



Buy

(유지)

2010. 9. 10

Analyst 신윤식(6309-4789)
yssshin@imeritz.com

목표주가(6개월) 350,000원

현재주가(9.9) : 285,500원

소속업종: 철강및금속

시가총액(9.9) : 53,874억원

평균거래대금(60일) 255.8억원

외국인지분율 15.48%

예상EPS(전년비)

FY10 25,199원 (15.0 %)

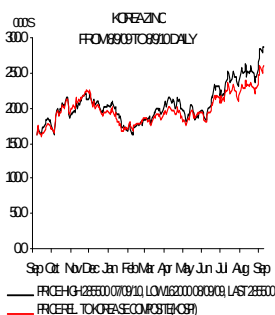
FY11 28,385원 (12.6 %)

예상PE(시장대비)

FY10 11.3배 (125.8%)

FY11 10.1배 (123.6%)

주가그래프



고려아연 (010130)

광산 인수는 주가 프리미엄 요인

▶ 결론 : 목표주가 상향 조정, 매수 의견 유지

- 목표주가를 26.5만원에서 35만원으로 상향 조정하며 매수 의견 유지.
- 새로운 목표주가는 2010~2011년 평균 EPS의 13배인데, 주가에 시장평균 이상의 프리미엄을 부여하는 이유는 광산 인수로 광산-제련-부산물 일관체제를 갖춘 유일한 업체로서의 프리미엄이 부각되기 때문.
- 제련부산물 업체 Umicore가 valuation benchmark, 재료 노출로 주가 조정 시 매수 전략.
- Positive Point : 금속 가격 상승 momentum, Earnings' growth

▶ 투자 포인트 : Pachapaqui 광산 인수, 국내 설비와 시너지 예상

- Pachapaqui 광산 인수 : 9월 8일, 페루의 Pachapaqui 광산을 4,750만달러에 인수. 원광매장량 1,350만톤, 아연, 연 매장량 각각 53만톤, 연 매장량 15만톤으로 규모는 크지 않으나 최초 소유 광산으로서 의미 있음.
- 향후 추가적인 광산 인수 예상 : 광산 인수와 개발은 Pachapaqui에 그치지 않고 계속되기 때문에 조만간 추가적인 성과가 나타날 전망. 주요 대형 광산들의 광상이 고갈되는 상태이므로 제련업체가 자체 광산을 소유하는 것은 매우 긴요한 경영전략.
- 은(silver) 등 부산물 가격 강세 : 미달러화 약세가 지속되고 위험자산에 대한 선호가 증대되어 비철금속과 귀금속 가격 강세. 특히 은 가격은 온스당 20달러를 상향 돌파. 고려아연의 부산물 이익 기여도가 증대될 전망.

▶ **영업실적** : 수익추정치 **상향 조정**

- 2010년의 아연, 연 가격을 각각 2,134달러, 2,089달러로 각각 2.1%, 5.4% 상향 조정하고 은 가격도 상향 조정.(2011년 경우 18.5 → 19.7달러).
- 새로 추정된 2010년과 2011년 영업이익은 각각 5,298억원, 61.03억원으로 기존 추정치에 비해 각각 4.0%, 8.6% 상향 조정됨.

(억원, 원, 배, %)	2009	2010E	2011E	2012E
매출액	25,753	31,830	36,700	40,355
증감(%)	4.9	23.6	15.3	10.0
영업이익	3,859	5,298	6,103	6,753
순이익	4,137	4,756	5,358	5,956
증감(%)	46.3	15.0	12.6	11.2
EPS	21,917	25,199	28,385	31,554
증감(%)	46.3	15.0	12.6	11.2
BPS	115,175	137,360	163,669	193,132
P/E	9.3	11.3	10.1	9.0
P/CF	7.3	8.8	8.0	7.3
P/BV	1.8	2.1	1.7	1.5
EV/EBITDA	7.3	7.5	6.5	5.6
자기자본이익률	20.9	20.0	18.9	17.7
부채비율	22.9	18.7	14.5	12.9
순금융비용부담률	-0.6	-0.4	-0.5	-0.7
이자보상배율	-	-	-	-

시장대비 상대강도 : 1개월(1.12), 3개월(1.44), 6개월(1.43)



페루 Pachapaqui 광산 인수

- 고려아연은 9월 8일, 페루 Pachapaqui 광산을 소유한 ICM Pachapaqui의 지분 100%를 4,750만달러에 인수함.
- Pachapaqui 광산은 페루 Lima 북부 240km에 위치한 광산으로 아연, 연, 동, 은 등을 갠 채광.
- 이 지역은 광산 밀집지역으로 항구까지 375km의 포장도로가 있고 2.5mw의 수력발전소를 보유하고 있어 인프라 등을 위한 추가적인 투자는 필요 없음.
- 금속 매장량은 아연 53만톤, 연 15만톤으로 고려아연의 약 1년의 생산량 수준. 은은 513톤으로 고려아연 현재 생산능력의 40% 수준.
- 그러나 지역 내에 10%만의 탐사가 수행된 상태이므로 추가 탐사를 통해 추가적인 매장량 확보가 가능할 것으로 예상됨.
- 금속 매장량을 현재 시가로 환산할 경우 약 2조 5천억원에 달함.
- Pachapaqui 광산을 시발로 추가적인 광산 인수가 예상됨.

[표 1] Pachapaqui 광산의 금속 매장량

매장량과 금속 함유	원광(톤)	Zn (%)	Pb (%)	Cu (%)	Ag (g/t)
	13,500,000	3.94	1.12	0.44	38
금속 매장량	Zn (천톤)	Pb (천톤)	Cu (천톤)	Ag (톤)	
	532	151	59	513	

자료 : 고려아연 (매장량은 2.5% Zn Cut-off)

[표 2] Pachapaqui 광산 개발 계획

기간	처리량 (TPD)	아연정광 (DMT/년)	연정광 (DMT/년)	동정광 (DMT/년)
~2011년	675	13,500	4,800	2,600
2012~2014년	2,200	47,700	14,400	9,600
2015~2021년	5,200	96,200	21,300	18,400

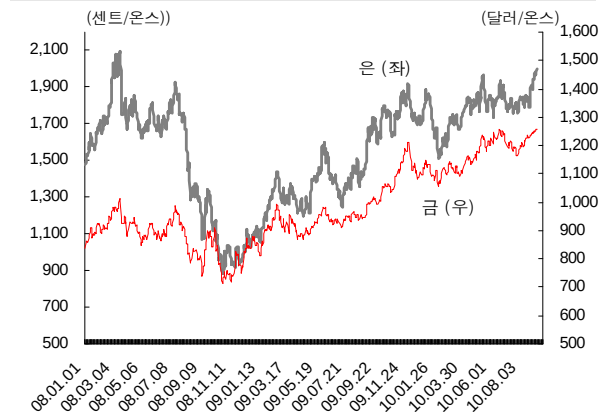
자료 : 고려아연 (현재 매장량 기준)

[그림 1] 아연과 연 가격



자료: Datastream

[그림 2] 금과 은 가격



자료: Datastream



[표 3] 수익추정치 변경 내역

(단위 : 달러/톤, 억원, 원)

		아연가격	연가격	은가격	매출액	영업이익	순이익
기존	2010년	2,090	1,982	18.0	32,031	5,096	4,756
	2011년	2,200	2,100	18.5	35,969	5,621	5,099
수정	2010년	2,134	2,089	18.3	31,830	5,298	4,756
	2011년	2,200	2,150	19.7	36,700	6,103	5,358
변경폭	2010년	2.1%	5.4%	1.6%	-0.6%	4.0%	0.0%
	2011년	0.0%	2.4%	6.5%	2.0%	8.6%	5.1%

자료 : 메리츠증권증권 리서치센터 추정

[표 4] Global Peers' Valuation

(단위 : 배, %)

기업명		OZ Minerals	Teck Resources	Umicore	Nyrstar	Dowa Holdings	Hindustan Zinc	평균
국적		호주	캐나다	벨기에	벨기에	일본	인도	
주가	(9/8)	1.35	39.25	29.6	9.04	455	1,096	
PER	10E	11.3	12.5	13.8	10.6	11.4	9.9	11.6
	11E	11.3	9.1	12.6	5.5	10.7	8.1	9.6
PBR	10E	1.4	1.3	2.3	1.1	1.2	2.1	1.5
	11E	1.3	1.1	2.0	0.9	1.1	1.7	1.4
EV/EBITDA	10E	4.3	5.9	8.6	6.2	6.3	5.7	6.2
	11E	3.9	4.1	7.8	3.4	5.8	3.7	4.8
ROE	10E	13.3	12.6	16.3	11.4	11.2	22.2	14.5
	11E	12.0	13.9	16.3	19.4	11.0	21.6	15.7

Source: Thomson Reuters



COMPANY BRIEF



〈표 5〉 추정 요약 재무제표와 투자지표

Income Statement					Statement of Cash Flow				
(억원)	2009	2010E	2011E	2012E	(억원)	2009	2010E	2011E	2012E
매출액	25,753	31,830	36,700	40,355	영업활동현금흐름	1,739	4,757	5,664	6,561
수출비중(%)	73.5	71.8	74.0	74.9	당기순이익(손실)	4,137	4,756	5,358	5,956
매출원가	21,376	25,991	30,044	33,029	유형고정자산감가상각비	1,125	1,398	1,398	1,398
매출총이익	4,377	5,839	6,655	7,326	무형자산상각비	0	0	0	0
판매관리비	518	541	552	573	운전자본의 증감	-3,066	-1,504	-1,205	-905
영업이익	3,859	5,298	6,103	6,753	투자활동 현금흐름	-2,727	-3,382	-4,526	-3,846
영업외수지	1,246	688	641	743	유형자산투자	-2,401	-3,246	-2,746	-2,546
금융수지	149	139	196	299	투자유가증권투자(순)	566	0	500	500
외환수지	121	79	37	37	재무활동 현금흐름	-499	-962	-1,090	-433
세전계속사업이익	5,104	5,987	6,744	7,496	차입금증가	-146	-573	-701	-44
특별손익	0	0	0	0	자본의증가	0	0	0	0
세전순이익	5,104	5,987	6,744	7,496	현금의증가	-1,487	413	49	2,282
법인세비용	967	1,230	1,386	1,540	기초현금	2,423	936	1,349	1,398
당기순이익	4,137	4,756	5,358	5,956	기말현금	936	1,349	1,398	3,680

Balance Sheet					Key Financial Data				
(억원)	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
유동자산	12,759	15,244	18,125	22,372	주당데이터(원)				
현금과예금	936	1,349	1,398	3,680	SPS	136,440	168,633	194,435	213,800
매출채권	992	1,226	1,414	1,555	EPS	21,917	25,199	28,385	31,554
재고자산	7,216	8,918	10,282	11,307	CFPS	27,875	32,607	35,794	38,962
고정자산	13,958	15,805	17,653	19,300	EBITDAPS	26,400	35,478	39,742	43,187
투자자산	6,385	6,385	6,885	7,385	BPS	115,175	137,360	163,669	193,132
투자유가증권	5,581	5,581	6,018	6,455	배당률(%)	40.0	40.0	40.0	40.0
유형자산	7,573	9,420	10,767	11,914	배당수익률(%)	0.9	0.7	0.7	0.7
무형자산	0	0	0	0	Valuation(Multiple)	최저	최고		
자산총계	26,717	31,050	35,778	41,672	P/E	10.1	3.5	11.3	10.1
유동부채	3,932	4,211	3,838	3,658	P/CF	7.9	2.8	8.8	8.0
매입채무	1,834	2,267	2,614	2,874	P/S	1.6	0.6	1.7	1.5
단기차입금	1,156	650	0	0	P/BV	1.9	0.7	2.1	1.7
유동성장기부채	157	510	440	0	P/EBITDA	8.4	2.9	8.0	7.2
고정부채	1,046	627	646	1,042	EV/EBITDA	7.9	2.5	7.5	6.5
사채	0	0	0	0	Key Financial Ratio(%)				
장기차입금	618	199	218	614	자기자본이익률(ROE)	20.9	20.0	18.9	17.7
부채총계	4,977	4,838	4,484	4,700	EBITDA0이익률	19.3	21.0	20.4	20.2
자본금	944	944	944	944	부채비율	22.9	18.7	14.5	12.9
자본잉여금	2,956	2,849	2,849	2,849	순금융비용부담률	-0.6	-0.4	-0.5	-0.7
이익잉여금	18,164	22,521	27,480	33,037	이자보상배율(x)	-	-	-	-
자본조정	0	0	0	0	매출채권회전율(x)	32.4	28.7	27.8	27.2
자본총계	21,739	25,927	30,893	36,454	재고자산회전율(x)	4.1	3.2	3.1	3.1



Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2010년 9월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2010년 9월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2010년 9월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 신윤식)

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

투자등급관련 사항

1. 종목추천관련 투자등급(추천기준일 종가대비 4등급)

→아래 종목투자자의견은 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- 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.

2. 산업추천관련 투자등급(추천기준일 시장지수대비 3등급)

→아래 산업투자자의견은 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천하는 것.

- 비중확대(Overweight).
- 중립(Neutral).
- 비중축소(Underweight)

고려아연(010130)의 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료의 형식	투자의견	목표주가	담당자	주가 및 목표주가 변동추이
2008.10.31	기업브리프	매수	73,000	신윤식	
2009.2.6	기업브리프	매수	110,000	신윤식	
2009.4.29	기업브리프	매수	170,000	신윤식	
2009.7.28	기업브리프	매수	170,000	신윤식	
2009.10.12	기업분석	매수	255,000	신윤식	
2009.10.26	기업브리프	매수	265,000	신윤식	
2010.2.5	기업브리프	매수	230,000	신윤식	
2010.3.4	기업브리프	매수	243,000	신윤식	
2010.4.19	산업분석	매수	255,000	신윤식	
2010.4.27	기업브리프	매수	265,000	신윤식	
2010.6.18	기업브리프	매수	265,000	신윤식	
2010.9.10	기업브리프	매수	350,000	신윤식	