

## 낙폭과대와 13년 이익 회복으로 BUY

- 12년과 13년 순이익 전망을 각각 5%와 15% 하향 조정하나.
  - 이익을 하향조정하는 이유는 금, 은, 아연 등의 비철가격 전망치를 다소 하향조정하였기 때문. 13년 금, 은, 동, 아연가격을 기존보다 5~10% 하향한 1,750달러, 33달러, 8,000달러, 2,100달러로 하향조정하였기 때문. 전망치 하향조정에도 12년 대비로 평균 5%내외 상승 전망치임
  - 12년 4분기 별도영업이익 전망치를 1,800억원으로, 예상보다 상승력이 약한 비철가격 반영하여 당초 전망치 2,200억원보다 하향조정.
  - 이에 따라, 12년 순이익은 전년비 14% 감소하고 13년은 11% 증가할 전망. 13년 이익증가 요인으로는 1) 원화 강세에도 불구하고 비철가격 상승, 2) 아연 TC 상승(광물가격 하락), 3) 12년 가을 푸머1기 가동, 13년초 동 설비 및 은 설비능력 증설에 따른 판매량 증가에 기인
- 최근 낙폭과대와 13년 이익 회복으로 BUY
  - 목표주가 48만원은 13년 주당순자산 2배 수준. 동사의 주가는 주당순자산 1.5배~2배에서 움직임. 최근 주가는 4분기 실적부진 전망을 반영하여 1.5배 수준인 30만 후반까지 하락
  - 최근 철강금속 주가는 중국 및 미국 등 경기회복을 반영하여 경기민감도가 큰 철강주가 상승을 주도. 금, 은 매출이 높은 고려아연은 실적 부진과 금, 은 가격 부진으로 주가도 부진.
  - 금, 은 가격은 경기회복 국면인 단기에는 등락 보이고 중기적으로 강보합 전망. 금, 은가격 상승단계를 2002~2007년 1단계, 2008년~2011년을 2단계로 나누어 보면, 1단계는 이머징마켓 성장에 따른 미달러 약세로, 2단계는 미국의 금융위기와 양적완화조치 신용등급 하락에 따른 미달러 약세로 금가격 급상승. 향후 미달러 약세는 미국 경기 회복으로 과거보다는 약하게 진행될 전망이어서 금, 은 가격은 과거와는 다르게 강보합 수준의 상승 전망

고려아연 IFRS 연결 및 별도기준 이익 전망

IFRS연결기준	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12E	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E
매출액(십억원)	1,337.1	1,465.5	1,282.4	1,390.8	1,410.4	1,531.5	1,489.3	1,660.3
영업이익(십억원)	216.1	245.2	139.5	181.9	179.6	217.2	201.7	228.6
영업이익률(%)	16.2%	16.7%	10.9%	13.1%	12.7%	14.2%	13.5%	13.8%
세전이익(십억원)	228.7	194.4	154.0	206.1	189.5	227.0	211.6	238.5
당기순이익(십억원)	170.8	154.7	102.9	180.1	144.1	181.4	166.3	192.8
지배이익(십억원)	320.7	152.3	100.8	176.5	141.2	177.8	163.0	188.9
IFRS별도기준								
매출액(십억원)	1,212.8	1,303.4	1,136.6	1,228.9	1,257.6	1,372.4	1,339.6	1,498.2
영업이익(십억원)	200.4	259.5	150.5	181.9	177.4	214.3	199.9	225.5
영업이익률(%)	16.5%	19.9%	13.2%	14.8%	14.1%	15.6%	14.9%	15.1%
세전이익(십억원)	214.7	236.7	165.9	205.6	189.8	226.7	212.2	237.8
당기순이익(십억원)	163.0	182.5	114.1	188.5	144.3	181.2	166.7	192.3

자료: 유진투자증권 추정

## BUY(유지)

목표주가(12M, 하향) 480,000원  
현재주가(12/27) 400,000원

Key Data	(기준일: 2012. 12. 27)
KOSPI(pi)	1,987.4
KOSDAQ(pi)	492.1
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	7,548.0
52주 최고/최저(원)	505.000 / 292,500
52주 일간 Beta	0.93
발행주식수(천주)	18,870
평균거래량(3M,천주)	78
평균거래대금(3M,백만원)	31,052
배당수익률(13F, %)	1.6
외국인 지분율(%)	16.0
주요주주 지분율(%)	
(주)영풍의 45인	51.1
국민연금공단	7.0

## Company Performance

주식수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.3	-12.7	6.09	26.86
KOSPI대비상대수익률	-14.2	-12.8	-3.0	20.1

## Financial Data (IFRS 기준)

결산기(12월), 연결기준	2011	2012E	2013E
매출액(십억원)	5,556.4	5,475.8	6,091.5
영업이익(십억원)	964.4	782.6	827.1
영업이익률(%)	17.4%	14.3%	13.6%
세전이익(십억원)	974.5	792.4	866.6
순이익(십억원)	713.7	617.7	684.6
자배이익(십억원)	704.6	605.3	670.9
주당순이익(원)	37,342	32,079	35,554
증가율(%)	28.4%	-14.1%	10.8%
주당순자산(원)	181,694	209,172	240,768
ROE(%)	23.1%	16.6%	15.9%
P/E(배)	8.1	12.5	11.3
P/B(배)	1.7	1.9	1.7
EV/EBITDA(배)	4.7	7.5	6.9
결산기(12월), 별도기준			
매출액(십억원)	4,857.6	4,881.8	5,467.7
영업이익(십억원)	879.1	792.2	817.1
세전이익(십억원)	909.1	832.0	866.6
당기순이익(십억원)	694.8	657.3	684.6

자료: 유진투자증권 추정





**도표 1**      **고려아연 판매량 추이**

		2010	2011	2012E	2013E
<b>판매량</b>					
아연	톤	447,564	516,820	519,404	529,792
연	톤	198,945	256,242	292,116	306,722
은	kg	1,268,000	1,638,000	1,883,700	2,072,070
금	kg	2,840	2,928	4,978	5,226

자료: 고려아연, 추정은 유진투자증권

**도표 2**      **비철가격 전망**

(달러/톤, 온스)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12E	11년	12년E	13년E
동	8,300	7,880	7,718	7,900	8,886	7,950	8,000
아연	2,022	1,928	1,889	1,930	2,193	1,942	2,100
연	2,092	1,973	1,981	2,170	2,401	2,054	2,300
금	1,691	1,613	1,656	1,710	1,570	1,668	1,750
은	32.7	29.5	29.6	32.5	35.5	31.1	33.0

자료: 추정은 유진투자증권



## 고려아연(010130.KS) 재무제표(K-IFRS 연결 기준)

### 대차대조표

(단위: 십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
<b>자산총계</b>	<b>3,855.2</b>	<b>4,606.2</b>	<b>5,424.8</b>	<b>6,363.8</b>	<b>7,311.9</b>
유동자산	1,987.8	2,438.5	3,030.6	3,741.7	4,460.4
현금성자산	819.4	1,285.7	1,678.5	2,148.6	2,632.1
매출채권	231.9	261.0	257.2	286.1	312.8
재고자산	924.0	882.5	1,002.1	1,114.7	1,218.8
비유동자산	1,867.4	2,167.6	2,394.2	2,622.1	2,851.4
투자자산	448.7	531.7	558.3	586.2	615.5
유형자산	1,363.8	1,552.9	1,752.9	1,952.9	2,152.9
기타	54.9	83.0	83.0	83.0	83.0
<b>부채총계</b>	<b>1,110.0</b>	<b>1,095.8</b>	<b>1,383.5</b>	<b>1,712.6</b>	<b>2,010.4</b>
유동부채	553.1	686.3	622.9	723.2	813.0
매입채무	297.1	209.4	246.4	274.1	299.7
유동성이자부채	150.6	60.5	91.4	128.0	160.5
기타	105.3	416.4	285.1	321.1	352.7
비유동부채	557.0	409.4	760.6	989.4	1,197.4
비유동이자부채	400.8	420.4	634.6	889.5	1,115.2
기타	1,110.0	(11.0)	126.1	99.9	82.2
<b>자본총계</b>	<b>2,745.2</b>	<b>3,510.4</b>	<b>4,041.3</b>	<b>4,651.2</b>	<b>5,301.5</b>
지배지분	2,647.9	3,390.1	3,908.6	4,504.8	5,140.6
자본금	94.4	94.4	94.4	94.4	94.4
자본잉여금	297.1	58.0	58.0	58.0	58.0
이익잉여금	2,260.9	3,245.6	3,774.9	4,371.1	5,006.9
기타	(4.5)	(7.8)	(18.6)	(18.6)	(18.6)
비지배지분	97.3	120.3	132.7	146.4	160.9
<b>자본총계</b>	<b>2,745.2</b>	<b>3,510.4</b>	<b>4,041.3</b>	<b>4,651.2</b>	<b>5,301.5</b>
총차입금	551.4	480.9	725.9	1,017.5	1,275.7
순차입금	(268.0)	(804.7)	(952.6)	(1,131.1)	(1,356.4)

### 현금흐름표

(단위: 십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
<b>영업현금</b>	<b>634.2</b>	<b>909.3</b>	<b>652.8</b>	<b>683.6</b>	<b>726.9</b>
당기순이익	486.7	713.7	617.7	684.6	724.2
자산상각비	183.0	110.1	119.9	118.9	113.9
기타비현금성손익	(19.8)	(91.7)	(7.0)	(8.0)	(8.0)
운전자본증감	(28.6)	177.2	(77.8)	(111.9)	(103.2)
매출채권감소(증가)	(35.9)	0.7	3.8	(28.9)	(26.7)
재고자산감소(증가)	(70.9)	72.3	(119.6)	(112.7)	(104.1)
매입채무증가(감소)	3.1	104.2	37.0	27.7	25.6
기타	75.2	0.0	1.0	2.0	2.0
<b>투자현금</b>	<b>(517.1)</b>	<b>(326.1)</b>	<b>(589.4)</b>	<b>(666.9)</b>	<b>(676.8)</b>
단기투자자산감소	(64.0)	(10.0)	(192.9)	(270.0)	(283.5)
장기투자증권감소	(68.0)	(81.7)	(26.6)	(27.9)	(29.3)
설비투자	(329.9)	(254.8)	(319.9)	(318.9)	(313.9)
유형자산처분	21.9	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(3.4)	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>재무현금</b>	<b>30.9</b>	<b>(131.1)</b>	<b>136.6</b>	<b>183.2</b>	<b>149.9</b>
차입금증가	71.9	(79.2)	245.0	291.6	258.2
자본증가	(40.8)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	40.8	44.2	88.4	88.4	88.4
<b>현금 증감</b>	<b>137.2</b>	<b>452.0</b>	<b>200.0</b>	<b>200.0</b>	<b>200.0</b>
기초현금	169.3	351.4	803.4	1,003.4	1,203.4
기말현금	306.5	803.4	1,003.4	1,203.4	1,403.4
Gross Cash flow	662.4	823.8	737.6	803.5	838.1
Gross Investment	481.7	240.7	674.2	786.7	788.0
<b>Free Cash Flow</b>	<b>180.7</b>	<b>583.2</b>	<b>63.4</b>	<b>16.8</b>	<b>50.1</b>

자료: 고려아연, 유진투자증권

주: 2010년부터 K-IFRS 연결 기준

### 손익계산서

(단위: 십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
<b>매출액</b>	<b>3,838.0</b>	<b>5,556.4</b>	<b>5,475.8</b>	<b>6,091.5</b>	<b>6,660.2</b>
증가율(%)	-	44.8	(1.4)	11.2	9.3
매출원가	3,075.3	4,458.1	4,569.8	5,143.3	5,664.4
<b>매출총이익</b>	<b>762.7</b>	<b>1,098.3</b>	<b>906.1</b>	<b>948.2</b>	<b>995.8</b>
판매 및 일반관리비	114.9	130.2	128.5	126.1	133.1
기타영업손익	36.3	(3.7)	5.0	5.0	5.0
<b>영업이익</b>	<b>684.2</b>	<b>964.4</b>	<b>782.6</b>	<b>827.1</b>	<b>867.8</b>
증가율(%)	-	41.0	(18.9)	5.7	4.9
<b>EBITDA</b>	<b>771.7</b>	<b>1,074.5</b>	<b>902.5</b>	<b>946.0</b>	<b>981.7</b>
증가율(%)	-	39.2	(16.0)	4.8	3.8
<b>영업외손익</b>	<b>42.3</b>	<b>10.1</b>	<b>9.8</b>	<b>39.4</b>	<b>48.9</b>
이자수익	22.8	26.6	66.7	86.1	107.6
이자비용	17.0	14.9	18.1	26.2	34.4
지분법손익	(4.9)	(3.6)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	41.4	2.0	(38.8)	(20.5)	(24.2)
<b>세전순이익</b>	<b>726.5</b>	<b>974.5</b>	<b>792.4</b>	<b>866.6</b>	<b>916.7</b>
증가율(%)	-	34.1	(18.7)	9.4	5.8
법인세비용	171.9	260.8	174.7	182.0	192.5
<b>당기순이익</b>	<b>554.5</b>	<b>713.7</b>	<b>617.7</b>	<b>684.6</b>	<b>724.2</b>
증가율(%)	-	28.7	(13.5)	10.8	5.8
<b>지배주주지분</b>	<b>548.9</b>	<b>704.6</b>	<b>605.3</b>	<b>670.9</b>	<b>709.7</b>
증가율(%)	-	28.4	(14.1)	10.8	5.8
비지배지분	5.7	9.1	12.4	13.7	14.5
<b>EPS</b>	<b>29,387</b>	<b>37,342</b>	<b>32,079</b>	<b>35,554</b>	<b>37,610</b>
증가율(%)	-	27.1	(14.1)	10.8	5.8
수정 EPS	29,387	37,342	32,079	35,554	37,610
증가율(%)	-	27.1	(14.1)	10.8	5.8

### 주요투자지표

(단위: 원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
<b>주당지표</b>					
EPS	29,387	37,342	32,079	35,554	37,610
BPS	145,835	181,694	209,172	240,768	274,462
DPS	2,500	5,000	5,000	5,000	5,000
<b>밸류에이션(배%)</b>					
PER	10.3	8.1	12.5	11.3	10.6
PBR	1.9	1.7	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	6.4	4.7	7.5	6.9	6.5
배당수익률	0.9	1.6	1.3	1.3	1.3
PCR	7.9	7.1	10.4	9.6	9.2
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	17.8	17.4	14.3	13.6	13.0
EBITDA이익률	20.1	19.3	16.5	15.5	14.7
순이익률	14.4	12.8	11.3	11.2	10.9
ROE	22.5	23.1	16.6	15.9	14.7
ROIC	22.4	21.8	15.6	13.8	12.2
<b>안정성(%)</b>					
순차입금자기자본	(9.8)	(22.9)	(23.6)	(24.3)	(25.6)
유동비율	359.4	355.3	486.6	517.3	548.7
이자보상배율	(117.9)	(82.9)	(16.1)	(13.8)	(11.9)
<b>활동성(%)</b>					
총자산회전율	1.0	1.2	1.0	1.0	0.9
매출채권회전율	16.5	21.3	21.3	21.3	21.3
재고자산회전율	4.2	6.3	5.5	5.5	5.5
매입채무회전율	12.9	26.5	22.2	22.2	22.2



**Compliance Notice**

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다  
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다  
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다  
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다  
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다  
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다  
 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다  
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

**투자기간 및 투자등급**

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

• STRONG BUY	추천기준일 증가대비 +50%이상
• BUY	추천기준일 증가대비 +20%이상 ~ +50%미만
• HOLD	추천기준일 증가대비 0%이상 ~ +20%미만
• REDUCE	추천기준일 증가대비 0%미만

