

고려아연(010130)

매수(유지)

목표주가: 590,000원(유지)

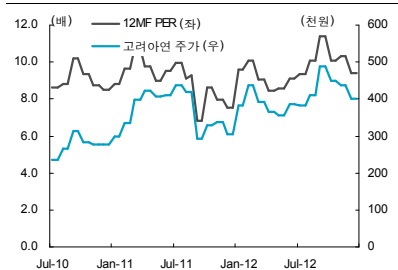
Stock Data

KOSPI(12/17)	1,983
주가(12/17)	401,000
시가총액(십억원)	7,567
발행주식수(백만)	19
52주 최고/최저가(원)	490,000/291,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	27,973
유동주식비율/외국인지분율(%)	42.5/15.9
주요주주(%)	영풍 외 45 인 51.2
	국민연금공단 7.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(5.2)	2.7	29.6
상대주가(%p)	(11.8)	(4.0)	21.8

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

4분기 역재고 효과로 실적 부진 예상

4분기 역재고효과로 영업이익 1,910억원으로 추정

4분기 별도기준 영업이익이 1,910억원으로 추정된다. 우리의 기존 추정치(2,510억원)대비 24%, 컨센서스(2,380억원)대비 18% 하회하는 것이다. 추정치를 변경한 이유는 기존에는 재고 변동(기초 재고와 기말재고의 차이)을 원가에 반영하지 않았으나, 이번에는 600억원을 원가에 반영했기 때문이다. 즉, 기말 재고가 기초 재고보다 600억원 낮아 이 만큼 원가가 늘어나는 '역재고효과'를 실적 추정에 반영했다. 4분기 제품과 재공품의 합계 기초 재고액은 4,290억원으로 2012년 들어 가장 높다(그림 5). 역재고효과가 나올 가능성이 높다. 이에 따라 2012년 연결기준 EPS가 35,249원에서 32,521원으로 7.7% 감소했다.

4분기 실적에 적용되는 가격은 분기 중 가장 좋아

2012년 분기 중 실적이 가장 좋은 분기는 2분기다. 별도기준 영업이익이 2,595억원으로 영업이익률이 19.9%였다. 이에 반해 3분기는 1,505억원, 4분기는 1,910억원으로 2,000억원을 하회할 것으로 보인다. 3분기는 2분기보다 비철이나 귀금속 가격이 하락했지만 4분기는 전반적으로 2분기보다 가격이 더 좋다(그림 3,4). 재고 변동에 따라 원가가 상승하지 않았다면 영업이익이 우리의 기존 추정치를 충분히 달성했을 것이다.

희소 금속 가격 하락이 2012년 이익 감소의 주요 요인

별도기준 2012년 연간 매출총이익이 8,611억원으로 전년보다 875억원 감소할 것으로 판단한다. 이를 금속별로 세분화하면 아연은 810억원, 인듐 293억원, 기타금속(주로 희유금속) 736억원 감소했고, 연 640억원, 은 130억원, 금 183억원, 동 11억원 늘 것으로 추정된다. 비철금속(아연, 연, 동)과 귀금속(금, 은)을 합한 매출총이익이 154억원 늘지만 기타(인듐 포함)가 1,029억원이나 감소해 이익이 줄게 되는 것이다(그림 9). 2012년 이익 감소의 원인이 비철이나 귀금속 가격보다는 희소 금속 가격 하락에 기인한다 할 수 있다(그림 10,11)

2013년엔 TC 상승과 더불어 희소 금속 가격도 상승 예상, '매수' 유지

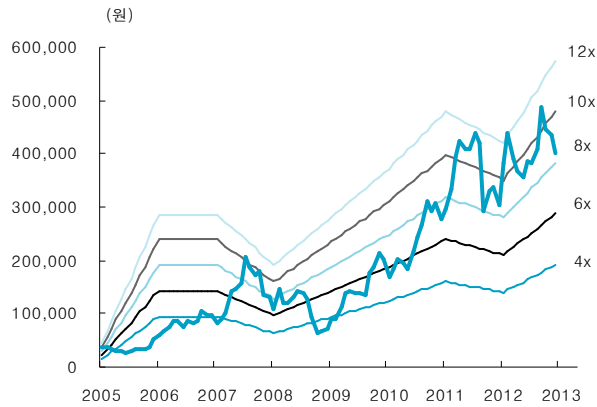
2012년 매출총이익 감소는 아연과 기타금속에 기인한다. 아연은 제련수수료가 191달러/톤으로 2011년의 230달러/톤보다 낮아진 게 이익 감소의 원인이다. 그런데, 2013년은 아연 제련수수료가 2011년과 같은 230달러/톤으로 상승할 것으로 전망한다. 이는 1) 중국의 정광 수입량 하락(그림 15), 2) 정광 재고 증가로 제련수수료 협상에서 제련사가 유리한 고지를 차지할 것이기 때문이다. 여기에 희소금속 가격도 상승할 것이다. 미국이 유동성 확대 정책을 유지하는 가운데 중국 정부가 희소금속 재고 확보에 나서고 있기 때문이다. 투자 의견 '매수'와 목표주가 590,000원을 유지한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)
2010A	3,838	684	726	555	31,054	32.2	773	8.9	6.5	1.9	22.4
2011A	5,556	964	975	714	39,868	28.4	1,076	7.6	4.7	1.7	23.1
2012F	5,553	802	782	582	32,521	(18.4)	912	12.4	7.1	1.9	15.8
2013F	6,315	1,144	1,157	879	49,099	51.0	1,265	8.2	4.9	1.6	20.2
2014F	6,596	1,314	1,367	1,039	58,052	18.2	1,451	6.9	4.0	1.3	19.8

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

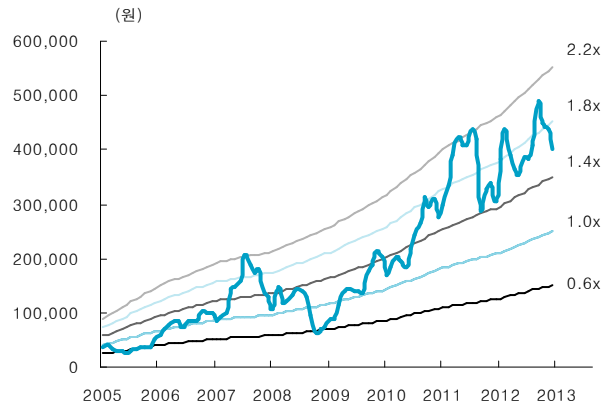
최문선 3276-6182
moonsun@truefriend.com김진우 3276-6278
jinwoo.kim@truefriend.com

[그림 1] PER band



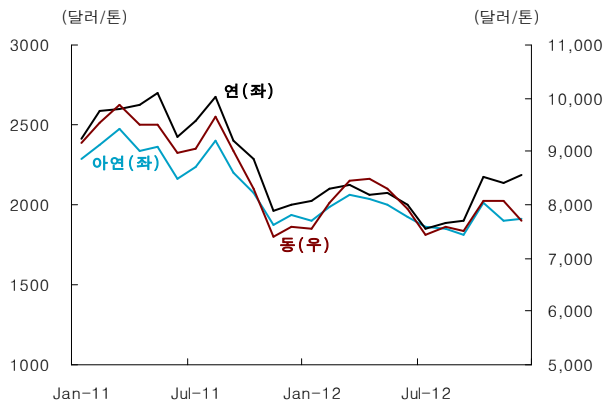
자료: 한국투자증권

[그림 2] PBR band



자료: 한국투자증권

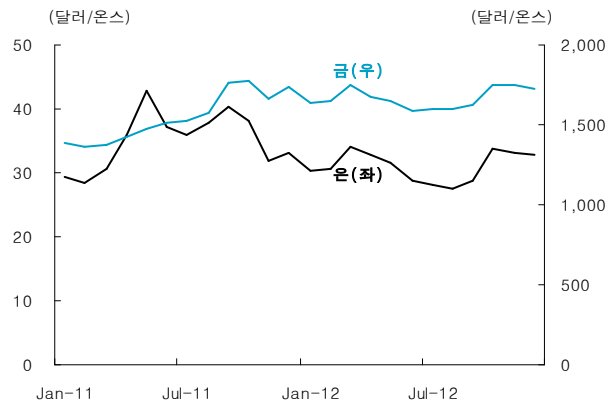
[그림 3] 비철금속 가격 추이



주: 전월 평균가격(M-1) 기준

자료: 한국투자증권

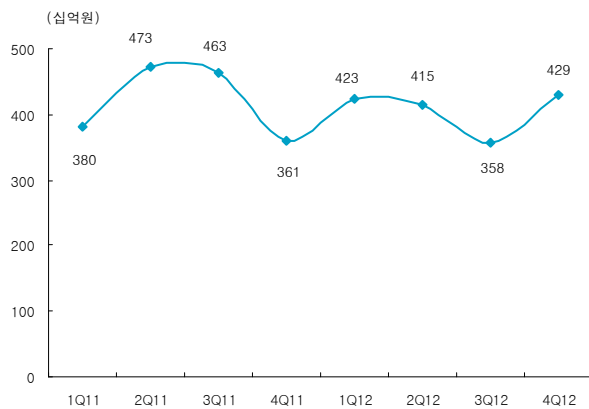
[그림 4] 귀금속 가격 추이



주: 전월 평균가격(M-1) 기준

자료: 한국투자증권

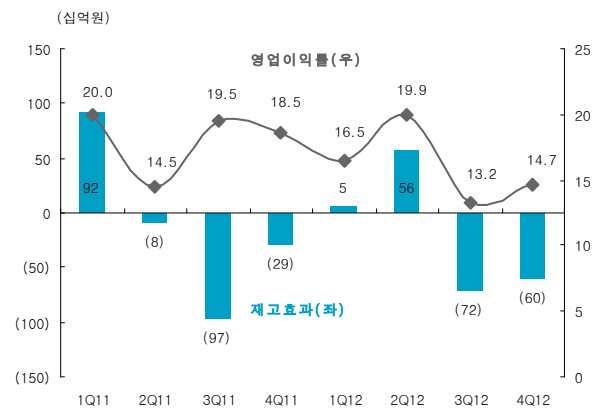
[그림 5] 기초 재고 추이



주: 재고는 제품과 재공품 재고 합계

자료: 한국투자증권

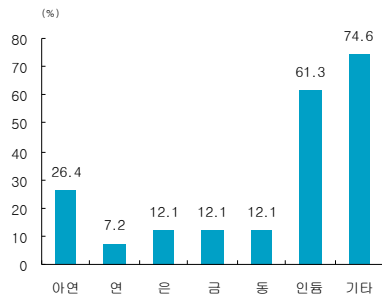
[그림 6] 재고 효과(역재고 효과)와 영업이익률 추이



주: 재고효과가 마이너스인 것은 역재고 효과로 원가에 가산

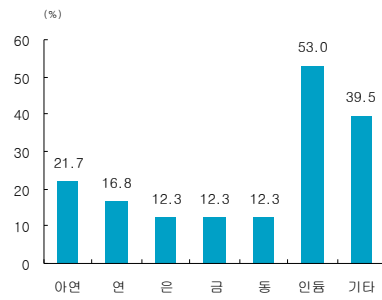
자료: 한국투자증권

[그림 7] 2011년 금속별 매출총이익률



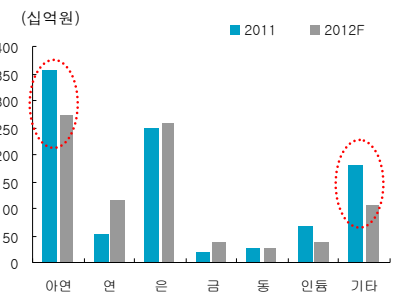
주: 고려아연 제공 data를 기초로 작성
자료: 한국투자증권

[그림 8] 2012년 금속별 매출총이익률



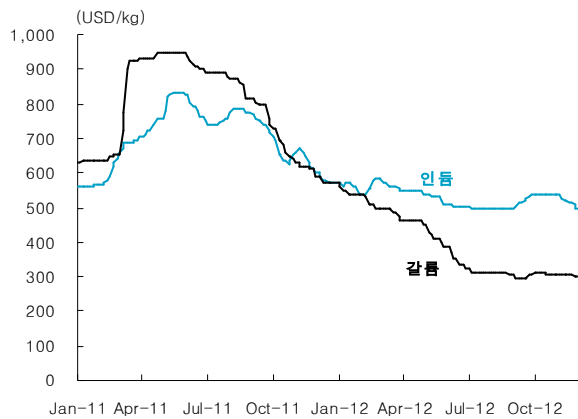
주: 고려아연 제공 data를 기초로 작성
자료: 한국투자증권

[그림 9] 금속별 매출총이익 비교



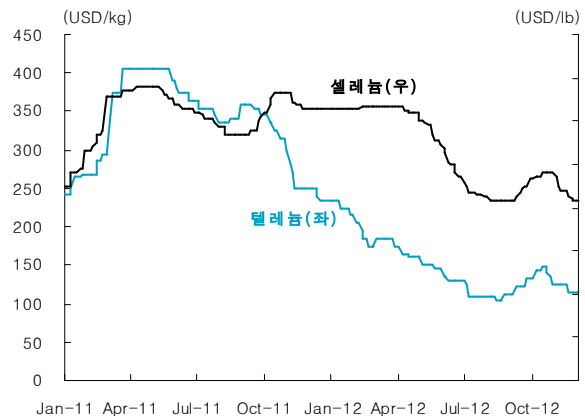
주: 고려아연 제공 data를 기초로 작성
자료: 한국투자증권

[그림 10] 인듐 및 갈륨 가격



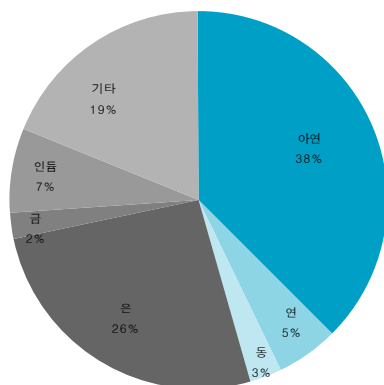
자료: Metal Bulletin, 한국투자증권

[그림 11] 셀레늄과 텔루륨 가격



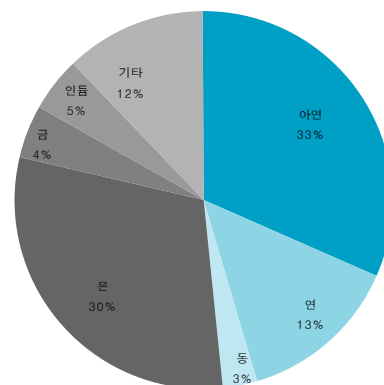
자료: Metal Bulletin, 한국투자증권

[그림 12] 2011년 매출총이익 비중



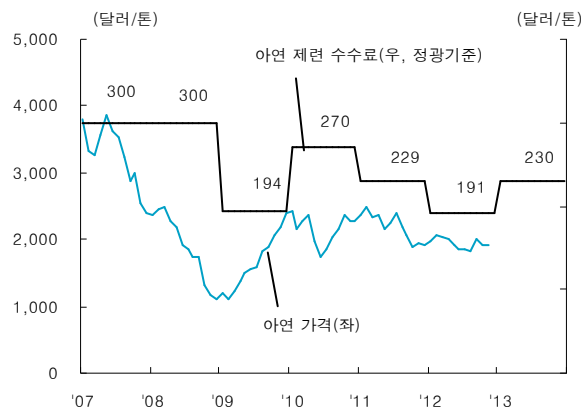
주: 고려아연 제공 data를 기초로 작성
자료: 한국투자증권

[그림 13] 2012년 매출총이익 비중



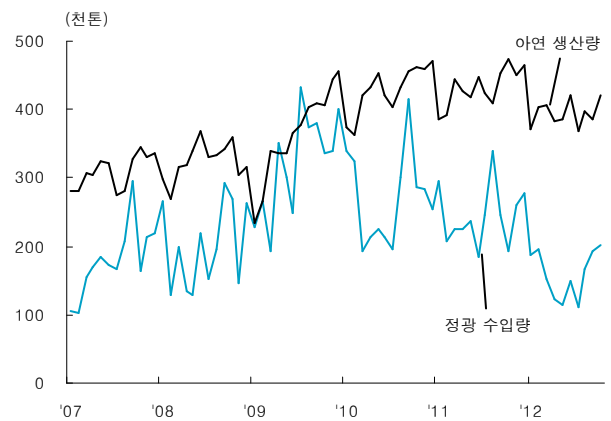
주: 고려아연 제공 data를 기초로 작성
자료: 한국투자증권

[그림 14] 아연 가격과 제련 수수료 추이



자료: Datastream, 한국투자증권

[그림 15] 중국 아연 정광 수입량과 아연 생산량



자료: CEIC, 한국투자증권

<표 2> 별도기준 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12F	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2011	2012F	2013F
매출액	1,213	1,303	1,137	1,299	1,249	1,490	1,399	1,402	4,858	4,952	5,539
- 아연	291	320	301	349	306	343	295	340	1,344	1,262	1,285
- 연	176	171	163	182	158	184	189	195	726	692	725
- 금	52	114	78	65	62	97	87	59	163	309	305
- 은	553	581	456	532	560	613	595	545	2,058	2,123	2,313
- 동	55	37	59	69	67	132	123	137	214	220	459
- 기타	86	73	79	102	95	120	110	126	352	340	451
영업이익	200	259	151	191	250	300	256	270	875	801	1,076
영업이익률	16.5%	19.9%	13.2%	14.7%	20.0%	20.1%	18.3%	19.2%	18.0%	16.2%	19.4%
세전이익	215	237	166	194	256	303	259	273	890	811	1,091
순이익	163	183	114	147	195	230	197	207	677	607	829
기본 가정											
원/달러 환율	1,131	1,152	1,133	1,102	1,088	1,065	1,048	1,030	1,126	1,130	1,088
가격 전망											
아연 (달러/톤)	1,981	1,990	1,842	1,942	2,000	2,100	2,050	2,100	2,227	1,939	2,063
연 (달러/톤)	2,080	2,044	1,879	2,167	2,100	2,250	2,200	2,300	2,433	2,043	2,213
금 (달러/oz)	1,680	1,638	1,608	1,738	1,758	1,808	1,828	1,858	1,548	1,666	1,813
은 (달러/oz)	31.7	31.1	28.1	33.0	33.0	35.0	36.0	37.0	35.3	31.0	35.3
동 (달러/톤)	8,016	8,226	7,508	7,954	8,200	8,700	8,400	8,700	8,962	7,926	8,500
출하량 전망											
아연(천톤)	121	131	133	148	128	139	123	140	517	534	530
연(천톤)	70	68	70	69	63	69	74	74	256	277	280
금(천 oz)	0.9	2.0	1.3	1.0	1.0	1.4	1.3	0.9	2.9	5.2	4.6
은(천 oz)	478	506	441	448	478	503	483	436	1,638	1,873	1,900
동(천톤)	6	4	7	7	7	13	13	14	22	24	46

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

고려아연은 1978년 아연제련공장을 시작으로 연, 금, 은, 동, 인듐, 갈륨 및 황산 등을 생산하는 종합비철금속 제련회사로 성장하였다. 아연 생산량 기준으로 벨기에 Nyrstar에 이어 세계 2위 규모이다. 아연과 연 정광을 광산으로부터 매입하여 제련함으로써 아연, 연을 생산한다. 뿐만 아니라 부산물 재처리를 통해 금, 은, 동 등 기타 유가금속까지 회수한다. 특히 TSL공법을 적용한 fumer설비를 통해 세계 제련사 중 가장 높은 금속회수율을 자랑하고 있다. 2011년 기준 매출비중은 은 43%, 아연 28%, 연 15%, 동 4%, 금 3%, 기타 7%이다.

- Fumer/TSL공법: 아연과 연 제련 시 발생하는 잔재를 Fumer공정에 투입하여 마지막까지 유가금속을 회수하고 최종적으로 환경에 무해한 슬래그로 배출

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	2,044	2,439	2,925	3,737	4,167
현금성자산	351	803	833	947	989
매출채권및기타채권	261	260	472	631	660
재고자산	955	882	889	1,200	1,319
비유동자산	1,930	2,168	2,309	2,507	2,924
투자자산	420	492	511	581	805
유형자산	1,408	1,553	1,684	1,796	1,983
무형자산	67	79	78	88	92
자산총계	3,974	4,606	5,234	6,244	7,090
유동부채	575	686	820	970	842
매입채무및기타채무	316	212	278	316	330
단기차입금및단기사채	152	61	82	67	42
유동성장기부채	9	242	192	212	142
비유동부채	588	409	346	384	407
사채	170	115	120	100	110
장기차입금및금융부채	231	63	4	0	0
부채총계	1,163	1,096	1,166	1,354	1,250
지배주주지분	2,713	3,390	3,891	4,705	5,648
자본금	94	94	94	94	94
자본잉여금	57	58	58	58	58
자본조정	(53)	(54)	(54)	(54)	(54)
이익잉여금	2,581	3,246	3,732	4,511	5,449
비지배주주지분	97	120	128	140	153
자본총계	2,811	3,510	4,019	4,845	5,801

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	608	909	641	737	1,009
당기순이익	555	714	582	879	1,039
유형자산감가상각비	88	111	109	121	137
무형자산상각비	1	1	1	1	1
자산부채변동	(119)	(51)	(56)	(268)	(169)
기타	84	135	5	4	1
투자활동현금흐름	(508)	(326)	(486)	(508)	(788)
유형자산투자	(328)	(252)	(248)	(239)	(334)
유형자산매각	20	0	8	6	10
투자자산순증	(197)	(61)	(8)	(36)	(219)
무형자산순증	(3)	(12)	1	(12)	(5)
기타	0	(2)	(239)	(228)	(241)
재무활동현금흐름	34	(134)	(175)	(110)	(173)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	75	(89)	(86)	(22)	(85)
배당금지급	(41)	(46)	(88)	(88)	(88)
기타	(0)	(0)	0	0	0
기타현금흐름	(1)	3	0	0	0
현금의증가	134	452	(20)	118	47

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

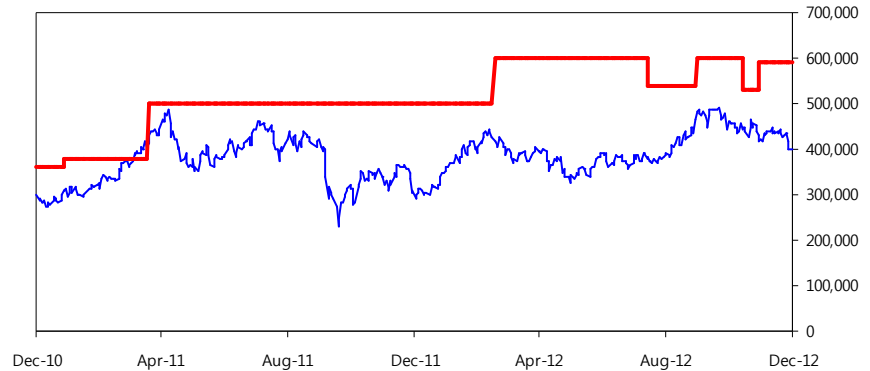
	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	3,838	5,556	5,553	6,315	6,596
매출총이익	763	1,098	924	1,258	1,440
판매관리비	115	130	136	143	153
기타영업손익	36	(4)	14	28	27
영업이익	684	964	802	1,144	1,314
금융수익	94	62	87	62	69
이자수익	23	27	42	28	33
금융비용	47	48	103	49	15
이자비용	17	15	13	16	7
기타영업외손익	0	0	0	0	0
관계기업관련손익	(5)	(4)	(4)	0	0
세전계속사업이익	726	975	782	1,157	1,367
법인세비용	172	261	200	278	328
연결당기순이익	555	714	582	879	1,039
지배주주지분순이익	549	705	575	868	1,026
기타포괄이익	43	32	15	35	5
총포괄이익	597	746	597	914	1,044
지배주주지분포괄이익	572	720	590	902	1,031
EBITDA	773	1,076	912	1,265	1,451

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	31,054	39,868	32,521	49,099	58,052
BPS	146,631	182,490	209,052	252,189	302,140
DPS	2,500	5,000	5,000	5,000	5,000
성장성(% YoY)					
매출증가율	20.5	44.8	(0.1)	13.7	4.4
영업이익증가율	63.3	41.0	(16.8)	42.5	14.9
순이익증가율	32.2	28.4	(18.4)	51.0	18.2
EPS증가율	32.2	28.4	(18.4)	51.0	18.2
EBITDA증가율	36.1	39.2	(15.2)	38.7	14.7
수익성(%)					
영업이익률	17.8	17.4	14.4	18.1	19.9
순이익률	14.3	12.7	10.4	13.7	15.6
EBITDA Margin	20.1	19.4	16.4	20.0	22.0
ROA	15.4	16.6	11.8	15.3	15.6
ROE	22.4	23.1	15.8	20.2	19.8
배당수익률	0.9	1.6	1.2	1.2	1.2
안정성					
순차입금(십억원)	(253)	(799)	(1,154)	(1,515)	(1,883)
차입금/자본총계비율(%)	20.3	13.9	10.0	7.8	5.1
Valuation(X)					
PER	8.9	7.6	12.4	8.2	6.9
PBR	1.9	1.7	1.9	1.6	1.3
PSR	1.4	1.0	1.4	1.2	1.2
EV/EBITDA	6.5	4.7	7.1	4.9	4.0

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
고려아연(010130)	2011.01.13	매수	380,000 원
	2011.04.05	매수	500,000 원
	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



■ Compliance notice

- 당사는 2012년 12월 17일 현재 고려아연 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석담당자와 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
- 중 립 : 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
- 중 립 : 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.