

# 고려아연 (010130)

**이종형**  
769,3069  
jhlee76@daishin.com

**최서연**  
769,3345  
choi0409@daishin.com

**투자 의견** BUY  
매수, 유지

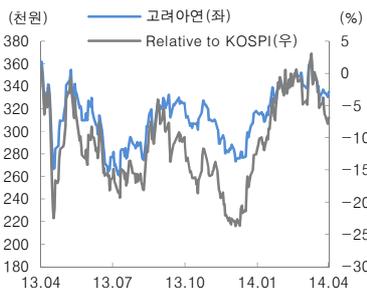
**목표주가** 410,000  
유지

**현재주가** 335,000  
(14.04.01)

철강금속업종

KOSPI	1991.98
시가총액	6,321십억원
시가총액변동	0.53%
자본금(보통주)	94십억원
52주 최고/최저	364,000원 / 260,000원
120일 평균거래대금	190억원
외국인지분율	15.64%
주요주주	영풍 외 45인 50.93% 국민연금공단 8.06%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.8	5.3	5.0	-7.1
상대수익률	-2.4	6.4	5.4	-6.9



## 1Q 영업이익은 예상치 범위, 중장기 관점에서 BUY&HOLD

투자이견 매수, 목표주가 410,000원 유지

- 1Q14 연결 영업이익은 컨센서스와 당사추정치 4~5% 하회 예상되나 예상치 범위로 주가 영향은 미미할 전망, 2Q 영업이익은 판매량증가, TC 상승으로 1Q대비 10% 이상 개선 전망
- 3월들어 중국 지표부진과 미국 조기금리인상 우려로 메탈가격 단기センチメント 부진하나 아연/연의 타이트한 수급상황과 3/31 열린의장의 저금리지속 발언 감안시 최근 조정은 일시적
- 설비증설 통한 중장기 성장성 관점에서 최근 메탈가격/주가 하락을 매수기회로 활용할 필요

1Q14 연결 영업이익은 컨센서스 4% 하회 예상되나 주가 영향은 미미할 전망

- 영업이익은 별도 1,510억원(+6%QoQ), 연결 1,550억원(+11%QoQ)으로 컨센서스와 당사 기준추정치를 4~5% 하회하는 수준 전망
- 1Q14 적용 메탈가격은 아연 \$2,016(+8%QoQ), 연 \$2,131(+2%QoQ), 은 \$20.1(-8%QoQ)로 비철금속가격 상승효과를 귀금속가격 하락이 상쇄 전망
- 단, 9월이후 원달러환율 급락에 의한 일시적 역재고 효과가 완화되면서 별도기준 영업이익률은 4Q13 13.8%에서 1Q14 14.7%로 개선전망

2Q14 영업이익은 판매량증가와 아연 TC상승으로 1Q14대비 10% 이상 증가 전망

- 영업이익은 별도 1,700억원(+12%QoQ), 연결 1,750억원(+13%QoQ)으로 개선 전망
- 성수기 진입으로 아연 연 은 등 주요 제품 판매량이 1Q14대비 5% 이상 증가 예상
- 2014년 아연TC \$223(+5.9%YoY)로 인상타결, TC 상승으로 인한 영업이익 개선은 별도기준 연간 120억원, 연결기준 연간 170억원으로 추정
- 3월 협상 타결로 2Q에는 1~2월 TC 소급적용, 이는 영업이익으로 별도기준 약 20억원, 연결기준 약 28억원으로 플러스 효과로 추정됨
- 2Q14 메탈가격과 원달러환율은 1Q14와 유사한 수준 전망

3월 비철/귀금속가격 조정정보이고 있으나 일시적 조정으로 판단

- 3월들어 중국 지표부진과 신용경색 우려, 미국의 조기금리인상 우려로 비철가격과 귀금속가격 동반 약세 이로 인해 고려아연 주가도 3/10 364,000원 고점으로 이후 약세
- 글로벌 아연, 연 메탈수급상황은 13년부터 수요초과 상황 지속되고 있어 중국우려 진정시 아연/연가격의 상승압력은 재차 강화될 전망
- 귀금속가격은 3월 미 FOMC에서 조기금리인상 가능성 언급 이후 약세전환 그러나 열린 의장 3/31 고용시장 회복전까지 저금리지속 유지의지 표명, 향후 귀금속가격도 안정 예상

중장기 성장성 감안시 최근 주가 조정은 매수기회, BUY&HOLD 강조

- 올해 10월 아연전해공장 증설(+30만톤, 총 85만톤), 15년말에는 연공장 증설+20만톤, 총 53만톤) 완료로 중장기 성장모멘텀 확보
- 아연의 경우 전해공장 전후공정에 대한 증설 아직 진행되지 않아 최종생산능력 확대에 대한 불확실성 존재하나 과거 전해공장 증설시 완공시점에 맞춰 전후공정 투자로 최종생산능력 확대되었던 점을 감안하면 조만간 후속투자가 진행될 것으로 판단, 빠르면 15년, 늦어도 16년에는 아연생산량 확대 예상됨(전해공정 전후공정 투자기간은 8개월 내외소요 전망)
- 중장기 성장성 관점에서 최근 메탈가격 하락으로 인한 주가하락은 매수기회
- 1Q14 예상실적과 최근 메탈가격, 환율을 반영해 14E EPS 추정치를 기존대비 3% 하향하나 투자이견 매수와 목표주가 410,000원 유지, 목표주가 410,000원은 14~17E 평균 BPS 296,492원에 PBR 1.4X 적용(설비증설 통한 중장기 성장성 반영)

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	5,498	4,818	4,952	5,507	7,000
영업이익	758	599	686	813	1,064
세전순이익	751	596	701	829	1,082
총당기순이익	568	453	540	639	822
자배분순이익	560	448	534	632	814
EPS	29,685	23,745	28,301	33,492	43,123
PER	13.6	13.4	11.8	10.0	7.8
BPS	204,525	221,659	244,725	273,359	311,744
PBR	2.0	1.4	1.4	1.2	1.1
ROE	15.5	11.1	12.1	12.9	14.7

주: EPS와 BPS, ROE는 자배분 기준으로 산출  
 자료: 고려아연, 대신증권 리서치센터

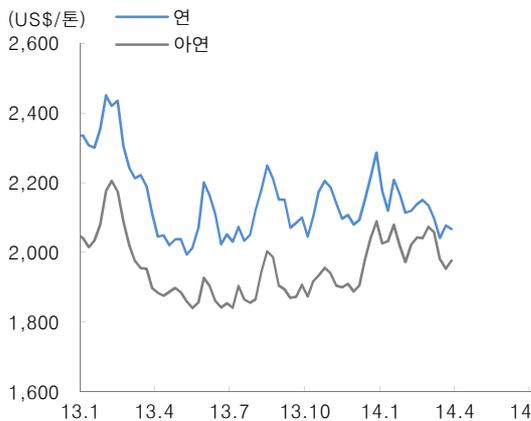
표 1. 고려아연 1Q14 Preview

(단위: 십억원 %)

		1Q14E	컨센서스	%diff.	기준추정	%diff.	4Q13	%QoQ	1Q13	%YoY
별도	매출액	1,029	1,016	1.3	1,010	1.9	1,033	-0.3	1,024	0.5
	영업이익	151	152	-0.4	159	-4.8	142	6.3	173	-12.5
	영업이익률(%)	14.7	14.9		15.7		13.8		16.8	
	세전이익	159	157	1.3	169	-6.1	124	27.8	174	-8.8
	순이익	124	124	0.2	132	-6.0	97	27.7	132	-6.3
연결	매출액	1,192	1,167	2.1	1,172	1.7	1,195	-0.3	1,172	1.6
	영업이익	155	162	-4.4	163	-4.7	140	11.1	173	-10.1
	영업이익률(%)	13.0	13.9		13.9		11.7		14.7	
	세전이익	159	169	-5.9	167	-5.1	129	23.0	173	-8.0
	순이익	122	129	-5.6	129	-5.1	103	18.4	128	-4.4
적용메탈가격	아연(US\$/t)	2,016			2,000	0.8	1,867	8.0	2,067	-2.5
	연(US\$/t)	2,131			2,200	-3.1	2,097	1.6	2,331	-8.6
	은(US\$/oz)	20			20	0.6	22	-7.5	31	-35.4
원달러환율	1,069			1,050	1.8	1,062	0.6	1,084	-1.4	

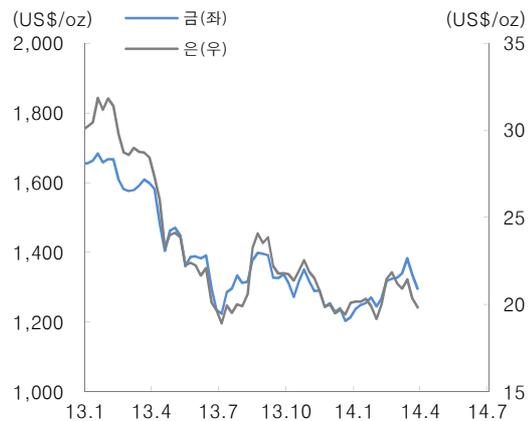
자료: 고려아연, 대신증권 리서치센터

그림 1. 아연, 연 가격 추이



주: 3월 중국 지표부진과 신용경색 우려로 비철가격 조정  
 자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 2. 금, 은 가격추이



주: 3월 미 FOMC 금리인상 언급으로 귀금속 가격 조정  
 자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

표 2. 아연 벤치마크 제련수수료(TC) 추이

(단위: US\$/t)

구분	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E
Base Zinc Price	3,000	2,000	1,250	2,500	2,500	2,000	2,000	2,000
Base TC	300	300	194	270	230	191	210.5	223
Up scale	8%	10%	10%	5%	6%	5%	6%	
Down scale	-6	-6%~-7%	-10%	-5%	-5%	-2%	-2%	
Actual Zinc Price	3,242	1,875	1,655	2,160	2,190	월946	1,909	
Actual Zinc TC	300	291	235	253	215	190	209	

주: Teck와 Glencore가 2014년 TC 2,000/223에 합의, 고려아연도 비슷한 수준에서 결정 전망. TC 상승으로 인한 연간영업이익 개선은 본사 120억원, SMC 50억원 수준 추정  
 자료: Metal Bulletin, 대신증권 리서치센터

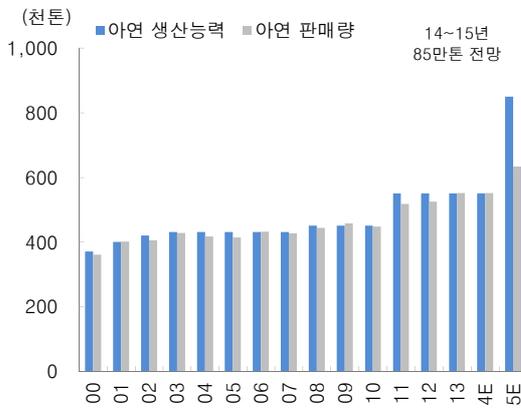
표 3. 고려아연 2014년 분기실적 전망

(단위: 십억원)

구분		1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E
별도기준	매출액	1,024	1,138	1,037	1,033	1,029	1,090	1,056	1,127
	영업이익	173	136	162	142	151	170	158	182
	영업이익률(%)	16.8	12.0	15.6	13.8	14.7	15.6	15.0	16.1
	세전이익	174	133	177	124	159	177	166	190
	순이익	132	104	135	97	124	138	129	148
연결기준	매출액	1,172	1,279	1,172	1,195	1,192	1,253	1,219	1,289
	영업이익	173	136	150	140	155	175	165	191
	영업이익률(%)	14.7	10.7	12.8	11.7	13.0	14.0	13.6	14.8
	세전이익	173	128	166	129	159	179	169	195
	순이익	128	97	125	103	122	137	130	150
가정치	아연(US\$/t)	2,033	1,840	1,860	1,909	2,000	2,000	2,050	2,100
	연(US\$/t)	2,300	2,054	2,103	2,112	2,100	2,100	2,200	2,300
	구리(US\$/t)	7,928	7,146	7,079	7,153	7,200	6,800	6,900	6,900
	은(US\$/oz)	30.1	23.1	21.4	20.8	20.0	20.0	20.0	20.0
	금(US\$/oz)	1,631	1,415	1,326	1,271	1,250	1,300	1,300	1,300
	원달러 환율	1,084	1,122	1,112	1,062	1,069	1,060	1,060	1,060

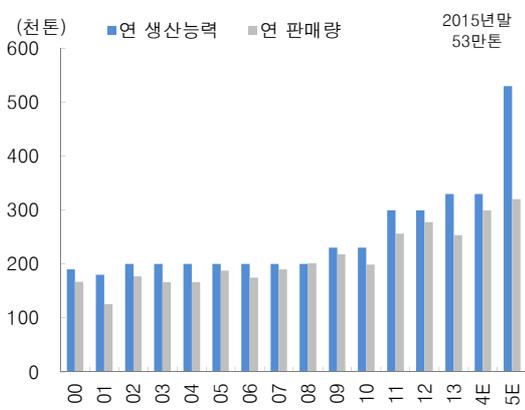
자료: 고려아연, 대신증권 리서치센터

그림 1. 고려아연 아연(Zinc) 생산능력 추이



주: 전해공장 올해 10월 완공, 향후 전후공정 투자로 15년내 생산능력 확대전망  
 자료: 고려아연, 대신증권 리서치센터

그림 2. 고려아연 연(Lead) 생산능력 추이



주: 15년말 연 생산능력 20만톤 확대(확장)  
 자료: 고려아연, 대신증권 리서치센터

표 4. 세계 아연/연 수급추이

(단위: 천톤)

구분		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	1401
아연(Zinc)	Mine Production	10,128	10,430	11,201	11,881	11,601	12,354	12,644	13,130	13,263	1,026
	%YoY	4.3	3.0	7.4	6.1	-2.4	6.5	2.3	3.8	1.0	6.4
	Metal Production	10,218	10,629	11,345	11,774	11,280	12,896	13,074	12,630	12,903	1,066
	%YoY	-1.7	4.0	6.7	3.8	-4.2	14.3	1.4	-3.4	2.2	4.5
	Metal Usage	10,591	11,000	11,229	11,574	10,914	12,649	12,699	12,387	12,971	1,127
	%YoY	-0.6	3.9	2.1	3.1	-5.7	15.9	0.4	-2.5	4.7	12.3
	<b>Surplus</b>	<b>-373</b>	<b>-371</b>	<b>116</b>	<b>200</b>	<b>366</b>	<b>247</b>	<b>375</b>	<b>243</b>	<b>-68</b>	<b>-61</b>
연(Lead)	Mine Production	3,422	3,546	3,657	3,812	3,810	4,161	4,636	5,007	5,403	373
	%YoY	9.3	3.6	3.1	4.2	-0.1	9.2	11.4	8.0	7.9	4.2
	Metal Production	7,624	8,103	8,413	9,230	9,242	9,850	10,598	10,541	11,188	887
	%YoY	8.8	6.3	3.8	9.7	0.1	6.6	7.6	-0.5	6.1	3.3
	Metal Usage	7,786	8,228	8,421	9,222	9,242	9,812	10,441	10,481	11,211	918
	%YoY	6.7	5.7	2.3	9.5	0.2	6.2	6.4	0.4	7.0	7.5
	<b>Surplus</b>	<b>-162</b>	<b>-125</b>	<b>-8</b>	<b>8</b>	<b>0</b>	<b>38</b>	<b>157</b>	<b>60</b>	<b>-23</b>	<b>-31</b>

주: 세계 아연/연 메탈시장은 2013년부터 수요초과 전환, 2014년 1월에도 타이트한 수급상황 지속  
 자료: LZSG, 대산증권 리서치센터

표 5. 고려아연 별도기준 증장기 실적 전망

(단위: 천톤, 십억원, %)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E
<b>판매량(천톤)</b>							
아연	517	525	551	551	633	760	836
연	256	278	253	300	321	449	517
은(톤)	1,638	1,892	1,730	2,043	2,247	3,146	3,618
금(톤)	2.9	6.1	6.7	7.2	7.9	11.1	12.7
구리	22	22	24	26	28	31	34
<b>가격(US\$/톤)</b>							
아연	2,193	1,948	1,910	2,038	2,138	2,138	2,138
연	2,402	2,062	2,142	2,175	2,338	2,338	2,338
은(oz)	35.1	31.1	23.8	20.0	20.0	20.0	20.0
금(oz)	1,569	1,668	1,411	1,288	1,300	1,300	1,300
구리	8,821	7,950	7,326	6,950	6,950	6,950	6,950
<b>원달러 환율(원)</b>							
	<b>1,108</b>	<b>1,127</b>	<b>1,095</b>	<b>1,062</b>	<b>1,050</b>	<b>1,050</b>	<b>1,050</b>
<b>매출액(십억원)</b>							
아연	1,344	1,228	1,250	1,297	1,538	1,846	2,030
연	726	691	676	792	889	1,245	1,432
구리	214	201	195	192	208	229	252
은	2,058	2,123	1,464	1,370	1,487	2,082	2,395
금	163	366	333	307	337	472	542
기타	352	319	314	346	397	477	525
매출액(합계)	4,858	4,927	4,232	4,303	4,858	6,351	7,176
영업이익	879	768	613	661	777	1,024	1,172
영업이익률(%)	18.1	15.6	14.5	15.4	16.0	16.1	16.3
세전이익	890	788	608	809	1,057	1,207	1,249
순이익	677	596	468	539	631	825	941

자료: 고려아연 대산증권 리서치센터

표 6. 고려아연 연결기준 실적 전망

(단위: 십억원 %, 원)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E
매출액	5,556	5,498	4,818	4,952	5,507	7,000	7,825
본사	4,858	4,927	4,232	4,303	4,858	6,351	7,176
본사 외	699	571	585	649	649	649	649
영업이익	964	758	599	686	813	1,064	1,211
본사	883	765	613	661	777	1,024	1,172
본사 외	81	-8	-15	25	36	40	40
영업이익률(%)	17.3	13.8	12.4	13.9	14.8	15.2	15.5
본사	18.2	15.5	14.5	15.4	16.0	16.1	16.3
본사 외	11.5	-1.3	-2.5	3.9	5.5	6.1	6.1
세전이익	975	751	596	701	829	1,082	1,232
순이익	714	568	453	540	639	822	936
EPS(자배주주)	37,342	29,685	23,745	28,301	33,492	43,123	49,095
BPS(자배주주)	179,655	204,525	221,659	244,725	273,359	311,744	356,138
ROE(자배주주)	23.1	15.5	11.1	12.1	12.9	14.7	14.7

자료: 대신증권 리서치센터

표 7. 고려아연 2014~2015년 실적전망치 변경

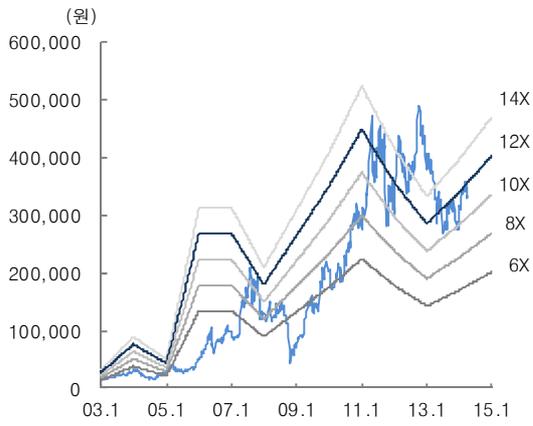
(단위: 십억원 원)

	수정전		수정후		%diff.		
	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	
별도	매출액	4,277	4,363	4,232	4,220	-1.0	-3.3
	영업이익	629	711	613	679	-2.5	-4.5
	영업이익률(%)	14.7	16.3	14.5	16.1		
	세전이익	655	757	608	720	-7.2	-4.9
	순이익	511	591	468	561	-8.5	-5.0
	연결	매출액	4,869	5,629	4,952	5,507	1.7
영업이익		704	860	686	813	-2.5	-5.5
영업이익률(%)		14.5	15.3	13.9	14.8		
세전이익		722	880	701	829	-2.9	-5.8
순이익		556	678	540	639	-2.9	-5.8
EPS(자배주주)		29,118	35,489	28,301	33,492	-2.8	-5.6
BPS(자배주주)		248,254	279,208	244,725	273,359	-1.4	-2.1
ROE(자배주주)		12.3	13.5	12.1	12.9		
전망치	아연(US\$/t)	2,000	2,100	2,038	2,138	1.9	1.8
	연(US\$/t)	2,200	2,300	2,175	2,338	-1.1	1.6
	구리(US\$/t)	7,100	7,100	6,950	6,950	-2.1	-2.1
	은(US\$/oz)	20	20	20	20	0.0	0.0
	금(US\$/oz)	1,200	1,200	1,288	1,300	7.3	8.3
	원달러 환율	1,050	1,050	1,062	1,050	1.2	0.0

주: 1Q14 예상실적과 최근 메탈가격 반영에 조정

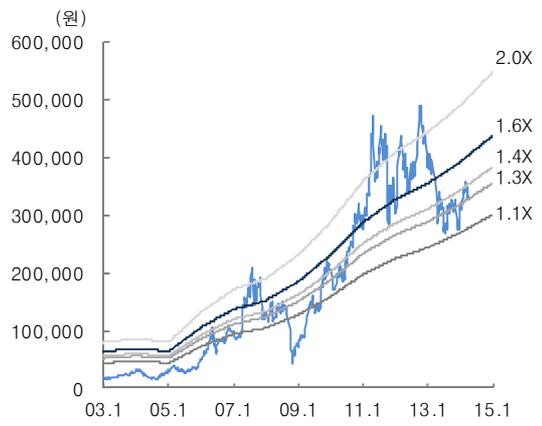
자료: 고려아연, 대신증권 리서치센터

그림 3. 고려아연 12m fwd PER 밴드



자료: 고려아연 대신증권 리서치센터

그림 4. 고려아연 12m fwd PBR 밴드



자료: 고려아연 대신증권 리서치센터

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당시의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당시의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확히 반영하였습니다.

(담당자:이종형)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

### 고려이연(010130) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	14.04.02	14.02.07	14.01.14	13.11.12	13.11.10	13.10.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	410,000	410,000	410,000	410,000	410,000	410,000

제시일자	13.10.29	13.05.06	12.10.30	12.07.31	12.07.01	12.06.22
투자의견	Buy	Marketperform	Marketperform	Buy	Buy	Buy
목표주가	410,000	390,000	420,000	450,000	450,000	450,000

제시일자	12.06.06	12.05.03	12.04.05
투자의견	Buy	Buy	Buy
목표주가	450,000	450,000	510,000

### 투자등급관련사항

**산업 투자의견**

- Overweight(비중확대)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

**기업 투자의견**

- Buy(매수)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률):  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상