.

4월부터 개정되는 노동법의 혜택을 누리기 위한 것

광산 노조들은 보통 새로운 계약을 맺을 때 임금 인상이나 보너스 인상에 대해 합의를 하게 된다. 특히 지난해 말부터 전기동 가격이 급등을 하면서 이에 대한 명분도 충분하다. 하지만 노조가 이를 포기하고 현재 계약을 18개월 연장하기로 한 이유는 4월부터 새로 개정된 칠레의 노동법 때문이다. 개정안에 따르면 새로운 노동 계약을 맺을 때 사측은 이전 계약에 있던 노동 조건이나 특전보다도 낮은 수준을 제시할 수 없다(minimum-floor rule).

보너스 인상보다는 현재 노동 조건 유지를 선택한 노조

이로 인해 BHP 빌리턴은 이번 계약에서 노동 조건이나 특전을 최대한 축소하려고 했다. 이를 최대한 낮추어 놓아야 향후 계약을 합의할 때 사측 입장에서 유리하게 전개될 수 있기 때문이다. 반면 노조는 새로운 계약에 합의하여 임금이나 보너스를 인상하는 것보다는 일단 계약을 연장하여 현재 노동 조건이나 특전을 유지하는 것이 더 이득이라고 판단했다. 18개월 뒤에 재계약을 할 때에는 현재 노조가 누리고 있는 노동 조건이 기본적으로 포함되어야 하기 때문에 노조 입장에서는 보다 유리한 위치에서 협상을 해나갈 수 있기 때문이다.

다른 광산 노조들에게도 영향을 미칠 수 있음

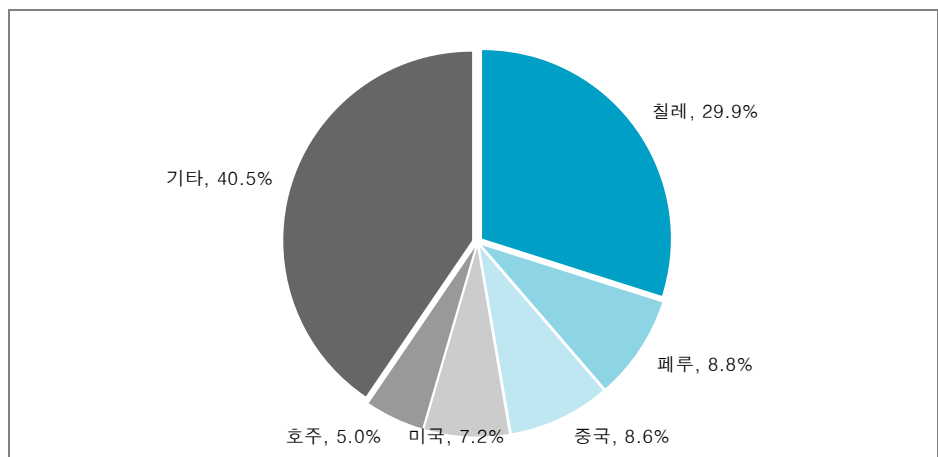
결과적으로 이번 에스콘디다 광산 노조의 파업 중단은 노조와 사측이 새로운 노동 계약에 합의한 것이 아니라 현재 계약을 18개월 연장한 것에 불과하다. 그리고 이는 다른 광산 노조들에게 새로운 선례를 제시했다는 점에서 향후 전기동 공급 차질 가능성을 높이는 요인이 될 수 있다.

이미 전기동 가격이 많이 오른 상황에서 칠레의 주요 광산 노조들은 계약 연장을 앞두고 임금이나 보너스 인상을 요구할 것이다. 만약 사측이 이에 합의하지 않을 경우 에스콘디다 광산 노조들과 같은 방식으로 파업을 실시한 뒤 현재 계약을 연장할 리스크가 있다. 이 과정에서 주요 광산들의 공급 차질은 불가피할 것으로 보인다.

칠레 광산 노조의 협상력이 높아질수록 공급 차질에 대한 우려가 높아질 것

칠레의 전기동 채굴량은 전세계 전기동 채굴량의 30%를 차지하고 있다. 현재 상황에서 칠레의 노동법 개정안으로 칠레 광산 노조의 협상력이 높아지게 될 경우 잠재적 공급 차질에 대한 우려 역시 높아질 수 밖에 없다.

[그림 3] 국가별 전기동 채굴량 비중



자료: Bloomberg, 한국투자증권

인도네시아 임시 수출
허가도 10월까지만 유효

게다가 재가동에 들어간 인도네시아 그래스버그 광산 역시 일시적일 가능성을 배제할 수 없다. 인도네시아 정부가 수출 허가를 승인했지만 이는 10월 10일까지 유효한 임시적인 수출 허가이기 때문이다. 임시 수출 허가가 만료되는 10월 이후 인도네시아 정부가 어떤 선택을 할지에 대한 불확실성은 여전히 남아있는 상황이다.

■ 계절적 성수기 진입에 따른 수요 회복은 전기동 가격의 상승세를 이끌 전망

전기동 가격의 추가 상승을
위해서는 수요 회복이 필요

에스콘디다 광산과 그래스버그 광산의 가동 중단에 따른 생산 차질 그리고 잠재적 공급 차질 가능성을 감안했을 때 전기동 수급은 과거보다 타이트해졌으며 이는 전기동 가격의 하방경직성을 높이는 요인이다. 그러나 지난 자료(예열 중인 전기동, 2/6일자 참조)에서 언급한 것처럼 전기동 가격이 추가적으로 상승세를 보이기 위해서는 수요가 회복되면서 펀더멘털 개선세가 나타날 필요가 있다

최근 들어서 반등세를 보인
상해 전기동 프리미엄

상해 전기동 프리미엄은 중국 전기동 수입가격과 LME 거래가격의 차이를 의미한다. 따라서 프리미엄이 높을수록 중국향 실수요가 증가하고 있는 것으로 해석할 수 있다. [그림 4]에서 볼 수 있듯이 작년 11월 이후 하락세를 지속하던 상해 전기동 프리미엄은 최근 들어서 소폭 반등에 성공했다. 줄곧 바닥권에 머무르던 전기동 프리미엄이 드디어 반등세를 보인 점은 향후 전기동 수요가 회복세를 보일 가능성이 높다는 것을 시사한다.

[그림 4] 상해 전기동 프리미엄

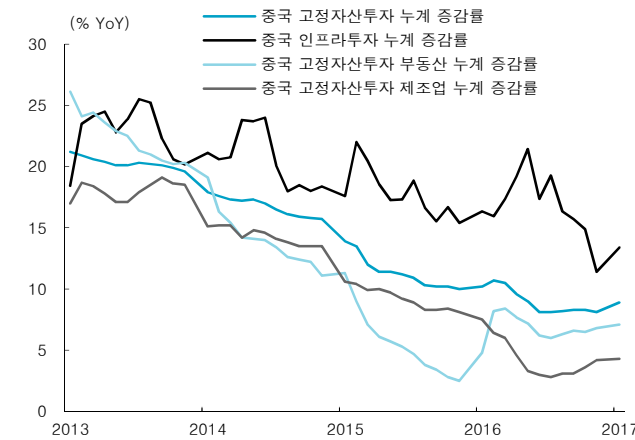


자료: Bloomberg, 한국투자증권

중국 전기동 재고도 3월
초부터 감소 전환

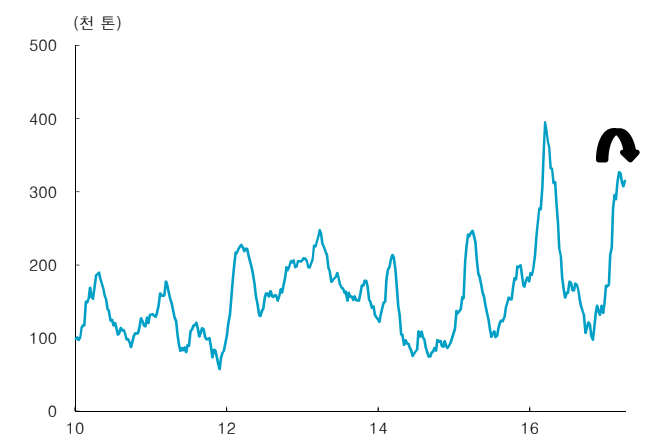
이처럼 상해 전기동 프리미엄이 반등세를 보인 이유는 계절적 성수기인 2분기에 접어들고 중국의 인프라 투자 확대가 지속되는 가운데 중국 전기동 재고가 감소세로 전환했기 때문이다. 실제로 연초 이후 재고 비축 수요가 늘어나면서 급격하게 증가세를 보였던 중국 전기동 재고는 3월 초에 정점을 기록한 후 하락 반전했다. 여전히 견고한 인프라 투자 수요를 감안했을 때 중국 전기동 재고는 빠른 속도로 소진될 것으로 보이며 이는 전기동 가격의 상승세를 이끌 전망이다.

[그림 5] 중국 고정자산투자 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 6] 중국 SHFE 전기동 재고 추이

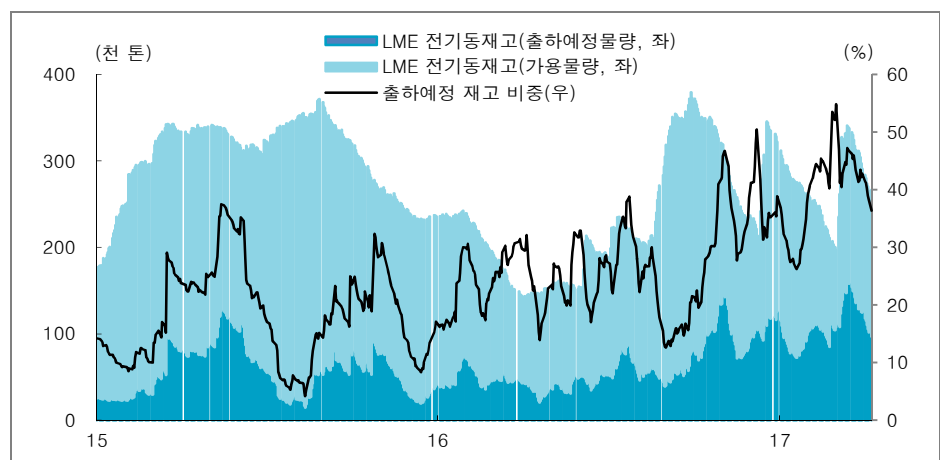


자료: Bloomberg, 한국투자증권

LME 전기동 재고 또한 감소세 지속

뿐만 아니라 글로벌 재고를 반영하는 LME 전기동 재고 또한 하락세를 지속하고 있다. 비록 출하예정물량(Cancelled warrant) 역시 감소세를 보이고 있지만 출하예정물량 비중이 재고에서 차지하는 비중이 여전히 높기 때문에 당분간 LME 전기동 재고의 감소세 또한 지속될 가능성이 높다.

[그림 7] LME 전기동 재고 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

계절적인 성수기에 진입하면서 전기동 가격 상승세 전망

비록 트럼프의 정책 실행에 대한 불확실성이 높아지면서 미국발 수요에 대한 기대가 줄어든 것은 사실이지만 최근 상해 전기동 프리미엄의 반등과 중국 전기동 재고의 감소 전환은 계절적 성수기에 진입하면서 중국발 수요가 회복세를 보이고 있다는 것을 의미한다. 춘절 이후 재고 비축 과정이 드디어 일단락된 가운데 본격적으로 중국 전기동 재고가 소진되기 시작하면 전기동 가격은 완만한 상승세를 보일 것으로 전망한다.

- 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.
- 본 자료에 제시된 종목들은 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.