

## 고려아연(010130)

중립(하향)

주가(3/28, 원)	481,000
시가총액(십억원)	9,076
발행주식수(백만)	19
52주 최고/최저가(원)	546,000/403,500
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	19,331
유동주식비율(%)	46.7
외국인지분율(%)	24.8
주요주주(%)	최창걸 외 37 인
국민연금	40.7
	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	7,011	873	676	38,271	7.5	1,104	12.6	6.6	1.4	11.0	2.5
2019F	7,909	1,136	801	45,333	18.5	1,369	10.6	5.0	1.3	12.0	2.7
2020F	8,923	1,282	906	51,267	13.1	1,517	9.4	4.3	1.2	12.5	2.7

주: 순이익은 지분법 적용 순이익

### 다가오는 peak



**투자의견 ‘중립’으로 하향:** 제련사에 불리한 시황이 지속되고 있다. 중국이 광산 투자는 줄이고 제련 및 가공 투자는 줄이지 않으면서 정광의 공급 부족을 부추기고 있기 때문이다. 현재 중국의 spot 아연 제련 수수료는 15달러까지 하락한 상황이다. 2018년 연간 아연 제련수수료도 전년의 172달러보다 하락할 개연성이 높다. 우리는 아연 가격의 5%인 160달러로 가정했다. 2017년에는 제련수수료 하락을 아연 가격 상승이 상쇄시켰다. 그러나 2018년에는 아연 가격 강세로 글로벌 제련사들이 증산에 나서며 공급이 늘며 아연 가격이 2분기를 정점으로 하락 할 것으로 예상된다. 이익이 늘기 어려운 한 해가 될 것으로 판단된다. 현재 주가는 2018년 예상 실적을 기준으로 PER은 12.6배, PBR은 1.4배다. 7.5%의 EPS 증가율과 11%의 ROE를 감안할 때 주가의 상승 여력은 제한적이다. 투자의견을 ‘중립’으로 하향한다.

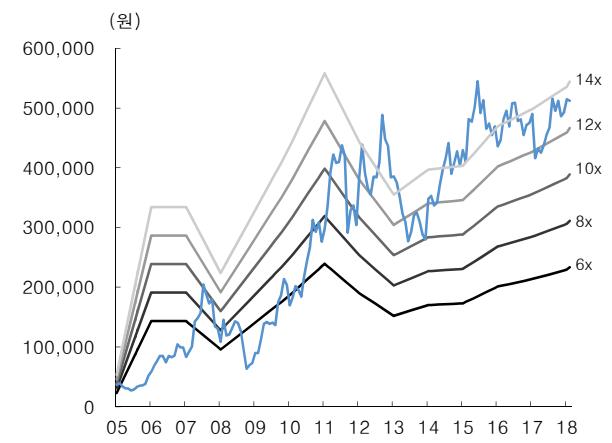
**2018년, 아연 제련수수료 160달러로 하락 예상:** 조만간 2018년 아연 제련수수료 협상이 체결될 예정이다. 지난해에 아연 제련수수료는 172달러로 15.3% 하락한데다 아연 가격이 상승하면 제련수수료가 상승하는 escalator 조항도 제거되었다. 아연 제련수수료는 2015년 245달리를 정점으로 지속적으로 하락하고 있다. 글로벌 정광 공급이 부족하기 때문이다. 그런데 제련사들은 2018년에 생산 증가 카드를 꺼내 들고 있다. 그도 그럴 것이 아연 가격이 강하다 보니 생산량을 늘리는 것이 유리하기 때문이다. 그런데 제련사 생산 증가는 아연의 공급 증가로 귀결된다. 지금까지는 정광 공급 부족이 제련수수료 하락으로 그리고 결국 제련량 감소로 이어지며 아연 공급이 부족해 가격이 강세였다. 제련사들이 생산량을 늘리면 공급 부족이 완화되고 아연 가격이 강세 국면에서 벗어날 것이라 판단된다. 아연 가격은 2분기에 정점을 형성한 후 생산 증가로 하반기에 하락할 것으로 예상한다.

**1분기 실적이 peak:** 1분기 연결 영업이익은 2,310억원(+3.8% QoQ, -2.1% YoY)으로 컨센서스 2,400억원과 유사할 전망이다. 그런데 제련수수료가 하락하면서 2분기에 이익이 감소할 전망이다. 그리고 하반기에는 공급 증가에 따른 가격 하락으로 이익이 한 단계 더 내려올 것으로 예상된다.

최문선

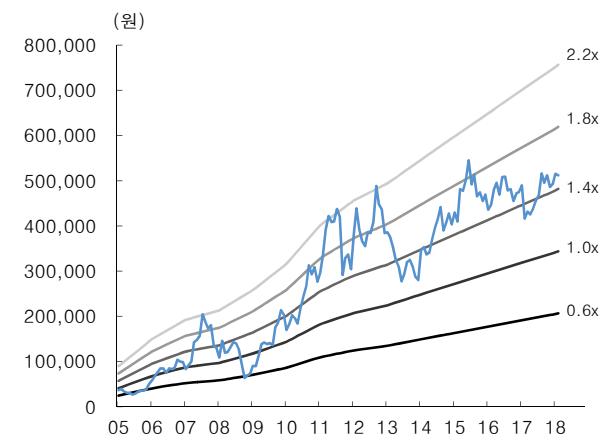
moonsun@truefriend.com

[그림 42] PER band



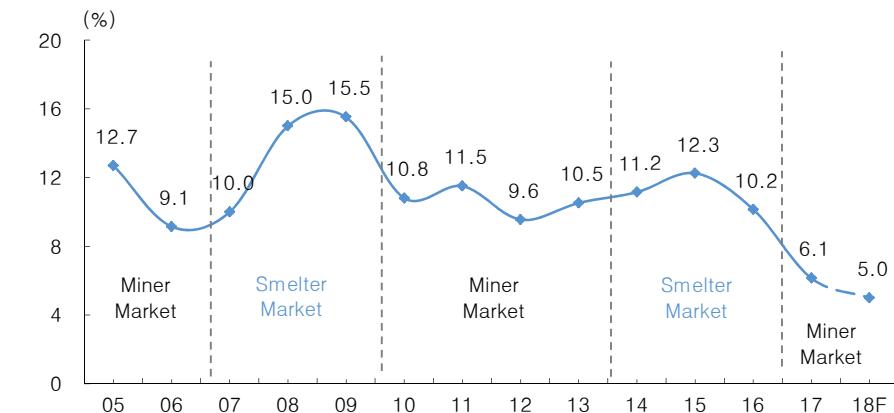
자료: 한국투자증권

[그림 43] PBR band



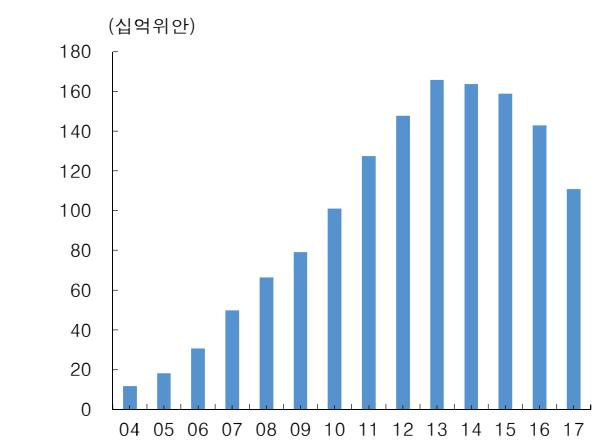
자료: 한국투자증권

[그림 44] 아연 제련 수수료율



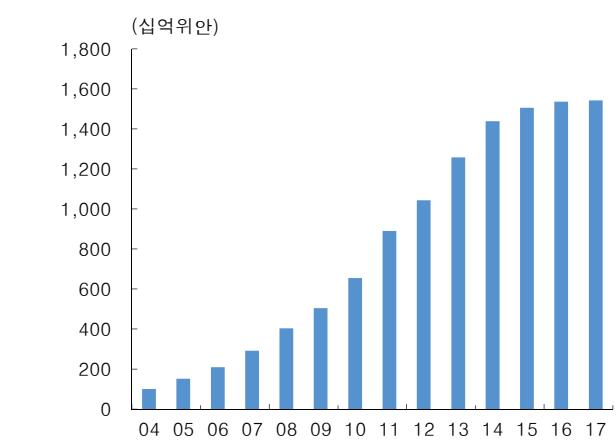
주: 아연 제련 수수료율 = 아연 제련 수수료 / 아연 기준 가격  
자료: 한국투자증권

[그림 45] 중국 비철 광산 고정자산투자



자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 46] 중국 비철 제련/가공 고정자산투자



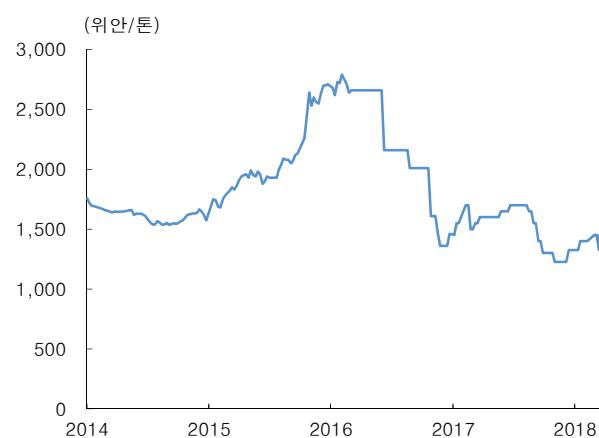
자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 47] 중국 아연 spot 제련수수료



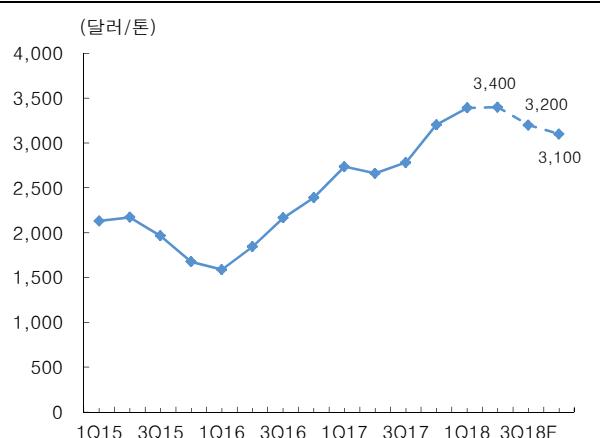
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 48] 중국 연 spot 제련수수료



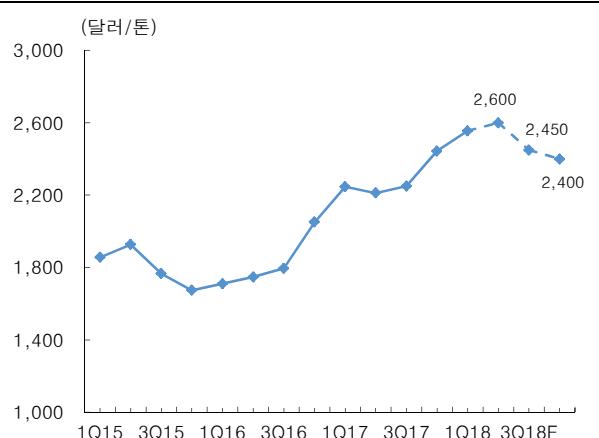
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 49] 분기별 아연 가격 전망



자료: Datastream, 한국투자증권

[그림 50] 분기별 연 가격 전망



자료: Datastream, 한국투자증권

〈표 8〉 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	1,458	1,535	1,416	1,434	5,452	5,843	6,234
– 아연	469	528	527	538	616	651	605	602	2,062	2,474	2,617
– 연	281	302	279	327	272	319	287	321	1,190	1,185	1,235
– 금	130	125	123	118	167	162	134	129	496	653	670
– 은	352	325	295	285	284	284	267	265	1,257	1,212	1,235
– 동	34	38	39	39	49	50	53	46	150	183	187
– 기타	71	71	79	77	70	70	70	70	298	280	290
영업이익	208	218	164	171	199	185	183	171	761	737	795
영업이익률	15.5%	15.7%	12.3%	12.4%	13.6%	12.0%	12.9%	11.9%	14.0%	12.6%	12.8%
세전이익	196	243	179	149	206	192	189	178	767	758	817
순이익	148	151	136	97	154	144	142	133	531	573	613
기본 가정											
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	174	175	176	177	172	160	161
아연 프리미엄(USD/tonne)	180	177	234	240	240	220	200	200	208	215	210
연 프리미엄(USD/tonne)	192	208	200	204	210	200	190	200	201	200	200
가격 전망											
아연 가격(달러/톤)	2,736	2,662	2,782	3,204	3,391	3,400	3,200	3,100	2,846	3,273	3,300
연 가격(달러/톤)	2,246	2,212	2,250	2,445	2,556	2,600	2,450	2,400	2,288	2,501	2,600
금 가격(달러/oz)	1,193	1,249	1,261	1,293	1,310	1,300	1,270	1,250	1,249	1,282	1,300
은 가격(달러/oz)	17.1	17.5	16.7	17.1	16.6	17.0	16.6	16.5	17.1	16.7	17.0
동 가격(달러/톤)	5,776	5,704	6,066	6,737	7,100	7,200	7,400	7,600	6,071	7,325	7,500
출하량 전망											
아연(천톤)	138	165	154	141	156	164	163	167	598	650	650
연(천톤)	99	110	101	112	91	104	100	114	422	410	410
금(톤)	2.9	2.7	2.6	2.6	3.8	3.7	3.1	3.0	10.9	13.5	13.5
은(톤)	559	508	485	471	498	488	469	470	2,022	1,925	1,925
동(천톤)	4.9	5.9	5.4	5.2	6.1	6.1	6.4	5.4	21.5	24.0	24.0

자료: 한국투자증권

〈표 9〉 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	1,749	1,842	1,699	1,720	6,597	7,011	7,481
– 고려아연	1,339	1,388	1,342	1,384	1,458	1,535	1,416	1,434	5,452	5,843	6,234
– 자회사	235	284	275	350	292	307	283	287	1,144	1,169	1,247
영업이익	236	248	187	223	231	222	217	206	895	873	959
– 고려아연	208	218	164	171	199	185	183	171	761	737	795
– 자회사	28	31	23	52	33	37	35	35	134	136	164
영업이익률	15.0%	14.9%	11.6%	12.8%	13.2%	12.0%	12.8%	12.0%	13.6%	12.5%	12.8%
– 고려아연	15.5%	15.7%	12.3%	12.4%	13.6%	12.0%	12.9%	11.9%	14.0%	12.6%	12.8%
– 자회사	12.0%	10.8%	8.3%	14.8%	11.2%	12.1%	12.2%	12.2%	11.7%	11.7%	13.2%
세전이익	230	274	200	221	238	228	224	212	802	899	982
지배주주순이익	167	168	149	145	179	172	168	160	629	676	801

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	3,877	4,532	5,112
현금성자산	309	597	841	1,107	1,249
매출채권및기타채권	358	364	561	633	714
재고자산	1,204	1,355	1,402	1,582	1,785
비유동자산	3,588	3,368	3,884	4,225	4,583
투자자산	992	523	811	915	1,032
유형자산	2,484	2,703	2,921	3,139	3,357
무형자산	74	80	85	96	108
자산총계	6,483	7,038	7,760	8,757	9,695
유동부채	537	607	967	1,393	1,646
매입채무및기타채무	368	439	467	527	594
단기차입금및단기사채	24	17	9	2	0
유동성장기부채	6	5	4	2	1
비유동부채	283	326	249	275	308
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	17	12	7	2	0
부채총계	820	932	1,216	1,667	1,954
지배주주지분	5,516	5,960	6,394	6,933	7,577
자본금	94	94	94	94	94
자본잉여금	57	56	56	56	56
기타자본	(54)	(54)	(54)	(54)	(54)
이익잉여금	5,300	5,782	6,248	6,819	7,495
비지배주주지분	146	145	150	157	163
자본총계	5,663	6,106	6,544	7,090	7,741

## 손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	5,848	6,597	7,011	7,909	8,923
매출원가	4,905	5,528	5,922	6,565	7,406
매출총이익	943	1,069	1,090	1,345	1,517
판매관리비	178	174	216	209	235
영업이익	765	895	873	1,136	1,282
금융수익	92	81	72	92	100
이자수익	25	38	44	48	57
금융비용	46	54	42	54	53
이자비용	1	1	1	0	0
기타영업외손익	(7)	3	0	4	4
관계기업관련손익	(2)	1	(4)	1	1
세전계속사업이익	802	926	899	1,179	1,333
법인세비용	207	292	216	372	420
연결당기순이익	595	634	683	808	913
지배주주지분순이익	592	629	676	801	906
기타포괄이익	(6)	(33)	(33)	(33)	(33)
총포괄이익	588	602	651	775	881
지배주주지분포괄이익	590	595	646	769	874
EBITDA	983	1,123	1,104	1,369	1,517

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	681	797	974	1,253	1,156
당기순이익	595	634	683	808	913
유형자산감가상각비	219	228	230	233	236
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(184)	(124)	50	205	(1)
기타	51	59	11	7	8
투자활동현금흐름	(459)	(324)	(497)	(737)	(772)
유형자산투자	(184)	(497)	(451)	(453)	(456)
유형자산매각	3	1	2	2	2
투자자산순증	(279)	175	(324)	(136)	(149)
무형자산순증	(0)	(3)	(5)	(11)	(12)
기타	1	0	281	(139)	(157)
재무활동현금흐름	(157)	(173)	(232)	(250)	(242)
자본의증가	0	1	0	0	0
차입금의순증	(5)	(14)	(14)	(14)	(5)
배당금지급	(152)	(152)	(177)	(212)	(230)
기타	0	(8)	(41)	(24)	(7)
기타현금흐름	5	(13)	0	0	0
현금의증가	70	288	244	266	142

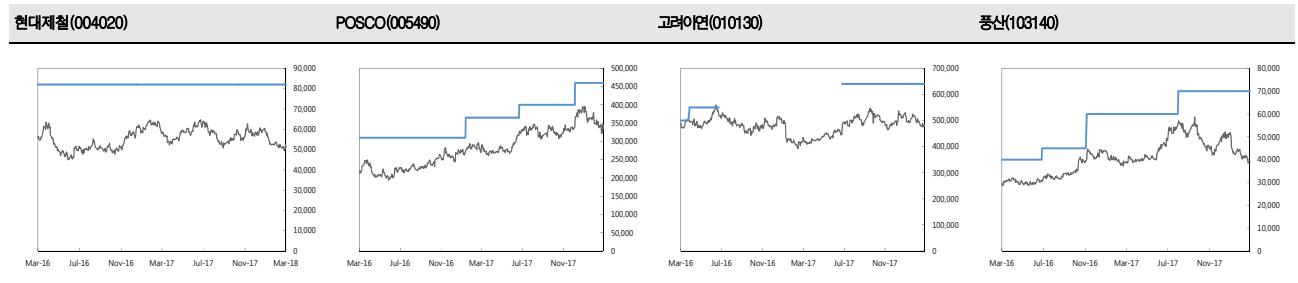
## 주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	33,519	35,591	38,271	45,333	51,267
BPS	295,176	318,698	341,671	370,245	404,377
DPS	8,500	10,000	12,000	13,000	13,000
성장성(% YoY)					
매출증가율	22.6	12.8	6.3	12.8	12.8
영업이익증가율	13.8	17.0	(2.4)	30.1	12.8
순이익증가율	16.3	6.2	7.5	18.5	13.1
EPS증가율	16.3	6.2	7.5	18.5	13.1
EBITDA증가율	16.2	14.2	(1.7)	24.0	10.8
수익성(%)					
영업이익률	13.1	13.6	12.5	14.4	14.4
순이익률	10.1	9.5	9.6	10.1	10.2
EBITDA Margin	16.8	17.0	15.7	17.3	17.0
ROA	9.6	9.4	9.2	9.8	9.9
ROE	11.2	11.0	11.0	12.0	12.5
배당수익률	1.8	2.0	2.5	2.7	2.7
배당성향	25.4	28.1	31.4	28.7	25.4
안정성					
순차입금(십억원)	(1,271)	(1,897)	(1,873)	(2,288)	(2,587)
차입금/자본총계비율(%)	0.9	0.6	0.3	0.1	0.0
Valuation(X)					
PER	14.2	13.9	12.6	10.6	9.4
PBR	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	7.9	6.7	6.6	5.0	4.3

주: K-IFRS (연결) 기준

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과거율		종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과거율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비					평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
현대제철(004020)	2016.03.22	매수	82,000원	-34.2	-21.3	현대제철(004020)	2016.07.22	중립	-	-	-
	2017.03.22	1년경과		-30.3	-21.2		2017.07.22	1년경과		-	-
POSCO(005490)	2016.03.22	매수	310,000원	-24.6	-8.9	POSCO(005490)	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		2016.02.24	매수	40,000원	-25.3	-20.0
	2018.01.03	매수	460,000원	-	-		2016.07.27	매수	45,000원	-23.5	-8.6
고려아연(010130)	2016.01.29	매수	500,000원	-5.6	1.2	고려아연(010130)	2016.12.05	매수	60,000원	-28.5	-7.3
	2016.04.25	매수	550,000원	-8.9	1.6		2017.08.30	매수	70,000원	-	-



### ■ Compliance notice

- 당사는 2018년 3월 28일 현재 현대제철, POSCO, 고려아연, 풍산 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, 고려아연 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

### ■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준입니다

- 매수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 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 (2017.12.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.6%	19.9%	0.5%

\* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

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

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 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 돋기 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.