Analyst **김강오** 02) 3772-7163
kokim@koreastock.co.kr
RA **방민진** 02) 3772-7406
mia.bang@koreastock.co.kr

한화증권

고려아연 (010130)

중장기 시각으로 접근해야 하는 시점

리서치본부 I 기업분석팀
2010.10.20

Buy(maintain)
목표주가: 370,000원
현재주가: 286,500원

철강/비철금속

● **투자의견 매수 유지, 목표주가 370,000원으로 상향조정**

고려아연에 대한 투자의견은 매수를 유지하고 목표주가는 290,000원에서 370,000만원으로 27.6% 상향조정한다. 투자의견을 매수로 유지하는 이유는 1) 3분기 영업이익이 971억원으로 전분기 대비 33.0% 감소할 것으로 예상되지만, 4분기에 1,442억원으로 회복될 것으로 예상되고, 2) 전세계 주요국의 금리가 낮은 수준을 유지할 것으로 예상되어 상품가격 강세가 유지될 것으로 예상되기 때문이다. 목표주가 370,000원은 2011년 예상 BPS 171,345원과 적정 P/B 2.2배를 적용하여 산출하였다. 금, 은 등 주요 상품가격의 강세가 지속될 것으로 예상되어 2011년 예상 ROE가 22.0%, 2014년까지 EPS 성장률이 4.3%로 추정되어 적정 P/B 2.2배를 적용하는 것은 무리가 없다고 판단된다.

● **4분기 실적회복, 주요국의 저금리 정책 당분간 지속될 것으로 예상**

고려아연의 2010년 3분기 영업이익은 정기 유지보수와 냉연강판 업체 등 주요 수요기업의 생산량 감소 영향으로 직전분기 대비 33.0% 감소한 971억원으로 예상된다. 하지만, 금가격이 온스당 1,350달러, 은가격이 24달러를 상회하는 강세가 지속되고 있으며 계절적 성수기가 도래하는 4분기에 판매량 증가효과로 영업이익이 1,442억원으로 증가할 것으로 예상된다. 또한 전세계 주요국가의 저금리 기조가 당분간 유지될 것으로 예상되어 주요 상품가격의 강세가 지속되어 2011년 영업이익은 6,887억원으로 증가할 것으로 예상된다.

Financial Data	2008	2009	2010E	2011E	2012E
매출액(억원)	24,542	25,753	32,450	38,195	40,901
영업이익(억원)	4,927	3,859	5,266	6,887	7,808
세전계속사업손익(억원)	3,650	5,104	6,266	8,075	8,898
순이익(억원)	2,827	4,137	4,931	6,440	7,096
EPS(원)	14,982	21,923	26,132	34,128	37,606
증감률(%)	-33.0	46.3	19.2	30.6	10.2
PER(배)	7.6	6.7	11.0	8.4	7.6
PBR(배)	1.2	1.3	2.1	1.7	1.4
EV/EBITDA(배)	2.2	7.9	8.0	6.0	5.0
영업이익률(%)	20.1	15.0	16.2	18.0	19.1
EBITDA 마진(%)	24.5	19.4	20.1	21.5	22.4
ROE(%)	16.6	20.9	20.5	22.0	19.9
순부채비율(%)	-2.9	3.4	-7.9	-14.0	-21.2

	Stock Data
KOSPI(10/19)	1,857.32pt
시가총액	54,063억원
발행주식수	18,870천주
52주 최고/최저	313,000/162,500원
90일 일평균거래대금	274.7억원
외국인지분율	15.0%
배당수익률(10.12E)	0.8%
BPS(10.12E)	139,277원

투자의견 매수 유지, 목표주가 370,000원으로 상향조정

고려아연에 대한 투자의견을 매수로 유지하고, 목표주가를 290,000원에서 370,000원으로 27.6% 상향조정한다. 투자의견을 매수로 유지하는 이유는 1) 3분기 영업이익이 971억원으로 전분기 대비 33.0% 감소할 것으로 예상되지만, 4분기에 1,442억원(QoQ +48.4%, YoY +13.0%)으로 회복될 것으로 예상되고, 2) 전세계 주요국의 저금리 기조가 당분간 유지될 것으로 전망되어 금, 은 등 주요 상품가격 강세가 지속될 것으로 예상되고, 3) 2011년 영업이익이 6,887억원으로 2010년 대비 30.8% 증가하는 이익성장 추세가 이어질 것으로 예상되기 때문이다.

목표주가 370,000원은 2011년 예상 BPS 171,345원과 적정 P/B 2.2배를 적용하여 산출하였다. 적정 P/B 2.2배는 2011년 예상 ROE 22.0%, 무위험 이자율 5.0%, 리스크 프리미엄 5.5%, 베타 1.28를 적용하여 산출된 자기자본비용 12.1%와 2014년까지 EPS 성장률 4.3%를 반영하여 산출되었다. 목표주가 산정에서 적용 BPS를 2010년과 2011년 평균에서 2011년을 변경하였고, 실적전망 상향조정으로 적정 P/B가 2.1배에서 2.2배로 상향조정되었다.

[표1] P/B를 이용한 목표주가 산정

구분	적용값
2011 년 BPS	171,345원
2011 년 ROE	22.0%
자기자본 비용	12.1%
무위험 이자율	5.0%
리스크 프리미엄	5.5%
베타	1.28
성장률	4.3%
적정 P/B	2.2
목표주가	**376,959원**

자료: 고려아연, 한화증권 리서치본부

[표2] 실적전망 수정

구분	2010E			2011E		
	수정전	수정후	변동률(%)	수정전	수정후	변동률(%)
매출액(십억원)	3,058	3,245	+6.1	3,317	3,820	+15.2
영업이익(십억원)	515	527	+2.3	576	689	+19.6
세전이익(십억원)	624	623	-0.2	675	808	+19.7
순이익(십억원)	492	493	+0.2	544	644	+18.4
EPS(원)	26,078	26,132	+0.2	29,090	34,128	+17.3

자료: 고려아연, 한화증권 리서치본부

2010년 3분기 영업이익 971억원으로 감소하지만, 4분기 1,442억원으로 회복될 전망

고려아연의 2010년 3분기 영업실적은 매출액 7,265억원(QoQ -9.4%, YoY +11.4%), 영업이익 971억원(QoQ -33.1%, YoY +4.1%)로 전망되어 직전분기 대비 매출액과 영업이익이 모두 감소할 것으로 예상된다. 직전분기 대비 매출액과 영업이익이 모두 감소할 것으로 예상되는 이유는 여름철 정기보수로 생산량이 감소하였고, 아연의 주요 수요산업인 철강산업의 생산량 감소영향으로 판매량도 아연기준으로 119천톤에서 115천톤으로 3.4% 감소하였기 때문이다.

3분기에 영업이익이 감소할 것으로 전망되지만, 4분기부터 회복추세로 전환될 것으로 예상된다. 4분기부터 실적회복을 예상하는 이유는 1) 전세계 주요국 금리가 여전히 낮은 수준에서 단기간 상승하지 못할 것으로 전망되어 상품가격 강세가 예상되고 2) 연, 은 등 증설이 마무리되고 수요산업의 생산량 증가로 판매량 회복이 전망되고, 3) 아연가격 상승으로 실질TC(Treatment Charge)가 상승할 것으로 예상되기 때문이다.

2010년 4분기 영업이익은 1,442억원(QoQ +48.6%, YoY +27.9%)로 증가할 것으로 예상되고, 2011년은 생산설비 증설로 연 판매량과 은 판매량이 2010년 대비 각각 18.8%, 8.7% 증가하고 주요국의 저금리 기조지속으로 상품가격의 강세가 전망되어 은 가격은 연평균 온스당 24.6달러, 아연가격은 톤당 2,413달러로 상승할 것으로 예상되어 연간 영업이익이 6,887억원으로 증가할 전망이다.

[표3] 고려아연 실적전망

	1Q10	2Q10	3Q10E	4Q10E	1Q11E	2Q11E	3Q11E	4Q11E	10E	11E
매출액(십억원)	801	802	727	915	944	973	919	983	3,245	3,819
영업이익	140	145	97	144	159	185	157	188	527	689
세전이익	186	136	121	183	182	136	173	317	627	808
순이익	142	108	97	146	145	108	138	253	493	644
영업이익률	17.5%	18.1%	13.4%	15.8%	16.8%	19.0%	17.1%	19.1%	16.2%	18.0%
세전이익률	23.3%	16.9%	16.7%	20.0%	19.2%	13.9%	18.9%	32.2%	19.3%	21.1%
순이익률	17.7%	13.5%	13.3%	16.0%	15.3%	11.1%	15.1%	25.7%	15.2%	16.9%
판매량										
아연(천톤)	112	119	115	123	118	122	116	121	469	477
연(천톤)	44	55	51	57	57	64	59	65	207	246
금(kg)	750	800	714	785	766	778	732	780	3,049	3,056
은(톤)	381	304	299	305	335	352	337	379	1,290	1,402
동(천톤)	5	5	5	5	7	8	7	8	21	30
아연가격(달러)	2,321	2,214	1,874	2,342	2,413	2,389	2,412	2,437	2,188	2,413
은가격(달러)	17	18	18	24	24	25	25	25	19	25
실질TC(달러)	256	247	220	257	261	259	261	264	245	261
환율(원/달러)	1,144.1	1,163.5	1,182.0	1,150.0	1,120.0	1,100.0	1,080.0	1,060.0	1,159.8	1,090.0

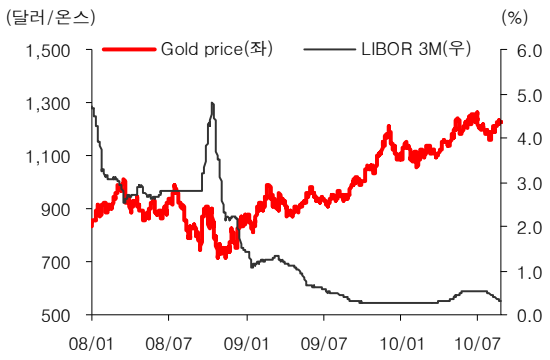
자료: 고려아연, 한화증권 리서치본부

저금리 기조 유지되면 안전자산 선호현상 당분간 지속될 전망

주요국의 자국 환율의 상대적인 약세 유지 정책으로 금리가 하향안정화되고 있으며 이러한 저금리 기조는 당분간 유지될 것으로 예상된다. 2008년 이후 Libor 금리와 금 가격 추이를 보면 역의 상관관계를 보이고 있는 것으로 판단된다. 금이 안전자산으로 선호되고 있지만, 추가적인 이자수입이 없기 때문에 저금리 시기에 선호도가 상대적으로 높은 것으로 판단된다. 따라서 주요국의 통화정책의 변동이 없다면 당분간 금가격 강세현상은 지속될 것으로 예상된다.

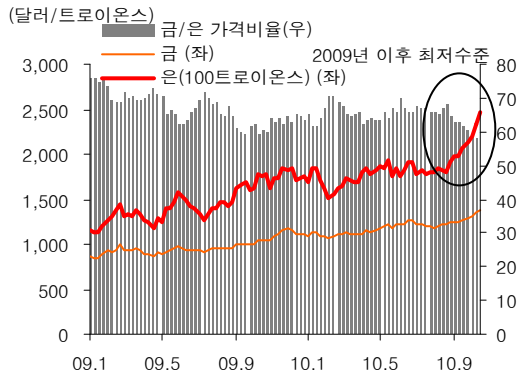
2009년 이후 국제 금/은 가격비율은 평균 66, 최고치는 76였던 것으로 추정된다. 2010년 10월 기준 금/은 가격 비율은 56를 기록하고 있어 은가격이 금에 비하여 상대적으로 높은 가격 수준을 유지하고 것으로 판단된다. 저금리 추세가 지속되면서 금가격 상승기조가 지속되면 은가격도 동반 상승할 것으로 예상되지만, 상승속도는 금에 비하여 둔화될 가능성이 높다. 하지만, 고려아연의 2011년 기준 은 매출비중은 31.3%로 2010년 대비 3.2%p 상승할 것으로 예상되어 안전자산 선호에 따른 이익증가가 지속될 것으로 전망된다.

[그림1] LIBOR 금리와 금가격 추이



자료: Bloomberg, 한화증권 리서치본부

[그림2] 금/은 가격 비율 추이



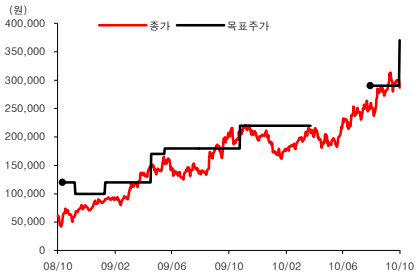
자료: Bloomberg, 한화증권 리서치본부

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김강오, 방민진)
상기종목에 대하여 2010년 10월 20일 기준 당사 및 조사분석 담당자는 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없습니다.
당사는 본 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
당사는 2010년 10월 20일 기준으로 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
당사는 2010년 10월 20일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
당사는 2010년 10월 20일 현재 고려아연를(을) 기초자산으로 하는 주식워런트증권을 발행한 사실이 있습니다.
당사는 2010년 10월 20일 현재 고려아연를(을) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있지 않습니다.

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 안전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용할 수 없습니다.

고려아연 주가 및 목표주가 추이



투자의견 변동내역 (고려아연)

일 시	2008.09.06	2008.10.30	2008.11.26	2009.01.29	2009.05.07	2009.06.05	2009.11.13	2010.07.01
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Marketperform	담당자변경
목표가격	정영권	120,000	100,000	120,000	170,000	180,000	220,000	김강오
일 시	2010.08.18	2010.10.20						
투자의견	Buy	Buy						
목표가격	290,000	370,000						

투자 등급 예시 (6개월 기준)

기 업	
Buy(매수)	시장대비 초과수익률 20% 이상 기대
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 초과수익률 10% ~ 20% 기대
Marketperform(시장수익률)	시장대비 초과수익률 -10% ~ 10% 기대
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 초과수익률 -10% 이하 기대
N/R(Not Rated)	투자의견 없음

산 업	
Overweight	비중확대
Neutral	중립
Underweight	비중축소