고려아연(010130)

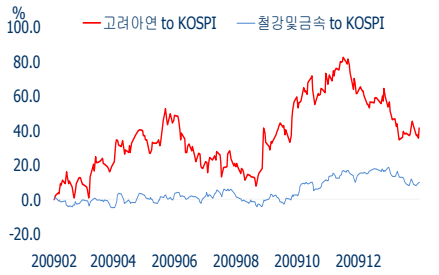
2010. 2. 16

리딩투자증권 이상일
Analyst / 철강,비철금속
☏2009-7176 silee1@leading.co.kr

가치 있는 투자 기회

적정주가	**271,500 원**
현재가(2/12)	**173,000 원**
투자의견	**적극매수(신규)**
상장주수	18,870 (천주)
자본금	944 (억원)
액면가	5,000 (원)
시가총액	32,645 (억원)
외국인지분	19.00 (%)
52주 최고가	221,000 (원)
52주 최저가	80,000 (원)
거래량(60일 평균)	117,359 (주)
거래대금(60일 평균)	226 (억원)
KOSPI	1,593.66 (pt)
주가수익률	
1개월	-14.78 (%)
12개월	92.22 (%)

산업 / 고려아연 상대주가 추이



□ 적정주가 271,500원, 상승여력 57.0%

고려아연에 적극매수 투자의견과 적정주가 271,500원을 제시하며 기업분석을 시작함. 최근 주가하락은 중국 긴축 우려에 따른 아연가격 하락에 대한 시장의 지나친 우려 반영. 2010년 영업환경이 전년보다 나아질 것이 명확해진 시점에서 낮아진 주가수준은 Valuation Merit 부각에 따른 매력적 매수 시점을 제공하고 있다고 판단.

□ 우려를 불식시키는 기업가치

1) 현주가 과매도에 따른 저평가 상태: 아연가격 $100/ton 하락 시 영업이익 220억 원 가량 감소되는 것으로 분석됨. 현 주가는 아연가격이 $1,500/ton 이하에서 형성될 수 있는 수준으로 과매도 상태라 판단.

2) 뛰어난 현금흐름 창출능력으로 주주가치 상승 예상: 2004~2008년 평균 FCF 1,459억 원, 2009년~2013년 평균 FCF 3,214억 원 창출 예상. 2013년 예상 기말현금은 1조 3,103억 원 수준일 것으로 예상되어 주주가치 상승 예상.

3) 부산물 수익기여도 증가에 따른 아연가격의 주가 설명력 감소: 이는 아연가격 하락에 따른 수익성 훼손을 상쇄한다는 측면과 함께 주가변동성 감소에 따른 beta 감소로 자본비용 하락을 통한 기업가치 상승 전망.

영업실적 및 투자지표 요약

	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	세전계속이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2007	25,708	4,935	5,647	4,217	22,348	5.8	4.1	1.5	29.5
2008	24,542	4,927	3,650	2,827	14,982	4.9	1.7	0.8	16.6
2009E	25,753	3,859	5,100	4,137	21,923	9.3	6.9	1.8	20.9
2010E	30,446	5,409	6,536	4,739	25,114	6.9	4.0	1.3	19.8
2011E	33,811	5,902	7,011	5,083	26,938	6.4	3.2	1.1	17.9

자료 : 고려아연, 리딩투자증권 리서치센터

Investment Point

투자의견 적극매수
적정주가 271,500원

고려아연에 대해 적극매수 의견과 적정주가 271,500원을 제시하며 기업 분석을 시작한다. 최근 지속적인 주가 조정으로 2009년 고점대비 20% 이상 하락하여 거래되고 있다. 이는 중국 긴축 우려에 따른 아연가격 하락에 대한 시장의 지나친 우려가 반영된 결과라 판단된다. 2010년 영업환경이 전년보다 나아질 것이 명확해진 시점에서 낮아진 주가수준은 Valuation Merit 부각에 따른 매력적 매수 시점을 제공하고 있다고 판단된다.

과매도에 따른 저평가

당사 분석에 따르면 아연가격 $100/ton 하락 시 영업이익은 220억 원 가량 감소하는 것으로 나타났다. 2010년 평균 아연가격이 $1,000/ton 수준을 기록한다는 가정하에서도 현금흐름 할인 가치평가에 의한 적정주가는 200,000원을 상회하는 수준을 나타냈으며, P/E Valuation에 의한 적정주가는 150,000원 수준을 나타냈다. 현 주가가 고려아연의 적정가치를 반영한 수준이기 위해서는 2010년 평균 아연가격이 $1,500/ton 이하 수준에서 형성되어야 한다고 판단되나 이러한 가능성이 매우 낮다는 점을 감안하면 아연가격 하락 우려에 따른 최근의 주가조정은 지나친 수준이라 판단된다. (표2 참조)

높은 수준의 잉여현금 흐름 창출은 주주가치 제고로 이어질 전망

고려아연의 2004~2008년 평균 FCF는 1,459억 원 이었고, 2009년~2013년 평균 FCF는 3,214억 원이 창출될 것으로 예상된다. 동사의 높은 FCF 창출 능력은 주주가치 제고로 이어질 것으로 판단된다. (2010년 DPS 2,200원으로 전년대비 10% 증가), (올해 Capex 2,000억 원 수준) 한편, 2013년 예상 기말현금은 2009년 예상 기말현금 2,608억 원에서 CAGR 49.7% 증가한 1조 3,103억 원 수준일 것으로 예상되어 차입금 상환을 통한 재무구조 개선 및 설비투자를 통한 생산능력 증대로 기업가치 증진이 예상된다.

주가변동성 감소 → beta 감소 → 자본비용 감소→ 기업가치 증대

부산물 수익기여도 증가에 따라 아연가격의 고려아연 주가 설명력은 지속적으로 낮아지고 있다. 2003~2006년까지 아연가격과 주가의 상관관계는 0.96이었으나, 2006~현재까지의 아연가격과 주가 사이의 상관관계는 0.0002로 낮아졌다. 이는 부산물 부문의 수익기여도 증가가 아연가격 하락에 따른 수익성 훼손을 상쇄한다는 측면과 함께 주가변동성 감소에 따른 beta 감소로 자본비용 하락을 통한 기업가치 상승을 이끄는 요인으로 작용할 전망이다.

LEADING 리딩투자증권

Valuation

투자의견 적극매수
적정주가 271,500원

DCF Valuation을 통해 산출된 목표주가 271,500원은 2010년 예상 EPS 대비 10.8배 수준이며, Dividend discount model을 산출한 적정주가와도 유사한 수준이다. 현 주가 대비 적정주가의 상승여력은 58.0%로 적극매수 투자의견을 제시한다.

- 적정주가 산출을 위한 주요가정은 다음과 같다.
- Risk free rate: 5%, Risk premium: 6%, beta: 1.0, Terminal growth: 2.0%
- 과거 5년 평균 historical beta는 1.29이나 낮아진 변동성을 감안하여 1로 가정.

[표1] 고려아연 DCF Valuation (단위: 백만원)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Sales	**2,575,312**	**3,044,560**	**3,381,148**	**3,266,721**	**3,134,751**	**3,240,769**	**3,350,371**	**3,463,681**	**3,580,822**	**3,701,926**	**3,827,125**
growth(%)		18.2%	11.1%	-3.4%	-4.0%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
EBIT	**385,851**	**540,947**	**590,237**	**538,134**	**488,693**	**532,157**	**550,155**	**568,761**	**587,997**	**607,883**	**628,441**
growth(%)		40.2%	9.1%	-8.8%	-9.2%	8.9%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
Margin(%)	15.0%	17.8%	17.5%	16.5%	15.6%	16.4%	16.4%	16.4%	16.4%	16.4%	16.4%
* EBITDA	500,690	657,938	717,592	673,284	631,639	682,898	690,588	716,361	744,131	770,950	795,836
* EBITDA margin(%)	19.4%	21.6%	21.2%	20.6%	20.1%	21.1%	20.6%	20.7%	20.8%	20.8%	20.8%
Tax rate(%)	18.9%	27.5%	27.5%	27.5%	27.5%	27.5%	27.5%	27.5%	27.5%	27.5%	27.5%
NOPLAT	**312,981**	**392,187**	**427,922**	**390,147**	**354,303**	**385,814**	**398,862**	**412,352**	**426,297**	**440,715**	**455,620**
Depr. & amort.	114,840	116,991	127,355	135,150	142,946	150,741	140,433	147,600	156,135	163,067	167,395
Gross Cash Flow	**427,821**	**509,178**	**555,277**	**525,297**	**497,248**	**536,555**	**539,295**	**559,952**	**582,432**	**603,782**	**623,015**
Net Working Capital inc(dec.)	137,082	13,934	52,483	-8,189	-9,577	49,711	-14,435	23,436	25,706	25,651	24,855
Capex	202,496	211,105	102,970	102,975	102,975	102,974	131,294	114,848	120,668	126,360	131,617
Investing Cash Flow		**225,039**	**155,454**	**94,787**	**93,398**	**152,685**	**116,859**	**138,284**	**146,374**	**152,011**	**156,472**
Free Cash Flow		**284,138**	**399,823**	**430,510**	**403,851**	**383,870**	**422,436**	**421,668**	**436,058**	**451,771**	**466,543**
Cost of Equity		11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
Risk Free		5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Beta		1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Risk Premium		6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Cost of Debt		8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
WACC		**10.7%**	**10.8%**	**10.9%**	**10.9%**	**10.9%**	**10.9%**	**10.9%**	**10.9%**	**10.9%**	**10.9%**
Invested Capital	1,161,248	1,310,503	1,407,999	1,437,190	1,464,348	1,556,792	1,497,165	1,559,177	1,636,060	1,703,939	1,756,323
ROIC		**31.7%**	**31.5%**	**27.4%**	**24.4%**	**25.5%**	**26.1%**	**27.0%**	**26.7%**	**26.4%**	**26.3%**
EVA		**275,250**	**291,140**	**238,063**	**197,905**	**227,167**	**227,151**	**250,005**	**257,424**	**263,108**	**270,218**

NPV of FCF	2,616,432
NPV of CV	1,505,480
NOPLAT	464,732
ROIC	10.9%
WACC	10.9%
Terminal Growth	2.0%
CV	4,244,538
Enterprize Value	**4,121,912**
Non-Operating Value	1,246,494
Cash & equivalent	260,812
Finacial Goods	14,617
Marketable securities	346,589
Investment securities	624,476
Debt	243,476
Net Enterprize Value	5,124,930
Equity Value	**5,124,930**
No. of Shares(Common, thou.)	18,870
Fair Price -DCF	**271,591**

Fair P/E	2009	2010
ROE	20.9%	19.8%
Payout ratio	9.4%	8.2%
sustainable g	18.9%	18.2%
Cost of Equity	**11.0%**	**11.0%**
Risk free	5.0%	5.0%
Risk premium	6.0%	6.0%
Equity Beta	1.0	1.0
Terminal g	**2.0%**	**2.0%**
Fair P/B Mutiple		**1.98**
2010E BPS		**138,206**
BPS * Target Multiple		**273,656**

주: Fair P/B Multple = (ROE-Terminal g)/(COE-Terminal g)

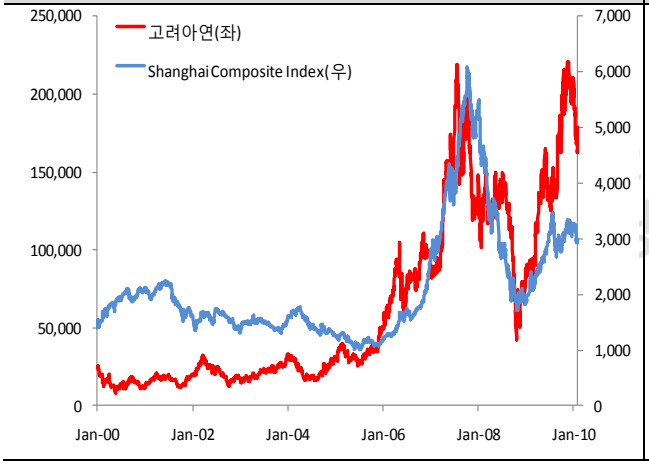
자료 : 고려아연, 리딩투자증권 리서치센터

아연가격 하락 제한적

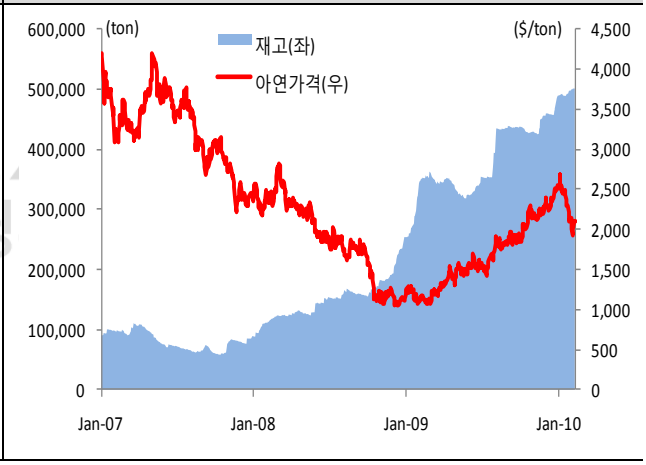
Demand Pull에 의한 가격 지지

전세계 아연 소비량의 40% 가량을 차지하는 중국의 긴축 우려는 아연 소비 감소 → 아연가격 하락 우려로 이어지며 고려아연 주가 조정의 주 원인으로 작용하고 있다고 판단된다. 실제로 고려아연 주가는 Shanghai Composite Index와 동행하여 움직이는 모습을 보이고 있어 중국 긴축 우려가 투자심리에 부정적 영향을 미치고 있음을 확인할 수 있다. 그러나 ① 중국의 지준율 인상은 실물경제가 아닌 자산버블 심화에 대한 예방적 조치라는 점에서 실물 경기에 미치는 영향은 미미할 것으로 판단되고, ② 전체 아연 수요의 60% 이상을 차지하는 아연 도금 철강재에 대한 수요가 증가 추세에 있고, ③ 증가 추세에 있는 아연 정광 수요는 높은 재고 수준에도 불구하고 가격 하락을 제한시키는 요인으로 작용할 전망이다.

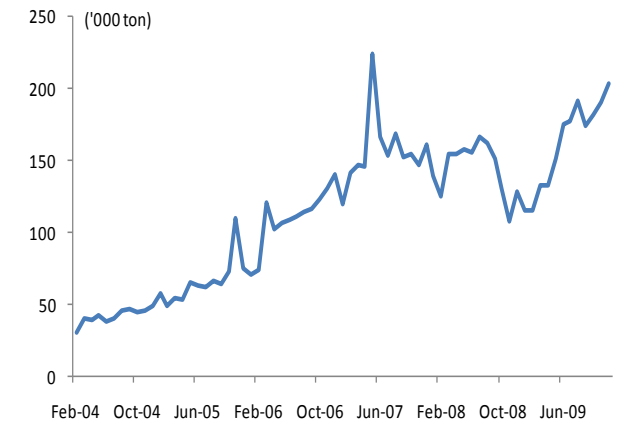
[그림1] 고려아연 vs. Shanghai Composite Index



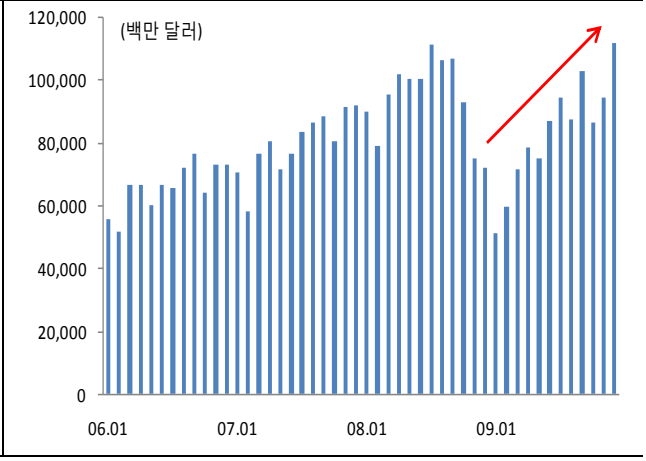
[그림2] 아연가격 및 재고 추이



[그림3] 중국 도금 강판 생산 추이



[그림4] 중국 아연 정광 수입 추이



자료 : Bloomberg, 한국무역협회, 리딩투자증권 리서치센터

아연가격 하락 시에도 낮은 downside risk

과매도에 따른 저평가 구간

현 주가가 고려아연의 적정가치를 반영한 수준이기 위해서는 2010년 평균 아연가격이 $1,500/ton 이하 수준에서 형성되어야 한다고 판단되나 이러한 가능성이 매우 낮다는 점을 감안하면 아연가격 하락 우려에 따른 최근의 주가조정은 지나친 수준이라 판단된다. 당사 분석에 따르면 2010년 평균 아연가격 $100/ton 하락 시 영업이익은 220억원 가량 감소하는 것으로 나타났다. 2010년 평균 아연가격이 $1,000/ton 수준에서 형성된다는 가정하에서도 현금흐름 할인 가치평가에 의한 적정주가는 200,000원을 상회하는 수준을 나타냈으며, P/E Valuation에 의한 적정주가는 150,000원 수준을 나타냈다. 따라서 현재 아연 가격이 $2,100/ton 수준에서 형성되어 있는 점을 감안하면 현 주가 수준은 과매도에 따른 저평가 영역에 속한다고 판단된다.

- 주요가정: 2010년 Base TC=$200/ton, Base Price=$2,000/ton
  Price participation rate: down scale 10%
  아연가격 이외의 다른 모든 조건은 일정하다고 가정(가정 사항 [표8])

[표2] 아연가격 변화에 따른 주가 민감도 분석 **(단위: 억원, 원)**

2010년 평균 아연가격($/ton)		2,100	2,000	1,900	1,800	1,700	1,600	1,500	1,000
매출액	10.1Q	7,930	7,471	7,311	7,151	6,991	6,831	6,671	5,870
	10.2Q	7,882	7,970	7,795	7,619	7,444	7,269	7,094	6,217
	10.3Q	6,416	6,416	6,276	6,137	5,998	5,858	5,719	5,023
	10.4Q	8,218	7,924	7,757	7,591	7,424	7,258	7,092	6,259
	연간	**30,446**	**29,780**	**29,139**	**28,498**	**27,857**	**27,216**	**26,575**	**23,369**
영업이익	10.1Q	1,535	1,219	1,114	1,009	904	799	693	167
	10.2Q	832	1,086	1,050	1,013	977	941	905	723
	10.3Q	976	937	910	882	855	828	800	663
	10.4Q	2,067	1,865	1,819	1,772	1,726	1,679	1,633	1,401
	연간	**5,409**	**5,108**	**4,892**	**4,677**	**4,462**	**4,246**	**4,031**	**2,954**
영업이익률	10.1Q	19.4%	16.3%	15.2%	14.1%	12.9%	11.7%	10.4%	2.9%
	10.2Q	10.6%	13.6%	13.5%	13.3%	13.1%	12.9%	12.8%	11.6%
	10.3Q	15.2%	14.6%	14.5%	14.4%	14.3%	14.1%	14.0%	13.2%
	10.4Q	25.1%	23.5%	23.4%	23.3%	23.2%	23.1%	23.0%	22.4%
	연간	**17.8%**	**17.2%**	**16.8%**	**16.4%**	**16.0%**	**15.6%**	**15.2%**	**12.6%**
아연 실질 TC($/ton)		213	200	190	180	170	160	150	100
2010~2014 평균 FCF		3,804	3,594	3,496	3,399	3,302	3,205	3,108	2,622
DCF로 산출된 적정주가		**271,591**	**262,957**	**257,302**	**251,644**	**245,983**	**240,319**	**234,652**	**206,257**
2010E EPS		25,114	23,954	23,127	22,299	21,472	20,645	19,817	15,681
P/E 9.6x 적용*		**241,091**	**229,957**	**222,015**	**214,073**	**206,130**	**198,188**	**190,246**	**150,534**

주: * 2002~2009년 평균 P/E

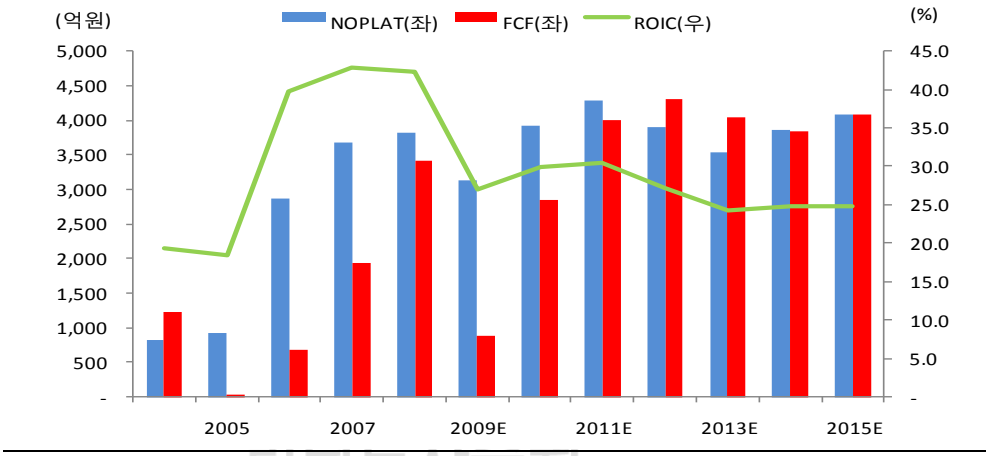
자료 : 고려아연, 리딩투자증권 리서치센터

지속적인 잉여현금흐름 창출로 주주가치 제고

높은 수준의 잉여현금흐름은 주주가치제고로 이어질 전망

고려아연의 2004~2008년 평균 FCF는 1,459억 원 이었고, 2009년~2013년에는 평균 3,214억 원의 FCF 창출될 것으로 예상된다. 동사의 높은 FCF 창출 능력은 주주가치 제고로 이어질 것으로 판단된다. (2010년 DPS 2,200원으로 전년대비 10% 증가), (올해 Capex 규모 2,000억 원 수준)

[그림5] Free Cash Flow 추이

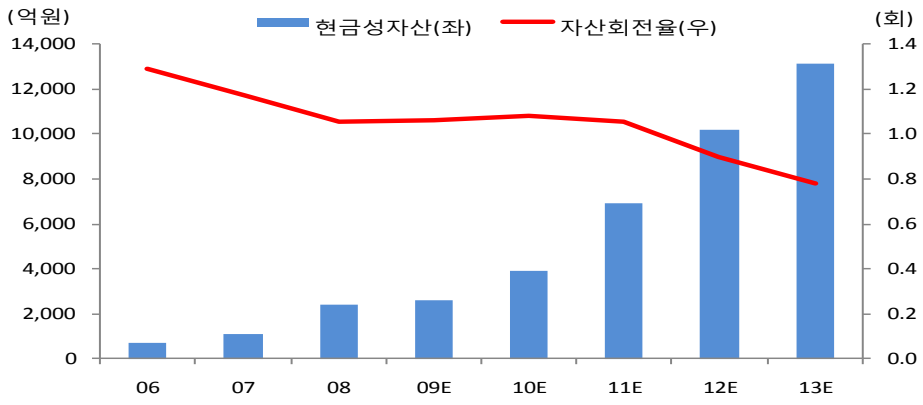


자료 : 고려아연, 리딩투자증권 리서치센터

설비투자를 통한 기업가치 level-up

한편, 2013년 예상 기말현금은 2009년 예상 기말현금 2,608억 원에서 CAGR 49.7% 증가한 1조 3,103억 원 수준일 것으로 예상된다. 고려아연의 ROE가 지속적으로 하락하는 이유는 이익 창출 대비 낮은 설비투자 규모에 기인한다. 유보되는 현금성자산의 증가는 자산회전율하락으로 인한 ROE 감소요인이다. 그러나 2010년 4분기 가동 예정인 연산 20만 톤 규모의 아연전해 공장은 메인 설비의 증설 없이는 투자가치가 낮아지기 때문에 풍부한 현금성자산을 통한 설비증설이 예상된다. 이는 ROE 개선은 물론 10년 이상 정체되었던 생산능력 증가로 기업가치가 한 단계 level-up될 수 있는 계기를 마련할 것으로 전망된다.

[그림6] 고려아연 자산회전율 vs. 현금성자산



자료 : 고려아연, 리딩투자증권 리서치센터

[표3] ROE Decomposition

	06	07	08	09E	10E	11E	12E	13E
Net income margin (%)	19.7	16.4	11.5	16.1	15.6	15.0	14.6	14.0
Asset Turnover (x)	1.3	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	0.9	0.8
Financial leverage (x)	2.8	2.1	1.5	1.4	1.4	1.3	0.9	0.7
ROE (%)	**42.5**	**29.5**	**16.6**	**20.9**	**19.8**	**17.9**	**14.5**	**11.8**

자료 : 고려아연, 리딩투자증권 리서치센터

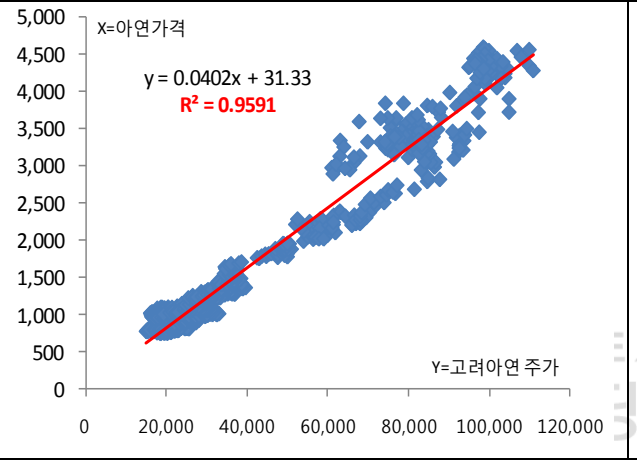
LEADING
리딩투자증권

부산물: 수익기여 + 주가변동성 감소

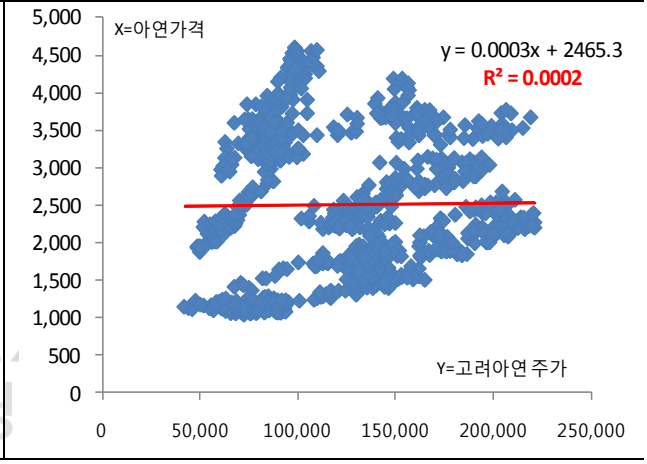
설비투자를 통한 기업 가치 level-up 가능

부산물 수익기여도 증가에 따라 아연가격의 고려아연 주가 설명력은 지속적으로 낮아지고 있다. 2003~2006년까지 아연가격과 주가 사이의 상관관계는 0.96이었으나, 2006~현재까지의 아연가격과 주가 사이의 상관관계 0.0002로 낮아졌다. 이는 아연가격 하락에 따른 수익성 훼손을 상쇄한다는 측면과 함께 주가변동성 감소에 따른 beta 감소로 자본비용 하락을 통한 기업가치 상승을 이끄는 요인으로 작용할 전망이다.

[그림7] 고려아연 주가 vs 아연가격 (2003~2006년)



[그림8] 고려아연 주가 vs. 아연가격 (2006년~현재)



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권 리서치센터

부산물 회수 증가로 기업가치 차별화

고려아연의 부산물이 기여하는 역할은 두 가지로 요약할 수 있다. 첫 번째가 아연가격 하락 시 수익성 보전을 통한 영업안정성 확보라는 Hedging의 의미라면, 두 번째는 제련과정에서 발생한 Residue 처리를 통한 수익성 극대화라는 전략적 의미의 실적 기여다. 이는 광산을 보유하지 않은 순수 제련 업체의 가치를 차별화 시키는 요인으로 작용하며 고려아연의 기업가치를 할증시키는 요인으로 작용할 것이다. 올해부터 본격 가동될 온산 Fummer II의 매출은 2010년 전체 매출액 대비 3% 수준이며, 영업이익 기여도는 8% 수준이 될 것으로 전망된다.

[표4] 온산 Fumer II 실적 전망

2010E				Ex.rate
Metal	Recovery(mt/y)	Price($/t)	Sales(mn)	1,100
Zn	13,552	2,150	29,137	32,050
Pb	8,976	2,080	18,670	20,537
Ag	53	438,142	23,222	25,544
Cu	714	6,610	4,720	5,191
Cd	126	67,057	8,449	9,294
In	15	552,500	8,288	9,116
			Sales	101,733
			Gross profit	46,459
			Operating profit	44,538
			OPM	43.8%

자료 : 고려아연, 리딩투자증권 리서치센터

Free Metal: 회수능력 증가로 수익기여도 증가 전망

부산물 회수 증가로 기업가치 차별화

아연 및 연 정광 구입시 제련사의 유가금속 회수 능력을 감안하여 보통 광석에 포함된 유가금속의 일정 비율 정도만 돈을 비용을 지불하게 된다. 이 때 비용을 지불하지 않고 얻을 수 있는 유가금속이 Free Metal 이다. 고려아연은 제련 시 Residue 처리를 통해 유가금속 회수율을 높임으로써 계약상 TC외의 추가적인 TC를 자체적으로 발생시키는 효과를 보고 있는 것으로 판단된다. 2009년 Free Metal 회수를 통한 매출은 은과 금이 각각 460억 원, 100억 원 수준인 것으로 판단된다. 이는 2009년 전체 매출의 2% 수준이지만 연정련 설비(연산 7만 톤) 가동에 따른 부산물 회수량 증가로 수익기여도는 지속적으로 증가할 것이 전망된다.

[표5] Free Metal 획득 추이 및 전망

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
From Zinc Concentrate									
Silver(ton)	190.7	191.1	157.8	326.2	243.7	236.8	269.3	274.8	276.5
Free Silver(ton)	40.2	40.3	40.1	40.8	41.2	41.7	41.2	40.3	40.5
Paid Silver(ton)	150.4	150.8	117.7	285.4	202.6	195.1	228.0	234.5	235.9
Free Silver(%)	21.1%	21.1%	25.4%	12.5%	16.9%	17.6%	15.3%	14.7%	14.7%
Paid Silver(%)	78.9%	78.9%	74.6%	87.5%	83.1%	82.4%	84.7%	85.3%	85.3%
From Lead Concentrate									
Silver(ton)	676	635	665	567	575	661	579	640	693
Free Silver(ton)	34	32	33	28	29	33	29	32	35
Paid Silver(ton)	642	603	632	538	546	628	550	608	658
Free Silver(%)	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Paid Silver(%)	95.0%	95.0%	95.0%	95.0%	95.0%	95.0%	95.0%	95.0%	95.0%
Gold(kg)	1,552	973	1,075	1,531	772	561	902	744	804
Free Gold(kg)	232	221	244	259	249	234	237	213	231
Paid Gold(kg)	1,320	752	831	1,271	523	327	665	530	573
Free Gold(%)	14.9%	22.7%	22.7%	16.9%	32.3%	41.7%	26.3%	28.7%	28.7%
Paid Gold(%)	85.1%	77.3%	77.3%	83.1%	67.7%	58.3%	73.7%	71.3%	71.3%

자료 : 고려아연, 리딩투자증권 리서치센터

모든 제련사들이 정광 내 유가금속을 회수할 수 없다는 점을 감안하면 고려아연의 아연 및 연 잔재처리 능력과 높은 유가금속 회수율은 글로벌 경쟁사 대비 가치 할증요인으로 작용할 것으로 판단된다.

[표6] Global Peer Analysis (단위: 배, %)

		P/E			P/B			EV/EBITDA			ROE			OPM		
		2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
Mining	Ludin Mining Corporation	21.2	7.6	5.2	0.8	0.7	0.6	8.0	4.5	3.7	4.2	11.1	11.1	21.6	38.0	52.2
	HudBay Minerals Inc.	25.6	13.4	12.3	1.1	1.0	1.0	5.4	3.4	3.5	5.5	8.3	7.9	11.3	22.6	21.6
	OZ Minerals Limited	49.1	11.3	9.6	1.3	1.1	1.0	7.5	4.9	4.3	3.5	10.1	10.3	23.4	43.4	47.9
	Average	**31.9**	**10.8**	**9.1**	**1.1**	**1.0**	**0.9**	**7.0**	**4.2**	**3.8**	**4.4**	**9.8**	**9.8**	**18.8**	**34.7**	**40.6**
Mining + Smelting	Vedanta Resources	21.1	9.3	6.3	2.9	2.3	1.7	8.1	4.4	3.1	15.9	30.1	34.6	23.3	31.8	35.6
	Kazakhmys	14.4	7.5	6.0	1.5	1.3	1.1	10.6	6.7	5.5	10.0	15.6	16.5	19.6	29.9	33.3
	Teck Rosources Ltd.	15.4	11.6	9.8	1.4	1.2	1.0	8.4	7.0	6.1	9.9	9.9	11.5	35.7	37.2	41.2
	Boliden	11.5	7.3	7.4	1.5	1.3	1.2	6.8	4.6	4.6	13.9	19.4	17.3	13.8	18.1	18.4
	Xstrata	16.2	9.1	6.9	1.4	1.3	1.1	9.0	5.8	4.8	6.6	15.4	17.8	18.9	28.5	34.1
	Average	**15.7**	**9.0**	**7.3**	**1.7**	**1.5**	**1.2**	**8.6**	**5.7**	**4.8**	**11.3**	**18.1**	**19.5**	**22.3**	**29.1**	**32.5**
Smelting	Nystar	27.1	11.3	6.6	1.4	1.3	1.1	9.3	4.4	2.9	5.2	12.5	19.7	2.3	6.3	9.3
	Korea zinc	**9.3**	**6.9**	**6.4**	**1.8**	**1.3**	**1.1**	**6.9**	**4.0**	**3.2**	**20.9**	**19.8**	**17.9**	**15.0**	**17.8**	**17.5**

자료 : Bloomberg, 리딩투자증권 리서치센터

실적 전망: TC에 대한 지나친 우려

TC 개선에 따른 실적 호조 예상

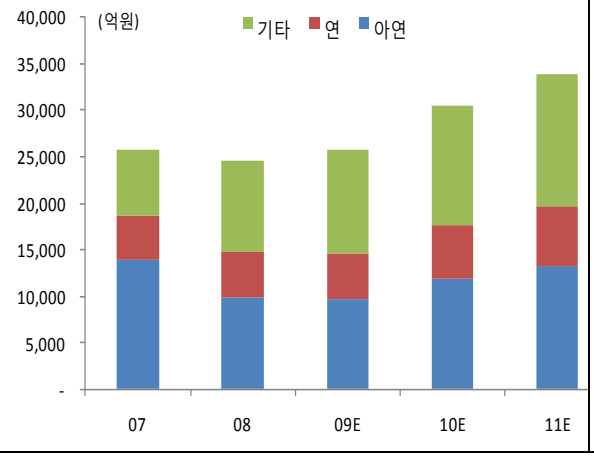
고려아연의 2010년 매출액은 전년동기 대비 18.2% 상승한 3조 446억 원, 영업이익은 전년동기 대비 40.2% 증가한 5,409억 원을 기록할 것으로 전망한다. 2010년 예상 EPS는 25,114원으로 전망된다. 2010년 큰 폭의 수익 성장은 2010년 아연 평균 가격이 2009년 대비 27% 가량 상승한 $2,100/ton이 될 것으로 전망되고, 실질 TC가 전년동기 대비 60% 가량 상승한 $212.4/ton이 될 것으로 전망하고 있기 때문이다. (2009년 계약 조건을 바탕으로 한 실질 TC는 $243/ton 이었지만, 아연가격 하락에 따른 부산물 회수율을 높이기 위한 조연 투입의 증가로 실질 TC는 $133/ton 수준이었던 것으로 추정된다).

부산물 매출비중은 40% 수준을 유지하며 아연가격 하락 시에도 안정적 수익을 달성할 수 있는 근거를 마련할 것으로 전망된다.

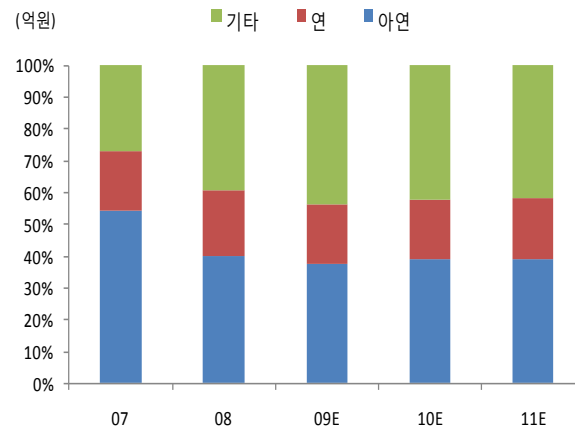
[표7] 분기 및 연간 실적 전망 (단위: 억원)

	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09E	1Q10E	2Q10E	3Q10E	4Q10E	2009E	2010E	2011E
매출액	5,233	6,151	6,523	7,846	7,930	7,882	6,416	8,218	25,753	30,446	33,811
영업이익	1,131	666	933	1,129	1,535	832	976	2,067	3,859	5,409	5,902
순이익	727	1,137	1,045	1,227	1,346	781	913	1,699	4,137	4,739	5,083
EPS									21,923	25,114	26,938
아연 실질 TC($/ton)	169	154	137	260	234	195	200	221	133	212	238
평균 아연가격($/ton)	1,174	1,476	1,757	2,211	2,286	1,950	2,000	2,177	1,654	2,103	2,313
평균 연가격($/ton)	1,160	1,506	1,925	2,292	2,214	1,950	1,858	2,150	1,721	2,043	2,200

[그림9] 고려아연 연간 매출액 추이



[그림10] 고려아연 연간 매출액 비중 추이



자료 : 고려아연, 리딩투자증권 리서치센터

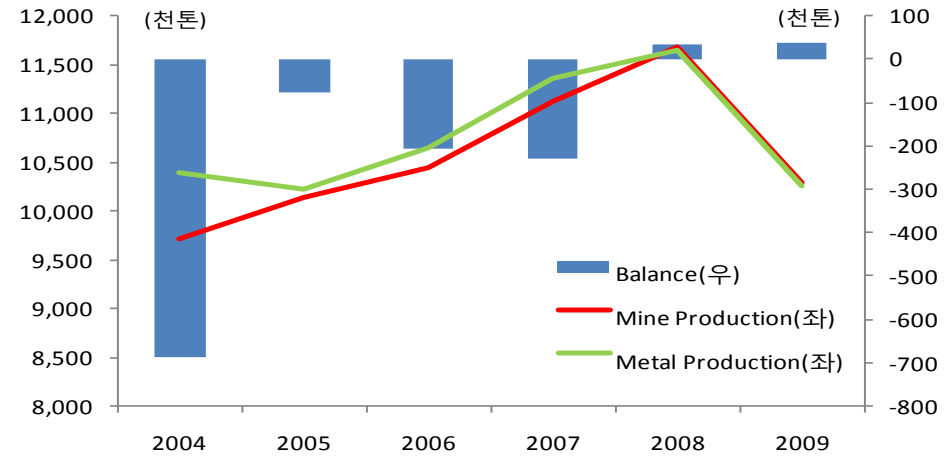
주요가정: 아연 실질 TC 전년 대비 개선전망

TC 전년 대비 개선될 전망

당사는 완화된 정광 수급과 높아진 아연가격을 고려하여 2010년 Base price를 $2,000/ton, Base TC $200/ton, Actual Prices는 2,100, Actual TC는 $212/ton으로 추정했다. (Price Participation up/down scale은 전년과 동일하게 각각 12%와 10%로 가정했다)

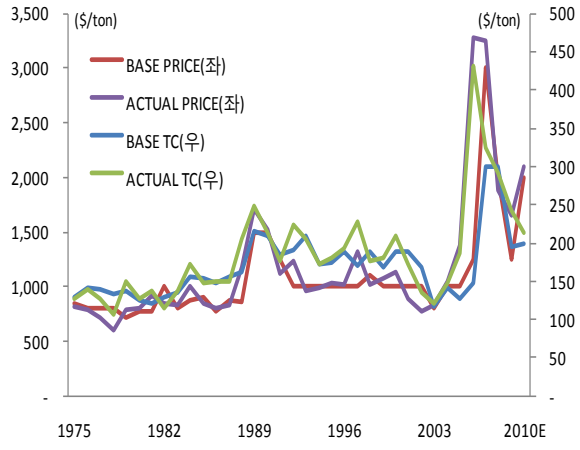
고려아연 실적의 가장 큰 영향을 미치는 2010년 TC 협상을 앞둔 시점에서 시장의 가장 큰 우려는 아연 가격 하락과 함께 TC 하락에 따른 실적 부진에 대한 우려라 판단된다. 2009년 실질 TC가 낮은 수준에서 형성되었고, 현재 아연가격이 $2,100/ton 수준으로 전년 평균 아연 가격 대비 높은 수준에서 형성되었기 때문에 2010년 Base Price 및 TC는 전년 대비 상승할 가능성이 높다고 판단된다. 한편, 정광의 초과공급이 지속되고 있는 상황 역시 TC의 하락보다는 상승 가능성에 더 무게를 싣게 하는 부분이다.

[그림11] 아연 정광 수급 추이

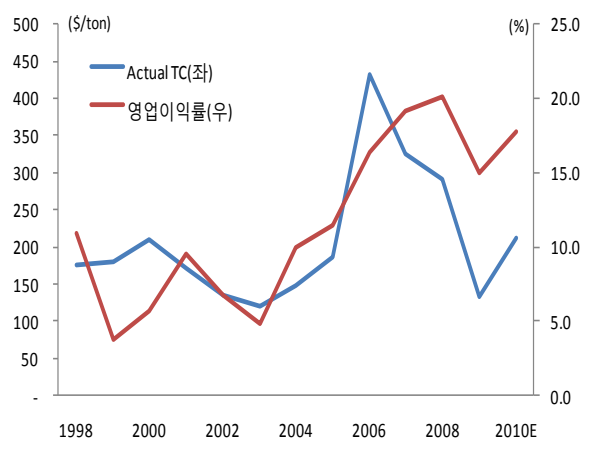


주: 2009년은 1~11월까지의 값
자료 : ILZSG, 리딩투자증권 리서치센터

[그림12] 고려아연 TC 추이



[그림13] Actual TC vs. 영업이익률 추이



자료 : 고려아연, 리딩투자증권 리서치센터

[표8] 주요 가정 사항

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
Purchase($)							
Zinc Concentrate	1,038,076,429	958,479,998	504,617,166	570,509,259	716,974,744	782,438,010	771,694,962
Lead Concentrate	373,882,290	594,663,508	497,354,624	532,691,825	593,430,016	679,257,309	622,800,522
Average Purchase Price($/t)							
Zinc Concentrate	1,273	1,164	605	692	890	966	931
Lead Concentrate	1,441	2,389	2,129	2,244	2,780	2,944	2,580
yearly Average LME Price							
Zinc($/t)	3,277	3,253	1,876	1,654	2,103	2,313	2,296
Lead($/t)	1,287	2,593	2,093	1,721	2,043	2,200	2,057
Silver($/oz)	12	13	15	15	18	19	16
Gold($/oz)	605	697	873	973	1,118	1,100	1,000
Volume(dmt)							
Zinc Concentrate	815,463	823,429	833,706	824,255	805,805	810,374	828,632
Lead Concentrate	259,469	248,969	233,620	237,359	213,461	230,689	241,396
Of Sales(%)							
Zinc	189.0%	193.2%	188.2%	180.1%	171.0%	171.0%	171.2%
Lead	148.7%	131.4%	117.2%	109.0%	94.3%	95.3%	95.9%
Concentrate Grade							
Zinc Concentrate(%)	51.5	50.3	51.3	51.0	51.4	51.4	51.4
Ag(g/t)	400	296	284	326.7	341.0	341.2	341.0
Lead Concentrate(%)	59.1	62	60.2	60.4	60.4	60.4	60.4
Ag(g/t)	2184	2308	2830	2440.7	3000.0	3002.8	3002.8
Au(g/t)	5.9	3.1	2.4	3.8	3.5	3.5	3.5
Actual TC							
Zinc($)	189,773,314	225,086,654	246,350,528	109,578,689	171,154,420	192,512,520	195,159,337
TC/ton	**233**	**273**	**295**	**133**	**212**	**238**	**236**
Lead($)	43,321,634	20,351,170	100,478,926	-9,980,441	41,882,391	45,556,814	47,247,518
TC/ton	167	82	430	-42	196	197	196
Lead TC							
Zinc Contract base Actual TC	**431.72**	**325.28**	**291.30**	**242.53**	**212.40**	**237.56**	**235.52**

자료 : 고려아연, 리딩투자증권 리서치센터

재무제표 및 투자지표

(단위: 억원)

Balance Sheet	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
유동자산	12,987	10,098	13,140	14,938	18,761
현금 및 단기예금	1,287	2,655	2,754	4,071	7,063
단기매매증권	6,172	3,095	3,466	3,607	3,753
매출채권	933	600	1,136	1,179	1,289
재고자산	4,024	3,136	5,134	5,541	5,943
기타	572	611	650	540	712
비유동자산	11,811	11,577	13,576	14,820	15,604
장기투자증권	2,224	614	1,172	1,172	1,172
지분법적용투자주식	3,960	4,556	5,073	5,452	5,803
유형자산	5,544	6,311	7,231	8,092	8,521
기타	83	97	101	105	109
자산총계	24,798	21,675	26,717	29,758	34,365
유동부채	6,476	2,793	3,900	2,697	2,790
매입채무	470	429	1,494	1,614	1,727
단기차입금,유동성장기부채	4,623	1,461	1,785	890	862
기타	1,383	903	621	192	200
비유동부채	2,222	979	1,077	982	802
사채,장기차입금	1,599	674	650	537	339
기타	624	305	427	445	463
부채총계	8,698	3,772	4,977	3,679	3,592
자본금	944	944	944	944	944
자본잉여금	2,951	2,870	2,870	2,870	2,870
자본조정	-385	-385	-385	-385	-385
기타포괄손익누계액	684	93	146	137	136
이익잉여금	11,907	14,380	18,164	22,514	27,208
자본총계	16,100	17,903	21,739	26,080	30,773

Income Statement	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
매출액	25,708	24,542	25,753	30,446	33,811
증가율(%)	19.4	-4.5	4.9	18.2	11.1
매출원가	20,337	19,041	21,374	24,528	27,345
매출원가율(%)	79.1	77.6	83.0	80.6	80.9
매출총이익	5,371	5,502	4,379	5,917	6,466
매출총이익률(%)	20.9	22.4	17.0	19.4	19.1
판매비와관리비	436	574	520	508	564
인건비	73	78	64	73	81
기타	363	496	456	435	483
영업이익	4,935	4,927	3,859	5,409	5,902
영업외손익	712	-1,277	1,242	1,127	1,109
이자수익	180	323	213	234	243
이자비용	350	350	275	53	43
배당금수익	41	21	33	24	25
유가증권관련손익	-9	44	149	146	144
외환차손익	14	-813	-12	-68	-81
외화환산손익	-87	-87	-463	86	0
지분법손익	464	116	533	379	350
기타	-242	-1,230	513	274	385
세전계속사업이익	5,647	3,650	5,100	6,536	7,011
계속사업법인세비용	1,429	823	963	1,797	1,928
계속사업이익	4,217	2,827	4,137	4,739	5,083
중단사업이익	0	0	0	0	0
법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	4,217	2,827	4,137	4,739	5,083
주당순이익	22,348	14,982	21,923	25,114	26,938

Cash Flow Statement	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
영업활동현금흐름	3,699	5,739	3,156	5,362	5,152
당기순이익(손실)	4,217	2,827	4,137	4,739	5,083
비현금수익비용가감	88	2,530	390	762	593
감가상각비,무형자산상각비	796	1,097	1,155	1,170	1,274
기타	-708	1,433	-765	-408	-680
운전자본증감	-606	382	-1,371	-139	-525
매출채권증가(감소)	352	310	-546	-43	-110
재고자산증가(감소)	-488	887	-1,997	-407	-402
매입채무증가(감소)	-605	-31	1,106	119	113
기타	134	-784	67	191	-126
투자활동현금흐름	-5,193	484	-2,967	-2,655	-1,551
유형자산처분(취득)	-1,948	-1,873	-2,025	-2,111	-1,030
무형자산감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산감소(증가)	331	69	-682	-398	-369
기타	-3,576	2,288	-260	-146	-152
재무활동현금흐름	1,870	-4,896	-5	-1,396	-615
차입금증가(감소)	1,960	-4,543	349	-1,007	-226
사채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본증가(감소)	-90	-353	-353	-389	-389
배당금지급	-262	-353	-353	-389	-389
자본조정,포괄손익증가(감소)	172	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
순현금흐름	376	1,326	185	1,311	2,986
기초현금	721	1,097	2,423	2,608	3,919
기말현금	1,097	2,423	2,608	3,919	6,905

Financial Ratio (%)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
성장성 (%)					
매출액증가율	19.4%	-4.5%	4.9%	18.2%	11.1%
영업이익증가율	40.4%	-0.2%	-21.7%	40.2%	9.1%
EBIT증가율	40.4%	-0.2%	-21.7%	40.2%	9.1%
EBITDA증가율	35.7%	5.1%	-16.8%	31.2%	9.1%
순이익증가율	-0.7%	-33.0%	46.3%	14.6%	7.3%
안정성 (%)					
유동비율	200.5%	361.5%	336.9%	554.0%	672.4%
순차입금비율	-7.7%	-20.2%	-17.4%	-24.0%	-31.2%
부채비율	54.0%	21.1%	22.9%	14.1%	11.7%
이자보상배율 (배)	29.1	-102.5	-25.4	-33.5	-29.3
수익성 (%)					
Operating Income Margin	19.2%	20.1%	15.0%	17.8%	17.5%
EBIT Margin	19.2%	20.1%	15.0%	17.8%	17.5%
EBITDA Margin	22.3%	24.5%	19.5%	21.6%	21.2%
ROA	19.3%	12.2%	17.1%	16.8%	15.9%
ROE	29.5%	16.6%	20.9%	19.8%	17.9%
ROIC	42.8%	42.3%	27.0%	29.9%	30.4%
활동성 (회)					
매출채권회전율	23.2	32.0	29.7	26.3	27.4
재고자산회전율	6.8	6.9	6.2	5.7	5.9
매입채무회전율	33.4	54.6	26.8	19.6	20.2
총자산회전율	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
자기자본회전율	1.8	1.4	1.3	1.3	1.2
투하자본회전율	3.3	2.8	2.5	2.5	2.5

Valuation Indicator

Multiple Valuation	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
Per Share (Won)					
EPS	22,348	14,982	21,923	25,114	26,938
EBITDAPS	30,369	31,925	26,568	34,867	38,028
CFPS	24,385	30,312	23,991	29,154	30,082
SPS	145,623	138,860	136,477	161,344	179,181
BPS	85,277	94,840	115,205	138,206	163,081
Multiples (X)					
PER	5.8	4.9	9.3	6.9	6.4
EV/EBITDA	4.1	1.7	6.9	4.0	3.2
EV/Sales	0.9	0.4	1.3	0.9	0.7
PCR	5.4	2.4	8.5	5.9	5.8
PSR	0.9	0.5	1.5	1.1	1.0
PBR	1.5	0.8	1.8	1.3	1.1

Discounted Valuation	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
Dividends (Won)					
DPS(Comm.)	2,000	2,000	2,200	2,200	2,200
DPS(Pref.)	-	-	-	-	-
Payout Ratio (%)	8.9%	13.3%	10.0%	8.8%	8.2%
FCF					
Gross Cash Flow	4,481	4,913	4,285	5,092	5,553
NOPLAT	3,686	3,816	3,130	3,922	4,279
EBIT	4,935	4,927	3,859	5,409	5,902
Adjusted Taxes	1,249	1,111	729	1,488	1,623
Depre. & Amor.	796	1,097	1,155	1,170	1,274
Total Investment	2,553	1,492	3,396	2,250	1,555
Capex	1,948	1,873	2,025	2,111	1,030
Free Cash Flow	1,928	3,421	889	2,841	3,998

투자의견 및 목표주가 변경

제시일자	투자의견	목표가
10.02.16	적극매수(신규)	271,500원

▷ 투자 및 투자등급 (향후 6개월 기준)

- **기업분석**

  STRONG BUY (적극매수) : 시장지수대비 +20% 이상 수익률 기대

  BUY (매수) : 시장지수대비 +10% ~ +20% 수익률 기대

  HOLD (보유) : 시장지수대비 -10% ~ +10% 수익률 기대

  SELL (매도) : 시장지수대비 -10% 이하 수익률 기대

- **산업/기업분석**

  Overweight(비중확대) : 해당업종의 포트폴리오 비중을 높게 가져갈 것을 권고

  Neutral(중립) : 해당업종의 포트폴리오 비중을 시장과 비슷한 수준으로 가져갈 것을 권고

  Underweight(비중축소) : 해당업종의 포트폴리오 비중을 낮게 가져갈 것을 권고

▷ Compliance Note

▪ 본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
▪ 당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
▪ 본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
▪ 당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
▪ 본 자료는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
▪ 당사는 지난 6개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.
▪ 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
▪ 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.