

고려아연(010130)

중립(유지)

1Q18 Preview: 익숙하지 않은 시련

시장 예상에 부합하는 실적 예상

1분기 연결 영업이익은 2,390억원(+7.4% QoQ, +1.3% YoY)으로 컨센서스 2,457억원과 유사할 것으로 예상한다. 은을 제외한 모든 금속 가격이 상승해 이익이 개선된 것으로 추정된다. 한편 2018년에 아연 생산을 65만톤으로 8.7% 늘린다고 생산 계획을 발표해 출하량도 증가한 것으로 가정했다.

아연 제련수수료 전망 140달러로 하향

벌써 4월도 중순에 이르렀으나 2018년 아연 제련수수료가 결정되지 않았다. 최근 보도에 따르면 광산들은 100달러, 제련사들은 150달러 이상을 제안해 쉽게 체결되지 않고 있는 것이다. 우리는 올해 아연 제련수수료가 160달러로 전년의 172달러 대비 7% 하락할 것을 예상했다. 그러나 광산의 입장이 강경해 이도 쉽지 않은 상황이다. 이에 2018년 아연 제련수수료 전망을 140달러로 하향한다(그림 3). 이에 따라 2018년 연결 영업이익 전망도 8,540억원으로 2.2% 하향한다.

늘어난 아연 재고도 부정적 시그널

주요 아연 제련사들이 2018년에 증산 계획을 발표했다. 제련수수료는 하락했지만 아연 가격이 고공행진을 했기 때문이다. 그런데 너도나도 증산에 나서다 보니 재고가 늘고 있다(그림 4). 2분기에 생산 활동이 더욱 강해지며 재고가 더 늘어날 가능성이 높다. 우리가 하반기에 아연 가격이 하락할 것이라고 전망하는 근거다(그림 5).

제련업의 시련기, 투자의견 ‘중립’ 유지

고려아연은 세계 최고의 기술력을 갖춘 세계 최대 아연 제련사다. 그러나 현재 제련업의 수익성이 훼손되고 있는 상황이다. 정광 공급 부족으로 제련 수수료는 유례없는 수준으로 하락이 예상되고, 제련사들의 증산으로 아연 가격은 약세를 보일 가능성이 높다. 최근 주가 조정에도 불구하고 투자 매력이 높지 않다고 판단해 투자의견 ‘중립’을 유지한다.

Stock Data

KOSPI(4/10)	2,451
주가(4/10)	458,000
시가총액(십억원)	8,642
발행주식수(백만)	19
52주 최고/최저가(원)	546,000/409,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	18,407
유동주식비율/외국인지분율(%)	46.7/24.9
주요주주(%)	최창걸 외 37 인
	40.7
	국민연금
	8.1

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(7.9)	(11.9)	11.7
KOSPI 대비(%p)	(7.6)	(12.6)	(3.2)

주가추이



자료: WISEfn

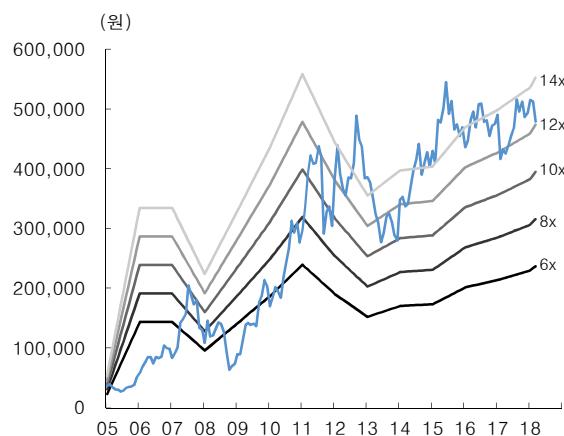
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	5,848	765	592	33,519	16.3	983	14.2	7.9	1.6	11.2	1.8
2017A	6,597	895	629	35,591	6.2	1,123	13.9	6.7	1.5	11.0	2.0
2018F	7,010	854	662	37,465	5.3	1,085	12.1	6.3	1.3	10.7	2.6
2019F	7,481	899	639	36,174	(3.4)	1,132	12.6	5.7	1.3	9.7	2.9
2020F	8,439	1,212	857	48,469	34.0	1,448	9.4	4.3	1.2	12.1	2.9

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

최문선

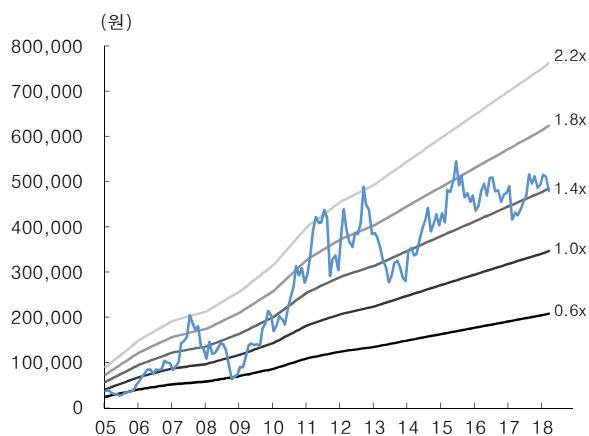
moonsun@truefriend.com

[그림 1] PER band



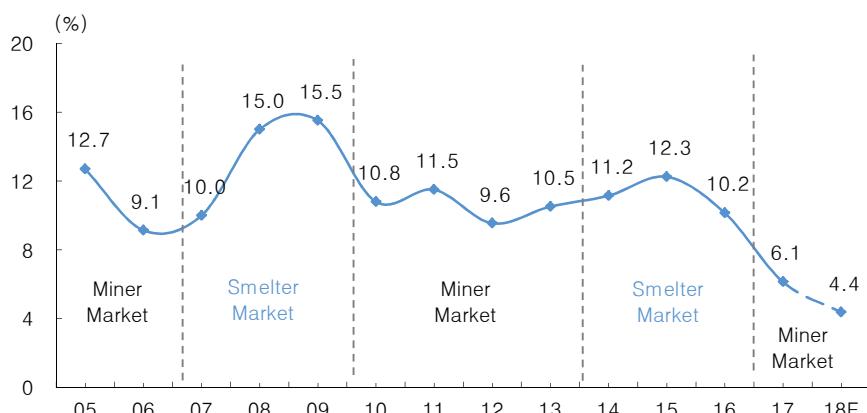
자료: 한국투자증권

[그림 2] PBR band



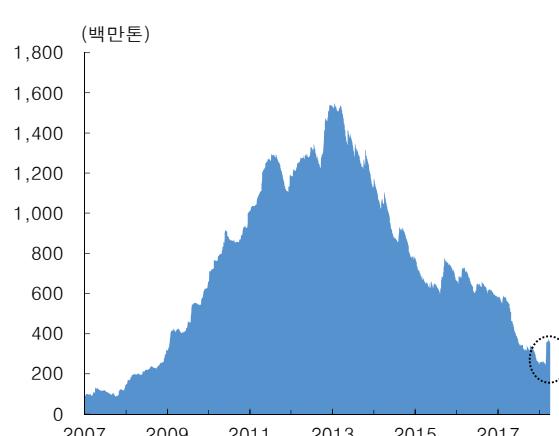
자료: 한국투자증권

[그림 3] 유례없이 낮아지는 이연 제련 수수료율



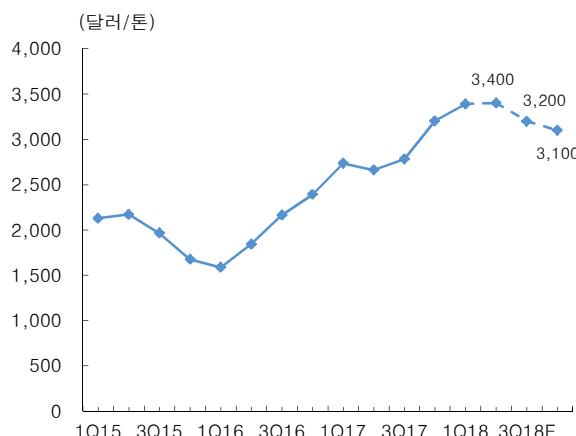
주: 이연 제련 수수료율 = 제련 수수료 / 기준 이연 가격
자료: 한국투자증권

[그림 4] 급증한 LME와 SHFE 합계 아연 재고



자료: DataStream, 한국투자증권

[그림 5] 하반기부터 아연 가격 하락 예상



자료: 한국투자증권

〈표 1〉 별도기준 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017A	2018F	2019F
매출액	1,339	1,388	1,342	1,384	1,457	1,535	1,416	1,434	5,452	5,842	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	48	50	53	46	150	182	187
- 기타	71	71	79	77	70	70	70	70	298	280	290
영업이익	208	218	164	171	198	175	173	161	761	706	735
영업이익률	15.5%	15.7%	12.3%	12.4%	13.6%	11.4%	12.2%	11.2%	14.0%	12.1%	11.8%
세전이익	196	243	179	149	205	182	179	168	767	727	757
순이익	148	151	136	97	154	136	135	126	531	550	568
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	140	140	140	140	172	140	150
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	6,979	7,200	7,400	7,600	6,071	7,295	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 2〉 연결기준 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017A	2018F	2019F
매출액	1,574	1,672	1,617	1,734	1,749	1,842	1,699	1,720	6,597	7,010	7,481
- 고려아연	1,339	1,388	1,342	1,384	1,457	1,535	1,416	1,434	5,452	5,842	6,234
- 자회사	235	284	275	350	291	307	283	287	1,144	1,168	1,247
영업이익	236	248	187	223	239	212	207	196	895	854	899
- 고려아연	208	218	164	171	198	175	173	161	761	706	735
- 자회사	28	31	23	52	41	37	35	35	134	148	164
영업이익률	15.0%	14.9%	11.6%	12.8%	13.7%	11.5%	12.2%	11.4%	13.6%	12.2%	12.0%
- 고려아연	15.5%	15.7%	12.3%	12.4%	13.6%	11.4%	12.2%	11.2%	14.0%	12.1%	11.8%
- 자회사	12.0%	10.8%	8.3%	14.8%	14.2%	12.1%	12.2%	12.2%	11.7%	12.7%	13.2%
세전이익	230	274	200	221	246	218	214	202	926	880	922
지배주주순이익	167	168	149	145	185	164	161	152	629	662	639

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	3,876	4,286	4,835
현금성자산	309	597	841	1,047	1,182
매출채권및기타채권	358	364	561	598	675
재고자산	1,204	1,355	1,402	1,496	1,688
비유동자산	3,588	3,368	3,883	4,166	4,516
투자자산	992	523	811	865	976
유형자산	2,484	2,703	2,921	3,139	3,357
무형자산	74	80	85	90	102
자산총계	6,483	7,038	7,760	8,453	9,351
유동부채	537	607	981	1,280	1,547
매입채무및기타채무	368	439	467	498	562
단기차입금및단기사채	24	17	9	2	0
유동성장기부채	6	5	4	2	1
비유동부채	283	326	249	260	291
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	17	12	7	2	0
부채총계	820	932	1,230	1,541	1,838
지배주주지분	5,516	5,960	6,380	6,757	7,351
자본금	94	94	94	94	94
자본잉여금	57	56	56	56	56
기타자본	(54)	(54)	(54)	(54)	(54)
이익잉여금	5,300	5,782	6,233	6,643	7,270
비지배주주지분	146	145	150	155	162
자본총계	5,663	6,106	6,530	6,912	7,513

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	5,848	6,597	7,010	7,481	8,439
매출원가	4,905	5,528	5,940	6,363	7,005
매출총이익	943	1,069	1,071	1,118	1,435
판매관리비	178	174	216	218	223
영업이익	765	895	854	899	1,212
금융수익	92	81	72	91	97
이자수익	25	38	44	47	53
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	880	941	1,261
법인세비용	207	292	211	296	397
연결당기순이익	595	634	669	644	863
지배주주지분순이익	592	629	662	639	857
기타포괄이익	(6)	(33)	(33)	(33)	(33)
총포괄이익	588	602	636	612	831
지배주주지분포괄이익	590	595	631	607	824
EBITDA	983	1,123	1,085	1,132	1,448

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	681	797	973	1,071	1,132
당기순이익	595	634	669	644	863
유형자산감가상각비	219	228	230	233	236
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(184)	(124)	64	188	26
기타	51	59	10	6	7
투자활동현금흐름	(459)	(324)	(497)	(616)	(756)
유형자산투자	(184)	(497)	(451)	(453)	(456)
유형자산매각	3	1	2	2	2
투자자산순증	(279)	175	(324)	(86)	(142)
무형자산순증	(0)	(3)	(5)	(6)	(12)
기타	1	0	281	(73)	(148)
재무활동현금흐름	(157)	(173)	(232)	(249)	(242)
자본의증가	0	1	0	0	0
차입금의순증	(5)	(14)	(14)	(14)	(5)
배당금지급	(152)	(152)	(177)	(212)	(230)
기타	0	(8)	(41)	(23)	(7)
기타현금흐름	5	(13)	0	0	0
현금의증가	70	288	244	206	134

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	33,519	35,591	37,465	36,174	48,469
BPS	295,176	318,698	340,914	360,909	392,420
DPS	8,500	10,000	12,000	13,000	13,000
성장성(%), YoY					
매출증가율	22.6	12.8	6.3	6.7	12.8
영업이익증가율	13.8	17.0	(4.5)	5.3	34.8
순이익증가율	16.3	6.2	5.3	(3.4)	34.0
EPS증가율	16.3	6.2	5.3	(3.4)	34.0
EBITDA증가율	16.2	14.2	(3.4)	4.4	27.8
수익성(%)					
영업이익률	13.1	13.6	12.2	12.0	14.4
순이익률	10.1	9.5	9.4	8.5	10.2
EBITDA Margin	16.8	17.0	15.5	15.1	17.2
ROA	9.6	9.4	9.0	7.9	9.7
ROE	11.2	11.0	10.7	9.7	12.1
배당수익률	1.8	2.0	2.6	2.9	2.9
배당성향	25.4	28.1	32.0	35.9	26.8
안정성					
순차입금(십억원)	(1,271)	(1,897)	(1,873)	(2,163)	(2,446)
차입금/자본총계비율(%)	0.9	0.6	0.3	0.1	0.0
Valuation(X)					
PER	14.2	13.9	12.1	12.6	9.4
PBR	1.6	1.5	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	7.9	6.7	6.3	5.7	4.3

주: K-IFRS (연결) 기준

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
고려아연(010130)	2016.01.29	매수	500,000원	-5.6	1.2
	2016.04.25	매수	550,000원	-8.9	1.6
	2016.07.22	중립	-	-	-
	2017.07.22	1년경과	-	-	-
	2017.07.25	매수	640,000원	-21.5	-14.7
	2018.03.28	중립	-	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 4월 10일 현재 고려아연 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 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 (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 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.