

고려아연(010130)

낮아진 아연 제련수수료와 깊어지는 고민

2019년 연간 계약 제련수수료가 온기로 반영되면서 실적 개선
비철금속과 귀금속 가격의 방향성이 중요하지만 제련수수료에 더욱 민감
중국 spot 제련수수료에 따라 향후 실적 조정도 가능. 과도한 기대는 금물

Facts : 높아진 제련수수료로 따뜻한 2분기

2분기 고려아연 연결 매출액 1.7조원, 영업이익 2,421억원(영업이익률 13.9%)으로 시장 컨센서스에 부합했다. 2분기 아연 판매량 16.8만톤으로 1분기보다 약 3만톤 증가해 2분기 매출액과 영업이익은 전분기 대비 각각 16.4%, 36.4% 증가했다. 1분기 소급 적용된 제련수수료는 256억원(제련수수료 증가분 톤당 98달러 x 아연정광 매입량 23만톤 x 2분기 평균 환율 1,135원)으로 추정된다.

Pros & cons : 비철금속과 귀금속 가격보다 제련수수료가 더 중요

아연 가격이 톤당 10달러 상승하면 Free metal은 7억원 증가하며 은(Ag)가격이 톤 oz.당 10달러 상승하면 By product는 0.8억원 증가한다. 그리고 spot 제련수수료(TC, Treatment Charge)가 톤당 10달러 하락하면 연간 TC는 36억원 감소한다. TC, Free metal, By product 중 고려아연 수익에 가장 영향을 많이 미치는 것은 단연 제련수수료다. 우리가 spot TC의 변화에 민감할 수밖에 없는 이유다.

Action : 낮아진 아연 제련수수료와 깊어지는 고민

낮아진 spot TC는 고려아연의 3분기 실적과 2020년의 연간 계약 제련수수료인 Benchmark로까지 영향을 미친다. 물론 2020년 Benchmark TC를 미리 추정하기는 어렵다. 지난 5주간의 spot TC의 속도를 감안해 추정한 올해 연말 spot TC는 톤당 200달러로 작년 연말의 170달러를 소폭 상승하는 수준으로 예상된다.

우리는 2020년 Benchmark TC는 소폭의 상승 혹은 보합세를 유지할 것으로 전망된다. 이에 따라 글로벌 아연 정광 공급 확대에 따른 눈높이를 다소 현실적으로 조정해야 할 것이다. 과도한 기대는 실망감으로 이어질 수밖에 없기 때문이다. 현재 수준의 spot TC 하락이 실적 추정치를 조정할 수준은 아니지만 향후 spot TC의 하락이 지속될 경우 조정 여지는 있다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 560,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(7/24)	2,082
주가(7/24)	460,000
시가총액(십억원)	8,680
발행주식수(백만)	19
52주 최고/최저가(원)	489,000/374,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	15,114
유동주식비율/외국인지분율(%)	45.1/26.1
주요주주(%)	영풍 외 40 인 42.5
	국민연금공단 8.1

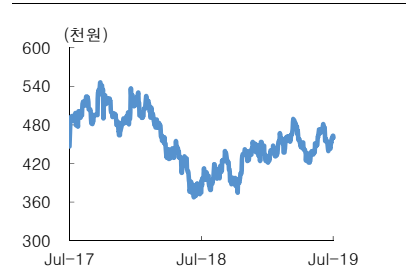
Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	14.5	12.1	11.7
PBR(x)	1.3	1.3	1.2
ROE(%)	8.6	10.5	10.2
DY(%)	2.5	2.4	2.4
EV/EBITDA(x)	5.8	5.5	5.2
EPS(원)	29,841	38,143	39,416
BPS(원)	334,050	354,937	377,025

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(2.0)	9.1	17.0
KOSPI 대비(%p)	0.0	12.1	25.7

주가추이



자료: FnGuide

정하늘

sky_j@truefriend.com

귀금속보다는 비철금속 가격이 중요

아연 제련업체의 4대 수익요소는 TC, Free metal, Premium, By product이다. 최근 귀금속 가격 상승에 따른 기대감을 고려해 제품가격에 영향을 받는 수익요소를 먼저 살펴보았다. TC를 제외하고 TC와 비철금속 가격에 영향을 받지 않는 Premium 외에 Free metal, By product 수익규모를 추정해 보자.

연간 아연 정광 매입량을 104만톤으로 가정하면 Free metal 6만톤(11% 가정), By product인 은(Ag) 7,331톤 oz.(26% 가정) 발생한다. Free metal 수익은 아연 가격이 톤당 10달러 상승할 때 7억원 증가한다. By product 수익은 은(Ag) 가격이 톤 oz.당 10달러 상승할 때 0.8억원 증가한다. 아연과 은 가격 중 고려아연이 더 민감한 것은 아연이다. 중국 spot TC에 따른 수익 변화를 살펴보자.

〈표 1〉 아연, 은 가격 변화와 수익(미화)

(단위: 달러/톤, 달러/t oz., 만달러)

아연 \ 은	12	14	16	18	20	22
2,000	12,126	12,127	12,129	12,130	12,132	12,133
2,200	13,338	13,339	13,340	13,342	13,343	13,345
2,400	14,549	14,551	14,552	14,554	14,555	14,557
2,600	15,761	15,762	15,764	15,765	15,767	15,768
2,800	16,973	16,974	16,976	16,977	16,979	16,980
3,000	18,184	18,186	18,187	18,189	18,190	18,192

주: 연간 아연 정광 매입 104만톤, 아연 정광 품위 53%, 은(Ag) 품위 200g/MT, Free metal 아연 11%, 은 26%
자료: 한국투자증권

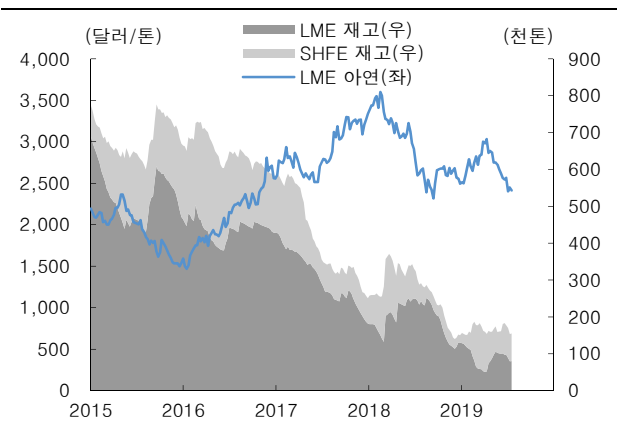
〈표 2〉 아연, 은 가격 변화와 수익(원화)

(단위: 달러/톤, 달러/t oz., 십억원)

아연 \ 은	12	14	16	18	20	22
2,000	142.8	142.8	142.9	142.9	142.9	142.9
2,200	157.1	157.1	157.2	157.2	157.2	157.2
2,400	171.4	171.4	171.4	171.4	171.5	171.5
2,600	185.7	185.7	185.7	185.7	185.7	185.8
2,800	199.9	199.9	200.0	200.0	200.0	200.0
3,000	214.2	214.2	214.2	214.3	214.3	214.3

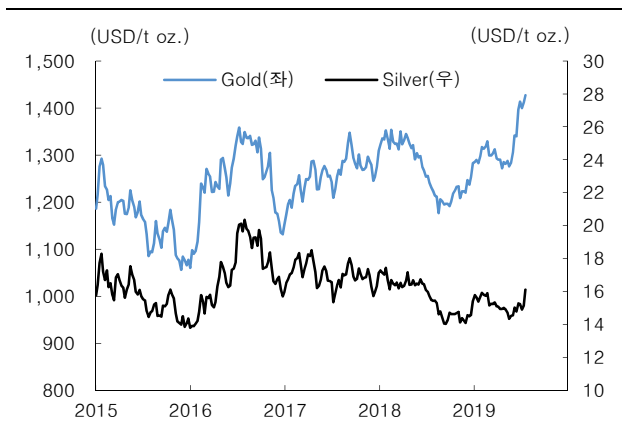
주: 연간 아연 정광 매입 104만톤, 아연 정광 품위 53%, 은(Ag) 품위 200g/MT, Free metal 아연 11%, 은 26%, 환율 1,178원/달러
자료: 한국투자증권

[그림 1] 여전히 부진한 아연 가격



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 2] 귀금속 가격의 상승은 호재



자료: Bloomberg, 한국투자증권

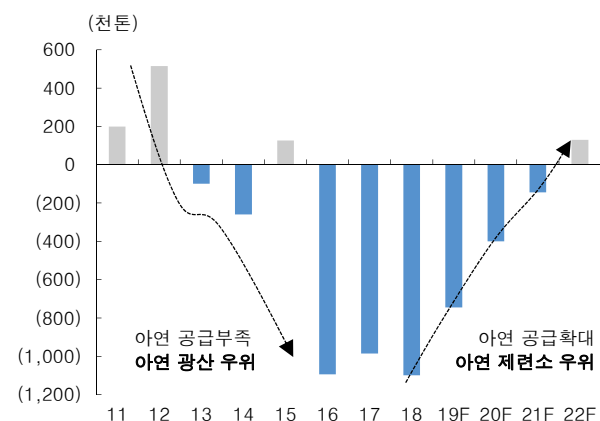
낮아진 아연 제련수수료와 깊어지는 고민

중국 spot TC에 따른 수익 변동을 알아보기에 앞서 아연 산업의 현황을 살펴보자. 2018년부터 아연 광산의 가동이 본격화됨에 따라 정광 공급이 늘어나면서 중국 spot TC는 같은 해 3월부터 상승하기 시작했다. 이에 따라 우리는 글로벌 아연 공급이 해소되는 시기인 2022년까지는 TC가 지속적으로 상승할 것으로 예한 바 있다. 그러나 중국 spot TC가 지난 6월 28일부터 하락세로 전환되면서 이러한 구조에 대한 의구심이 생기기 시작했다.

아연 정광 공급 증가가 제련수수료 상승으로 이어지기 위해서는 아연 정광 공급량이 제련량을 상회해야 한다는 전제조건이 필요하다. 최근 글로벌 아연 정광 공급량과 제련량의 방향성은 5월에 달라졌다. 아연 제련량이 정광 공급량을 상회하면서 제련수수료가 하락 전환한 것이다. 최근의 중국 spot TC를 고려할 때, 7월까지 제련량이 정광 공급량을 상회했을 것으로 전망한다.

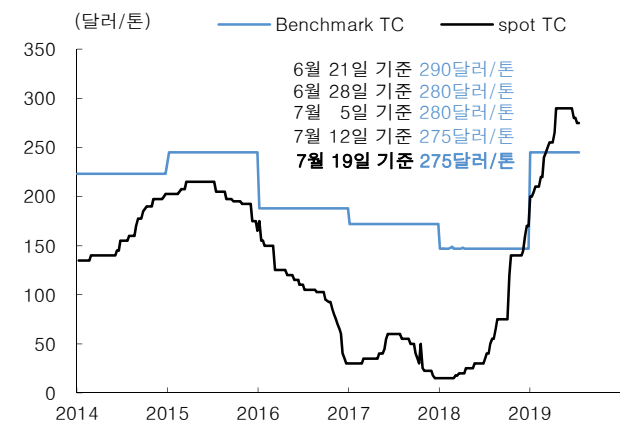
그렇다면 향후 TC는 어떤 방향으로 움직일까? 중국의 상황을 살펴보자.

[그림 3] 아연 정광 수급 밸런스: 공급 부족 2022년에 해소



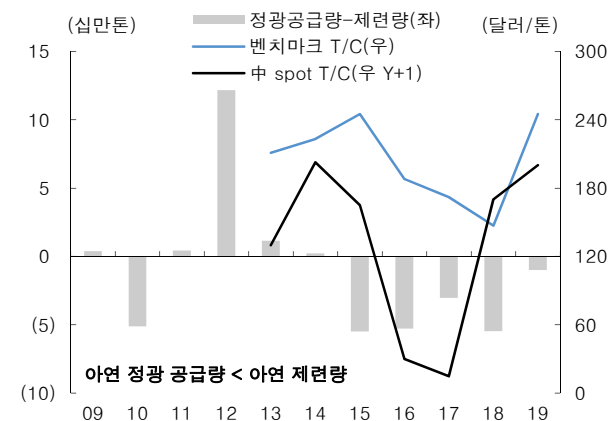
자료: Mining Technology, 한국투자증권

[그림 4] 아연 제련수수료, 6월말 이후 하락세로 전환



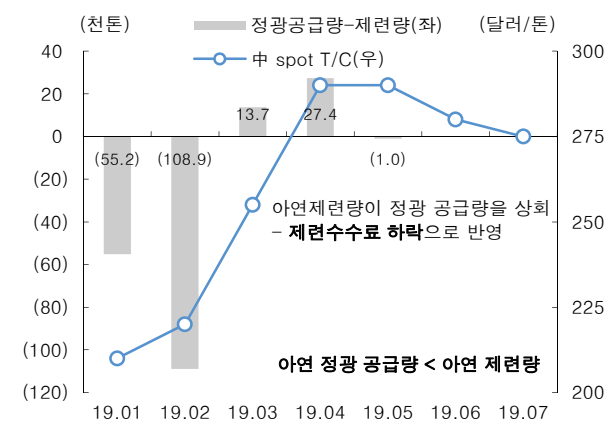
자료: WIND, 한국투자증권

[그림 5] 아연 정광 공급량 증가는 제련수수료 상승 요인



자료: WIND, 한국투자증권

[그림 6] 제련량의 증가는 제련수수료 하락으로 반영



자료: WIND, 한국투자증권

중국의 환경보호? 경기가 우선이다!

중국 비철금속 산업연감에 따르면 2018년 중국의 아연 제련규모는 글로벌의 42.3%(한국은 8.2%)에 달한다. 중국 아연 제련소의 가동 현황이 spot TC는 물론 글로벌 아연 가격의 방향성에 막대한 영향을 미칠 수밖에 없는 이유이다. 그렇다면 향후 중국 아연 제련규모를 어떻게 추정할 수 있을까?

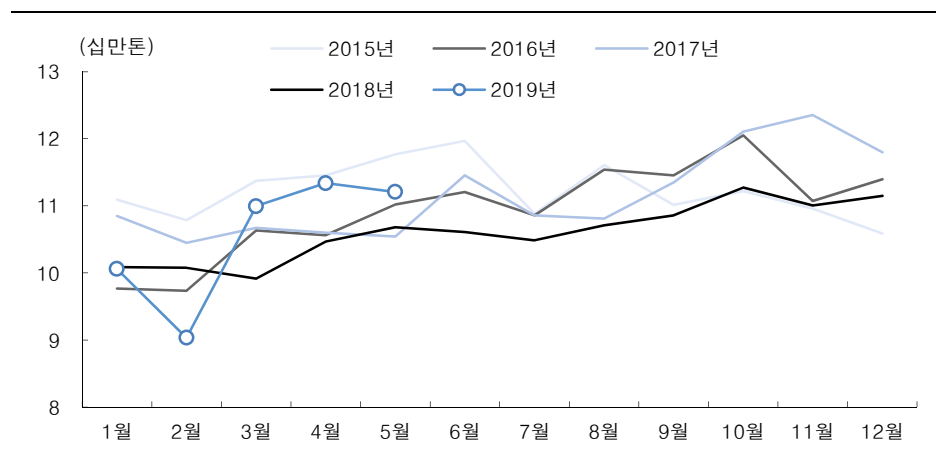
중국의 정책 방향성을 먼저 살펴보자. 중국은 2015년부터 중앙정부 차원에서 지방정부를 감찰할 수 있는 환경보호 감찰제도를 만들어 환경오염물질을 배출하는 업체에 대한 감찰과 처벌을 강화했다. 그리고 2018년 5월에는 환경보호부를 생태환경부로 개편하면서 국토부, 해양국 등으로 분산되어 있던 환경오염 관리감독 기능을 일원화시켰다. 이를 통해 환경보호 방향성을 명확히 하고 있다.

그러나 우리는 중국의 환경보호 정책 스탠스를 결정하는 중요한 요소는 환경오염보다는 경기상황이라는 판단을 유지한다. 실제로 중국에서의 환경이슈는 올해 들어 크게 부각되지 않고 있다. 물론 6월 말 허베이성 탕산 지역의 고로 가동률 제한 이슈가 있었으나 이는 2018년에도 시행했던 정책으로 여름철 냉방수요에 따른 결정이었다. 결국 예상 외의 정책 혹은 강화된 정책은 없었다.

일각에서는 중국의 환경보호 정책 기조를 고려할 때 아연 제련 규모가 기하급수로 증가할 수 없다고 지적한다. 동의한다. 그러나 환경보호 정책 기조 때문이 아니라 산업의 진입장벽 때문이라 생각한다. 이에 따라 우리는 중국 아연 제련소의 가동률에 주목한다. 새로운 기업의 진입보다 기존 기업의 가동률 상승 여부에 따라 제련량의 규모가 결정될 것으로 판단하기 때문이다.

실제 글로벌 아연 정광 공급과 제련 규모를 살펴보면 아연 정광 공급량은 과거와 비교할 때 크게 확대되지 않았음을 알 수 있다. 2019년 5개월 누적 아연 정광 공급량은 전년 대비 2.7% 증가했다. 그리고 동기간 아연 제련량은 2.2% 감소했다. 결국 아연 제련량이 증가하면 언제든지 spot TC는 하락할 수 있는 상황이었다.

[그림 7] 글로벌 아연 정광 공급량



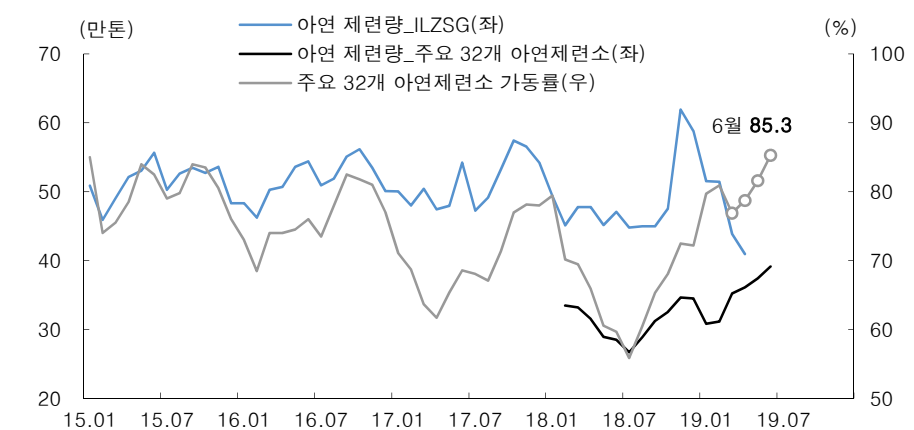
자료: WIND, 한국투자증권

중국의 아연제련소 가동률 상승, 그리고 spot TC 하락

중국의 아연 제련소 가동률은 3월 76.9%에서 6월 85.3%로 3개월간 8.4%p 상승했다. 이는 2015년 이후 가장 높은 수준이다. 중국의 아연 제련량 규모는 지속적으로 증가하고 있다. 즉 글로벌 아연 정광 공급량이 부진할 경우 언제든지 spot TC는 하락할 수 있음을 의미한다.

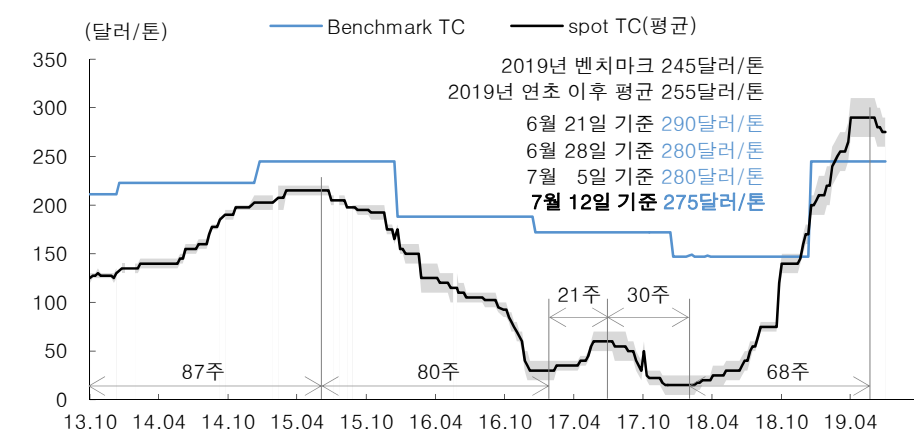
7월 19일 기준 중국 수입 아연의 제련수수료는 톤당 275달러로 전주 대비 보험세를 유지했다. 지난 6월 21일까지 68주간 단계적인 상승세를 지속해 온 제련수수료가 하락 추세로 전환되었다. 과거 spot TC를 살펴보면 주간 단위의 데이터이나 방향성의 유지기간은 최소 21주로 추세는 쉽게 달라지지 않았다. 우리는 이번 spot TC의 하락 역시 단기간에 끝나지 않을 것으로 판단한다. 그리고 이는 2020년의 Benchmark TC와 하반기 실적에 영향을 미칠 것이다.

[그림 8] 중국의 아연 제련규모와 가동률 현황



자료: WIND, mymetel, 한국투자증권

[그림 9] 중국 수입 아연 제련수수료: 가장 짧았던 유지기간은 21주



자료: WIND, 한국투자증권

중국 spot TC는 분기 실적과 내년 벤치마크 TC에 영향

고려아연의 아연 제련수수료는 Benchmark(연간 계약)와 spot을 모두 사용한다. 현재 고려아연의 제련수수료 비중을 정확하게 알 수 없으나 2016년 기준인 spot 비중 30%로 추정했다. 중국의 수입아연 spot 제련수수료가 톤당 10달러 하락할 때마다, 제련수수료 수익은 3달러가량 하락한다.

지난 2019년 1분기 고려아연의 아연 정광 매입량은 26만톤이었다. 만약 전분기 대비 spot 제련수수료가 10달러 하락했다면 전체 제련수수료는 78만달러 줄어든다. 즉 spot 제련수수료 10달러 하락은 고려아연의 분기당 제련수수료 수익의 9.2억원(원/달러 환율 1,178원 적용) 감소를 의미한다.

중국 spot TC가 하락하기 시작한 시점이 6월말이므로 실제 실적에 영향을 끼치는 시점은 3분기부터이다. 3분기와 4분기의 spot 제련수수료가 전분기 대비 각각 30달러 하락했다고 가정(원/달러 환율과 아연정광 매입량은 동일하다고 가정)할 때 분기당 30억원 가량의 제련수수료가 감소한다.

고려아연의 분기당 매출액이 1.4조원 수준으로 spot 제련수수료 하락에 따른 수익 감소의 비중이 아주 크지는 않다. 그러나 spot 제련수수료의 추세 전환은 2020년의 연간 계약 제련수수료인 benchmark로까지 영향을 미칠 수 있다는 점에서 부담스러운 변화임은 분명하다.

〈표 3〉 연간 제련수수료 수익 추정

(단위: 톤, 달러/톤, 만달러, 십억원)

구분	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년 F	2020년 F
아연정광 매입량	1,064,597	1,016,763	1,125,154	1,036,711	782,930	1,039,197	1,039,197
Benchmark TC	223	245	188	172	147	245	200
spot TC	203	165	30	15	68	251	150
미화 제련수수료	23,086	22,470	15,820	12,949	9,644	25,655	19,225
원화 제련수수료	254	263	191	138	108	296	222
원/달러 환율	1,099	1,170	1,206	1,067	1,116	1,155	1,155

주: 연간 spot TC, 원/달러 환율은 연말치를 적용. 2019년 spot TC와 2020년의 두 가지 TC 모두 추정치를 적용
자료: 고려아연, 한국투자증권

〈표 4〉 분기별 제련수수료 수익 추정

(단위: 톤, 달러/톤, 만달러, 십억원)

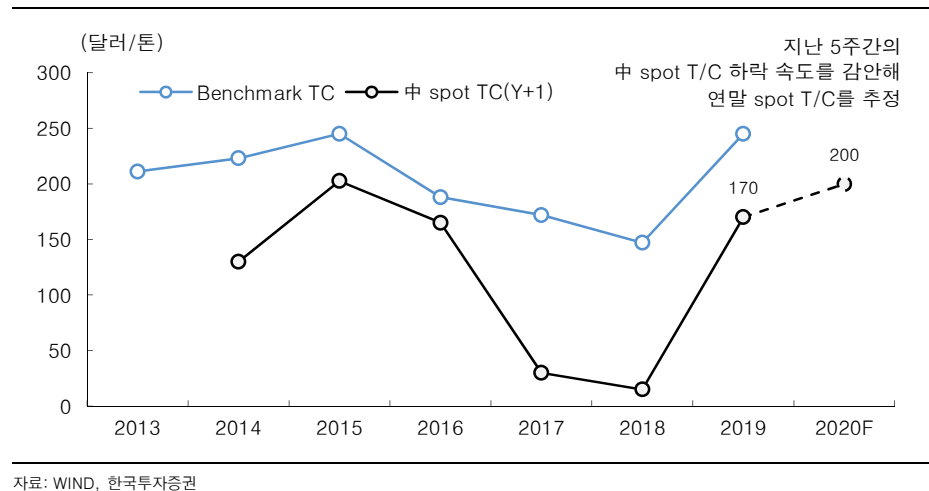
구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F
아연정광 매입량	245,879	192,232	172,410	172,410	259,799	259,799	259,799	259,799
Benchmark TC	147	147	147	147	245	245	245	245
spot TC	20	30	75	170	255	280	250	220
미화 제련수수료	2,678	2,151	2,162	2,653	6,443	6,638	6,404	6,170
원화 제련수수료	28	24	24	30	73	77	74	71
원/달러 환율	1,064	1,115	1,109	1,116	1,135	1,155	1,155	1,155

주: 연간 spot TC, 원/달러 환율은 분기말 데이터를 적용. 2019년 3~4분기의 spot TC는 모두 추정치를 적용
자료: 고려아연, 한국투자증권

2020년 benchmark TC를 지금 시점에서 예단하기는 어렵다. 그러나 과거 중국 spot TC와의 상관관계를 살펴보면 spot TC의 움직임을 통해 예상할 수 있다. 사실상 전년도 연말 spot TC에 따라 연간 benchmark TC의 방향성이 결정되기 때문이다. 결국 우리는 연말 spot TC 전망을 통해 내년을 예상하는 것이다.

지난 5주간의 spot TC의 속도를 감안해 추정한 올해 연말 spot TC는 톤당 200달러로 작년 연말의 170달러를 소폭 상승하는 수준으로 예상된다. 결국 2020년 benchmark TC는 소폭 상승 혹은 보합세를 유지할 것으로 전망된다. 이에 따라 우리는 글로벌 아연 정광 공급 확대에 따른 눈높이를 다소 현실적으로 조정해야 한다고 판단한다. 과도한 기대는 실망감으로 이어질 수밖에 없기 때문이다.

[그림 10] 중국 spot TC 하락은 2020년 benchmark TC에도 영향



〈표 5〉 분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	1,787.6	1,773.5	1,638.8	1,496.7	1,742.7	16.4	(2.5)	1,736.1
영업이익	218.1	195.1	151.4	177.5	242.1	36.4	11.0	250.1
영업이익률(%)	12.2	11.0	9.2	11.9	13.9			14.4
세전이익	219.7	202.3	136.3	212.1	257.6	21.5	17.3	261.9
순이익	151.4	140.4	90.1	151.2	184.5	22.0	21.9	180.6

자료: 한국투자증권

〈표 6〉 별도 기준, 실적 전망

(단위: 십억원, 천톤, %)

	2018	2019F	2020F	2021F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19F	4Q19F
매출액	5,528	5,389	5,505	5,542	1,318	1,483	1,429	1,298	1,194	1,372.4	1,364	1,362
아연	2,331	2,297	2,378	2,412	587	620	600	525	445	584	575	638
연	1,129	1,056	1,088	1,098	258	279	317	274	261	263	275	268
금	404	424	430	431	96	127	97	84	92	99	96	106
은	1,121	1,116	1,122	1,122	256	313	293	260	266	293	273	271
기타	542	495	487	479	122	144	122	154	130	133	145	79
판매량	1,114,925	1,120,286	1,125,749	1,125,749	242,727	278,112	305,034	289,052	249,937	279,855	293,395	297,099
아연	676,482	676,482	676,482	676,482	150,659	171,754	182,972	171,097	138,224	167,909	178,776	191,573
연	412,523	416,648	420,815	420,815	86,917	98,994	115,457	111,155	104,438	105,173	108,078	98,960
금	8,985	9,165	9,348	9,348	2,082	2,798	2,211	1,894	1,936	2,022	2,241	2,966
은	1,994	2,034	2,075	2,075	444	542	515	493	480	516	506	532
기타	14,941	15,957	17,030	17,030	2,625	4,024	3,879	4,413	4,859	4,235	3,794	3,069
영업이익	648	760	804	837	160	184	164	139	154	230	188	175
(영업이익률)	11.7	14.1	14.6	15.1	12.1	12.4	11.5	10.7	12.9	16.7	13.8	12.8%

자료: 고려아연, 한국투자증권

〈표 7〉 연결 기준, 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	2018	2019F	2020F	2021F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19F	4Q19F
매출액	6,883	6,640	6,827	6,958	1,683	1,788	1,773	1,639	1,497	1,743	1,672	1,625
비철금속 제조 및 판매	6,576	6,124	6,117	6,192	1,596	1,787	1,680	1,512	1,389	1,651	1,590	1,383
고려아연 별도	5,528	5,389	5,505	5,542	1,318	1,483	1,429	1,298	1,194	1,372	1,364	1,362
고려아연 외	1,048	735	612	650	278	304	251	214	195	279	226	22
비철금속 수출입	837	920	1,013	1,114	180	173	251	233	167	205	286	261
광산개발 등	109	95	95	96	28	26	29	27	25	23	24	22
(연결조정)	639	500	397	444	120	199	186	133	85	188	228	(9)
영업이익	765	896	928	953	200	218	195	151	178	242	207	256
(영업이익률)	11.1	13.5	13.6	13.7	11.9	12.2	11.0	9.2	11.9	13.9	12.4	15.8
비철금속 제조 및 판매	748	887	916	951	201	209	186	152	166	251	207	249
고려아연 별도	648	760	804	837	160	184	164	139	154	230	188	175
고려아연 외	101	127	113	114	41	25	22	12	12	22	19	75
비철금속 수출입	12	12	12	12	2	3	1	5	4	3	2	4
광산개발 등	3	(1)	0	1	1	2	2	(2)	1	(2)	(2)	1
지배주주순이익	527	674	697	715	146	151	140	90	151	185	155	173
지배주주	98.6	99.2	99.0	98.9	98.7	99.1	99.6	96.1	98.6	100.1	99.2	98.6

자료: 고려아연, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

고려아연은 1978년 아연제련공장을 시작으로 아연, 연, 금, 은, 동, 인듐, 갈륨 및 황산 등을 생산하는 종합비철금속 제련회사로 성장. 아연 생산량 기준 세계1위(영동그룹). 아연과 연 정광을 광산으로부터 매입해 제련함으로써 아연, 연을 생산. 이뿐만 아니라 부산물 재처리를 통해 금, 은, 동 등 기타 유가금속까지 회수.

- 아연(Zinc): 도금용, 합금으로 기계부품 제조, 황동 제조 등에 들어가는 소재로 전자제품, 자동차 등에 사용
- 제련수수료(TC, Treatment charge): 광산업체가 캐낸 정광을 제련함으로써 제련사가 받는 수수료
- 정광(concentrate): 제련원료로 직접 사용할 수 있을 정도로 품위가 높아진 광석
- 프리미엄(premium): 비철금속을 판매할 때, 시장 가격보다 높게 판매하는 정도. 판매가격 = 기준가격 + 프리미엄

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	3,670	3,966	3,944	4,069	4,133
현금성자산	597	656	633	651	663
매출채권및기타채권	364	319	308	316	323
재고자산	1,355	1,288	1,361	1,413	1,426
비유동자산	3,368	3,260	3,662	3,993	4,370
투자자산	523	333	321	330	337
유형자산	2,703	2,785	3,203	3,522	3,890
무형자산	80	86	83	85	87
자산총계	7,038	7,226	7,606	8,062	8,503
유동부채	607	538	535	562	556
매입채무및기타채무	439	387	373	384	391
단기차입금및단기사채	17	19	20	22	24
유동성장기부채	5	5	5	4	4
비유동부채	326	313	297	303	309
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	12	7	2	0	0
부채총계	932	851	832	866	865
지배주주지분	5,960	6,250	6,644	7,061	7,496
자본금	94	94	94	94	94
자본잉여금	56	56	56	56	56
기타자본	(54)	(54)	(54)	(54)	(54)
이익잉여금	5,782	6,138	6,618	7,120	7,641
비지배주주지분	145	125	129	135	142
자본총계	6,106	6,375	6,773	7,196	7,639

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	797	888	891	992	1,046
당기순이익	634	535	680	704	723
유형자산감가상각비	228	258	287	316	344
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(124)	(3)	(74)	(29)	(23)
기타	59	98	(2)	1	2
투자활동현금흐름	(324)	(650)	(712)	(772)	(833)
유형자산투자	(497)	(316)	(707)	(635)	(714)
유형자산매각	1	1	1	1	1
투자자산순증	175	(327)	(69)	(89)	(87)
무형자산순증	(3)	(8)	3	(2)	(2)
기타	0	0	60	(47)	(31)
재무활동현금흐름	(173)	(183)	(203)	(202)	(201)
자본의증가	1	0	0	0	0
차입금의순증	(14)	(3)	(3)	(1)	1
배당금지급	(152)	(178)	(194)	(194)	(194)
기타	(8)	(2)	(6)	(7)	(8)
기타현금흐름	(13)	4	0	0	0
현금의증가	288	59	(23)	18	12

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

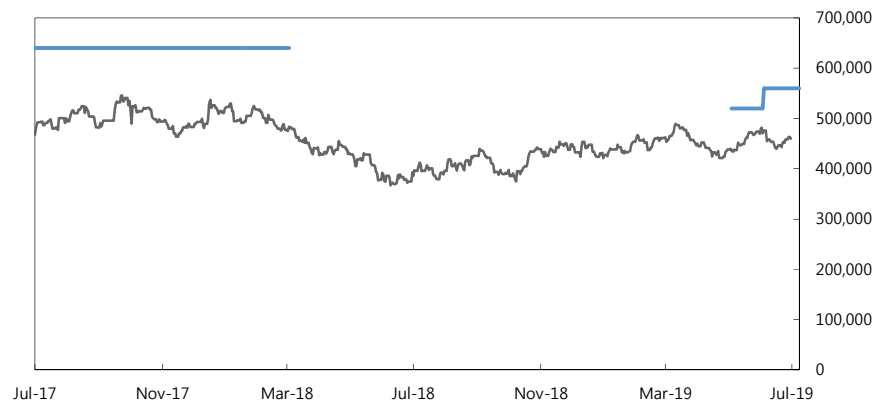
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	6,597	6,883	6,640	6,827	6,958
매출원가	5,528	5,979	5,611	5,735	5,845
매출총이익	1,069	904	1,029	1,092	1,113
판매관리비	174	139	133	164	160
영업이익	895	765	896	928	953
금융수익	81	75	79	79	81
이자수익	38	52	56	56	57
금융비용	54	75	79	79	81
이자비용	1	1	1	1	1
기타영업외손익	3	7	5	5	5
관계기업관련손익	1	(2)	5	5	5
세전계속사업이익	926	769	906	938	964
법인세비용	292	234	227	235	241
연결당기순이익	634	535	680	704	723
지배주주지분순이익	629	527	674	697	715
기타포괄이익	(33)	(86)	(86)	(86)	(86)
총포괄이익	602	449	593	617	637
지배주주지분포괄이익	595	466	589	611	630
EBITDA	1,123	1,023	1,183	1,244	1,297

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	35,591	29,841	38,143	39,416	40,458
BPS	318,698	334,050	354,937	377,025	400,095
DPS	10,000	11,000	11,000	11,000	11,000
성장성(% YoY)					
매출증가율	12.8	4.3	(3.5)	2.8	1.9
영업이익증가율	17.0	(14.5)	17.2	3.6	2.7
순이익증가율	6.2	(16.2)	27.8	3.3	2.6
EPS증가율	6.2	(16.2)	27.8	3.3	2.6
EBITDA증가율	14.2	(8.8)	15.7	5.1	4.3
수익성(%)					
영업이익률	13.6	11.1	13.5	13.6	13.7
순이익률	9.5	7.7	10.2	10.2	10.3
EBITDA Margin	17.0	14.9	17.8	18.2	18.6
ROA	9.4	7.5	9.2	9.0	8.7
ROE	11.0	8.6	10.5	10.2	9.8
배당수익률	2.0	2.5	2.4	2.4	2.4
배당성향	28.1	36.9	28.8	27.9	27.2
안정성					
순차입금(십억원)	(1,897)	(2,282)	(2,204)	(2,268)	(2,310)
차입금/자본총계비율(%)	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
Valuation(X)					
PER	13.9	14.5	12.1	11.7	11.4
PBR	1.5	1.3	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	6.7	5.8	5.5	5.2	5.0

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
고려아연(010130)	2016.10.05	중립	-	-	-
	2017.07.25	매수	640,000원	-21.5	-14.7
	2018.03.28	중립	-	-	-
	2019.03.28	1년경과	-	-	-
	2019.05.28	매수	520,000원	-11.4	-7.4
	2019.06.28	매수	560,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 7월 25일 현재 고려아연 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 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 (2019. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
82.5%	17.5%	0%

※ 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.