

고려아연(010130)

매수(유지)

목표주가: 420,000원(유지)

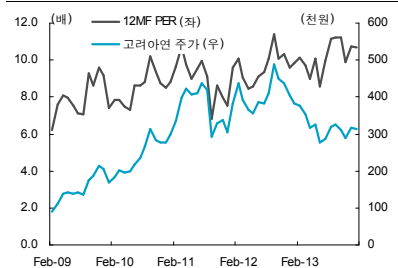
Stock Data

KOSPI(1/14)	1,946
주가(1/14)	314,500
시가총액(십억원)	5,935
발행주식수(백만)	19
52주 최고/최저가(원)	405,000/260,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	22,288
유동주식비율/외국인지분율(%)	42.7/13.3
주요주주(%)	영풍 외 45인 51.0
	국민연금공단 8.1

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	13.7	10.7	(20.3)
상대주가(%p)	14.6	6.7	(17.2)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

4Q13 Preview: 출하량 증가로 고비 돌파

4분기 영업이익 컨센서스 부합 예상

4분기 별도 영업이익이 1,570억원(QoQ -2.8%, YoY +0.2%)으로 컨센서스 1,630억원을 3.4% 하회할 전망이다. 4분기는 비철 및 귀금속 가격 약세와 원화 강세 등 실적에 부정적인 요인이 지배적이었다. 그러나, 출하량이 늘면서 이익 방어에 성공한 것으로 추정된다. 특히 연이 재고를 기반으로 전분기대비 33% 늘어난 85.3천톤이 판매되면서 실적 방어의 주요 원인으로 작용한 것으로 판단된다. 한편, 연결 영업이익은 1,590억원으로 별도 영업이익보다 증가할 전망이다. 3분기에 105억원의 적자를 기록한 호주의 SMC(지분율 100%)가 아연 가격 안정으로 흑자 전환되었을 것으로 추정돼서다. 우리의 연결 영업이익 전망은 컨센서스 1,592억원과 거의 일치한다.

비철금속의 이익기여도 상승에 주목할 시점

은의 이익기여도는 2012년 32.6%에서 2013년 3분기는 20.5%로 하락했다. 반면 아연과 연의 합계 이익기여도는 2012년 43.6%에서 2013년 3분기에는 50.6%로 상승했다([그림 3]). 2013년 3분기를 기준으로 아연과 연의 이익기여도가 은보다 거의 2.5배가 많다. 아연과 연의 합계 매출총이익률은 2012년과 2013년 3분기가 19%로 동일하지만 은의 매출총이익률은 2012년 12.9%에서 2013년 3분기는 10.4%로 하락했다([그림 4]). 아연과 연의 이익률은 은의 두 배에 달한다. 가격 변동에 의한 이익의 민감도가 은보다는 아연과 연이 더 높다는 의미이다. 위의 두 가지 사실은 고려아연 실적의 결정변수가 은에서 아연과 연으로 빠르게 이동하고 있음을 보여준다. 비철 가격의 상승이나 판매량 증가에 주목할 시점이다.

악재가 겹친 2013년 vs 호전되는 2014년

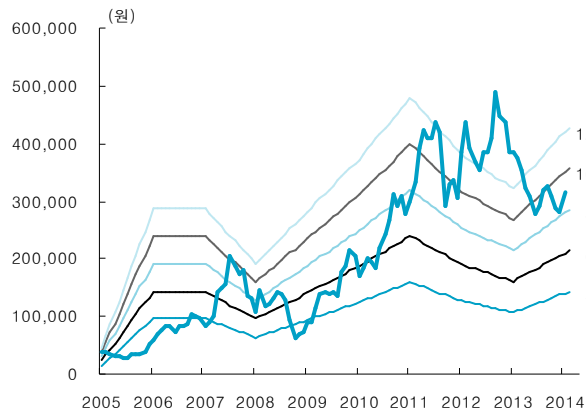
2013년은 대외적으로 귀금속 가격 하락, 원화 강세, 비철 가격 정체, 대내적으로는 잦은 보수에 의한 생산 차질([그림 5,6])이라는 악재가 끊이지 않은 해였다. 이에 따라 연간 연결 영업이익이 6,180억원으로 18.4%나 감소할 전망이다. 역으로 생각하면 2014년에는 위와 같은 악재가 다시 한번 동시에 일어나지 않는다면 최소한 영업이익이 2013년과 같이 감소할 가능성은 낮다. 오히려 우리는 생산 정상화에 의한 출하량 증가와 비철 가격 상승으로 영업이익이 26.7% 증가한 7,830억원에 달할 것으로 예상한다. 여기에 2015년과 2016년에는 아연과 연 증설로 출하량이 더욱 증가해 이익 증가가 이어질 것이다. 투자의견 '매수'와 12개월 EPS 35,697원에 목표 PER 12배를 적용한 목표주가 420,000원을 유지한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)
2011A	5,556	964	975	705	39,868	28.4	1,075	7.6	4.7	1.7	23.1
2012A	5,498	758	751	560	31,693	(20.5)	883	12.8	7.8	2.0	15.5
2013F	4,902	618	639	474	26,791	(15.5)	757	11.9	6.5	1.4	11.6
2014F	5,369	783	842	631	35,697	33.2	940	8.8	4.8	1.2	13.9
2015F	6,971	973	1,027	770	43,550	22.0	1,174	7.2	3.6	1.1	14.9

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

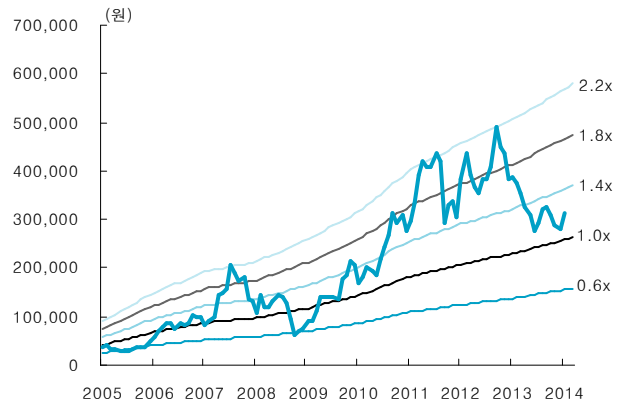
최문선 3276-6182
moonsun@truefriend.com박선영 3276-6195
sunyoung.park@truefriend.com

[그림 1] PER band



자료: 한국투자증권

[그림 2] PBR band



자료: 한국투자증권

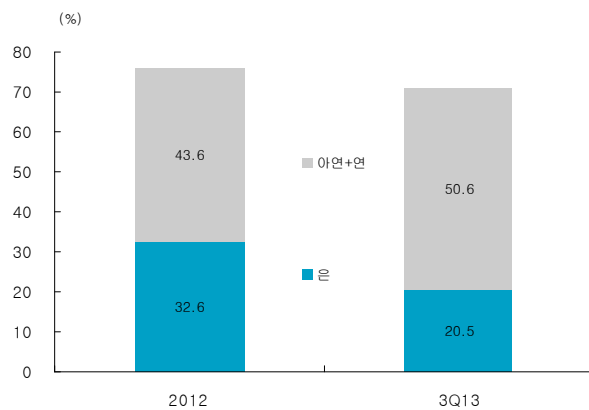
<표 1> 연결기준 실적 Preview

(단위: 십억원)

	4Q13			QoQ		YoY		컨센서스	
	예상실적	추정치	차이(%)	3Q13	차이(%)	4Q12	차이(%)	4Q13	차이(%)
매출액	1,279	1,441	(11.2)	1,172	9.2	1,413	(9.4)	1,247	2.6
- 고려아연	1,124	1,286	(12.5)	1,037	8.4	1,274	(11.7)	1,107	1.5
- 자회사	155	155	0.0	134	15.4	139	11.7		
영업이익	159	158	0.8	150	5.9	161	(1.4)	159	(0.2)
- 고려아연	157	156	0.9	162	(2.8)	157	0.2	163	(3.4)
- 자회사	2	2	0.0	(12)	(112.6)	4	(62.1)		
영업이익률	12.4	10.9	1.5%p	12.8	(0.4%p)	11.4	1.0%p	12.8	(0.3%p)
- 고려아연	14.0	12.1	1.9%p	15.6	(1.6%p)	12.3	1.7%p		
- 자회사	1.0	1.0	0.0%p	(8.8)	9.8%p	2.9	(1.9%p)		
순이익	131	130	0.8	125	4.5	139	(6.2)	126	4.0

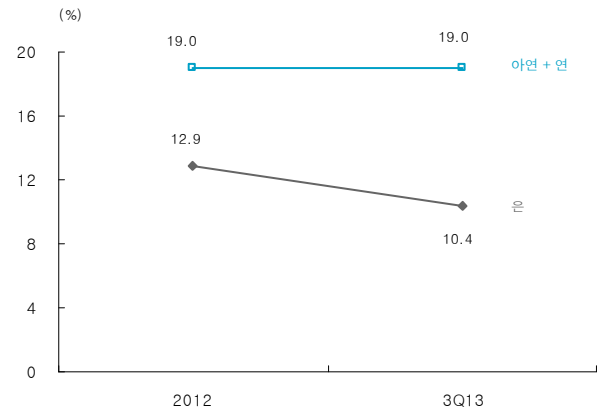
자료: 한국투자증권

[그림 3] 매출총이익 기여도 변화 - 아연과 연은 상승, 은은 하락



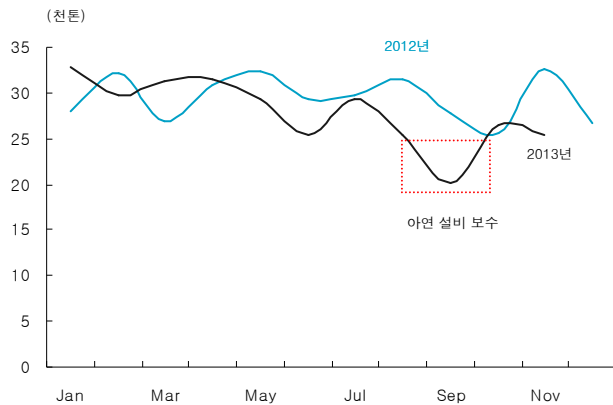
자료: 한국투자증권

[그림 4] 매출총이익률 변화 - 아연과 연은 유지, 은은 하락



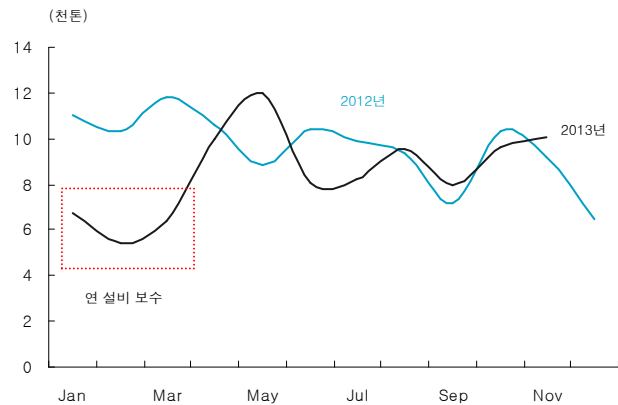
자료: 한국투자증권

[그림 5] 한국 아연 수출 - 고려아연 설비 보수로 수출량 감소



자료: KITA, 한국투자증권

[그림 6] 한국 연 수출 - 고려아연 설비 보수로 수출량 감소



자료: KITA, 한국투자증권

<표 2> 별도기준 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013F	2014F
매출액	1,024	1,138	1,037	1,124	1,071	1,204	1,209	1,265	4,927	4,324	4,749
- 아연	312	322	306	308	304	373	394	433	1,228	1,248	1,433
- 연	148	172	172	236	198	250	220	238	691	729	834
- 금	103	82	82	82	70	63	73	70	366	348	286
- 은	334	436	355	366	330	317	332	332	2,123	1,491	1,455
- 동	48	50	48	52	84	111	101	101	201	199	375
- 기타	78	77	75	80	85	90	90	90	319	310	355
영업이익	173	136	162	157	160	206	202	209	765	628	777
영업이익률	16.8%	12.0%	15.6%	14.0%	14.9%	17.1%	16.7%	16.5%	15.5%	14.5%	16.4%
세전이익	174	133	177	168	173	216	212	219	788	652	824
순이익	132	104	135	128	131	164	161	167	596	499	626
기본 가정											
원/달러 환율	1,085	1,123	1,111	1,062	1,065	1,050	1,045	1,045	1,130	1,095	1,051
가격 전망											
아연 (달러/톤)	2,067	1,870	1,858	1,867	2,050	2,300	2,500	2,600	1,939	1,916	2,363
연 (달러/톤)	2,327	2,075	2,107	2,097	2,150	2,400	2,550	2,600	2,043	2,152	2,425
금 (달러/oz)	1,661	1,496	1,328	1,314	1,200	1,150	1,200	1,200	1,666	1,450	1,188
은 (달러/oz)	31.1	25.6	21.0	21.8	19.5	19.0	20.0	20.0	31.0	24.9	19.6
동 (달러/톤)	8,019	7,370	7,033	7,146	7,300	7,400	7,500	7,550	7,926	7,392	7,438
출하량 전망											
아연(천톤)	131	141	136	145	130	143	140	148	525	553	560
연(천톤)	53	64	64	85	78	89	74	79	278	277	319
금(천 oz)	1.8	1.6	1.7	1.7	1.7	1.5	1.7	1.6	6.1	6.8	6.5
은(천 oz)	312	483	468	499	500	500	500	500	1,892	1,761	2,000
동(천톤)	6	6	6	7	10	14	12	12	22	24	48

자료: 한국투자증권

<표 3> 연결기준 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013F	2014F
매출액	1,172	1,279	1,172	1,279	1,226	1,359	1,364	1,420	5,498	4,902	5,369
- 고려아연	1,024	1,138	1,037	1,124	1,071	1,204	1,209	1,265	4,927	4,324	4,749
- 자회사	148	141	134	155	155	155	155	155	571	578	620
영업이익	173	136	150	159	162	207	204	210	758	618	783
- 고려아연	173	136	162	157	160	206	202	209	765	628	777
- 자회사	0	(0)	(12)	2	1	2	2	2	(7)	(11)	6
영업이익률	14.7%	10.7%	12.8%	12.4%	13.2%	15.3%	14.9%	14.8%	13.8%	12.6%	14.6%
- 고려아연	16.8%	12.0%	15.6%	14.0%	14.9%	17.1%	16.7%	16.5%	15.5%	14.5%	16.4%
- 자회사	0.0%	(0.1%)	-8.8%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	(1.3%)	(1.8%)	1.0%
세전이익	45	32	41	41	0	0	0	54	751	639	842
지배지분순이익	127	95	124	128	119	128	124	199	560	474	631

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

고려아연은 1978년 아연제련공장을 시작으로 아연, 연, 금, 은, 동, 인듐, 갈륨 및 황산 등을 생산하는 종합비철금속 제련 회사로 성장하였다. 아연 생산량 기준으로 Nyrstar(벨기에), Glencore Xtrata(글로벌기업), Hindustan Zinc(인도)에 이어 세계 4위 규모(영풍과 합산할 경우 세계 1위)이다. 아연과 연 정광을 광산으로부터 매입하여 제련함으로써 아연, 연을 생산한다. 뿐만 아니라 부산물 재처리를 통해 금, 은, 동 등 기타 유가금속까지 회수한다. 특히 TSL공법을 적용한 fumer 설비를 통해 세계 제련사 중 가장 높은 금속회수율을 자랑하고 있다. 2012년 기준 매출비중은 은 34%, 아연 29%, 연 16%, 동 6%, 금 7%, 기타 8%이다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	2,439	2,523	2,900	3,391	4,333
현금성자산	803	475	735	805	976
매출채권및기타채권	260	391	490	537	767
재고자산	882	997	931	1,074	1,394
비유동자산	2,168	2,417	2,702	3,244	3,529
투자자산	492	584	520	664	862
유형자산	1,553	1,706	2,068	2,455	2,505
무형자산	79	78	70	77	99
자산총계	4,606	4,941	5,602	6,635	7,862
유동부채	686	626	899	1,345	1,786
매입채무및기타채무	212	284	254	278	361
단기차입금및단기사채	61	147	132	107	89
유동성장기부채	242	120	140	70	130
비유동부채	409	329	290	321	402
사채	115	0	0	10	18
장기차입금및금융부채	63	62	60	59	58
부채총계	1,096	954	1,189	1,665	2,188
지배주주지분	3,390	3,859	4,279	4,827	5,520
자본금	94	94	94	94	94
자본잉여금	58	58	58	58	58
자본조정	(54)	(54)	(54)	(54)	(54)
이익잉여금	3,246	3,713	4,098	4,640	5,322
비지배주주지분	120	127	134	143	154
자본총계	3,510	3,986	4,413	4,969	5,673

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동현금흐름	909	499	829	1,171	899
당기순이익	714	568	480	640	781
유형자산감가상각비	111	123	137	155	199
무형자산상각비	1	2	2	2	3
자산부채변동	(51)	(169)	207	367	(97)
기타	134	(25)	3	7	13
투자활동현금흐름	(326)	(594)	(483)	(926)	(689)
유형자산투자	(252)	(303)	(505)	(552)	(261)
유형자산매각	0	0	6	10	12
투자자산순증	(61)	(285)	91	(143)	(190)
무형자산순증	(12)	(6)	7	(9)	(26)
기타	(1)	0	(82)	(232)	(224)
재무활동현금흐름	(134)	(224)	(86)	(175)	(40)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(89)	(134)	2	(86)	49
배당금지급	(46)	(90)	(88)	(88)	(88)
기타	1	0	0	(1)	(1)
기타현금흐름	3	(9)	0	0	0
현금의증가	452	(328)	260	70	171

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

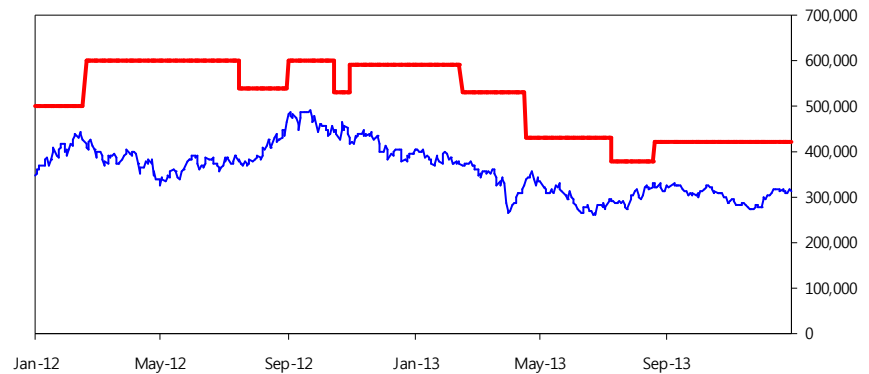
	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	5,556	5,498	4,902	5,369	6,971
매출원가	4,458	4,600	4,149	4,449	5,836
매출총이익	1,098	898	753	921	1,135
판매관리비	135	140	135	138	162
영업이익	964	758	618	783	973
금융수익	62	80	73	41	37
이자수익	27	50	41	40	36
금융비용	48	85	48	11	12
이자비용	15	11	9	11	12
기타영업외손익	1	5	2	32	33
관계기업관련손익	(4)	(6)	(6)	(4)	(4)
세전계속사업이익	975	751	639	842	1,027
법인세비용	261	183	158	202	247
연결당기순이익	714	568	480	640	781
지배주주지분순이익	705	560	474	631	770
기타포괄이익	32	(2)	35	5	12
총포괄이익	746	566	515	645	793
지배주주지분포괄이익	720	558	508	636	782
EBITDA	1,075	883	757	940	1,174

주요 투자지표

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	39,868	31,693	26,791	35,697	43,550
BPS	182,490	207,361	229,600	258,613	295,347
DPS	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
성장성(% , YoY)					
매출증가율	44.8	(1.1)	(10.8)	9.5	29.8
영업이익증가율	48.7	(21.4)	(18.4)	26.7	24.2
순이익증가율	28.4	(20.5)	(15.5)	33.2	22.0
EPS증가율	28.4	(20.5)	(15.5)	33.2	22.0
EBITDA증가율	46.0	(17.9)	(14.3)	24.2	24.9
수익성(%)					
영업이익률	17.3	13.8	12.6	14.6	14.0
순이익률	12.7	10.2	9.7	11.8	11.0
EBITDA Margin	19.3	16.1	15.4	17.5	16.8
ROA	16.6	11.9	9.1	10.5	10.8
ROE	23.1	15.5	11.6	13.9	14.9
배당수익률	1.6	1.2	1.6	1.6	1.6
안정성					
순차입금(십억원)	(799)	(797)	(1,138)	(1,526)	(1,866)
차입금/자본총계비율(%)	13.9	8.3	7.5	5.0	5.2
Valuation(X)					
PER	7.6	12.8	11.9	8.8	7.2
PBR	1.7	2.0	1.4	1.2	1.1
PSR	1.0	1.4	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA	4.7	7.8	6.5	4.8	3.6

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
고려아연(010130)	2012.03.05	매수	600,000 원
	2012.07.31	매수	540,000 원
	2012.09.17	매수	600,000 원
	2012.10.31	매수	530,000 원
	2012.11.15	매수	590,000 원
	2013.03.04	매수	530,000 원
	2013.05.03	매수	430,000 원
	2013.07.25	매수	380,000 원
	2013.09.04	매수	420,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2014년 1월 14일 현재 고려아연 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 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.