

2 September 2010

금은가격 상향조정으로 이익전망과 목표가격 350,000원으로 상향조정

* 자료작성 취지: 목표주가 상향 및 실적 전망 업데이트

■ 금은 가격 상향조정으로 이익전망과 목표가격 350,000원으로 상향조정

- 10년 이익 전망을 유지하면서 11년 주당순이익을 5.7% 상향 조정하는데, 이는 아연과 연전망치를 유지하지만 금과 은, 동 가격 전망치를 상향조정하였기 때문.
- 금 가격 전망을 11년에 온스당 1,300달러에서 1,350달러(10년에 1,200달러)로, 은 전망을 19달러에서 22달러(10년에 18달러)로 상향조정하였기 때문. 동 가격전망도 7,500달러에서 7,700달러로 상향 조정함(10년에 7,000달러). 금과 은 가격은 각각 10년과 11년 톤당 2,000달러와 2,500달러 전망 유지.
- BUY 유지하는 이유는 1) 금과 은, 동 가격중심으로 타이트한 수급과 미 달러 등 화폐가치하락으로 상승 전망되고, 2) 10년 말 아연설비증설(+30%)과 11년 초에 연(30%)과 Fumer, 귀금속공장설비(+50%)를 가지고 영업이익은 10년에 45% 증가에 이어 11년에도 20% 증가할 것으로 보이기 때문. 3) 아연과 연광물가격 상승우려에도 이들 가격상승으로 수익성 안정되고, 부산물인 금·은·인듐·황산 등의 부산물 이익기여도가 60%에 달하면서 이익안정성이 과거보다 안정되기 때문
- 목표주가 35만원(종전 29만원)은 11년 주당순자산 2.2배와 주당순이익 11배 수준임. 주당순자산 2.2배는 과거 최고치 밸류에이션 2.5배와 1.8배의 평균수준이고, 향후 3년간 평균 ROE 20% 고려와 높아지는 부산물이익기여도로 이익의 안정성을 고려 시 적정하다고 판단.

■ 금은 가격은 경기불안감과 미 달러가치 하락으로 추가 상승 여력 충분

- 11년 금 가격 전망을 1,350달러로 전망하였지만 길게는 1,600달러로 전망함. 금 가격 상승은 인플레이션이나 디플레이션보다는 경기불안이나 미 달러가치 하락, 소비증가에 좌우. 최근 금 가격 상승은 이러한 배경. 미 채권금리가 하락하는 디플레이션우려로 약세보다는 경기우려와 추가적인 경기부양을 위한 화폐발행으로 전 세계적으로 화폐가치하락 우려로 상승 판단.
- 1,600달러의 근거는 인플레이션으로 환산한 최고가격이 과거 80년 1,600달러임. 또한 29년 대공황 때 각국이 경기부양을 위한 화폐발행과 절하경쟁으로 금 가격이 60% 상승하였기 때문.
- 금 가격은 연중으로 볼 때, 여름 이후 하반기에 강세를 보임. 이는 이슬람라마단과 인도축제가 끝나면서 금 등 귀금속수요가 늘어나기 때문. (뒤의 그림 참조)
- 각국 정부의 귀금속 수요는 외환보유고 다변화 차원에서 09년부터 순매도에서 순매입으로 증가. 중국정부는 금 가격 급등을 우려하여 공식적인 매입보다는 금 거래 시장 활성화 등으로 금의 민간보유 등을 확대추진.

BUY(유지)

목표주가(12M, 상향) 350,000원
현재주가(9/1) 270,000원

Key Data	(기준일: 2010. 9. 1)
KOSPI(pt)	1,764.7
KOSDAQ(pt)	469.8
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	5,094.9
52주 최고/최저(원)	270,000 / 133,500
52주 일간 Beta	1.32
발행주식수(천주)	18,870
평균거래량(3M, 천주)	105
평균거래대금(3M, 백만원)	24,687
배당수익률(10F, %)	0.8
외국인 지분율(%)	15.1
주요주주 지분율(%)	
(주)영풍외 38인	51.1
미래에셋자산운용	6.0

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	14.6	38.1	47.5	102.2
KOSPI대비상대수익률	14.3	29.9	36.9	93.5

Financial Data

결산기(12월)	2009	2010F	2011F
매출액(십억원)	2,575.3	3,206.3	4,102.6
영업이익(십억원)	385.9	562.3	678.9
세전계속사업손익(십억원)	510.4	613.0	750.6
당기순이익(십억원)	413.7	472.0	578.0
EPS(원)	21,923	25,015	30,629
증감률(%)	46.3	14.1	22.4
PER(배)	9.3	10.8	8.8
ROE(%)	20.9	19.7	20.1
PBR(배)	1.8	2.0	1.6
EV/EBITDA(배)	7.3	6.8	5.6

자료: 유진투자증권



최근 영업의 주요 동향과 전망

- 판매량을 보면 아연은 10년과 11년에 각각 3%, 10%, 연은 2%와 20%, 은도 0%와 20%, 금은 5%와 5%, 동은 27%와 20%로 11년에 설비증설로 높은 판매증가 전망
- 아연수익성은 11년에 TC하락(광물가격 상승)에도 안정적인 것으로 보임. 아연가격 상승으로 15%의 보너스메탈이익증가와 고려아연의 효율적인 30% 아연설비 증설 때문.
- 볼리비아에 선풍공장 건설: 아직은 선풍 1만톤 규모(아연광석의 품위를 10%미만에서 50% 수준으로 높이는 공정)이지만 향후 확대. 남미시장에서 아연광물과 연광물을 안정적으로 싸게 조달가능. 광산투자에 준하는 역할 전망.
- 동 판매량이 부산물로서 09년 2만톤에서 매년 5천톤씩 증가 전망. 이 경우 동의익이 매년 200억원 증가 효과 전망.
- 800억원의 기타매출액 중, 황산이 200-300억원, 스택이 200-300억원, 인듐제의 기타희귀금속(갈륨, 삼산화안티몬, 코발트 등 10개의 희소금속)이 200-300억원 차지.

고려아연의 높은 경쟁력 요인

- 고려아연의 높은 경쟁력은 아연과 연제련 통합공정, FUMER/TSL공정, QSL공정 등임.
- 온산공장은 아연과 연공장이 통합되어서 서로 시너지가 높아서 아연과 연 및 각종 부산물 회수율이 높음 (다른 제련소들은 아연, 혹은 연만의 공장이 주). FUMER/TSL공정은 아연과 연제련 시 발생하는 잔재를 Fumer-공장에 투입하여 마지막까지 유기금속을 회수하고 최종적으로 환경에 안전한 슬래그로 배출. QSL공법은 연제련시 타사와는 달리 한 공정을 생략하여 원가절감.

도표 1 고려아연의 품목별 매출액구성과 가격 전망: 11년에 증설로 높은 판매량 증가

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	증가율(%)	
판매량								10	11
아연	톤	431,696	426,422	443,258	457,586	471,314	518,445	3	10
연	톤	174,502	189,816	200,992	217,841	222,198	266,637	2	20
은	kg	920,351	896,671	1,011,200	1,256,100	1,256,100	1,507,320	-	20
금	kg	2,177	2,482	1,815	2,680	2,814	3,236	5	15
동	톤	12,600	15,586	16,687	19,747	25,000	30,000	27	20
판매단가									
아연	미국달러/톤	3,279	3,243	1,872	1,645	2,000	2,500	22	25
연	미국달러/톤	1,288	2,529	2,085	1,709	2,000	2,500	17	25
은	미국달러/온스	12	13	15	14	18	22	29	22
금	미국달러/온스	604	688	871	970	1,200	1,350	24	13
동	미국달러/톤	6,715	7,067	6,947	5,121	7,000	7,700	37	10

자료: 유진투자증권 추정



도표 2 고려아연의 이익전망 수정: 11년전망치를 기존보다 5.7% 상향조정

(십억원)	2007	2008	2009	New 2010E	2011E	Old 2010E	2011E	Chg 2010E	2011E
매출액	2,571	2,454	2,575	3,206	4,103	3,174	3,876	1.0	5.8
영업이익	493	493	386	562	679	562	642	0.1	5.7
세전이익	565	365	510	613	751	611	710	0.3	5.7
순이익	422	283	414	472	578	471	547	0.3	5.7
EPS(원)	22,348	14,982	21,923	25,015	30,629	24,939	28,968	0.3	5.7
아연가격 (달러/톤)	3,243	1,872	1,645	2,000	2,500	2,000	2,500	0.0	0.0
연가 (달러/톤)	2,529	2,085	1,709	2,000	2,500	2,000	2,500	0.0	0.0
인듐가격 (달러/kg)	688	500	396	538	588	538	588	0.0	0.0
금가격 (달러/온스)	688	871	970	1,200	1,350	1,200	1,300	0.0	3.8
은가격 (달러/온스)	13	15	14	18	22	18	19	0.0	15.8
동가격 (달러/톤)	7,067	6,947	5,121	7,000	7,700	7,000	7,500	0.0	2.7

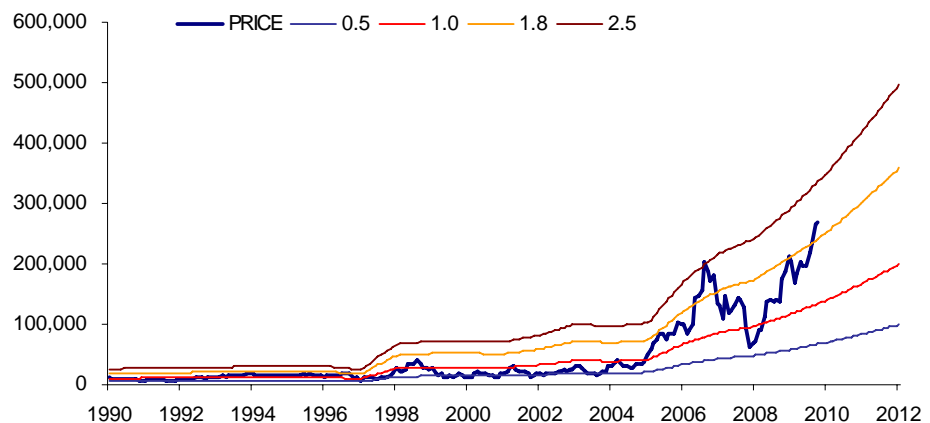
자료: 유진투자증권 추정

도표 3 아연 TC 전망: 11년 명목TC하락에도 실제TC는 안정적

(달러/톤)	2007	2008	2009	2010E	2011E
아연 가격	3,243	1,897	1,645	2,000	2,500
명목 TC	300	300	194	270	150
Base zinc price	3,000~3,750	2,000	1,250	2,500	2,500
Escalation (%)	8%	8%	12.0%	5%	5%
de-escalation (%)	6%	6%	10%	5%	5%
실제 계약TC(A)	295	295	245	220	150
스팟TC	300	200	200	100	100
광물계약조달비중 (%)	100%	100%	100%	100%	100%
광물스팟조달비중 (%)	0%	0%	0%	0%	0%
실제 TC (B)	295	295	245	220	150
15% 추가 회수 보너스 고려시					
아연가격의 15% (C)	486	285	247	300	375
실제TC D(B+C)	781	580	492	520	525
환율 (원/달러)	929	1,098	1,270	1,150	1,100
실제 TC (원/톤)	725,186	637,505	624,523	598,000	577,500

자료: 유진투자증권

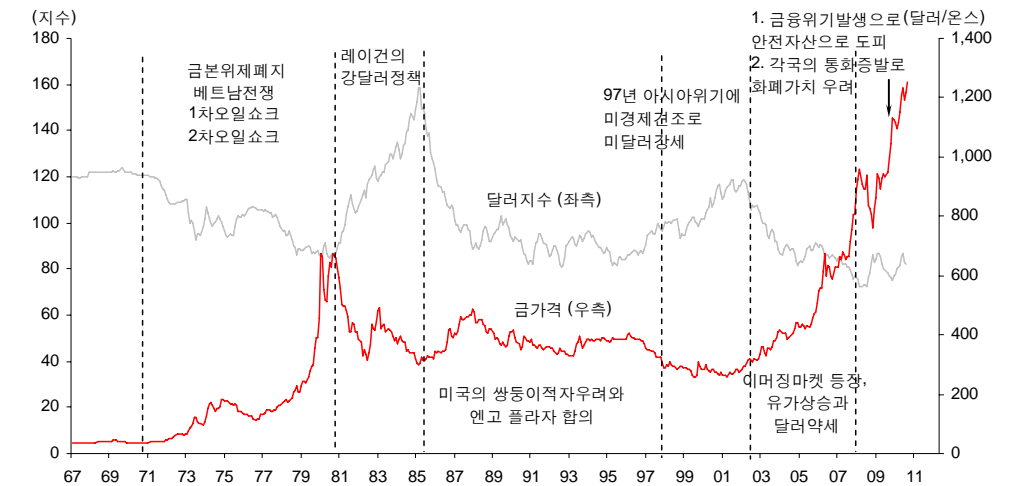
도표 4 고려아연의 P/B Chart



자료: 유진투자증권

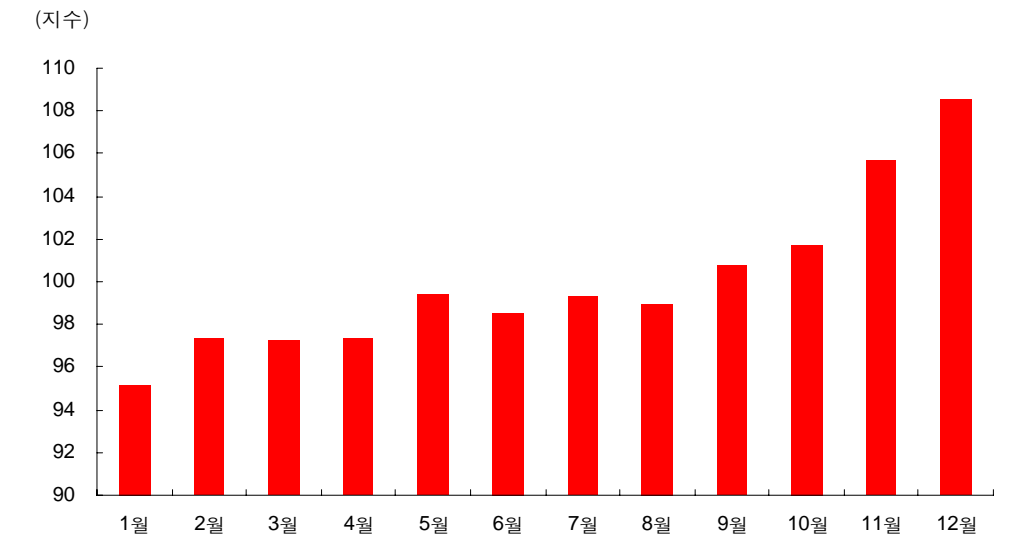


도표 5 금 가격 장기추이: 달러가치하락과 경기불안은 금 가격 상승요인



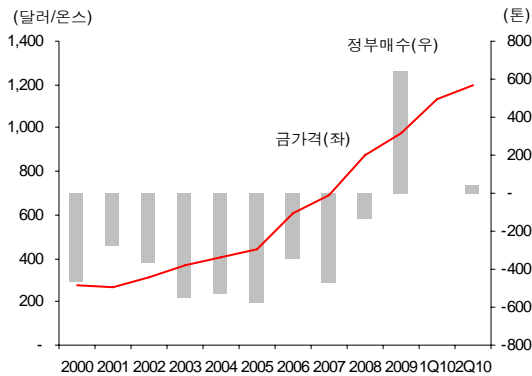
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 6 금 가격 계절성: 여름 이후 이슬람과 인도축제 종료 후 금 수요증가로 가격강세



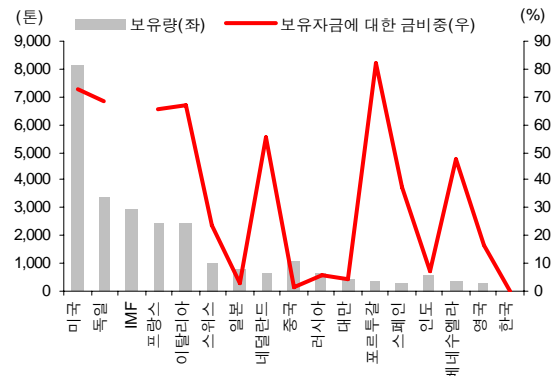
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 7 각국정부의 금 매입 상황: 매도에서 매수로



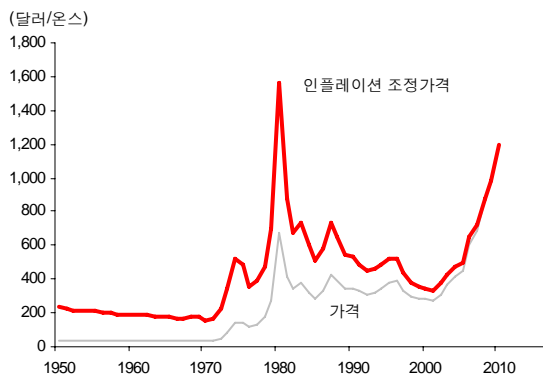
자료: 유진투자증권

도표 8 각국정부의 금 보유와 외환보유고 중 금 보유비율



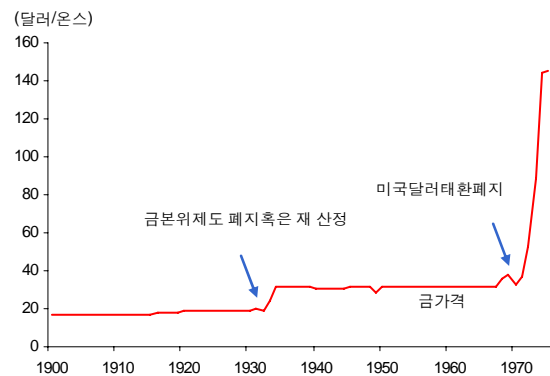
자료: 유진투자증권, 10년 6월말 기준

도표 9 금 가격의 인플레이션 가격추이: 추가 상승 높아



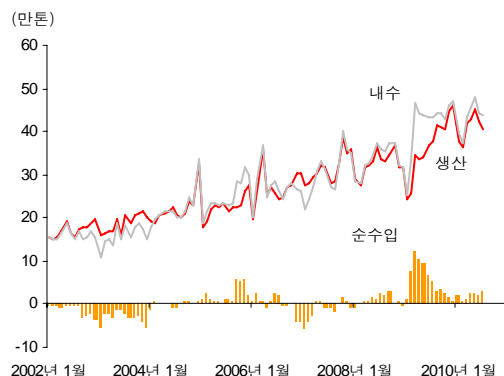
자료: 유진투자증권

도표 10 29년 대공황 시 금 가격추이: 60% 상승



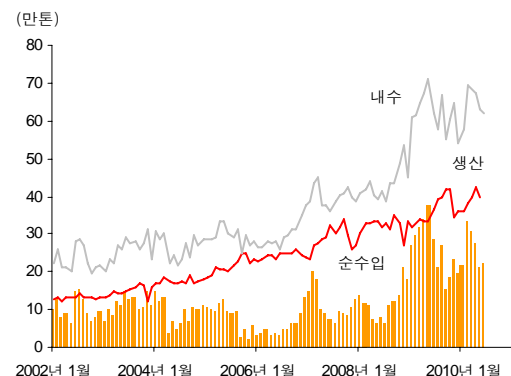
자료: 유진투자증권

도표 11 중국의 아연수급: 수입둔화 후 7월 증가



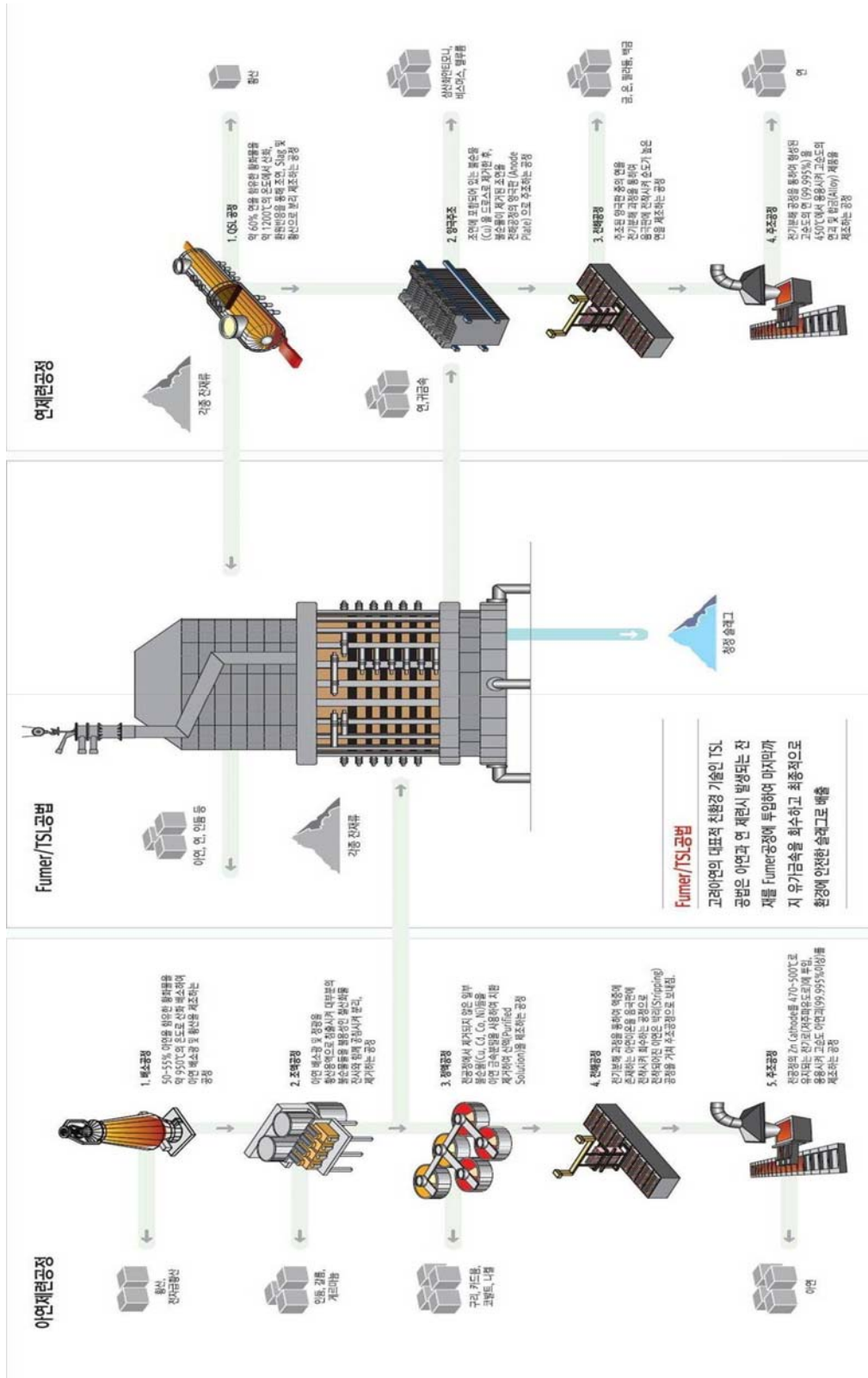
자료: 유진투자증권

도표 12 중국의 동 수급: 수입둔화 후 7월 증가



자료: 유진투자증권

도표 13 고려아연의 공정도: 아연제련공장과 연공장의 통합시스템



자료: 고려아연



고려아연(010130.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2008A	2009A	2010F	2011F	2012F
유동자산	1,010	1,276	1,363	1,759	2,106
현금성자산	575	419	522	653	823
매출채권	60	99	123	157	175
재고자산	314	722	577	738	823
비유동자산	1,158	1,396	1,614	1,807	2,033
투자자산	526	639	827	990	1,186
유형자산	631	757	787	817	847
무형자산	1	0	0	0	0
자산총계	2,167	2,672	2,977	3,566	4,140
유동부채	279	393	273	297	281
매입채무	43	183	56	72	80
단기차입금	0	116	77	95	84
유동성장기부채	146	16	10	13	11
비유동부채	98	105	97	123	139
사채및장기차입금	67	62	41	51	45
기타비유동부채	30	43	56	72	94
부채총계	377	498	370	420	420
자본금	94	94	94	94	94
자본잉여금	287	296	296	296	296
자본조정	-29	-32	-32	-32	-32
자기주식	-38	-38	-38	-38	-38
이익잉여금	1,438	1,816	2,250	2,789	3,362
자본총계	1,790	2,174	2,607	3,146	3,720
총차입금	213	193	128	159	141
순차입금(순현금)	-362	-226	-394	-494	-683
투자자본	912	1,321	1,398	1,673	1,862

현금흐름표

(단위:십억원)	2008A	2009A	2010F	2011F	2012F
영업활동현금흐름	574	174	625	539	665
당기순이익	283	414	472	578	612
유무형자산상각비	110	113	130	136	142
기타비현금손익가감	143	-71	70	70	70
운전자본의변동	38	-282	-47	-245	-159
매출채권감소(증가)	31	-39	-24	-34	-18
재고자산감소(증가)	89	-408	144	-161	-84
매입채무증가(감소)	-3	142	-127	16	8
기타	-78	23	-40	-65	-65
투자활동현금흐름	48	-273	-496	-506	-582
단기투자자산처분취득	229	24	-98	-127	-165
장기투자증권처분취득	8	-55	-188	-163	-196
설비투자	-187	-241	-160	-166	-172
유형자산처분	0	1	0	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0	0
재무활동현금흐름	-490	-50	-124	-28	-77
차입금증가(감소)	-454	-15	-65	31	-18
자본증가(감소)	-35	-35	-39	-39	-39
배당금지급	35	35	39	39	39
현금의 증가(감소)	133	-149	5	5	5
기초현금	110	242	94	99	104
기말현금	242	94	99	104	109
Gross cash flow	536	456	672	784	824
Gross investment	142	579	446	624	577
Free cash flow	394	-123	227	160	247

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2008A	2009A	2010F	2011F	2012F
매출액	2,454	2,575	3,206	4,103	4,572
증가율 (%)	-5	5	25	28	11
매출총이익	550	438	617	745	788
매출총이익율 (%)	22	17	19	18	17
판매비와관리비	57	52	55	66	71
증가율 (%)	32	-10	5	20	8
영업이익	493	386	562	679	717
증가율 (%)	-0	-22	46	21	6
EBITDA	602	499	693	815	859
증가율 (%)	5	-17	39	18	5
영업외손익	-128	125	51	72	78
이자수익	34	23	21	26	33
이자비용	28	6	6	6	6
외화관련손익	-128	12	-20	5	5
지분법손익	12	59	11	11	11
기타영업외손익	-18	36	45	35	35
세전계속사업손익	365	510	613	751	795
법인세비용	82	97	141	173	183
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	283	414	472	578	612
증가율 (%)	-33	46	14	22	6
당기순이익률 (%)	12	16	15	14	13
EPS	14,982	21,923	25,015	30,629	32,454
증가율 (%)	-33	46	14	22	6
완전희석EPS			25,015	30,629	32,454
증가율 (%)				22	6

주요투자지표

	2008A	2009A	2010F	2011F	2012F
주당지표(원)					
EPS	14,982	21,923	25,015	30,629	32,454
BPS	94,840	115,205	138,160	166,728	197,122
DPS	2,000	2,200	2,200	2,200	2,200
밸류에이션(배,%)					
PER	4.9	9.3	10.8	8.8	8.3
PBR	0.8	1.8	2.0	1.6	1.4
PCR	2.6	8.4	7.6	6.5	6.2
EV/ EBITDA	1.7	7.3	6.8	5.6	5.1
배당수익률	2.7	1.1	0.8	0.8	0.8
수익성 (%)					
영업이익율	20.1	15.0	17.5	16.5	15.7
EBITDA이익율	24.5	19.4	21.6	19.9	18.8
순이익율	11.5	16.1	14.7	14.1	13.4
ROE	16.6	20.9	19.7	20.1	17.8
ROIC	43.1	28.0	31.9	34.1	31.2
안정성(%,배)					
순차입금/자기자본	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	361.5	324.5	498.8	592.2	749.6
이자보상배율	na	na	na	na	na
활동성(회)					
총자산회전율	1.1	1.1	1.1	1.3	1.2
매출채권회전율	32.3	32.5	28.9	29.3	27.5
재고자산회전율	6.9	5.0	4.9	6.2	5.9
매입채무회전율	54.6	22.8	26.8	64.2	60.2

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다

투자기간 및 투자등급

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)
 상기 투자등급은 3월 3일부터 변경 적용함

변경후

- STRONG BUY : 추천기준일 종가대비 +50%이상
- BUY: 추천기준일 종가대비 +20%이상 ~ +50%미만
- HOLD: 추천기준일 종가대비 0%이상 ~ +20%미만
- REDUCE: 추천기준일 종가대비 0%미만

변경전

- STRONG BUY : 추천기준일 종가대비 +50%이상
- BUY: 추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만
- HOLD: 추천기준일 종가대비 +5%이상 ~ +15%미만
- REDUCE: 추천기준일 종가대비 +5%미만

