

고려아연(010130)

Above
In line
Below

매수(유지)

목표주가: 485,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(2/2)	1,953
주가(2/2)	436,000
시가총액(십억원)	8,227
발행주식수(백만)	19
52주 최고/최저(원)	446,500/321,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	16,166
유동주식비율/외국인지분율(%)	42.7/15.6
주요주주(%)	영풍 외 45인 50.9
	국민연금공단 8.1

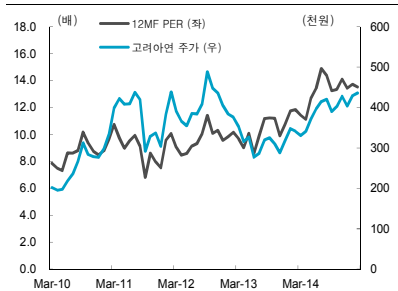
Valuation 지표

	2013A	2014F	2015F
PER(x)	12.5	14.3	13.1
PBR(x)	1.4	1.6	1.6
ROE(%)	11.1	11.4	12.2
EV/EBITDA(x)	6.8	7.7	7.0
EPS(원)	25,352	28,270	33,326
BPS(원)	224,494	246,552	271,839

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	7.5	3.8	25.3
상대주가(%p)	6.2	9.6	24.7

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

금속 가격 약세에도 증가한 이익

What's new : 연결 영업이익 1,940억원, 컨센서스 부합

4분기 연결 영업이익이 1,940억원(QoQ +7.7%, YoY +39%)으로 우리 추정치 1,880억원을 3.1%, 컨센서스 1,820억원을 6.6% 상회했다(표1). 금속 가격 약세와 아연과 연 출하량 감소에도 불구하고 영업이익이 증가했다. 원/달러 환율이 상승하면서 원가에 적용되는 환율(4~5개월 전)보다 판매가격에 적용되는 환율(당월)이 높아 영업이익률이 상승했다(그림3). 여기에 감익을 예상했던 SMC(지분율 100% 자회사, 아연 제련) 영업이익이 15.8백만달러로 3분기 15.2백만달러와 유사했던 것도 양호한 실적의 요인이다(그림4).

Positives : 이미 시작된 증설 효과

4분기 금과 은 생산량은 각각 2톤과 503톤이다. 분기 생산 가능 물량(24시간 가동 기준)이 금은 1.75톤, 은은 500톤이다. 가동률이 100%를 상회한다(그림5,6). 2015년말 제2 비철단지 완공으로 생산능력이 대규모로 확대되는데 귀금속은 이미 생산능력이 일부 확대된 것으로 추정된다. 한편, 2015년 말에 주요 금속별 생산능력은 아연이 60만톤에서 90만톤으로 50%, 연이 33만톤에서 53만톤으로 61%, 은이 2,000톤에서 4,000톤으로 100%, 금이 7톤에서 10톤으로 43% 확대된다.

Negatives : 보수적인 가이던스

2015년 별도기준 매출액은 4조 146억원, 영업이익은 5,905억원으로 실적 전망을 공시했다. 우리 전망 대비 매출액은 10.4%, 영업이익은 19.6% 낮다. 차이는 금속 가격과 원/달러 환율 전망에 있다. 고려아연은 원/달러 환율이 1,040원/달러를 기준으로 아연 2,100달러/톤, 연 2,050달러/톤을 가정했다. 우리 가정대비 원/달러 환율은 4.3%, 아연 가격은 9.2%, 연 가격은 2.4% 낮다. 가이던스가 보수적인 가정을 기초로 제시되었다고 판단된다. 따라서, 이를 보고 미리 실망할 필요가 없다.

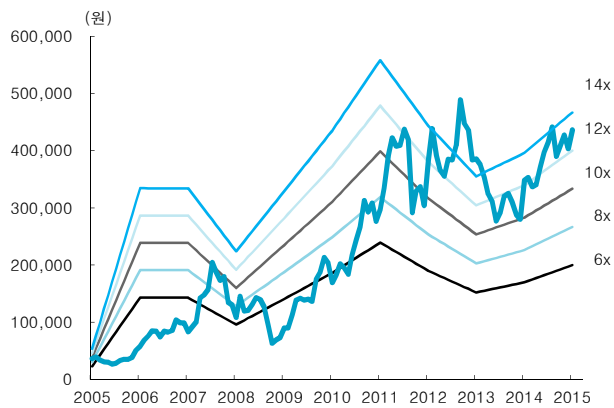
결론 : 증설이 가까워질수록 기업 가치 상승할 전망, 지속적인 매수 권고

금속 가격은 지난 12월부터 약세 구간이 이어지고 있다. 2015년 1분기 실적에는 2014년 12월부터 2015년 2월까지의 금속 가격이 적용되어 이익 감소가 예상된다. 여기에 환율 효과는 감소할 것이다. 우리는 1분기 연결 영업이익이 1,714억원으로 전분기대비 11.6% 감소할 것으로 판단한다. 그러나, 단기 실적보다는 증설에 따른 기업가치 상승이라는 투자의 대명제를 잊어선 안 된다. 실적에 대한 우려로 주가가 하락한다면 매수 기회로 활용해야 한다. 목표주가 485,000원(2016년 EPS 61,608원에 PER 10배를 적용 후 자기자본비용 12%로 할인)과 '매수' 투자 의견을 유지한다.

(단위: 십억원, %, %p)

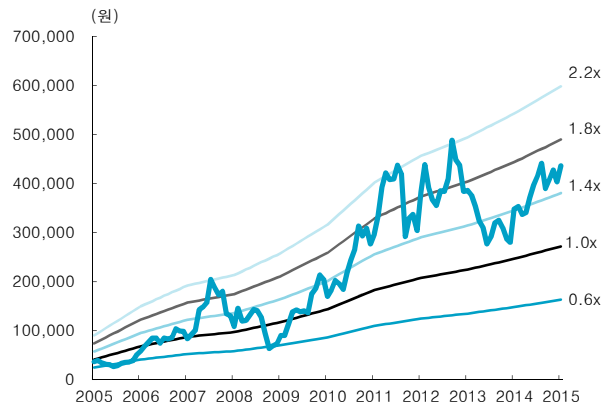
	4Q14P				증감률		2015F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	1,239	1,268	2.3	1,260	(0.6)	6.2	5,299	5,020
영업이익	188	194	3.1	182	7.7	39.0	788	732
영업이익률	15.2	15.3	0.1%p	14.4	1.2%p	3.6%p	14.9	14.6
세전이익	199	182	(8.2)	188	(0.7)	41.4	783	758
순이익	157	136	(13.2)	140	1.3	32.2	589	565

[그림 1] PER band



자료: 한국투자증권

[그림 2] PBR band



자료: 한국투자증권

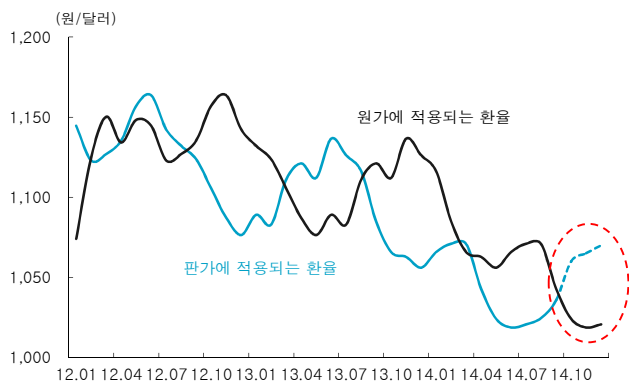
<표 1> 연결기준 실적 Review

(단위: 십억원)

	4Q14			QoQ		YoY		컨센서스	
	잠정실적	추정치	차이(%)	3Q14	차이(%)	4Q13	차이(%)	4Q14	차이(%)
매출액	1,268	1,239	2.3	1,276	(0.6)	1,195	6.2	1,260	0.7
- 고려아연	1,061	1,059	0.2	1,093	(2.9)	1,033	2.8	1,073	(1.1)
- 자회사	207	180	15.0	183	13.3	162	27.6	187	10.6
영업이익	194.0	188	3.1	180	7.7	140	39.0	182	6.6
- 고려아연	172	176	(2.3)	164	5.3	142	21.3	172	0.2
- 자회사	22	12	84.3	16	31.7	(2.5)	흑전	10	116.5
영업이익률	15.3	15.2	0.1%p	14.1	1.2%p	11.7	3.6%p	14.4	0.9%p
- 고려아연	16.2	16.6	(0.4%p)	15.0	1.3%p	13.8	2.5%p	16.0	0.2%p
- 자회사	10.4	6.5	3.9%p	9.0	1.4%p	(1.5)	12.0%p	5.3	5.1%p
순이익	136	157	(13.8)	134	1.1	103	32.2	140	(3.3)

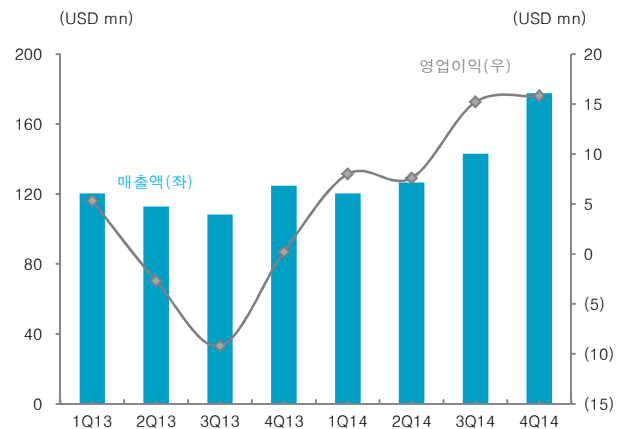
자료: 한국투자증권

[그림 3] 원가와 판가에 적용되는 원/달러 환율: 판가 > 원가



자료: 한국투자증권

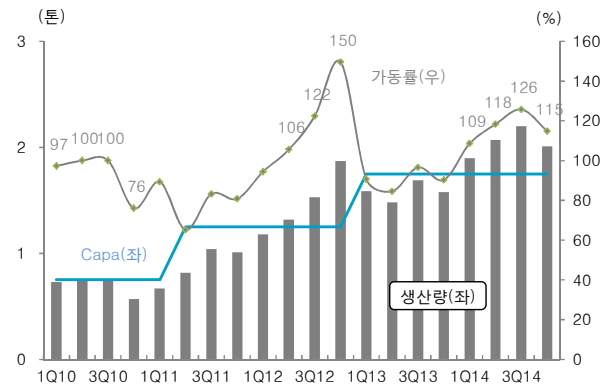
[그림 4] SMC 매출액과 영업이익: 4분기에 선전



주: SMC는 고려아연의 100% 자회사로 호주에 위치한 아연 제련업체임

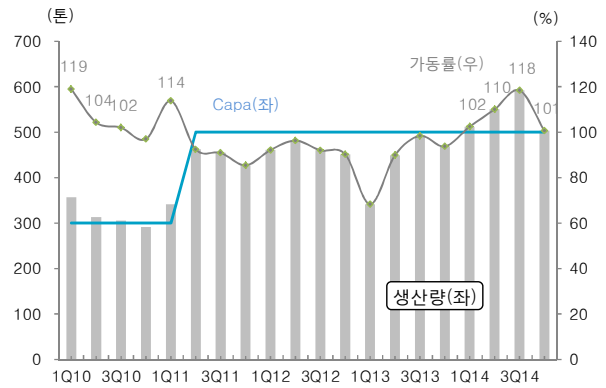
자료: 고려아연, 한국투자증권

[그림 5] 금 생산량, Capa, 가동률: 2014년에 가동률 100% 상회



자료: 고려아연, 한국투자증권

[그림 6] 은 생산량, Capa, 가동률: 2014년에 가동률 100% 상회



자료: 고려아연, 한국투자증권

<표 2> 별도기준 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14F	1Q15F	2Q15F	3Q15F	4Q15F	2014P	2015F	2016F
매출액	1,008	1,052	1,093	1,061	1,008	1,055	1,173	1,243	4,215	4,479	7,584
- 아연	318	310	325	326	358	353	414	443	1,279	1,612	2,447
- 연	161	167	200	194	157	159	207	228	721	747	1,379
- 금	79	92	93	88	73	94	88	97	351	381	437
- 은	332	394	359	329	285	321	332	343	1,413	1,285	2,483
- 동	50	39	37	37	45	37	41	42	163	168	339
- 기타	69	51	80	88	90	90	90	90	288	360	500
영업이익	158	140	164	172	158	192	181	204	634	735	1,402
영업이익률	15.7%	13.3%	15.0%	16.2%	15.7%	18.2%	15.4%	16.4%	15.0%	16.4%	18.5%
세전이익	162	127	171	151	166	197	186	209	607	751	1,425
순이익	121	97	130	115	166	197	186	159	458	571	1,083
기본 가정											
원/달러 환율	1,069	1,029	1,027	1,087	1,100	1,005	1,115	1,125	1,053	1,086	1,086
아연 제련수수료(달러/톤)	220	220	220	220	230	230	230	230	220	230	250
아연 프리미엄(달러/톤)	190	242	216	201	200	220	210	230	212	215	230
연 프리미엄(달러/톤)	242	252	233	229	230	230	210	250	239	230	240
가격 전망											
아연 (달러/톤)	2,019	2,032	2,257	2,275	2,150	2,200	2,400	2,500	2,146	2,313	2,500
연 (달러/톤)	2,134	2,081	2,180	2,061	1,900	1,950	2,200	2,350	2,114	2,100	2,450
금 (달러/oz)	1,254	1,307	1,297	1,214	1,225	1,250	1,250	1,250	1,268	1,244	1,200
은 (달러/oz)	20.1	19.9	20.2	17.2	17.2	17.2	17.2	17.2	19.4	17.2	18.0
동 (달러/톤)	7,226	6,739	6,984	6,771	5,600	5,800	6,200	6,800	6,930	6,100	7,000
출하량 전망											
아연(천톤)	135	133	128	121	139	145	142	144	516	570	800
연(천톤)	63	70	81	78	67	73	77	78	291	295	472
금(천 oz)	1.8	2.2	2.2	2.1	1.7	2.2	2.0	2.2	8.2	8.0	9.5
은(천 oz)	475	569	548	555	428	527	492	504	2,146	1,950	3,600
동(천톤)	6.6	5.5	5.1	4.8	7.2	6.1	6.0	5.8	18.5	25.0	45.0

자료: 한국투자증권

<표 3> 별도기준 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14P	1Q15F	2Q15F	3Q15F	4Q15F	2014P	2015F	2016F
매출액	1,165	1,229	1,276	1,268	1,208	1,265	1,363	1,463	4,939	5,299	8,434
- 고려아연	1,008	1,052	1,093	1,061	1,008	1,055	1,173	1,243	4,215	4,479	7,584
- 자회사	157	177	183	207	200	210	190	220	724	820	850
영업이익	159	150	180	194	171	205	193	218	683	788	1,440
- 고려아연	158	140	164	172	158	192	181	204	634	735	1,402
- 자회사	1	10	16	22	13	14	12	14	49	53	38
영업이익률	13.6%	12.2%	14.1%	15.3%	14.2%	16.2%	14.2%	14.9%	13.8%	14.9%	17.1%
- 고려아연	15.7%	13.3%	15.0%	16.2%	15.7%	18.2%	15.4%	16.4%	15.0%	16.4%	18.5%
- 자회사	0.6%	5.5%	9.0%	10.4%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.7%	6.5%	4.5%
세전이익	169	148	184	182	170	204	192	217	683	783	1,469
지배지분순이익	124	108	134	136	128	154	144	163	500	589	1,105

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

고려아연은 1978년 아연제련공장을 시작으로 아연, 연, 금, 은, 동, 인듐, 갈륨 및 황산 등을 생산하는 종합비철금속 제련 회사로 성장하였다. 아연 생산량 기준으로 Nyrstar(벨기에), Glencore Xtrata(글로벌기업), Hindustan Zinc(인도)에 이어 세계 4위 규모(영풍과 합산할 경우 세계 1위)이다. 아연과 연 정광을 광산으로부터 매입하여 제련함으로써 아연, 연을 생산한다. 뿐만 아니라 부산물 재처리를 통해 금, 은, 동 등 기타 유가금속까지 회수한다. 특히 TSL공법을 적용한 fumer 설비를 통해 세계 제련사 중 가장 높은 금속회수율을 자랑하고 있다. 2014년 기준 매출비중은 은 34%, 아연 30%, 연 17%, 동 4%, 금 8%, 기타 7%이다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
유동자산	2,523	2,524	2,625	2,870	4,231
현금성자산	475	420	593	636	843
매출채권및기타채권	391	306	494	583	928
재고자산	997	987	840	901	1,265
비유동자산	2,417	2,597	2,948	3,350	3,929
투자자산	584	633	594	637	1,014
유형자산	1,706	1,852	2,239	2,589	2,719
무형자산	78	67	69	74	118
자산총계	4,941	5,121	5,573	6,220	8,160
유동부채	626	483	510	657	1,483
매입채무및기타채무	284	291	298	320	509
단기차입금및단기사채	147	103	78	60	42
유동성장기부채	120	12	0	60	120
비유동부채	329	306	310	326	488
사채	0	0	10	18	26
장기차입금및금융부채	62	50	38	26	15
부채총계	954	789	820	983	1,972
지배주주지분	3,859	4,183	4,599	5,076	6,016
자본금	94	94	94	94	94
자본잉여금	58	57	57	57	57
기타자본	(54)	(54)	(54)	(54)	(54)
이익잉여금	3,713	4,069	4,481	4,946	5,874
비지배주주지분	127	149	155	161	172
자본총계	3,986	4,332	4,753	5,237	6,189

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동현금흐름	499	729	711	805	1,586
당기순이익	568	453	505	595	1,116
유형자산감가상각비	123	145	168	226	231
무형자산상각비	2	2	2	2	3
자산부채변동	(169)	76	27	(30)	204
기타	(25)	53	9	12	32
투자활동현금흐름	(594)	(530)	(406)	(670)	(1,228)
유형자산투자	(303)	(290)	(565)	(588)	(373)
유형자산매각	0	0	10	12	12
투자자산순증	(285)	(235)	41	(35)	(369)
무형자산순증	(6)	(6)	(4)	(7)	(47)
기타	0	1	112	(52)	(451)
재무활동현금흐름	(224)	(252)	(132)	(92)	(150)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(134)	(162)	(39)	38	38
배당금지급	(90)	(90)	(88)	(88)	(124)
기타	0	0	(5)	(42)	(64)
기타현금흐름	(9)	(3)	0	0	0
현금의증가	(328)	(56)	173	43	208

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

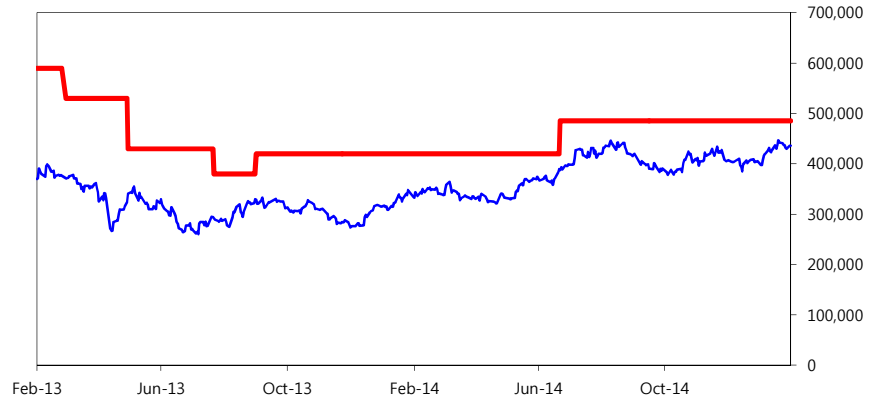
	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	5,498	4,818	4,939	5,299	8,434
매출원가	4,600	4,082	4,107	4,347	6,776
매출총이익	898	736	832	952	1,659
판매관리비	140	137	149	164	219
영업이익	758	599	683	788	1,440
금융수익	80	71	56	57	37
이자수익	50	40	38	32	36
금융비용	85	49	58	50	9
이자비용	11	8	4	10	9
기타영업외손익	5	(16)	5	(8)	5
관계기업관련손익	(6)	(9)	(3)	(4)	(4)
세전계속사업이익	751	596	683	783	1,469
법인세비용	183	143	178	188	353
연결당기순이익	568	453	505	595	1,116
지배주주지분순이익	560	448	500	589	1,105
기타포괄이익	(2)	(25)	5	12	12
총포괄이익	566	428	510	607	1,128
지배주주지분포괄이익	558	412	505	601	1,117
EBITDA	883	745	852	1,016	1,674

주요 투자지표

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
주당지표(원)					
EPS	31,693	25,352	28,270	33,326	62,515
BPS	207,361	224,494	246,552	271,839	321,656
DPS	5,000	5,000	5,000	7,000	10,000
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(1.1)	(12.4)	2.5	7.3	59.2
영업이익증가율	(21.4)	(21.0)	14.0	15.4	82.8
순이익증가율	(20.5)	(20.0)	11.5	17.9	87.6
EPS증가율	(20.5)	(20.0)	11.5	17.9	87.6
EBITDA증가율	(17.9)	(15.6)	14.4	19.1	64.8
수익성(%)					
영업이익률	13.8	12.4	13.8	14.9	17.1
순이익률	10.2	9.3	10.1	11.1	13.1
EBITDA Margin	16.1	15.5	17.3	19.2	19.8
ROA	11.9	9.0	9.4	10.1	15.5
ROE	15.5	11.1	11.4	12.2	19.9
배당수익률	1.2	1.6	1.2	1.6	2.3
배당성향	15.8	19.7	17.7	21.0	16.0
안정성					
순차입금(십억원)	(797)	(1,057)	(1,156)	(1,212)	(1,820)
차입금/자본총계비율(%)	8.3	3.8	2.7	3.2	3.3
Valuation(X)					
PER	12.8	12.5	14.3	13.1	7.0
PBR	2.0	1.4	1.6	1.6	1.4
EV/EBITDA	7.8	6.8	7.7	7.0	3.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
고려아연(010130)	2013.02.08	매수	590,000 원
	2013.03.04	매수	530,000 원
	2013.05.03	매수	430,000 원
	2013.07.25	매수	380,000 원
	2013.09.04	매수	420,000 원
	2014.06.25	매수	485,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2015년 2월 3일 현재 고려아연 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 고려아연 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.