

## 고려아연(010130)

중립(유지)

주가(6/20, 원)	390,500
시가총액(십억원)	7,369
발행주식수(백만)	19
52주 최고/최저가(원)	546,000/390,500
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	17,749
유동주식비율(%)	44.9
외국인지분율(%)	25.0
주요주주(%)	최창걸 외 38 인 42.5
	국민연금 8.1

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2016A	5,848	765	592	33,519	16.3	983	14.2	7.9	1.6	11.2	1.8
2017A	6,597	895	629	35,591	6.2	1,123	13.9	6.7	1.5	11.0	2.0
2018F	7,042	693	547	30,971	(13.0)	924	12.7	6.1	1.2	9.0	3.0
2019F	7,323	595	432	24,465	(21.0)	828	16.1	6.5	1.1	6.8	3.3
2020F	7,616	640	466	26,344	7.7	876	14.9	6.1	1.1	7.1	3.3

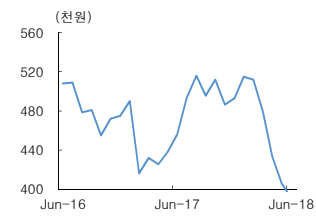
주: 순이익은 지분법적용 순이익

### 반등을 기대하기 쉽지 않은 업황

#### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(12.0)	(20.3)	(9.8)
상대주가(%p)	(8.0)	(15.9)	(9.6)

#### 주가추이



**2분기 연결 영업이익 컨센서스 하회 예상:** 2분기 연결 영업이익이 1,869억원으로 컨센서스 2,211억원을 15.5% 하회할 것으로 추정된다. 연과 아연 제련수수료가 하락했는데 2분기부터 반영이 시작된다. 게다가 금을 제외하고 아연, 연, 은 등 주요 제품의 가격이 하락했다. 1분기보다 대외 변수가 부정적이어서 영업이익이 감소할 수밖에 없는 상황이다. 다만 징크옥사이드코리아의 조산화아연을 통한 아연 생산이 늘었을 가능성은 있고, 이 경우 이익 감소폭이 줄 수 있다. 이를 감안하더라도 제련수수료 하락, 금속 가격 하락 등 주요 변수가 부정적인 환경이라는 점은 벗어날 수 없다.

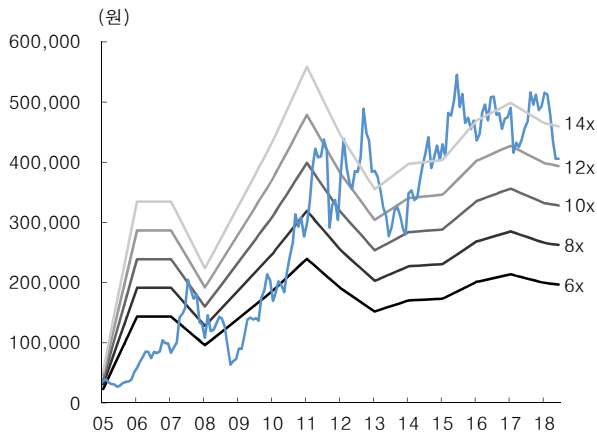
**하반기 아연 가격 약세 예상:** 제련수수료가 결정되었으므로 이제 향후 주가의 향배는 금속 가격에 의해 결정될 것이다. 그리고 매출액 비중이 가장 큰 아연 가격이 가장 중요하다. 우리는 하반기에 아연 가격이 하락할 것으로 전망한다. 제련수수료 하락에도 불구하고 높은 아연 가격을 기반으로 글로벌 주요 아연 제련사들이 2018년에 생산량을 늘리고 있기 때문이다. 생산일수가 많은 2분기에 아연 생산량이 늘고 시장에 출회되는 3분기 이후 아연 가격이 하락할 가능성이 높다. 적어도 강세를 보이긴 어려울 것으로 판단한다.

**반등을 기대하기 어려운 상황:** 우리가 투자 의견을 '중립'으로 하향한 3월 28일 이후 주가가 15% 이상 하락했다. 그 사이 우리의 예상대로 제련수수료가 하락했고, 주요 비철금속 가격도 약세가 지속되었기 때문이다. 그럼에도 불구하고 2018년 실적 전망 기준 PER은 12.2배(EPS 증가율 -6.7%), PBR은 1.2배(ROE 9.6%)로 업종 내에서 가장 높다. 최근 하락에도 불구하고 주가의 반등을 기대하기는 어려운 상황이다. 투자 의견 '중립'을 유지한다.

최문선

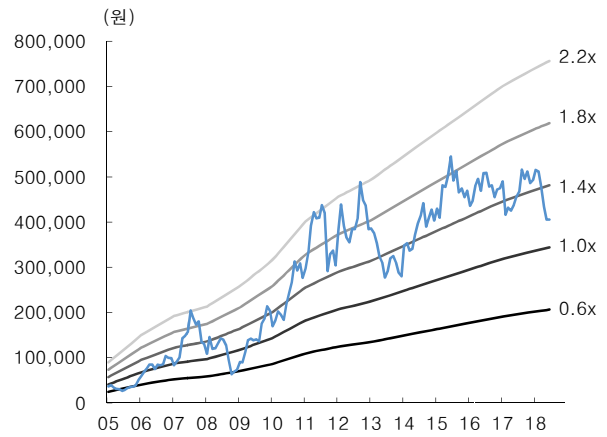
moonsun@truefriend.com

[그림 42] PER band



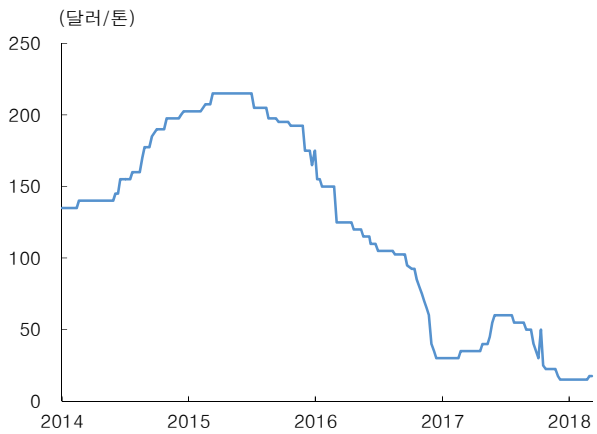
자료: 한국투자증권

[그림 43] PBR band



자료: 한국투자증권

[그림 44] 중국 아연 spot 제련수수료



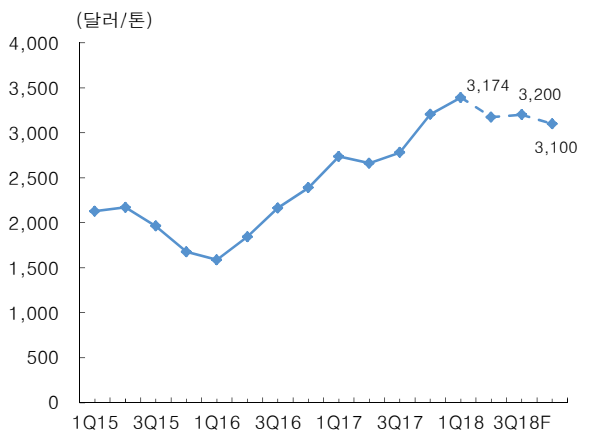
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 45] 중국 연 spot 제련수수료



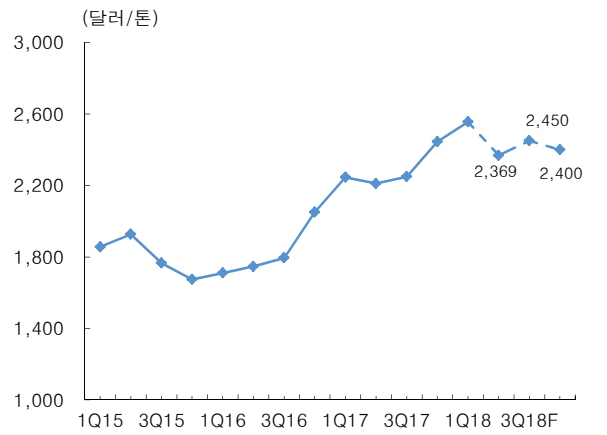
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 46] 분기별 아연 가격 전망



자료: Datastream, 한국투자증권

[그림 47] 분기별 연 가격 전망



자료: Datastream, 한국투자증권

〈표 7〉 별도기준 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017F	2018F	2019F
매출액	1,339	1,388	1,342	1,384	1,318	1,450	1,410	1,427	5,452	5,605	6,102
- 아연	469	528	527	538	587	600	597	594	2,062	2,378	2,533
- 연	281	302	279	327	258	288	286	319	1,190	1,161	1,182
- 금	130	125	123	118	96	170	137	132	496	656	676
- 은	352	325	295	285	256	280	270	269	1,257	1,204	1,235
- 동	34	38	39	39	35	44	50	43	150	181	187
- 기타	71	71	79	77	87	70	70	70	298	297	290
영업이익	208	218	164	171	160	143	136	137	761	576	549
영업이익률	15.5%	15.7%	12.3%	12.4%	12.1%	9.9%	9.7%	9.6%	14.0%	10.3%	9.0%
세전이익	196	243	179	149	170	150	143	144	767	597	571
순이익	148	151	136	97	125	113	107	108	531	453	428
기본 가격											
원/달러 환율	1,170	1,130	1,132	1,104	1,070	1,070	1,070	1,070	1,145	1,070	1,070
아연 기본 제련수수료(USD/tonne)	172	172	172	172	140	140	140	140	172	140	150
아연 프리미엄(USD/tonne)	180	177	234	240	248	220	200	200	208	217	210
연 프리미엄(USD/tonne)	192	208	200	204	220	200	190	200	201	203	200
가격 전망											
아연 가격(달러/톤)	2,736	2,662	2,782	3,204	3,391	3,174	3,200	3,100	2,846	3,216	3,300
연 가격(달러/톤)	2,246	2,212	2,250	2,445	2,556	2,369	2,450	2,400	2,288	2,444	2,600
금 가격(달러/oz)	1,193	1,249	1,261	1,293	1,310	1,322	1,270	1,250	1,249	1,288	1,300
은 가격(달러/oz)	17.1	17.5	16.7	17.1	16.6	16.5	16.6	16.5	17.1	16.6	17.0
동 가격(달러/톤)	5,776	5,704	6,066	6,737	7,100	6,821	7,400	7,600	6,071	7,230	7,500
출하량 전망											
아연(천톤)	138	165	154	141	151	164	163	167	598	645	650
연(천톤)	99	110	101	112	87	104	100	114	422	406	410
금(톤)	2.9	2.7	2.6	2.6	2.1	3.7	3.1	3.0	10.9	11.8	13.5
은(톤)	559	508	485	471	444	488	469	470	2,022	1,870	1,925
동(천톤)	4.9	5.9	5.4	5.2	4.7	6.1	6.4	5.4	21.5	24.0	24.0

자료: 한국투자증권

〈표 8〉 연결기준 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017F	2018F	2019F
매출액	1,574	1,672	1,617	1,734	1,683	1,813	1,762	1,784	6,597	7,042	7,323
- 고려아연	1,339	1,388	1,342	1,384	1,318	1,450	1,410	1,427	5,452	5,605	6,102
- 자회사	235	284	275	350	365	363	352	357	1,144	1,121	1,220
영업이익	236	248	187	223	200	187	179	180	895	745	709
- 고려아연	208	218	164	171	160	143	136	137	761	576	549
- 자회사	28	31	23	52	40	44	43	43	134	169	161
영업이익률	15.0%	14.9%	11.6%	12.8%	11.9%	10.3%	10.2%	10.1%	13.6%	10.6%	9.7%
- 고려아연	15.5%	15.7%	12.3%	12.4%	12.1%	9.9%	9.7%	9.6%	14.0%	10.3%	9.0%
- 자회사	12.0%	10.8%	8.3%	14.8%	11.0%	12.1%	12.1%	12.1%	11.7%	15.1%	13.2%
세전이익	230	274	200	221	210	193	185	186	802	780	732
지배주주순이익	167	168	149	145	146	145	139	140	629	587	570

자료: 한국투자증권

### 기업개요 및 용어해설

고려아연은 1978년 아연제련공장을 시작으로 아연, 연, 금, 은, 동, 인듐, 갈륨 및 황산 등을 생산하는 종합비철금속 제련회사로 성장하였다. 아연 생산량 기준으로 Nyrstar(벨기에), Glencore Xstrata(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. 2016년 기준 매출비중은 은 29%, 아연 33%, 연 20%, 동 3%, 금 12%, 기타 5%이다.

- 기본 제련 수수료: 제련사가 광산으로부터 정광을 구매할 때 정광 가격에서 차감. 높을수록 제련사가 유리
- 아연 프리미엄: 기준 가격과 판매 가격의 차이. 금속의 수급 상황, 지리적 위치 등에 의해 변동
- Free metal: 제련사가 광산으로부터 정광을 구매할 때 일정 비율만큼 할인하는 것

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	2,895	3,670	3,894	4,196	4,363
현금성자산	309	597	845	1,025	1,066
매출채권및기타채권	358	364	563	586	609
재고자산	1,204	1,355	1,408	1,465	1,523
비유동자산	3,588	3,368	3,747	3,862	3,980
투자자산	992	523	815	847	881
유형자산	2,484	2,703	2,780	2,857	2,934
무형자산	74	80	85	88	92
자산총계	6,483	7,038	7,641	8,058	8,343
유동부채	537	607	980	1,220	1,289
매입채무및기타채무	368	439	469	487	507
단기차입금및단기사채	24	17	9	2	0
유동성장기부채	6	5	4	2	1
비유동부채	283	326	250	255	263
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	17	12	7	2	0
부채총계	820	932	1,230	1,474	1,552
지배주주지분	5,516	5,960	6,265	6,435	6,638
자본금	94	94	94	94	94
자본잉여금	57	56	56	56	56
기타자본	(54)	(54)	(54)	(54)	(54)
이익잉여금	5,300	5,782	6,118	6,321	6,557
비지배주주지분	146	145	149	153	156
자본총계	5,663	6,106	6,414	6,587	6,794

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	681	797	847	848	707
당기순이익	595	634	553	436	469
유형자산감가상각비	219	228	230	233	236
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(184)	(124)	55	177	(1)
기타	51	59	9	2	3
투자활동현금흐름	(459)	(324)	(365)	(421)	(427)
유형자산투자	(184)	(497)	(309)	(312)	(315)
유형자산매각	3	1	2	2	2
투자자산순증	(279)	175	(328)	(64)	(66)
무형자산순증	(0)	(3)	(5)	(3)	(4)
기타	1	0	275	(44)	(44)
재무활동현금흐름	(157)	(173)	(231)	(247)	(239)
자본의증가	0	1	0	0	0
차입금의순증	(5)	(14)	(14)	(14)	(5)
배당금지급	(152)	(152)	(177)	(212)	(230)
기타	0	(8)	(40)	(21)	(4)
기타현금흐름	5	(13)	0	0	0
현금의증가	70	288	252	180	41

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

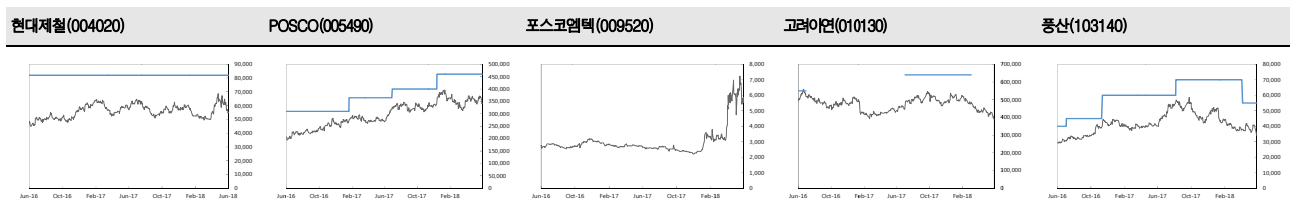
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	5,848	6,597	7,042	7,323	7,616
매출원가	4,905	5,528	6,139	6,514	6,775
매출총이익	943	1,069	902	809	841
판매관리비	178	174	209	214	201
영업이익	765	895	693	595	640
금융수익	92	81	70	90	94
이자수익	25	38	44	47	50
금융비용	46	54	32	54	53
이자비용	1	1	1	0	0
기타영업외손익	(7)	3	0	4	4
관계기업관련손익	(2)	1	(4)	1	1
세전계속사업이익	802	926	728	636	685
법인세비용	207	292	175	201	216
연결당기순이익	595	634	553	436	469
지배주주지분순이익	592	629	547	432	466
기타포괄이익	(6)	(33)	(33)	(33)	(33)
총포괄이익	588	602	520	403	437
지배주주지분포괄이익	590	595	516	400	433
EBITDA	983	1,123	924	828	876

## 주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	33,519	35,591	30,971	24,465	26,344
BPS	295,176	318,698	334,819	343,847	354,635
DPS	8,500	10,000	12,000	13,000	13,000
성장성(% YoY)					
매출증가율	22.6	12.8	6.7	4.0	4.0
영업이익증가율	13.8	17.0	(22.5)	(14.1)	7.6
순이익증가율	16.3	6.2	(13.0)	(21.0)	7.7
EPS증가율	16.3	6.2	(13.0)	(21.0)	7.7
EBITDA증가율	16.2	14.2	(17.7)	(10.3)	5.7
수익성(%)					
영업이익률	13.1	13.6	9.8	8.1	8.4
순이익률	10.1	9.5	7.8	5.9	6.1
EBITDA Margin	16.8	17.0	13.1	11.3	11.5
ROA	9.6	9.4	7.5	5.6	5.7
ROE	11.2	11.0	9.0	6.8	7.1
배당수익률	1.8	2.0	3.0	3.2	3.2
배당성향	25.4	28.1	38.7	53.1	49.3
안정성					
순차입금(십억원)	(1,271)	(1,897)	(1,881)	(2,117)	(2,208)
차입금/자본총계비율(%)	0.9	0.6	0.3	0.1	0.0
Valuation(X)					
PER	14.2	13.9	12.7	16.1	14.9
PBR	1.6	1.5	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	7.9	6.7	6.1	6.5	6.1

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율		종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비					평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
현대제철(004020)	2016.04.27	매수	82,000원	-34.4	-21.3		2016.07.22	중립	-	-	-
	2017.04.27	1년경과		-30.9	-21.2		2017.07.22	1년경과		-	-
POSCO(005490)	2016.04.21	매수	310,000원	-24.4	-8.9	종산(103140)	2017.07.25	매수	640,000원	-21.5	-14.7
	2017.02.10	매수	365,000원	-23.0	-13.0		2018.03.28	중립	-	-	-
	2017.07.20	매수	400,000원	-17.9	-13.3		2016.04.27	매수	40,000원	-24.6	-20.0
	2018.01.03	매수	460,000원	-	-		2016.07.27	매수	45,000원	-23.5	-8.6
포스코엡텍(009520)	2016.06.01	중립	-	-	-		2016.12.05	매수	60,000원	-28.5	-7.3
	2017.06.01	1년경과		-	-		2017.08.30	매수	70,000원	-33.7	-16.3
고려아연(010130)	2016.04.25	매수	550,000원	-8.9	1.6		2018.04.30	매수	55,000원	-	-



### ■ Compliance notice

- 당사는 2018년 6월 20일 현재 현대제철, POSCO, 포스코엡텍, 고려아연, 종산 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 현대제철, POSCO 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 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

※ 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.