

Company Update

Analyst 김미송
02) 6915-5677
ms.kim@ibks.com

매수 (유지)

목표주가	570,000원
현재가 (12/24)	477,500원

KOSPI (12/24)	1,990.65pt		
시가총액	9,010십억원		
발행주식수	18,870천주		
액면가	5,000원		
52주 최고가	560,000원		
최저가	382,000원		
60일 일평균거래대금	19십억원		
외국인 지분율	13.2%		
배당수익률 (2015F)	1.7%		
주주구성			
영웅 외 45 인	50.85%		
국민연금	9.08%		
주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	6%	-5%	16%
절대기준	4%	-9%	18%
	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	570,000	620,000	▼
EPS(15)	27,370	28,526	▼
EPS(16)	38,201	42,710	▼



본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

고려아연 (010130)

기대보다 더딘 금속가격 상승

금속가격 하락으로 4분기 실적 기대 이하일 것

고려아연의 4분기 실적은 주요 금속 가격 하락폭이 예상보다 커 부진할 전망이다. 아연가격(9-11월 평균)은 1,679달러/톤으로 전분기 대비 14.5% 하락했다. 기존 IBK추정치인 1,800달러/톤 대비 7% 낮다. 연 가격 1,676달러/톤, 은은 15.0달러/oz로 각각 4.9%, 2.3% 하락했다. 낮아진 금속가격을 반영해 4분기와 2016년 실적을 하향 조정했다.

2016년 증설 효과로 영업이익 40% 증가할 전망

금속 가격 하락에도 불구하고 2016년 영업이익은 40% 증가할 전망이다. 1)증설 물량 출하로 판매량이 증가할 것이고, 2)아연 가격 상승이 기대되기 때문이다. 아연 생산 능력은 아연공정합리화 효과로 10만톤이 증가한 65만톤, 연은 제2비철단지로부터 20만톤이 증가한 50만톤이 예상된다. 은도 900톤 증가한 2,900톤이다.

아연, 연, 은의 이익 비중은 75%에 달하는데, 이 중 가장 큰 비중을 차지하는 금속은 아연이다. 향후 공급 축소로 수급이 타이트해져 아연 가격은 상승할 것이다. 2015년 아연 순생산(생산-소비)은 호주 리슨이 예정대로 폐쇄된다면 7.6만톤 공급과잉이다. 2016년 고려아연 +10만톤, 글렌코어 -50만톤을 반영하면 32만톤 공급이 부족해진다. 가격이 추가 하락하면 니르스타 40만톤, 중국 업체들이 50만톤을 공급을 축소하겠다고 밝혔다.

달러화 강세로 주가 단기 하락 가능성, 1분기 저점으로 회복할 전망

중국 수요 둔화로 하락한 금속가격과 동행해 주가도 최근 6개월 동안 9% 하락했다. 향후 달러화 강세 전망에 따른 원자재 가격 하락으로 주가가 추가 하락할 수 있다. 목표주가는 실적 조정을 반영해 57만원으로 하향한다. 다만, 1분기를 저점으로 아연 가격 상승으로 향후 실적이 개선될 동사에 대해 매수 투자의견을 유지한다.

(단위:십억원,배)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	4,818	4,939	4,695	5,834	6,593
영업이익	599	683	691	969	1,005
세전이익	596	683	696	959	1,025
지배주주순이익	448	501	516	721	770
EPS(원)	23,745	26,565	27,370	38,201	40,810
증가율(%)	-20.0	11.9	3.0	39.6	6.8
영업이익률(%)	12.4	13.8	14.7	16.6	15.2
순이익률(%)	9.4	10.2	11.1	12.5	11.8
ROE(%)	11.1	11.4	10.6	13.3	12.8
PER	13.4	15.2	17.4	12.5	11.7
PBR	1.4	1.6	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	7.7	9.0	9.7	6.8	6.0

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 1. 4Q15 실적 전망

(십억원)	4Q15F	%YoY	%QoQ	4Q14	3Q15	IBK투자증권	차이(%)	컨센서스	차이(%)
매출액	1,155.6	(8.9)	(3.9)	1,268.5	1,202.9	1,198.9	(3.6)	1,172.5	(1.4)
영업이익	146.7	(24.3)	(17.9)	194.0	178.7	174.5	(15.9)	167.1	(12.2)
지배주주순이익	105.0	(22.5)	(18.5)	135.6	128.8	126.8	(17.2)	128.8	(18.5)

자료: FnGuide, 고려아연, IBK투자증권

표 2. 실적 추정 변경 상세 내용

(십억원)	변경후			변경전			변경률(%)		
	2015F	2016F	2017F	2015F	2016F	2017F	2015F	2016F	2017F
매출액	4,695	5,834	6,593	4,738	6,210	6,609	(0.9)	(6.1)	(0.2)
영업이익	691	969	1,005	718	1,089	1,090	(3.9)	(11.0)	(7.8)
지배주주순이익	516	721	770	538	806	834	(4.1)	(10.6)	(7.7)

자료: IBK투자증권

표 3. 고려아연 분기별 실적 추이

(십억원)	2014	2015F	2016F	2017F	2018F	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F
매출액	4,939	4,695	5,834	6,593	6,417	1,165	1,229	1,276	1,268	1,136	1,201	1,203	1,156
별도기준	4,215	4,025	4,980	5,628	5,478	1,008	1,052	1,093	1,061	985	1,027	1,027	986
자회사	724	669	854	965	939	157	177	183	207	151	174	176	169
매출원가	4,113	3,844	4,682	5,386	5,060	965	1,045	1,061	1,041	920	971	986	967
별도기준	3,498	3,282	3,910	4,514	4,211	828	894	909	867	801	830	832	819
자회사	615	562	772	872	849	137	152	152	174	119	140	154	149
판관비	143	160	182	202	199	41	34	35	33	43	38	38	41
별도기준	83	87	100	112	110	22	18	21	22	23	21	21	23
자회사	60	73	82	90	89	19	15	14	11	20	17	17	18
영업이익	683	691	969	1,005	1,158	159	150	180	194	173	192	179	147
영업외손익	0	5	-10	20	84	10	-2	4	-12	8	10	-5	-7
세전이익	683	696	959	1,025	1,243	169	148	184	182	180	202	173	140
순이익	505	521	727	777	942	125	109	135	136	132	154	130	106
지배주주순이익	501	516	721	770	934	124	108	134	136	131	152	129	105

자료: 고려아연, IBK투자증권

아연가격: 타이트한 수급
예상되어 가격 상승할 전망

그림 1. 아연가격 전망: 1)달러강세로 가격 하락 압력 있으나, 2)공급 축소 효과로 완만한 상승 전망



자료: IBK투자증권

원자재 지수 전망:
2000년이후부터 원자재
가격과 미국달러인덱스와
반비례 관계를 보임

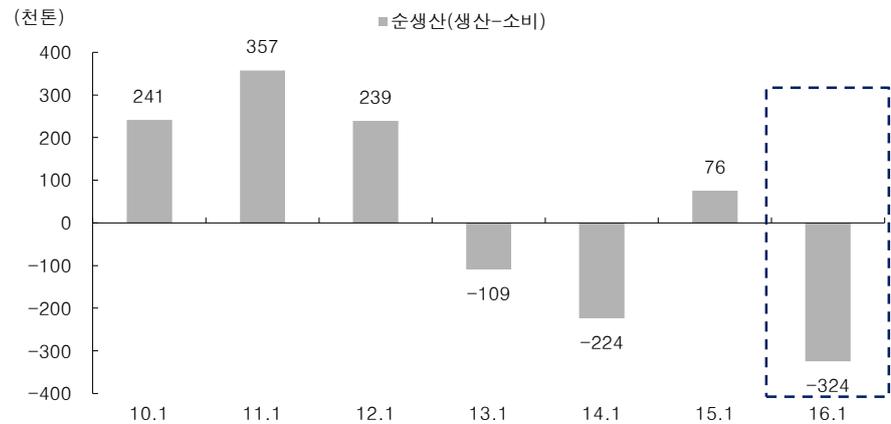
그림 2. 원자재 지수 전망: 미국 달러 강세 전망으로 추가 하락 가능성



자료: Bloomberg
주: 미국달러인덱스(U.S. Dollar index)는 세계 주요국 대비 달러화의 평균 가치를 나타내는 지표로 높아질수록 달러 가치가 높다는 것을 의미. 1973년 3월을 기준점 100으로 하여 미국 연방준비제도이사회에서 발표
원자재 지수는 블룸버그 원자재 가격 지수 이용

2015년 7.6만톤 공급 초과
(1월-10월 누적 21만톤
공급 초과를 연간 환산 후
리신 폐쇄 반영)
→ 2016년 32만톤 공급
부족 (고려아연 +10만톤,
글렌코어 -50만톤 반영)

그림 3. 아연 순생산(생산-소비) 추이: 공급 축소 효과로 2016년 아연 공급 부족할 전망



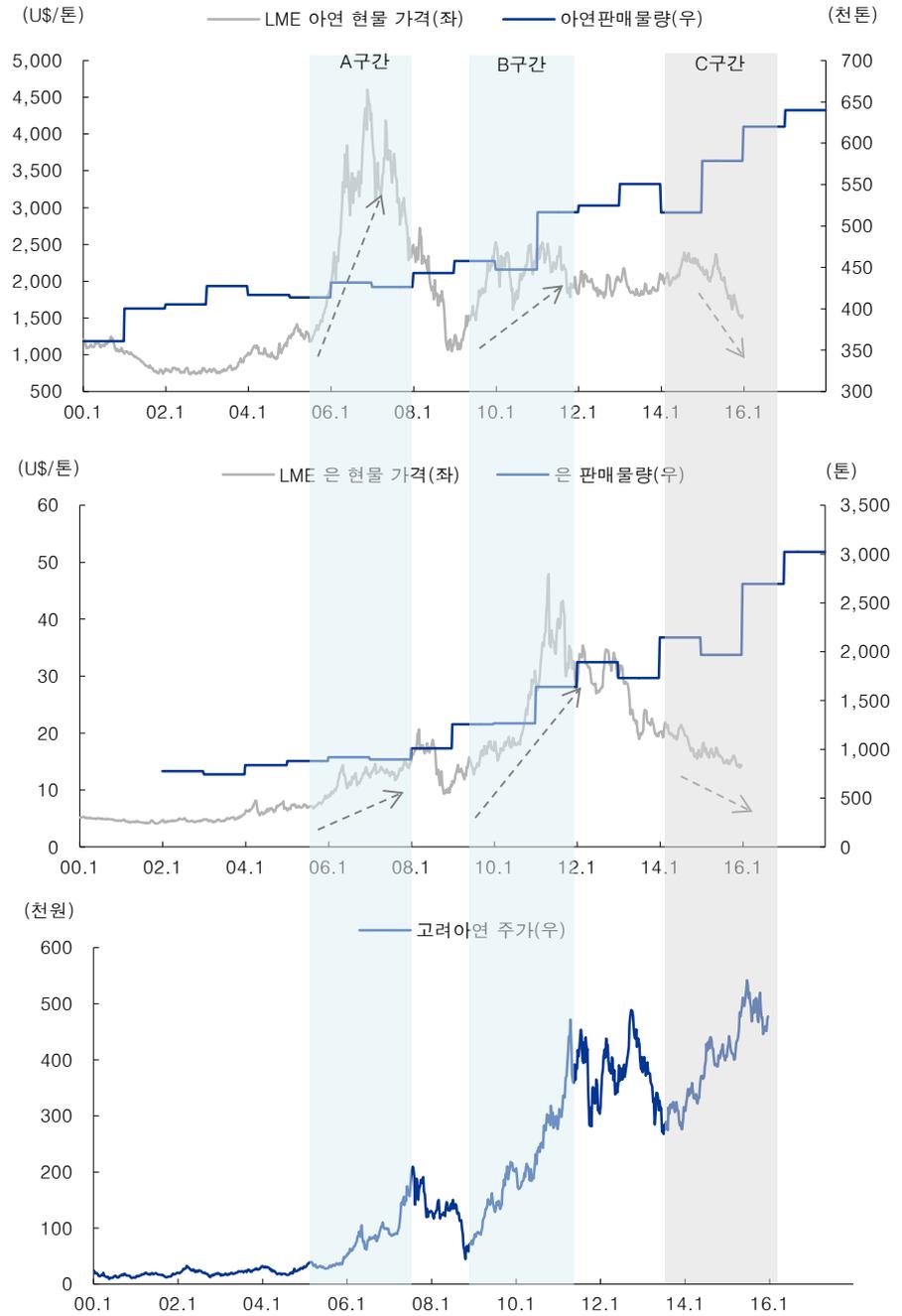
자료: International Lead and Zinc Study Group, IBK투자증권

표 4. 세계 아연 수급 추이 및 전망 (2015-16년은 IBK 추정치임)

(천톤)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015F	2016F
광석 생산	11,201	11,875	11,601	12,360	12,582	12,898	13,054	13,512	13,486	13,086
아연 생산	11,345	11,774	11,280	12,845	13,065	12,627	13,033	13,509	13,834	13,434
아연 소비	11,229	11,574	10,914	12,604	12,708	12,388	13,142	13,733	13,758	13,758
(생산-소비)	116	200	366	241	357	239	-109	-224	76	-324

자료: International Lead and Zinc Study Group, IBK투자증권

그림 4. 고려아연 주가 추이: 금속 가격이 상승하는 구간에 주가 상승함



자료: Bloomberg, IBK투자증권

표 5. 고려이연 적정가치 산출: 목표주가 57만원으로 제시

① 적정 P/B Multiple	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
자기자본이익률(ROE)	10.6%	13.3%	12.8%	13.9%	12.5%
배당성향	27.1%	19.4%	18.2%	15.0%	14.9%
성장률	7.7%	10.7%	10.5%	11.8%	10.6%
자기자본비용	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%
무위험 이자율	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
주식 리스크 프리미엄	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
주식 베타	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
영구성장률	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
적정 P/B Multiple	1.30	1.72	1.64	1.80	1.59
P/B 밸류에이션	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
주당순자산가치(BPS)	271,044	301,752	335,069	377,048	419,275
목표 Multiple 가정	1.30	1.72	1.64	1.80	1.59
자기자본비용	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%
무위험 이자율	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
주식 리스크 프리미엄	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
주식 베타	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
영구성장률	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
BPS * 목표Multiple	353,017	518,397	549,144	679,506	666,229
Case 1) 적정주가	460,000	: 2015-19년 각각 목표 PBR 적용 후 현재가치로 할인			
② P/B Valuation	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
주당순자산가치(BPS)	271,044	301,752	335,069	377,048	419,275
주당순자산가치의 현재가치	271,044	277,856	284,102	294,379	301,425
Average PV of BPS (2015~19년)	281,845	: 2015-19년 BPS를 현재가치로 할인한 평균			
목표 Multiple	2.4	: 2010-14년 5년동안 최고 PBR 적용			
Case 2) 적정주가	680,000				
평균 ①, ②	570,000	* 적정주가는 2016년 예상 BPS의 1.9배 수준			

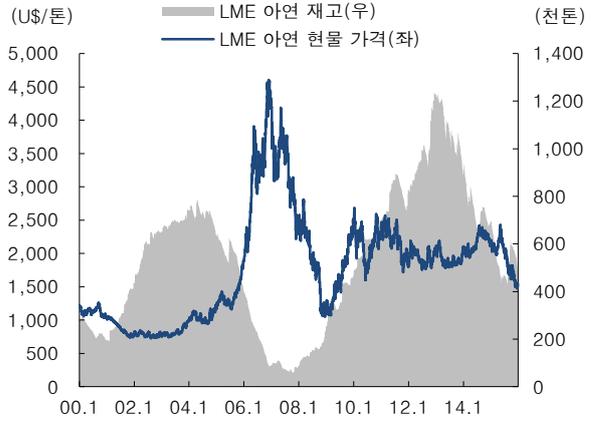
자료: IBK투자증권 리서치센터

그림 5. LME 아연 현물 가격: 12/24일 톤당 1,534달러로 하락



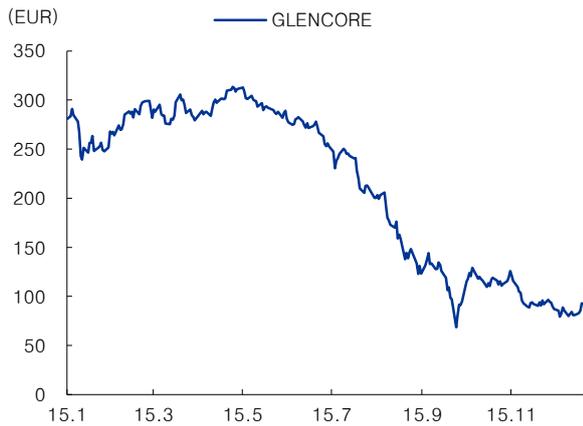
자료: Bloomberg

그림 6. LME 아연 현물 가격과 재고 추이



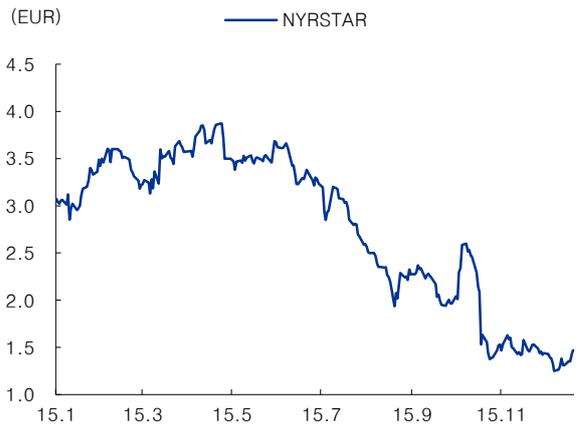
자료: Bloomberg

그림 7. Glencore(글렌코어) 2015년초 이후 주가 추이



자료: Bloomberg

그림 8. Nyrstar(니르스타) 2015년초 이후 주가 추이



자료: Bloomberg

그림 9. Hindustan Zinc(힌두스탄징크) 2015년초 이후 주가 추이



자료: Bloomberg

그림 10. Boliden(볼리덴) 2015년초 이후 주가 추이



자료: Bloomberg

표 6. 해외 주요 제련사 비교 테이블

구분		NYRSTAR NV	GLENCORE	HINDUSTAN ZINC	BOLIDEN	SHAANXI COAL INDUSTRY	ZHUZHOU SMELTER GROUP	업계평균
현재주가(현지통화)		1.5	92.4	148.9	148.1	5.2	12.9	
시가총액(M\$)		549	19,833	9,520	4,826	8,108	1,051	
주가수익율(%)	1D	2.8	-0.7	1.4	7.7	3.8	0.9	2.6
	1M	-3.9	-3.6	4.9	-6.0	-1.7	-12.9	-3.9
	3M	-24.6	-5.0	5.2	15.2	16.4	26.8	5.7
	6M	-56.1	-64.4	-11.4	-6.4	-36.9	-13.0	-31.4
	12M	-48.0	-67.4	-6.9	17.7	-24.4	32.0	-16.2
P/E(배)	2014	N/A	N/A	7.7	12.7	N/A	N/A	10.2
	2015F	N/A	15.8	N/A	13.3	N/A	N/A	14.6
	2016F	294.0	17.4	N/A	11.9	N/A	N/A	107.8
	2017F	5.6	12.1	N/A	9.0	N/A	N/A	8.9
P/B(배)	2014	0.6	0.4	1.5	1.6	1.6	24.9	5.1
	2015F	0.7	0.4	N/A	1.5	1.6	N/A	1.1
	2016F	0.7	0.4	N/A	1.4	1.5	N/A	1.0
	2017F	0.6	0.4	N/A	1.2	1.6	N/A	1.0
EV/EBITDA(배)	2014	4.4	5.5	N/A	7.8	7.4	N/A	6.3
	2015F	4.0	8.0	N/A	5.9	15.5	N/A	8.4
	2016F	3.3	8.3	N/A	5.5	13.7	N/A	7.7
	2017F	2.4	7.1	N/A	4.7	7.8	N/A	5.5
매출액성장률(%)	2014	-0.9	-5.0	8.5	7.2	-4.9	-6.6	-0.3
	2015F	-13.2	-25.1	7.1	-13.4	-17.8	N/A	-12.5
	2016F	6.1	-6.6	N/A	-0.3	9.4	N/A	2.1
	2017F	16.3	8.9	N/A	6.7	8.1	N/A	10.0
영업이익성장률(%)	2014	-175.7	24.9	9.3	53.0	-50.4	N/A	-27.8
	2015F	106.2	-55.5	8.0	15.7	-151.0	N/A	-15.3
	2016F	296.2	-17.1	N/A	13.6	34.3	N/A	81.7
	2017F	133.6	30.8	N/A	27.8	45.8	N/A	59.5
영업이익률(%)	2014	-8.5	2.5	45.8	7.5	9.3	1.1	9.6
	2015F	0.6	1.5	N/A	10.0	-5.6	N/A	1.6
	2016F	2.3	1.3	N/A	11.4	-3.4	N/A	2.9
	2017F	4.5	1.6	N/A	13.6	-1.7	N/A	4.5
순이익률(%)	2014	-10.2	1.0	55.3	5.1	2.4	0.3	9.0
	2015F	-2.8	0.8	N/A	7.7	-3.8	N/A	0.4
	2016F	0.8	0.9	N/A	8.8	-2.1	N/A	2.1
	2017F	3.1	1.4	N/A	10.7	-2.5	N/A	3.2
ROE(%)	2014	-3.4	1.9	20.3	13.0	-4.8	-115.6	-14.8
	2015F	-19.8	1.6	N/A	11.8	-4.1	N/A	-2.6
	2016F	2.7	2.4	N/A	12.7	-2.4	N/A	3.9
	2017F	10.0	3.8	N/A	14.7	-3.1	N/A	6.3
순부채비율(%)	2014	42.9	96.8	-71.0	28.4	40.8	569.2	117.8
	2015F	76.5	78.8	N/A	21.7	N/A	N/A	59.0
	2016F	77.3	69.4	N/A	14.7	N/A	N/A	53.8
	2017F	70.3	66.2	N/A	10.7	N/A	N/A	49.1

자료: Bloomberg

포괄손익계산서

(십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	4,818	4,939	4,695	5,834	6,593
증가율(%)	-12.4	2.5	-4.9	24.3	13.0
매출원가	4,082	4,113	3,844	4,682	5,386
매출총이익	736	826	851	1,152	1,207
매출총이익률 (%)	15.3	16.7	18.1	19.7	18.3
판매비	137	143	160	182	202
판매비율(%)	2.9	2.9	3.4	3.1	3.1
영업이익	599	683	691	969	1,005
증가율(%)	-21.0	14.0	1.2	40.4	3.6
영업이익률(%)	12.4	13.8	14.7	16.6	15.2
순금융손익	22	10	19	41	70
이자손익	32	37	24	39	68
기타	-11	-27	-5	2	3
기타영업외손익	-16	-6	-9	-46	-45
중속/관계기업손익	-9	-4	-5	-5	-5
세전이익	596	683	696	959	1,025
법인세	143	178	174	232	248
법인세율	24.0	26.1	25.1	24.2	24.2
계속사업이익	453	505	521	727	777
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	453	505	521	727	777
증가율(%)	-20.3	11.5	3.2	39.5	6.8
당기순이익률 (%)	9.4	10.2	11.1	12.5	11.8
지배주주당순이익	448	501	516	721	770
기타포괄이익	-25	36	88	0	0
총포괄이익	428	541	609	727	777
EBITDA	745	839	879	1,193	1,237
증가율(%)	-15.6	12.5	4.8	35.6	3.8
EBITDA마진율(%)	15.5	17.0	18.7	20.4	18.8

투자지표

(12월 결산)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
주당지표(원)					
EPS	23,745	26,565	27,370	38,201	40,810
BPS	221,659	245,570	271,044	301,752	335,069
DPS	5,000	6,500	8,000	8,000	8,000
밸류에이션(배)					
PER	13.4	15.2	17.4	12.5	11.7
PBR	1.4	1.6	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	7.7	9.0	9.7	6.8	6.0
성장성지표(%)					
매출증가율	-12.4	2.5	-4.9	24.3	13.0
EPS증가율	-20.0	11.9	3.0	39.6	6.8
수익성지표(%)					
배당수익률	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7
ROE	11.1	11.4	10.6	13.3	12.8
ROA	9.0	9.4	9.0	11.4	10.8
ROIC	15.9	16.2	15.4	20.9	22.1
안정성지표(%)					
부채비율(%)	18.2	18.0	13.3	16.4	16.1
순차입금 비율(%)	-8.9	-3.7	-13.0	-17.8	-27.9
이자보상배율(배)	76.7	271.8	358.4	795.0	661.8
활동성지표(배)					
매출채권회전율	20.2	21.8	21.9	24.9	23.6
재고자산회전율	4.9	4.4	4.0	4.7	4.4
총자산회전율	1.0	0.9	0.8	0.9	0.9

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	2,524	2,674	2,932	4,113	5,167
현금및현금성자산	420	175	677	1,030	1,822
유가증권	130	174	82	111	119
매출채권	224	230	198	270	289
재고자산	987	1,278	1,055	1,439	1,537
비유동자산	2,597	2,968	3,046	2,709	2,380
유형자산	1,852	2,112	2,342	2,119	1,887
무형자산	67	65	68	68	68
투자자산	633	745	609	485	386
자산총계	5,121	5,642	5,978	6,822	7,547
유동부채	483	551	384	530	585
매입채무및기타채무	227	150	156	213	228
단기차입금	103	122	27	47	69
유동성장기부채	12	11	11	12	12
비유동부채	306	308	318	430	465
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	50	39	33	41	49
부채총계	789	859	702	960	1,049
지배주주지분	4,183	4,634	5,115	5,694	6,323
자본금	94	94	94	94	94
자본잉여금	57	57	57	57	57
자본조정등	-54	-54	-54	-54	-54
기타포괄이익누계액	15	62	141	141	141
이익잉여금	4,069	4,474	4,875	5,455	6,084
비지배주주지분	149	149	161	168	175
자본총계	4,332	4,783	5,276	5,862	6,497
비이자부채	624	687	631	861	920
총차입금	165	172	71	100	130
순차입금	-385	-178	-688	-1,042	-1,811

현금흐름표

(십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	729	404	981	607	956
당기순이익	453	505	521	727	777
비현금성 비용 및 수익	299	344	338	233	212
유형자산감가상각비	145	156	188	223	232
무형자산상각비	2	0	0	0	0
운전자본변동	73	-348	250	-392	-101
매출채권등의 감소	30	-4	36	-72	-19
재고자산의 감소	-3	-298	234	-383	-99
매입채무등의 증가	5	-78	3	57	15
기타 영업현금흐름	-96	-97	-128	39	68
투자활동 현금흐름	-530	-564	-1,009	-246	-39
유형자산의 증가(CAPEX)	-290	-392	-387	0	0
유형자산의 감소	0	4	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-6	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	227	93	186	124	99
기타	-461	-269	-808	-370	-139
재무활동 현금흐름	-252	-87	-251	-9	-125
차입금의 증가(감소)	0	0	2	8	8
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-252	-87	-253	-17	-133
기타 및 조정	-3	2	781	0	0
현금의 증가	-56	-244	502	353	792
기초현금	475	420	175	677	1,030
기말현금	420	175	677	1,030	1,822

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당사항없음												

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2014.10.01~2015.09.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	122	89.7
중립	14	10.3
매도	0	0.0

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

