



고려아연 (010130)

BUY (유지)



철강, 비철금속 Analyst 김지환
02-6114-2917 jh.kim@hdsrc.com

RA 김한준
02-6114-2957 ernest.kim@hdsrc.com

중장기 투자 매력 유효

- 2분기 실적은 환율 영향으로 시장 기대치 하회할 전망
- 단기 실적보다는 주가 상관성이 높은 금, 은 및 아연 등 금속가격 안정에 초점
- Capa 증설에 따른 장기 성장성 유효
- 투자의견 BUY 유지, 목표주가는 440,000원으로 상향

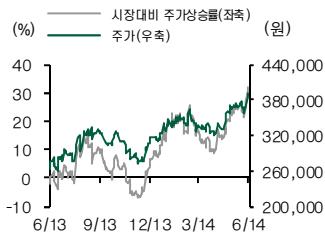
환율하락이 2분기 실적 핵심 변수

2분기 원달러 평균 환율은 전분기 대비 약 3.7% 하락한 1,029원 수준이 될 전망이다. 따라서 동사 2분기 별도기준 매출액은 성수기 판매량 증가와 비철금속 가격 강세로 1조 491억 원(+4.1%QoQ)으로 증가하지만, 영업이익은 1,504억원(-4.7%QoQ)에 그칠 전망이다.

금, 은 및 아연 등 금속가격 안정

최근 동사 주가 움직임에 상관성이 큰 금 가격은 미국 양적 완화 축소에 대한 우려감이 상당 부분 반영된 것으로 판단한다. 또한 단기적인 금 가격 동향을 가늠하는 금 투자심리도 1,250달러 수준의 바닥 확인 이후 점차 개선되는 양상이다. 고려아연의 주력 제품인 아연과 연 가격은 중국의 생산감축과 LME재고 감소로 강세가 지속되고 있다. 6월 말 현재 Bloomberg Consensus에 따르면 2014년 4분기 금, 아연 가격은 각각 1,318달러, 2,194달러로 전망되며 강보합세를 유지할 것으로 판단된다. 즉, 고려아연의 실적의 핵심 변수인 상품가격 변동성에 의한 불확실성은 하반기로 갈수록 축소될 것으로 기대한다.

주가(6/25)	387,500원
목표주가	440,000원(종전 380,000원)
업종명/산업명	비철금속
업종 투자의견	Neutral
시가총액	7.3조원
발행주식수 (보통주)	18,870,000주
유동주식비율	42.7%
KOSPI 지수	1,981.77
KOSDAQ 지수	527.26
60일 평균 거래량	44,746주
60일 평균 거래대금	157억원
외국인보유비중	17.0%
수정EPS 성장률(14~16 CAGR)	16.66%
시장 수정EPS 성장률(3yr CAGR)	22.36%
52주 최고/최저가 (보통주)	389,500원 260,000원
베타(12M, 일간수익률)	1.3
주요주주	영풍 외 45인 50.9%
주가상승률	1개월 3개월 6개월
절대	4.7% 15.0% 26.8%
상대	6.6% 12.6% 28.1%



결산기말	12/12A (적용기준)	12/13A (IFRS-C)	12/14F (IFRS-C)	12/15F (IFRS-C)	12/16F (IFRS-C)
매출액 (십억원)	5,497.5	4,817.7	4,671.9	5,039.1	6,211.9
영업이익 (십억원)	757.5	598.6	634.2	699.3	882.4
순이익 (십억원)	568.0	452.8	511.9	569.4	718.5
자비기업순이익 (십억원)	560.2	448.1	507.4	563.8	711.4
EPS (원)	31,693	25,352	28,707	31,899	40,253
수정EPS (원)	31,693	25,352	28,707	31,899	40,253
PER* (배)	15.9~9.4	16.3~9.9	13.5	12.1	9.6
PBR (배)	1.9	1.3	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA (배)	7.9	6.8	8.2	7.2	5.8
배당수익률 (%)	1.2	1.6	1.3	1.3	1.3
ROE (%)	15.5	11.1	11.6	11.6	13.2
ROIC (%)	22.5	16.1	15.7	17.1	20.6

적용기준: IFRS-C = 연결재무제표, IFRS-P = 개별재무제표

자료: 고려아연, 현대증권

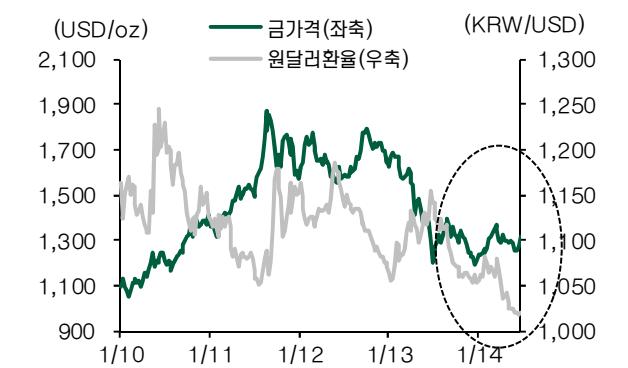
Capa증설에 따른 장기성장성 유효

투자의견 BUY 유지, 목표주가 440,000원으로 상향

고려아연은 최근 투자비 790억원 규모의 아연공정합리화 설비투자 계획을 발표했다. 기존 제2비철단지 신설과 전해No.9계열증설 투자를 통해 아연, 연 및 은 등 기타 부산물의 생산 Capa 증가가 예상된다. 따라서 투자가 마무리되는 2015년말 이후 동사의 아연, 연 및 은의 Capa는 최대 각각 85만톤, 60만톤, 3천톤까지 대폭 증가할 전망이다. 따라서 2016년 동사의 별도 매출액은 2014년 추정치 4조 1,043억원 대비 37.8% 증가한 5조 6,446억원에 달할 전망이다. 매출액 성장과 함께 2016년 별도 영업이익은 8,623억원으로 39.2% 증가할 것으로 기대한다.

고려아연에 대해 투자의견 BUY를 유지한다. 단기적으로 환율 및 상품가격 변동성에 의한 리스크는 상존하고 있지만, 중장기적으로 상품가격 안정을 가정한다면 동사의 2016년 이후 성장성은 유효하다는 판단이다. 성장성을 반영하여 고려아연에 대한 목표주가를 440,000원으로 상향한다. 목표주가는 2016년 추정 EPS 40,253원에 Target PER 12배, 할인율 10%를 적용하여 산출하였다.

그림 1> 원달러환율과 금 가격 동반 하락



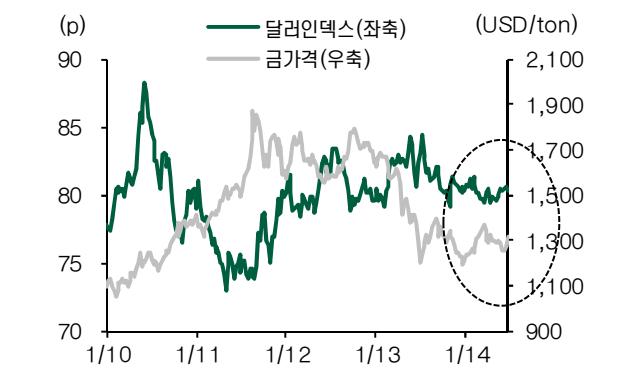
자료: Bloomberg, 현대증권

그림 3> 금, 은 가격 추이



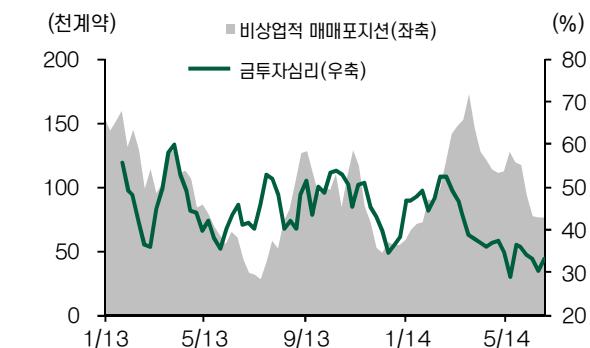
자료: Bloomberg, 현대증권

그림 2> 달러인덱스 강보합 반전했지만, 금 가격 하방 형성



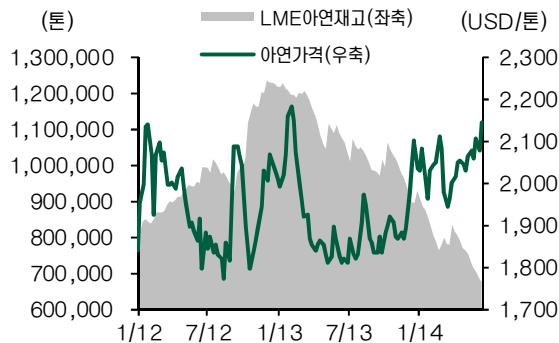
자료: Bloomberg, 현대증권

그림 4> 금 투자심리 바닥 형성



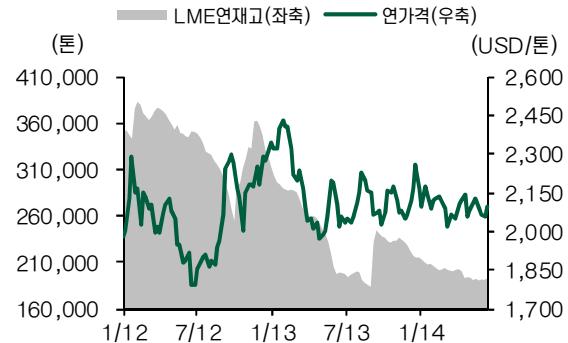
자료: Bloomberg, 현대증권

그림 5> 아연 가격 및 LME 재고 추이



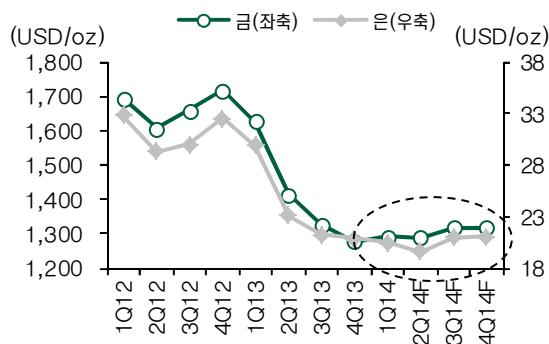
자료: Bloomberg, 현대증권

그림 6> 연 가격 및 LME 재고 추이



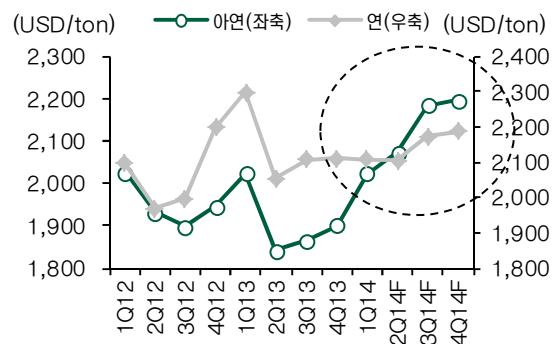
자료: Bloomberg, 현대증권

그림 7> 금, 은 가격 시장전망치: 4Q14F 금 1,318달러



자료: Bloomberg Consensus, 현대증권

그림 8> 아연, 연 시장전망치: 4Q14F 아연 2,119달러



자료: Bloomberg Consensus, 현대증권

그림 9> 주요 생산능력 증강 계획: 아연, 연 Capa 증가 및 부산물 생산 증가 기대

설비구분	투자기간	투자대상 자산	투자효과	총투자액 (십억원)	기투자액 (십억원)	향후 투자액 (십억원)
신설	2013.06 ~ 2015.12	제2비철단지 신설	생산능력 향상을 통한 매출이익 증대 (연평 13만톤/년 및 은 829톤/년 추가 생산 가능)	316.7	26.2	290.5
증설	2012.11 ~ 2014.1	전매No. 9계열 증설	전매공장 증설을 통해 경부이 전현 사용 극대화 및 전력비용 절감	126.6	58.1	68.5
	2014.04 ~ 2015.12	아연공정합리화	제2비철단지 신설로 증가되는 불순물의 효과적인 제거 및 배소로 증설을 통한 아연과 생산능력 증대 (아연과 10만톤/년 추가 생산 가능)	79.0	0.0	79.0
합계				522.3	84.3	438.0

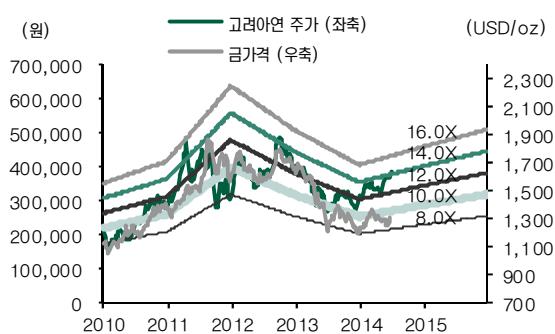
자료: 고려아연, 현대증권

그림 10) 고려아연 분기별 실적 전망: 4분기 이후 증산 효과 일부 반영, 2016년이 Capa증설 효과 극대화 원년

연결기준(십억원)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	1,172.3	1,278.7	1,171.7	1,195.0	1,165.0	1,195.7	1,129.3	1,181.9	4,817.7	4,671.9	5,039.1	6,211.9
영업이익	172.6	136.4	150.1	139.6	158.7	153.8	145.7	176.0	598.6	634.2	699.3	882.4
순이익(지배기업)	126.7	94.7	124.2	102.5	123.8	124.3	117.7	141.5	448.1	507.4	563.8	711.4
성장률(%YoY)												
매출액	(12.3)	(12.7)	(8.6)	(15.4)	(0.6)	(6.5)	(3.6)	(1.1)	(12.4)	(3.0)	7.9	23.3
영업이익	(17.9)	(44.1)	5.6	(13.4)	(8.1)	12.8	(2.9)	26.1	(21.0)	5.9	10.3	26.2
순이익(지배기업)	(24.8)	(37.7)	21.9	(25.6)	(2.3)	31.3	(5.2)	38.1	(20.0)	13.2	11.1	26.2
이익률(%)												
영업이익률	14.7	10.7	12.8	11.7	13.6	12.9	12.9	14.9	12.4	13.6	13.9	14.2
순이익률(지배기업)	10.8	7.4	10.6	8.6	10.6	10.4	10.4	12.0	9.3	10.9	11.2	11.5
수정 EPS(원)	7,168	5,358	7,027	5,800	7,006	7,032	6,662	8,007	25,352	28,707	31,899	40,253
별도기준(십억원)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14P	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	1,024.4	1,137.9	1,037.3	1,032.7	1,007.8	1,049.1	1,000.6	1,046.7	4,232.4	4,104.3	4,481.5	5,644.6
%YoY	(15.5)	(12.7)	(8.7)	(19.0)	(1.6)	(7.8)	(3.5)	1.4	(14.1)	(3.0)	9.2	26.0
%QoQ	(19.6)	11.1	(8.8)	(0.4)	(2.4)	4.1	(4.6)	4.6				
영업이익	172.6	136.5	162.0	142.1	157.8	150.4	143.1	168.2	613.2	619.5	681.3	862.3
%YoY	(13.9)	(46.7)	7.6	(10.1)	(8.6)	10.2	(11.7)	18.4	(19.9)	1.0	10.0	26.6
%QoQ	9.2	(20.9)	18.7	(12.3)	11.1	(4.7)	(4.9)	17.6				
영업이익률	16.8	12.0	15.6	13.8	15.7	14.3	14.3	16.1	14.5	15.1	15.2	15.3
세전이익	173.9	132.5	177.4	124.2	162.2	160.5	152.6	178.6	608.0	653.9	723.1	895.0
%YoY	(19.0)	(44.0)	7.5	(27.6)	(6.7)	21.1	(13.9)	43.8	(22.8)	7.6	10.6	23.8
%QoQ	1.4	(23.8)	33.8	(30.0)	30.7	(1.1)	(4.9)	17.0				
세전이익률	17.0	11.6	17.1	12.0	16.1	15.3	15.3	17.1	14.4	15.9	16.1	15.9
순이익	132.1	104.1	134.6	96.9	121.2	125.2	119.0	139.3	467.7	504.7	564.0	698.1
%YoY	(18.9)	(43.0)	19.0	(29.7)	(8.3)	20.2	(11.5)	43.8	(21.6)	7.9	11.8	23.8
%QoQ	(4.1)	(21.2)	29.3	(28.0)	25.1	3.3	(4.9)	17.0				
순이익률	12.9	9.1	13.0	9.4	12.0	11.9	11.9	13.3	11.0	12.3	12.6	12.4
수정 EPS(원)	7,475	5,890	7,614	5,481	6,858	7,081	6,735	7,881	26,460	28,555	31,911	39,499

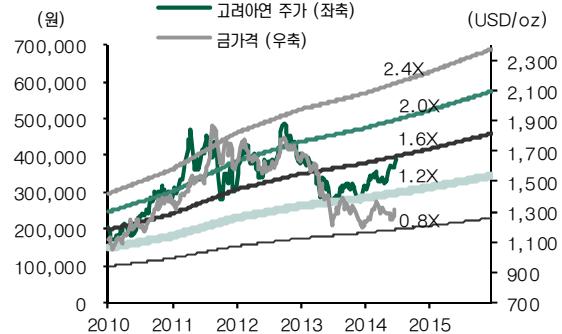
자료: 고려아연, 현대증권

그림 11) 금 가격 및 고려아연 PER band 추이



자료: Quantivwise, Bloomberg, 현대증권

그림 12) 금 가격 및 고려아연 PBR band 추이



자료: Quantivwise, Bloomberg, 현대증권

투자 고지사항

■ 투자의견 및 목표주가 변경내역



종목명	변경일	투자의견	목표주가 (원)
고려아연	13/05/03	BUY	440,000
	13/07/25	BUY	380,000
	14/06/26	BUY	440,000

- 고려아연: 당사는 자료 공표일 현재 [고려아연]을(를) 기초자산으로 하는 ELW의 발행자 및 유동성공급자입니다. 당사는 동 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 제공한 사실이 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인함.
- 투자의견 분류: 신입: Overweight(10%이상), Neutral(−10~10%), Underweight(−10%이상) / 기업: Strong BUY(30%이상), BUY(10~30%), Marketperform(−10~10%), Underperform(−10%이상) (주가 — , 목표주가 —)
- 이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 당시가 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 어떠한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 당사에 있으므로 당사의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 복제할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 당사에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.