



매일의 노력까지 들었습니다. 아이언 배덕 박기현입니다.

(02)3770-3532

keehyun.park@tongyang.co.kr



# 고려아연 (010130)

## 주유를 위해 잠시 정차 중 !!!

**투자 의견: BUY (M)**  
**목표주가: 487,000원 (M)**

### 비철금속

주가	385,500원
자본금	944억원
시가총액	72,744억원
주당순자산	206,849원
부채비율	15.85%
총발행주식수	18,870,000주
60일 평균 거래대금	290억원
60일 평균 거래량	71,715주
52주 고	490,000원
52주 저	324,500원
외인지분율	17.10%
주요주주	영풍 외 44 인 51.11%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	0.5	(17.1)	(0.9)
상대	(4.0)	(0.3)	(2.5)
절대(달러환산)	(1.7)	(17.3)	1.9



자료: Datastream



### Why This Report

지난해 KOSPI 대비 +24%p 나 Outperform 하며, 철강금속주를 선도해 오던 고려아연이, 올해 들어서는 힘에 베풀어준 모습을 보이고 있어, 다소 아쉬움을 느끼시라 생각합니다. 실적 부진에 대한 우려감이 반영되고 있어, 어찌 보면 당연한 결과로 받아들여집니다. 하지만, 구조적인 수익 악화가 아니라고 한다면, 잠시 휴식기에 불과하고 재차 충전 후 상승 날개를 다시 펼치리라 믿어 의심치 않습니다. ROE가 떨어지는 국면이라, 지난해처럼 활기찬 모습은 아니겠지만, 분명 여전히 기업가치 대비 저평가된 국면의 해소에는 시간만 필요할 뿐, 꼭 정상가치로 회복될 것입니다.

### Investment Point

- ▶ 지난해 3Q에 이어 4Q에도 시장 기대치에 미달한 성적. 영업이익이 QoQ +4% 증가했지만, 3Q에는 하계 휴가 일수가 감안된 숫자이고, YoY로는 -30% 감소한 이익 수준(1,571억원). 1) 빠르게 진행된 원화강세에 따른 마진 위축 불가피 2) 정광대금의 최종 결제과정에서 발생하는 일시적인 비용 증가 3) 전력비 상승 등이 주된 배경이지만, 주요 상품가격이 전분기대비 아연 +5%, 연 +15%, 은 +18% 등 상승했고, 출하량도 아연 +4%, 연 +1%, 은 +6% 등 증가한 점을 감안하면, 다소 의외의 성적표로 분석. 과거의 수익구조와는 다른 패턴을 연상케 하는 결과치로 인해, 시장에 실망감을 가져다 준 것으로 평가
- ▶ 시장 예상치와는 달리 지난해 하반기 동안 이익 달성에 실패하면서, 수익구조에 대한 의구심이 유발된 상황이지만, 올해 연간 고려아연의 영업이익은 전일 발표된 회사 가이던스 근거로 한 출하량(아연 +7%, 연 +1%, 은 +6%)과 당사의 상품가격 전망치를 반영, 지난해에 비해 +4% 성장 추정(영업이익 7,917억원)
- ▶ 당초 예상과는 달리 고려아연의 주가 움직임은 상반기 보다는 하반기에 초점을 맞출 필요. 2012년 KOSPI 대비 +24%p Outperform 하여 부담감이 높아진데다, 고로사들의 반발심리 등으로 고려아연에 몰렸던 매기가 분산되고 있고, 실적에 대한 신뢰감이 떨어진 실정이라서, 주가 탄력도 강화에는 시일이 요할 듯
- ▶ 2011년 ROE 22%를 Peak로 점차 떨어지면서 올해에는 16%까지 하락할 것으로 전망되면서, 올해 전 체적으로 숨고르기 패턴을 양산할 개연성. 지난해와 같은 각 국의 연이은 양적완화에 대한 기대감이 이미 반영된 상태이고, 오히려 QE 조기 종료 우려 등 부정적 변수도 이제 고려대상에 떠올랐기 때문
- ▶ 그러나, 장기적으로 고려아연의 기업가치 성장에 대한 의구심은 가질 이유가 없어 보임. 약 8천억원에 이르는 순현금체제를 발판으로, ROE 개선을 위한 상공정 투자 등이 회사의 장기전략상 당연한 수순으로 여겨지는 시점이라는 점에서 장기적인 우상향 주가 흐름은 유지될 공산이 커 보임

### Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	31,291	48,576	49,266	48,387	50,806
매출액증가율	21.5	55.2	1.4	-1.8	5.0
영업이익	5,044	8,830	7,651	7,917	8,417
영업이익률	16.1	18.2	15.5	16.4	16.6
지배주주귀속 순이익	4,908	6,768	5,964	6,631	7,297
지배주주 귀속 EPS	26,011	35,866	31,604	35,140	38,671
증가율	18.6	37.9	-11.9	11.2	10.0
PER	9.1	10.3	12.2	11.0	10.0
PBR	1.7	2.1	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	6.3	6.8	7.5	6.1	4.8
ROA	16.3	18.7	14.2	13.9	13.5
ROE	20.3	22.7	16.6	15.9	15.2

주: 영업이익=매출총이익-판매비 / 자료: 동양증권

## I. 2Q 연속 시장 기대치 미달 → 원화강세 + 정광대금 결제 비용

지난해 3Q 에 이어 4Q 에도 고려아연은 시장 기대치에 미달한 성적표를 내 놓았다. 최근 시장 컨센서스가 낮추어지기는 했지만, 한때 영업이익이 2천억원대 초반까지도 관측될 정도로, 4Q 실적에 대한 기대감은 컸었다. 하지만, 또다시 하회하는 성과를 거두어 실망스러운 결과치로 받아들여진다. 4Q 시장 컨센서스(Fnguide 기준)는 1,916억원에 달했지만, 실제 결과치는 컨센서스 대비 -18% 떨어진 1,571억원으로 집계되었다. QoQ +4% 증가했지만, 3Q에는 하계휴가 일수가 감안된 숫자이고, YoY로는 -30% 감소한 이익 수준이다.

더욱이 **지난해 3Q에 이어 4Q에도 시장 기대치를 하회하면서, 과거의 수익구조와는 다른 패턴을 연상케 해, 실망감을 크게 가져다 준 것으로 평가된다.** 지난해 3Q 동안에는 정광대금의 결제과정에서 발생하는 일시적인 비용 증가 영향(매출 단가 결정은 전월기준으로 결정되는 반면, 원광 대금은 당월 Spot 가격으로 우선 약 60% (First payment) 지급이 이루어진 뒤, 45~50일 후 제품가격으로 출하(익월 30% 지급)할 시, 최종 정산 10%에서 조정되는 구조(상품가격 상승할 경우, 최종 정산대금 확정시 비용 환출이 발생하면서 높은 가격대의 수정 원가가 적용)등으로 무마해 버릴 수 있었지만, 2개 분기 연속 실적 악화는 다소 이해하기 어려운 성과이다.

매출액은 1조 2,737억원으로 전분기대비 +12%를 기록, **OPM은 12.3%까지 떨어지며, YoY -7.5%p, QoQ -1%p 악화**된 것이다.

## II. 주요 요인 점검

### ☞ 주요 상품가격은 강세 실현되며, 플러스 요인으로 작용

지난해 3Q 유로존 재정위기로 유발된 상품가격 급락이 진정되면서 4Q(9~11월)에는 반등에 성공하는 모습을 보였다. Zinc(아연)은 전분기대비 +5.5% 상승한 톤당 1,942달러, Lead(연) +15.5% 2,167달러, Gold(금) +8% 1,738달러/온스, Silver(은) +18% 33달러/온스 등을 기록했다. 대부분 상품가격이 강세를 실현했다.

### ☞ 출하량 QoQ 증가세

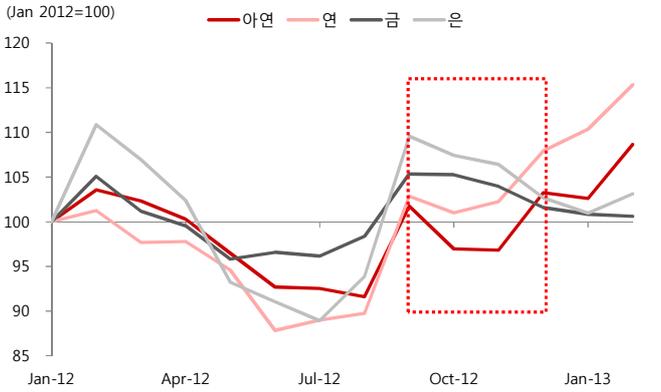
출하량도 하계휴가 등이 제거되면서 전분기대비 Zinc(아연)은 +4%, Lead(연) +1%, Silver(은) +6% 증가세를 보였다.

### ☞ 반면, 원화 강세는 마진 압박의 요인으로 유발

물론, 부정적 환경도 지적될 수 있다. 원화강세가 빠르게 진행되면서, 마진 압박을 받을 수 밖에 없었기 때문이다. 4Q 동안 환율은 -4% 떨어지면서, 내수는 물론 달러베이스로 판매하는 매출구조상 원화강세는 부정적일 수 밖에 없다.

### ☞ 전력비 상승도 비용 증가로 작용 (연간 전력비 2,000억원 수준)

[그림-1] 주요 상품가격 추이



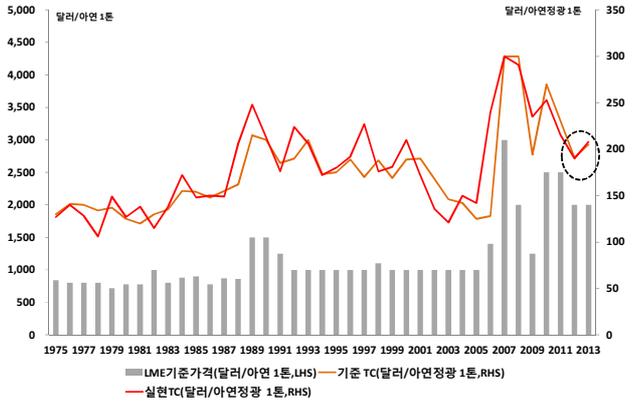
자료: 동양증권 리서치센터

[그림-2] LME 아연가격 및 재고량 추이



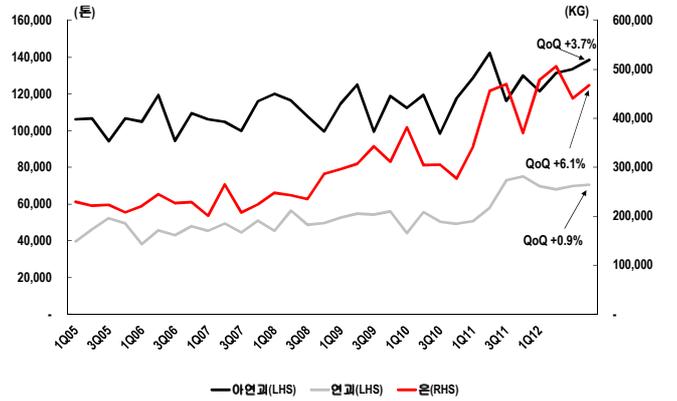
자료: 동양증권 리서치센터

[그림-3] 아연 Actual TC 추이



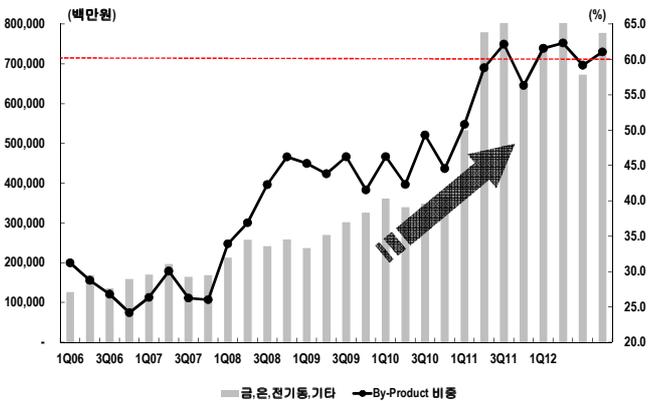
자료: 동양증권 리서치센터

[그림-4] 고려아연 출하량 추이



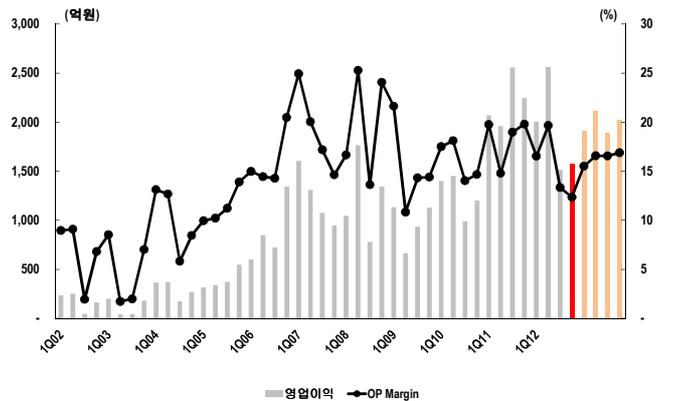
자료: 동양증권 리서치센터

[그림-5] 고려아연, 부산물 비중 추이



자료: 동양증권 리서치센터

[그림-6] 고려아연, 분기별 OP 및 OPM 추이



자료: 동양증권 리서치센터

### III. 2013년 연간 영업이익, 지난해 대비 +4% 성장 전망

시장 예상치와는 달리 지난해 하반기 동안 이익 달성에 실패하면서, 수익구조에 대한 의구심이 유발된 상황이지만, 올해 연간 고려아연의 영업이익은 전일 발표된 사업전망 자료를 근거로 한 출하량(아연 +7%, 연 +1%, 은 +6%)과 당사의 상품가격 전망치를 반영해 볼 때, **지난해에 비해 +4% 신장은 가능할 것으로 추정(7,917억원)**된다.

Zinc(아연)은 지난해 평균가격(1,939달러/톤)대비 +5% 상승한 2,033달러/톤, Lead(연) +11% 상승한 2,274달러/톤, Silver(은) -4.5% 떨어진 30달러/온스, 환율 1,056원/달러를 반영했다. 한편 아연 TC는 지난해에 비해 7% 가량 개선된 205달러/톤(전년 191달러)으로 관측되는 점도 긍정적이다. 이론적으로 산출해 보면 아연정광 90만톤 \* 18달러(2012년 Actual TC 190달러, 2013년 208달러 추정) \* 1,056원/달러 = 약 171억원이 증가되는 구조이다.

고려아연, Sales breakdown

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12P	YoY	QoQ	2012P	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2013E	회사가이던스	
매출액	1,213	1,303	1,137	1,229	8.4	8.1	4,882	1,230	1,276	1,138	1,195	4,839	4,559	
영업이익	200	256	151	157	-30.0	3.7	765	191	211	188	202	792		
요약 I/S	세전이익	215	237	166	170	-24.0	2.7	788	199	219	195	213	827	
(십억원, %)	순이익	163	183	114	137	-18.6	19.9	596	160	176	157	171	663	
	영업이익률	16.5	19.7	13.3	12.8	-35.4	-4.0	15.7	15.5	16.6	16.6	16.9	16.4	
	순이익률	13.4	14.0	10.0	11.1	-24.9	10.9	14.6	13.0	13.8	13.8	14.3	13.7	
주요가격	아연괴	1,986	1,989	1,840	1,942	-0.7	5.5	1,939	2,070	2,070	2,000	2,000	2,033	1,800
(달러/톤,	연괴	2,082	2,043	1,877	2,167	3.9	15.5	2,042	2,350	2,350	2,200	2,200	2,274	1,900
달러/온스)	전기금	1,679	1,638	1,608	1,738	0.5	8.1	1,666	1,670	1,670	1,700	1,700	1,683	
	전기은	32	31	28	33	-3.8	18.1	31	32	30	29	28	30	28
	전기동	8,021	8,218	7,508	7,954	2.5	5.9	7,925	8,090	8,090	7,800	7,800	7,942	
환율	원/달러	1,131	1,150	1,133	1,090	-4.8	-3.8	1,126	1,065	1,050	1,060	1,050	1,056	1,050
출하량	아연괴	121,386	131,363	133,435	138,377	6.6	3.7	524,561	129,519	140,164	142,375	147,648	559,707	560,000
(톤)	연괴	69,654	67,904	69,817	70,440	-6.1	0.9	277,815	70,351	68,583	70,515	71,144	280,593	280,000
	전기금(kg)	862	2,005	1,300	1,900	251.9	46.2	6,067	1,450	2,025	1,313	1,919	6,707	6,700
	전기은(kg)	478,284	506,138	440,496	467,453	26.4	6.1	1,892,371	506,981	536,506	466,926	495,500	2,005,913	2,006,000
	전기동	5,809	4,111	6,755	5,725	0.1	-15.2	22,400	6,500	7,500	6,500	7,500	28,000	

자료: 동양증권 리서치센터, 주: 상품가격은 1개월 레깅 - 예) 4Q12(2012년 9월~11월 평균)

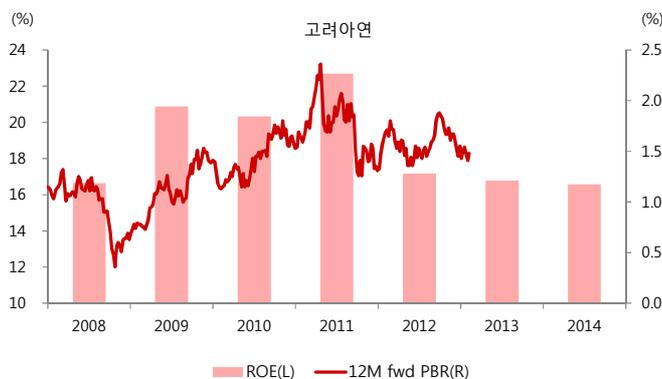
#### IV. 상반기 보다는 하반기 초점 → 장기 우상향 유지 전망

당초 예상과는 달리 고려아연의 주가 움직임은 상반기 보다는 하반기에 초점을 맞출 필요가 있어 보인다. 지난 한해 KOSPI 대비 +24%p Outperform 하면서 부담감이 높아진데다, 고로사들에 대한 투자자들의 반발심리 등으로 고려아연에 몰렸던 매기가 분산되고 있고, 실적에 대한 신뢰감이 떨어진 실정인어서, 회복에는 다소 시일이 필요할 것으로 전망된다.

하지만, 장기적으로 고려아연의 기업가치 성장에 대한 의구심은 가질 이유가 없어 보인다. 2010년 말 CAPA 확장 후 ROE가 한 단계 Level-up 되고 주가가 크게 화답했지만, 2011년 ROE 22%를 Peak로 점차 떨어지면서 올해에는 16%까지 하락할 것으로 전망되면서, 숨고르기 패턴을 양산할 개연성이 높다. 지난해와 같은 각국의 연이은 양적완화에 대한 기대감이 이미 반영된 상태이고, 오히려 QE 조기 종료 우려 등 부정적 변수도 이제 고려대상에 떠올랐기 때문이다.

그러나, **Silver 하공정 캐피 증설이 올 하반기 마무리되는 것으로 알려지고 있고, 약 8천억원에 이르는 순현금 체제를 발판으로, ROE 개선을 위한 상공정 투자도 회사의 장기전략상 당연한 수순으로 여겨지는 시점이라는 점에서 장기적인 우상향 주가 흐름은 유지될 공산이 커 보인다.**

[그림-7] 고려아연, ROE 및 PBR Band 추이



자료: 동양증권 리서치센터

[그림-8] 고려아연, Relative Performance 추이



자료: 동양증권 리서치센터

고려아연 (010130) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	31,291	48,576	49,266	48,387	50,806
매출원가	25,681	39,090	40,923	39,777	41,661
매출총이익	5,609	9,485	8,343	8,610	9,145
판매비	566	656	692	693	728
영업이익	5,044	8,830	7,651	7,917	8,417
EBITDA	6,520	9,645	8,601	8,916	9,538
영업외손익	1,110	74	226	350	681
외환관련손익	110	-62	67	66	0
이자손익	129	113	402	671	1,069
관계기업관련손익	574	0	0	0	0
기타	297	23	-243	-387	-387
법인세비용차감전순손익	6,153	8,904	7,877	8,268	9,098
법인세비용	1,245	2,136	1,913	1,637	1,801
계속사업순손익	4,908	6,768	5,964	6,631	7,297
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	4,908	6,768	5,964	6,631	7,297
지배지분순이익	4,908	6,768	5,964	6,631	7,297
포괄순이익	4,908	6,833	6,456	7,100	7,766
지배지분포괄이익	4,908	6,833	6,456	7,100	7,766

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	15,643	19,337	24,267	32,003	40,933
현금및현금성자산	1,515	5,031	3,697	13,482	21,855
매출채권 및 기타채권	1,440	1,873	2,931	2,752	2,849
재고자산	7,877	7,592	11,076	9,206	9,666
비유동자산	17,695	19,673	20,506	18,527	16,418
유형자산	9,177	11,342	12,692	13,574	14,332
관계기업등 자본관련자산	6,840	6,257	4,191	1,330	-1,530
기타투자자산	1,563	1,844	3,362	3,362	3,362
자산총계	33,338	39,011	44,773	50,530	57,351
유동부채	4,450	3,531	3,505	3,017	3,395
매입채무 및 기타채무	2,122	1,343	2,773	2,340	2,774
단기차입금	1,291	580	83	28	-27
유동성장기부채	94	121	131	131	131
비유동부채	2,344	2,404	2,621	2,650	2,678
장기차입금	577	621	596	625	653
사채	1,134	1,150	1,117	1,117	1,117
부채총계	6,794	5,935	6,126	5,666	6,073
지배지분	26,543	33,076	38,648	44,864	51,277
자본금	944	944	944	944	944
자본잉여금	2,971	546	546	546	546
이익잉여금	22,683	31,914	36,994	42,741	49,155
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	26,543	33,076	38,648	44,864	51,277
순차입금	-3,216	-4,444	-8,285	-18,096	-26,495
총차입금	3,097	2,472	1,927	1,900	1,874

결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	5,439	7,710	3,135	9,477	8,592
당기순이익	4,908	6,768	5,964	6,631	7,297
감가상각비	1,477	815	951	999	1,121
외환손익	-26	47	-130	-66	0
중속, 관계기업관련손익	-574	0	0	0	0
자산부채의 증감	-313	-858	-3,144	1,562	-178
기타현금흐름	-33	938	-505	352	352
투자활동 현금흐름	-5,673	-3,179	-4,793	899	899
투자자산	-1,158	-1,721	-1,324	2,860	2,860
유형자산 증가 (CAPEX)	-3,091	-2,244	-2,297	-1,880	-1,880
유형자산 감소	7	1	2	0	0
기타현금흐름	-1,430	785	-1,175	-82	-82
재무활동 현금흐름	813	-1,325	-1,391	-910	-910
단기차입금	153	-949	-498	-55	-55
사채 및 장기차입금	1,049	66	-10	29	29
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-389	-442	-884	-884	-884
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	0	-5	1,716	319	-209
현금의 증감	579	3,202	-1,333	9,785	8,373
기초 현금	936	1,828	5,031	3,697	13,482
기말 현금	1,515	5,031	3,697	13,482	21,855
NOPLAT	5,044	8,830	7,651	7,917	8,417
FCF	2,095	4,426	1,302	7,030	5,814

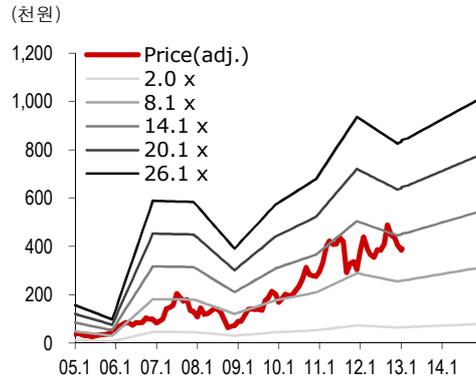
자료: 동양증권

- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE,ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함
- 4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

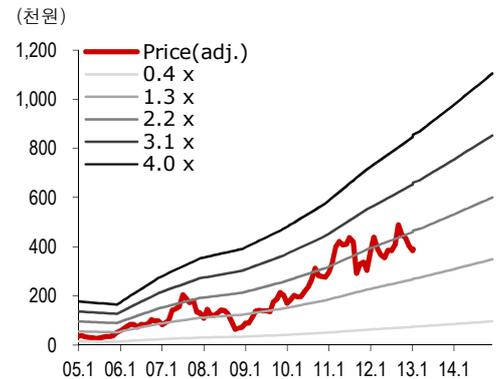
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
EPS	26,011	35,866	31,604	35,140	38,671
BPS	142,704	177,321	206,849	239,792	273,780
EBITDAPS	34,553	51,113	45,583	47,250	50,546
SPS	165,822	257,422	261,084	256,424	269,245
DPS	2,500	5,000	5,000	5,000	5,000
PER	9.1	10.3	12.2	11.0	10.0
PBR	1.7	2.1	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	6.3	6.8	7.5	6.1	4.8
PSR	1.4	1.4	1.5	1.5	1.4

결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액 증가율 (%)	21.5	55.2	1.4	-1.8	5.0
영업이익 증가율 (%)	30.7	75.1	-13.4	3.5	6.3
지배순이익 증가율 (%)	18.6	37.9	-11.9	11.2	10.0
매출총이익률 (%)	17.9	19.5	16.9	17.8	18.0
영업이익률 (%)	16.1	18.2	15.5	16.4	16.6
지배순이익률 (%)	15.7	13.9	12.1	13.7	14.4
EBITDA 마진 (%)	20.8	19.9	17.5	18.4	18.8
ROIC	27.7	36.7	25.9	27.3	29.0
ROA	16.3	18.7	14.2	13.9	13.5
ROE	20.3	22.7	16.6	15.9	15.2
부채비율 (%)	25.6	17.9	15.9	12.6	11.8
순차입금/자기자본 (%)	-12.1	-13.4	-21.4	-40.3	-51.7
영업이익/금융비용 (배)	122.0	131.2	152.4	166.1	179.0

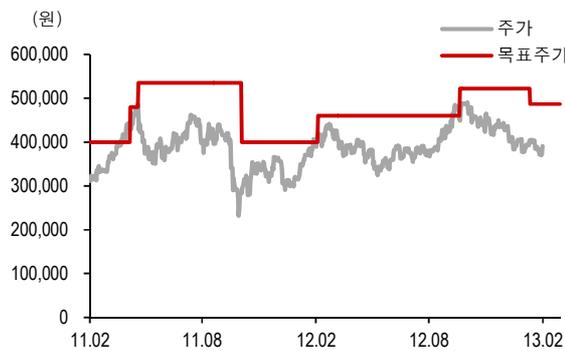
PER Band chart



PBR Band chart



고려이연 (010130) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2013-02-08	BUY	487,000
2013-01-17	BUY	487,000
2012-11-15	BUY	522,000
2012-10-11	BUY	522,000
2012-09-26	BUY	522,000
2012-07-31	BUY	460,000
2012-07-12	BUY	460,000
2012-06-18	BUY	460,000
2012-05-04	BUY	460,000
2012-04-10	BUY	460,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 박기현)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H-High, L-Low)로 구분
- Buy : 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~-10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.