

## 고려아연(010130)

## 중립(유지)

## 1Q17 Preview: 선방한 제련수수료, 여전한 우려

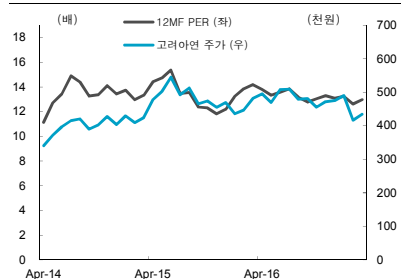
## Stock Data

KOSPI(3/30)	2,165
주가(3/30)	434,500
시가총액(십억원)	8,199
발행주식수(백만)	19
52주 최고/최저가(원)	559,000/392,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	25,312
유동주식비율/외국인지분율(%)	43.8/18.3
주요주주(%)	영풍 외 38 인 42.6
	국민연금 8.0

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	4.3	(9.7)	(11.3)
상대주가(%p)	0.8	(15.6)	(19.4)

## 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## 2017년 제련수수료, 최선의 결과 도출

2017년 아연 제련수수료 협상이 1) payable(가격 지불율) 85% 유지, 2) price participation(아연 가격 변동에 따라 제련수수료 변동되는 조항) 제거, 3) 제련수수료 172달러 등으로 결정된 것으로 파악된다. 지난 2월 제련수수료 협상이 시작되었을 당시 payable 상승을 주장한 광산이 한 발 양보한 결과다. 그러나 price participation이 제거되면서 2017년 제련수수료는 172달러로 고정되어 2016년 216달러 대비 20% 하락한다. 그리고 우리의 기존 전망인 200달러 대비 14% 낮게 결정되었다.

## 1분기 연결 영업이익 2,130억원으로 시장 전망과 유사할 전망

이번에 결정된 제련수수료를 기반으로 산출한 1분기 연결 영업이익은 2,130억원으로 기존 추정치와 컨센서스와 유사할 전망이다(표1). 2017년 제련수수료가 우리 추정보다 낮게 결정되었으나 프리미엄 전망을 상향한 결과 기존 추정치와 유사하다. 그리고 이를 반영한 2017년 연결 영업이익은 8,380억원으로 기존 전망인 7,900억원과 차이가 크지 않다(표2).

## 제련업에 대해 지워지지 않는 우려

2017년 제련수수료는 그나마 최선의 결과가 도출되었다. 그러나 아연가격 대비 제련수수료가 6.1%에 불과하다(그림3). 지금까지 본 적이 없는 강한 miner market임을 입증한 셈이다. 우리는 정광 공급 감소보다 중국의 비철 산업 투자 사이클의 변화에 원인이 있다고 판단한다. 중국의 비철 광산 고정자산 투자는 2013년을 정점으로 감소한 반면(그림4), 제련 고정자산 투자는 지속적으로 증가했다(그림5). 이에 중국의 아연과 연 정광 생산량은 감소한 반면(그림 6, 8), 아연과 연 생산량은 증가하거나 감소하지 않았다(그림 7, 9). 중국 제련사의 수입 정광 의존도가 높아질 수 밖에 없다. 이는 정광 확보 경쟁으로 이어져 제련수수료 하락을 야기한 것이다. 문제는 중국의 제련 투자 확대로 향후 제련사의 생산능력이 더욱 확대된다는 것에 있다. 이와 같은 해외 정광 의존도 상승이 향후에도 이어져 제련업의 수익성이 개선되기 어려울 것으로 판단된다.

## 상승여력 제한적, 투자 의견 '중립' 유지

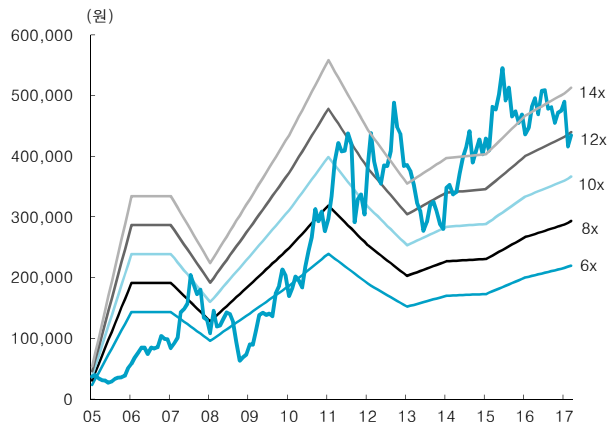
2017년 EPS는 9.8% 증가에 그치고, ROE는 11.3%로 전년도와 유사한데 PER은 11.8배, PBR는 1.4배에 달한다. 주가의 추가 상승 여력이 제한적이라고 판단하며 투자 의견 '중립'을 유지한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2014A	4,939	683	501	28,362	11.9	839	14.2	8.1	1.6	11.4	1.6
2015A	4,771	672	509	28,820	1.6	846	16.3	9.2	1.7	10.5	1.8
2016A	5,848	765	592	33,519	16.3	983	14.2	7.9	1.6	11.2	1.8
2017F	7,039	838	651	36,811	9.8	1,058	11.8	6.3	1.4	11.3	2.5
2018F	7,605	985	758	42,875	16.5	1,210	10.1	5.2	1.2	12.1	2.8

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

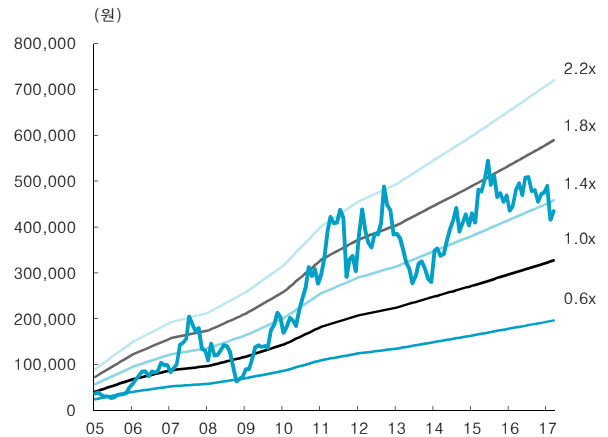
최문선 3276-6182  
moonsun@truefriend.com홍희주 3276-6582  
heejoohong@truefriend.com

[그림 1] PER band



자료: Datastream, 한국투자증권

[그림 2] PBR band



자료: Datastream, 한국투자증권

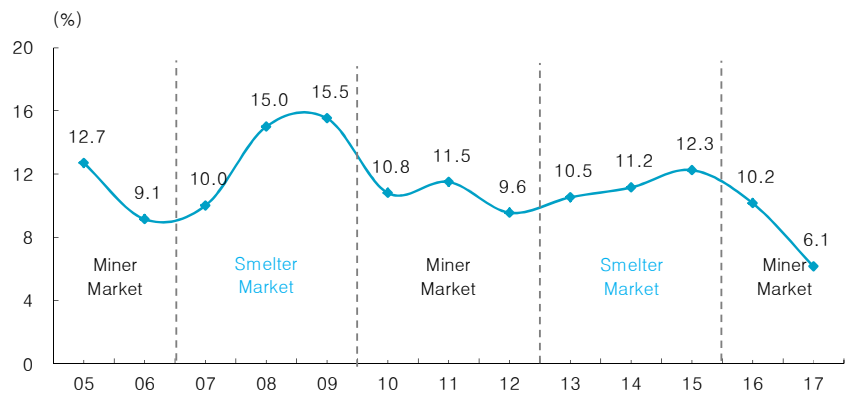
〈표 1〉 연결기준 1분기 실적 비교

(단위: 십억원)

	1Q17			QoQ		YoY		컨센서스	
	Preview	기준추정	차이(%)	4Q16	차이(%)	1Q16	차이(%)	1Q17	차이(%)
매출액	1,779	1,713	3.9	1,627	9.4	1,352	31.6	1,570	13.3
- 고려아연	1,529	1,503	1.8	1,387	10.2	1,166	31.2	1,354	13.0
- 자회사	250	210	19.0	239	4.4	186	34.1	217	15.3
영업이익	213	218	(2.3)	236	(9.8)	187	13.9	208	2.5
- 고려아연	182	192	(5.2)	211	(13.6)	176	3.4	187	(2.4)
- 자회사	31.2	26.2	19.1	26	21.6	11.2	179.8	21	45.5
영업이익률	12.0	12.7	(0.8%p)	14.5	(2.5%p)	13.9	(1.9%p)	13.2	(1.3%p)
- 고려아연	11.9	12.8	(0.9%p)	15.2	(3.3%p)	15.1	(3.2%p)	13.8	(1.9%p)
- 자회사	12.5	12.5	0.0%p	10.7	1.8%p	6.0	6.5%p	9.9	2.6%p
지배지분순이익	165	169	(2.3)	178	(6.9)	145	14.0	161	3.0

자료: 한국투자증권

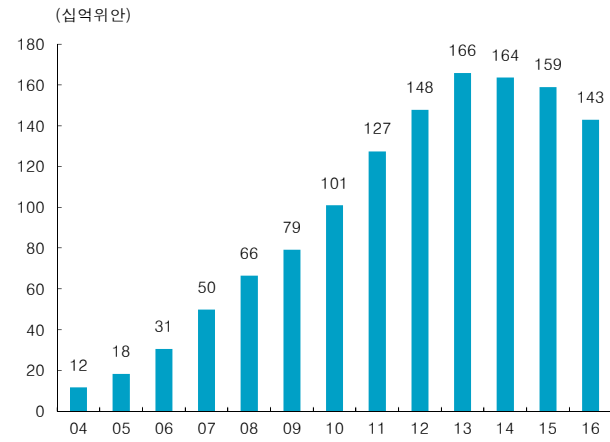
[그림 3] 제련수수료를 추이



주: 제련수수료율 = 제련수수료를 기준 아연 가격으로 나눈 값

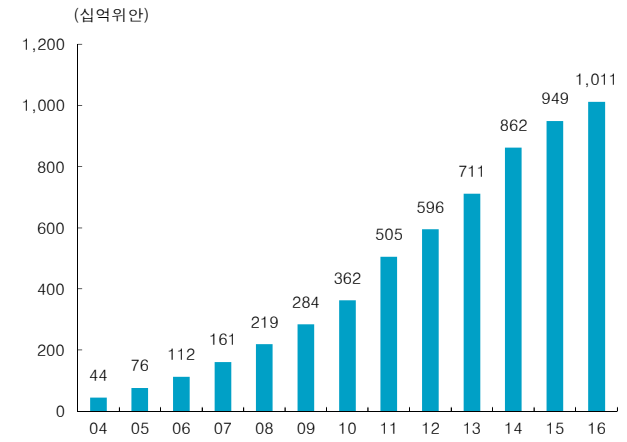
자료: 한국투자증권

[그림 4] 중국 비철 광산 고정자산 투자



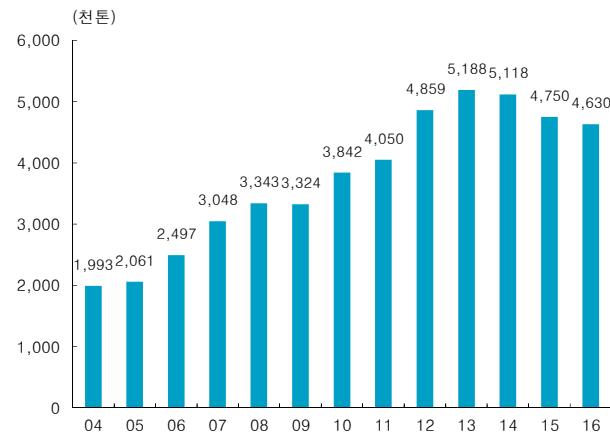
자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 5] 중국 제련 고정자산 투자



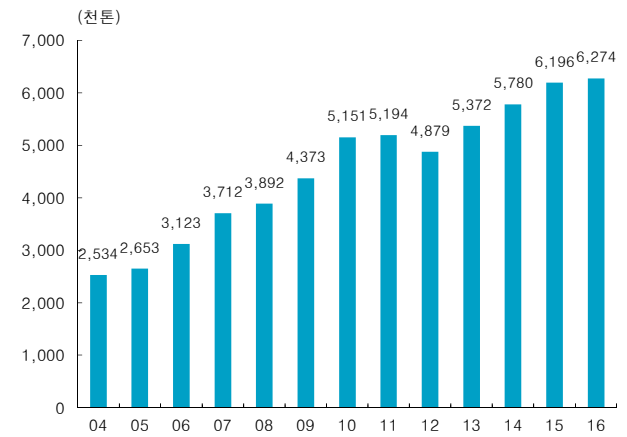
자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 6] 중국 아연 정광 생산량



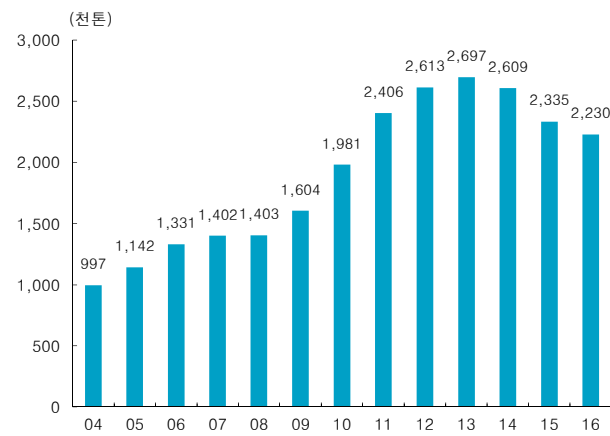
자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 7] 중국 아연 생산량



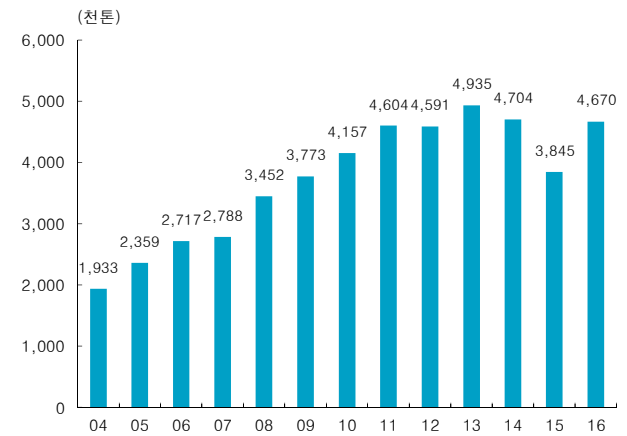
자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 8] 중국 연 정광 생산량



자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 9] 중국 연 생산량



자료: CEIC, 한국투자증권

&lt;표 2&gt; 실적 변경 내역

		수정 후		수정 전		% change	
		2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F
연 평균	원/달러	1,145	1,155	1,145	1,155	0.0%	0.0%
가격 전망	아연	2,800	2,900	2,800	2,900	0.0%	0.0%
(USD/톤)	연	2,450	2,550	2,450	2,550	0.0%	0.0%
	금(USD/oz)	1,100	1,100	1,100	1,100	0.0%	0.0%
	은(USD/oz)	17	17	17	17	0.0%	0.0%
	동	6,000	6,300	6,000	6,300	0.0%	0.0%
출하량전망	아연	638,000	650,000	638,000	650,000	0.0%	0.0%
(톤)	연	425,000	430,000	425,000	430,000	0.0%	0.0%
	금	12.6	13.5	12.6	13.5	0.0%	0.0%
	은	2,346	2,550	2,346	2,550	0.0%	0.0%
	동	30,000	30,000	30,000	30,000	0.0%	0.0%
기본가정	아연 제련수수료(USD/t)	172	180	200	200	(14.0%)	(10.0%)
	아연 프리미엄(USD/t)	250	250	100	150	150.0%	66.7%
	연 프리미엄(USD/t)	230	230	120	180	91.7%	27.8%
연결 실적	매출액	7,039	7,605	6,724	7,379	4.7%	3.1%
(십억원)	영업이익	838	985	790	907	6.0%	8.6%
	지배지분순이익	651	758	615	699	5.8%	8.4%
	EPS (원)	36,811	42,875	34,790	39,550	5.8%	8.4%

자료: 한국투자증권

&lt;표 3&gt; 별도기준 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	1,166	1,227	1,264	1,387	1,529	1,560	1,475	1,475	5,045	6,039	6,605
- 아연	356	388	402	497	561	595	529	550	1,644	2,235	2,431
- 연	218	217	248	311	304	331	334	322	994	1,291	1,381
- 금	164	173	140	103	150	141	134	142	580	567	605
- 은	339	367	380	382	402	372	358	345	1,467	1,477	1,714
- 동	31	30	37	33	53	57	55	55	131	220	214
- 기타	58	52	58	61	60	65	65	60	229	250	260
영업이익	176	163	138	211	182	192	172	177	688	723	878
영업이익률	15.1%	13.3%	10.9%	15.2%	11.9%	12.3%	11.6%	12.0%	13.6%	12.0%	13.3%
세전이익	188	168	145	211	188	197	175	181	712	741	900
순이익	143	127	107	160	143	149	133	137	537	563	684
기본 가정											
원/달러 환율	1,199	1,168	1,140	1,133	1,170	1,130	1,155	1,145	1,160	1,145	1,155
아연 제련수수료(달러/톤)	245	245	245	245	245	245	245	245	203	200	200
아연 프리미엄(달러/톤)	205	227	165	257	250	250	250	250	214	250	250
연 프리미엄(달러/톤)	209	197	185	236	230	230	230	230	207	230	230
가격 전망											
아연 (달러/톤)	1,587	1,843	2,163	2,390	2,736	2,850	2,800	2,800	1,996	2,800	2,900
연 (달러/톤)	1,710	1,747	1,795	2,051	2,246	2,450	2,500	2,450	1,826	2,450	2,550
금 (달러/oz)	1,123	1,247	1,318	1,276	1,193	1,100	1,050	1,100	1,241	1,100	1,100
은 (달러/oz)	14.5	16.2	18.9	18.1	17.1	17.0	16.5	17.0	16.9	17.0	16.5
동 (달러/톤)	4,575	4,847	4,751	4,968	5,776	6,000	6,300	6,000	4,785	6,000	6,300
출하량 전망											
아연(천톤)	166	161	151	166	161	170	150	158	644	638	650
연(천톤)	95	96	110	120	105	109	106	105	420	425	430
금(천 oz)	3.6	3.7	2.9	2.3	3.1	3.2	3.1	3.2	12.4	12.6	13.5
은(천 oz)	606	613	566	564	610	609	569	559	2,349	2,346	2,550
동(천톤)	5.7	5.4	6.8	5.4	7.5	7.8	7.2	7.5	23.2	30.0	30.0

자료: 한국투자증권

&lt;표 4&gt; 연결기준 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	1,352	1,410	1,459	1,627	1,779	1,820	1,725	1,715	5,848	7,039	7,605
- 고려아연	1,166	1,227	1,264	1,387	1,529	1,560	1,475	1,475	5,045	6,039	6,605
- 자회사	186	182	195	239	250	260	250	240	803	1,000	1,000
영업이익	187	180	161	236	213	217	203	205	765	838	985
- 고려아연	176	163	138	211	182	192	172	177	688	723	878
- 자회사	11	17	23	26	31	25	31	28	76	115	107
영업이익률	13.9%	12.8%	11.0%	14.5%	12.0%	11.9%	11.8%	11.9%	13.1%	11.9%	13.0%
- 고려아연	15.1%	13.3%	10.9%	15.2%	11.9%	12.3%	11.6%	12.0%	13.6%	12.0%	13.3%
- 자회사	6.0%	9.2%	11.7%	10.7%	12.5%	9.5%	12.5%	11.5%	9.5%	11.5%	10.7%
세전이익	197	185	179	240	220	224	210	211	802	865	1,007
지배지분순이익	145	137	129	178	165	168	158	159	592	651	758

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 QSL 공법과 독자적인 fumer 기술을 통해 세계 제련사 중 가장 높은 금속회수율을 자랑하고 있다. 2015년 기준 매출비중은 은 27%, 아연 36%, 연 17%, 동 3%, 금 10%, 기타 7%이다.

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
유동자산	2,674	2,538	2,895	3,602	4,196
현금성자산	175	239	309	634	913
매출채권및기타채권	337	308	358	493	608
채고자산	1,278	1,015	1,204	1,408	1,521
비유동자산	2,968	3,370	3,588	3,742	3,946
투자자산	745	823	992	1,052	1,175
유형자산	2,112	2,428	2,484	2,555	2,625
무형자산	65	71	74	89	96
자산총계	5,642	5,908	6,483	7,344	8,142
유동부채	551	390	537	588	672
매입채무및기타채무	270	250	368	443	479
단기차입금및단기사채	122	20	24	28	32
유동성장기부채	11	9	6	4	1
비유동부채	308	299	283	264	265
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	39	24	17	7	2
부채총계	859	689	820	852	937
지배주주지분	4,634	5,077	5,516	5,971	6,515
자본금	94	94	94	94	94
자본잉여금	57	57	57	57	57
기타자본	(54)	(54)	(54)	(54)	(54)
이익잉여금	4,474	4,865	5,300	5,761	6,311
비지배주주지분	149	142	146	149	151
자본총계	4,783	5,219	5,663	6,119	6,666

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
영업활동현금흐름	404	945	681	577	851
당기순이익	505	514	595	657	765
유형자산감가상각비	156	174	219	220	225
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(348)	216	(184)	(308)	(147)
기타	91	41	51	8	8
투자활동현금흐름	(564)	(651)	(459)	(423)	(522)
유형자산투자	(392)	(480)	(184)	(295)	(298)
유형자산매각	4	6	3	4	2
투자자산순증	(178)	(178)	(279)	(71)	(133)
무형자산순증	(0)	(0)	(0)	(15)	(7)
기타	2	1	1	(46)	(86)
재무활동현금흐름	(87)	(236)	(157)	(202)	(215)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	3	(120)	(5)	(6)	(1)
배당금지급	(90)	(116)	(152)	(150)	(194)
기타	0	0	0	(46)	(20)
기타현금흐름	2	6	5	0	0
현금의증가	(244)	64	70	(48)	113

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

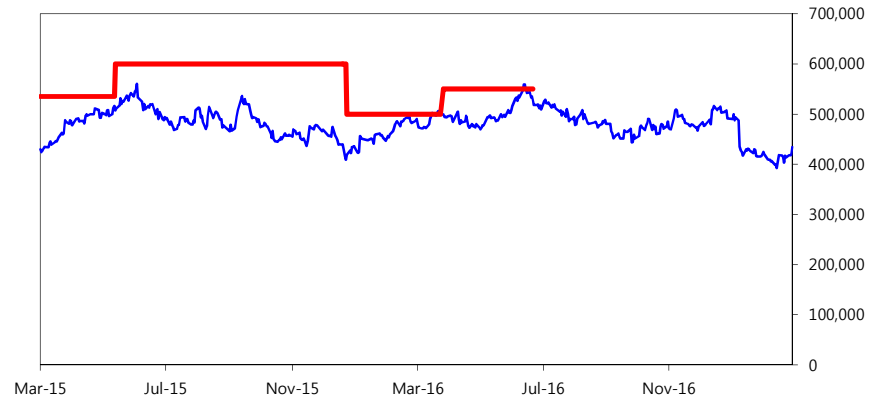
	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
매출액	4,939	4,771	5,848	7,039	7,605
매출원가	4,113	3,929	4,905	5,993	6,398
매출총이익	826	842	943	1,047	1,207
판매관리비	143	170	178	209	222
영업이익	683	672	765	838	985
금융수익	63	61	92	73	70
이자수익	40	25	25	30	38
금융비용	53	44	46	42	44
이자비용	3	2	1	1	1
기타영업외손익	(6)	4	(7)	0	0
관계기업관련손익	(4)	(9)	(2)	(4)	(4)
세전계속사업이익	683	685	802	865	1,007
법인세비용	178	171	207	208	242
연결당기순이익	505	514	595	657	765
지배주주지분순이익	501	509	592	651	758
기타포괄이익	36	39	(6)	(6)	(6)
총포괄이익	541	553	588	651	759
지배주주지분포괄이익	540	558	590	649	756
EBITDA	839	846	983	1,058	1,210

## 주요 투자지표

	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	28,362	28,820	33,519	36,811	42,875
BPS	248,406	271,901	295,176	319,242	348,089
DPS	6,500	8,500	8,500	11,000	12,000
성장성(% , YoY)					
매출증가율	2.5	(3.4)	22.6	20.4	8.0
영업이익증가율	14.0	(1.5)	13.8	9.6	17.6
순이익증가율	11.9	1.6	16.3	9.8	16.5
EPS증가율	11.9	1.6	16.3	9.8	16.5
EBITDA증가율	12.5	0.9	16.2	7.6	14.4
수익성(%)					
영업이익률	13.8	14.1	13.1	11.9	13.0
순이익률	10.2	10.7	10.1	9.2	10.0
EBITDA Margin	17.0	17.7	16.8	15.0	15.9
ROA	9.4	8.9	9.6	9.5	9.9
ROE	11.4	10.5	11.2	11.3	12.1
배당수익률	1.6	1.8	1.8	2.5	2.8
배당성향	22.9	29.5	25.4	29.9	28.0
안정성					
순차입금(십억원)	(880)	(1,155)	(1,271)	(1,650)	(2,018)
차입금/자본총계비율(%)	3.6	1.0	0.9	0.6	0.5
Valuation(X)					
PER	14.2	16.3	14.2	11.8	10.1
PBR	1.6	1.7	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	8.1	9.2	7.9	6.3	5.2

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
고려아연(010130)	2015.04.13	매수	535,000 원
	2015.06.11	매수	600,000 원
	2016.01.22	매수	500,000 원
	2016.04.25	매수	550,000 원
	2016.07.22	중립	-



## ■ Compliance notice

- 당사는 2017년 3월 30일 현재 고려아연 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 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 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

## ■ 투자등급 비율 (2016.12.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.6%	21.1%	1.3%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

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

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 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.