

고려아연(010130)

연이 남긴 상처

1분기 연결 영업이익 2,001억원으로 컨센서스 18% 하회
은을 제외한 주요 금속 가격 상승했으나 연, 금, 은 판매량 줄면서 이익 하회
아직 체결되지 않은 아연 제련수수료도 부담 요인

Facts : 연 정광 관련 금속 출하량 부진하며 컨센서스 하회

1분기 연결 영업이익이 2,001억원으로 우리 추정치를 13.5%, 컨센서스를 18% 하회했다(표 1). 은을 제외한 주요 금속 가격 상승에도 불구하고 연 공장 보수로 연 정광을 통해 생산되는 연, 금, 은 등의 출하량이 감소해 매출액이 예상에 못 미쳤다. 이에 고정비 부담이 가중되어 영업이익률이 11.9%로 우리 전망치 13.2% 대비 1.3%p 낮았다.

Pros & cons : 아직도 소식이 없는 아연 제련수수료

4월이 얼마 남지 않았음에도 아직 2018년 아연 제련수수료가 확정되지 않았다. 우리는 140달러로 예상하는데, 이 보다 낮을 경우 주가에 부정적으로 작용할 것으로 판단된다. 한편 자회사들은 양호한 실적을 기록했다. 국내 및 해외 자회사의 합계 영업이익(연결조정 전)이 453억원을 기록했다. 특히 조산화아연을 생산해 고려아연에 공급하는 징크옥사이드코리아의 이익 증가가 지속된 것이 긍정적이다.

Action : 최근 조정에도 불구하고 아직 투자 매력 낮아

1분기 실적 부진이 악재의 소멸로 해석할 수도 있다. 그런데 이를 두고 투자에 나서기는 아직 이르다고 판단된다. 아연 제련수수료가 아직 체결되지 않았고, 21%나 하락한 연 제련수수료가 1분기에 반영되지 않았다. 여기에 아연 제련수수료까지 우리 예상보다 낮게 체결되면 주가가 반등하기는 어려울 것으로 판단한다. 또한 우리는 2018년 연간 영업이익이 7.4% 감소하는 것으로 추정하고 있는데 컨센서스는 9.6% 증가하는 것으로 집계된다. 하락한 제련수수료가 반영되는 2분기에도 실적 부진이 이어지고 컨센서스 영업이익이 감익으로 전환될 가능성을 배제할 수 없다. 최근 주가가 조정되었지만 이를 두고 이제 투자에 나서야 된다고 자신 있게 나설 상황이 아니라고 판단한다. 투자 의견 '중립'을 유지한다.

하회 부합 상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

중립(유지)

Stock Data

KOSPI(4/24)	2,464
주가(4/24)	442,000
시가총액(십억원)	8,341
발행주식수(백만)	19
52주 최고/최저가(원)	546,000/414,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	18,242
유동주식비율/외국인지분율(%)	44.9/25.4
주요주주(%)	최창걸 외 38 인
	42.5
	국민연금
	8.1

Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	13.9	12.1	11.5
PBR(x)	1.5	1.3	1.2
ROE(%)	11.0	10.5	10.4
DY(%)	2.0	2.7	2.9
EV/EBITDA(x)	6.7	6.2	5.3
EPS(원)	35,591	36,519	38,561
BPS(원)	318,698	340,027	362,258

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(7.3)	(17.4)	6.8
KOSPI 대비(%p)	(9.3)	(16.3)	(6.6)

주가추이

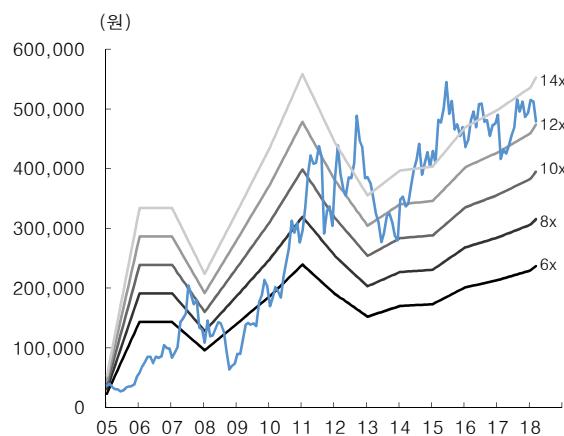


자료: WISEfn

최문선

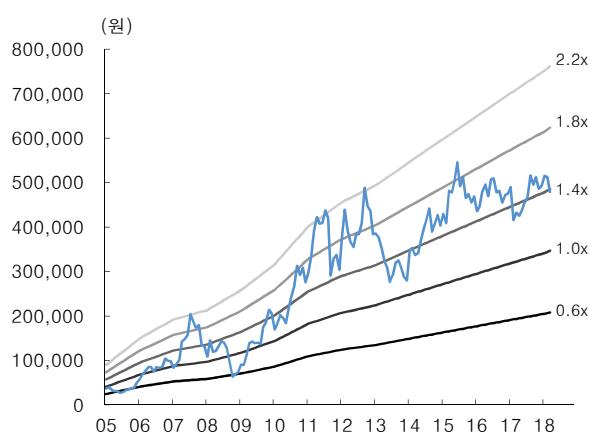
moonsun@truefriend.com

[그림 1] PER band



자료: 한국투자증권

[그림 2] PBR band



자료: 한국투자증권

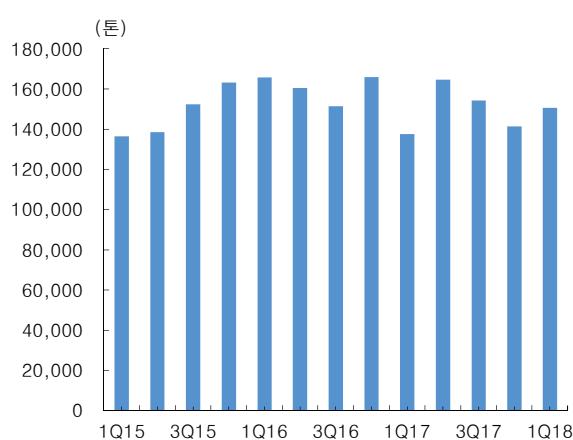
<표 1> 연결기준 1분기 실적 비교

(단위: 십억원)

	1Q18			QoQ		YoY		컨센서스			
	잠정	실적	추정치		차이(%)		차이(%)		1Q18	차이(%)	
매출액		1,683	1,749	(3.8)		1,734	(2.9)	1,574	7.0	1,767	(4.7)
- 고려아연		1,318	1,458	(9.6)		1,384	(4.7)	1,339	(1.5)	1,441	(8.5)
- 자회사		365	292	25.2		350	4.2	235	55.2	325	12.2
영업이익		200	231	(13.5)		223	(10.2)	236	(15.3)	244	(18.0)
- 고려아연		160	199	(19.5)		171	(6.5)	208	(23.1)	202	(21.0)
- 자회사		40.2	32.6	23.2		52	(22.4)	28.3	42.1	42	(3.5)
영업이익률		11.9	13.2	(1.3%p)		12.8	(1.0%p)	15.0	(3.1%p)	13.8	(1.9%p)
- 고려아연		12.1	13.6	(1.5%p)		12.4	(0.2%p)	15.5	(3.4%p)	14.0	(1.9%p)
- 자회사		11.0	11.2	(0.2%p)		14.8	(3.8%p)	12.0	(1.0%p)	12.8	(1.8%p)
지배지분순이익		146	179	(18.6)		145	0.7	167	(12.8)	187	(22.0)

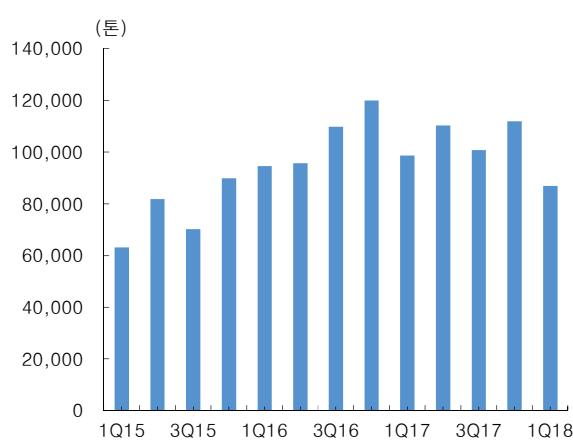
자료: 한국투자증권

[그림 3] 아연 출하량



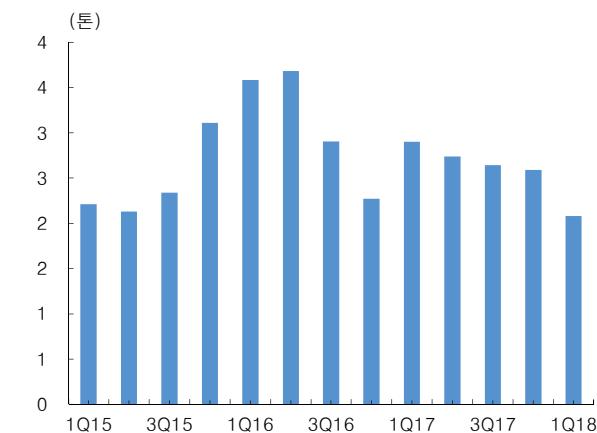
자료: 한국투자증권

[그림 4] 연 출하량



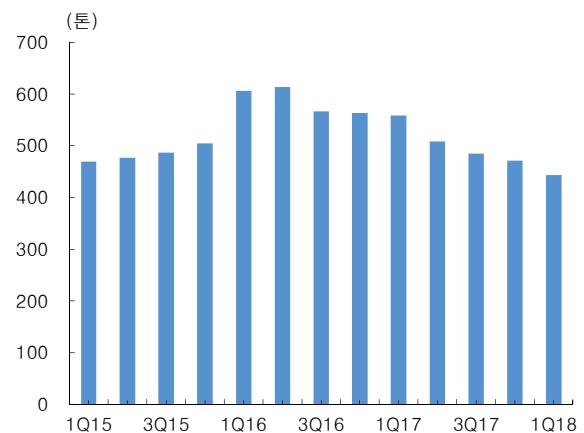
자료: 한국투자증권

[그림 5] 금 출하량



자료: 한국투자증권

[그림 6] 은 출하량



자료: 한국투자증권

<표 2> 별도기준 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017A	2018F	2019F
매출액	1,339	1,388	1,342	1,384	1,318	1,528	1,410	1,427	5,452	5,683	6,237
- 아연	469	528	527	538	587	642	597	594	2,062	2,420	2,619
- 연	281	302	279	327	258	315	285	319	1,190	1,186	1,236
- 금	130	125	123	118	96	167	137	132	496	653	670
- 은	352	325	295	285	256	287	270	269	1,257	1,212	1,235
- 동	34	38	39	39	35	47	50	43	150	183	187
- 기타	71	71	79	77	87	70	70	70	298	297	290
영업이익	208	218	164	171	160	179	177	166	761	682	798
영업이익률	15.5%	15.7%	12.3%	12.4%	12.1%	11.7%	12.6%	11.6%	14.0%	12.0%	12.8%
세전이익	196	243	179	149	170	186	184	172	767	702	820
순이익	148	151	136	97	125	139	138	129	531	532	615
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 재련수수료(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	3,400	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	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 3〉 연결기준 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017A	2018F	2019F
매출액	1,574	1,672	1,617	1,734	1,683	1,834	1,692	1,712	6,597	6,921	7,484
－ 고려아연	1,339	1,388	1,342	1,384	1,318	1,528	1,410	1,427	5,452	5,683	6,237
－ 자회사	235	284	275	350	365	306	282	285	1,144	1,137	1,247
영업이익	236	248	187	223	200	216	212	200	895	828	962
－ 고려아연	208	218	164	171	160	179	177	166	761	682	798
－ 자회사	28	31	23	52	40	37	34	35	134	147	164
영업이익률	15.0%	14.9%	11.6%	12.8%	11.9%	11.8%	12.5%	11.7%	13.6%	12.0%	12.9%
－ 고려아연	15.5%	15.7%	12.3%	12.4%	12.1%	11.7%	12.6%	11.6%	14.0%	12.0%	12.8%
－ 자회사	12.0%	10.8%	8.3%	14.8%	11.0%	12.2%	12.2%	12.2%	11.7%	12.9%	13.2%
세전이익	230	274	200	221	210	223	218	207	802	858	984
지배주주순이익	167	168	149	145	146	167	164	156	629	645	682

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	3,827	4,288	4,460
현금성자산	309	597	831	1,048	1,090
매출채권및기타채권	358	364	554	599	623
재고자산	1,204	1,355	1,384	1,497	1,557
비유동자산	3,588	3,368	3,730	3,885	4,003
투자자산	992	523	801	866	900
유형자산	2,484	2,703	2,780	2,857	2,934
무형자산	74	80	84	90	94
자산총계	6,483	7,038	7,557	8,173	8,463
유동부채	537	607	798	975	787
매입채무및기타채무	368	439	461	498	518
단기차입금및단기사채	24	17	9	2	0
유동성장기부채	6	5	4	2	1
비유동부채	283	326	246	260	269
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	17	12	7	2	0
부채총계	820	932	1,044	1,235	1,056
지배주주지분	5,516	5,960	6,363	6,782	7,246
자본금	94	94	94	94	94
자본잉여금	57	56	56	56	56
기타자본	(54)	(54)	(54)	(54)	(54)
이익잉여금	5,300	5,782	6,217	6,668	7,164
비지배주주지분	146	145	150	155	161
자본총계	5,663	6,106	6,513	6,938	7,407

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	5,848	6,597	6,921	7,484	7,784
매출원가	4,905	5,528	5,873	6,304	6,557
매출총이익	943	1,069	1,048	1,180	1,227
판매관리비	178	174	220	218	205
영업이익	765	895	828	962	1,022
금융수익	92	81	76	90	95
이자수익	25	38	44	47	51
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	858	1,003	1,068
법인세비용	207	292	206	316	337
연결당기순이익	595	634	652	687	731
지배주주지분순이익	592	629	645	682	726
기타포괄이익	(6)	(33)	(33)	(33)	(33)
총포괄이익	588	602	619	654	699
지배주주지분포괄이익	590	595	615	649	693
EBITDA	983	1,123	1,059	1,195	1,257

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	681	797	796	967	712
당기순이익	595	634	652	687	731
유형자산감가상각비	219	228	230	233	236
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(184)	(124)	(96)	42	(261)
기타	51	59	10	5	6
투자활동현금흐름	(459)	(324)	(331)	(501)	(429)
유형자산투자	(184)	(497)	(309)	(312)	(315)
유형자산매각	3	1	2	2	2
투자자산순증	(279)	175	(314)	(97)	(66)
무형자산순증	(0)	(3)	(4)	(7)	(4)
기타	1	0	294	(87)	(46)
재무활동현금흐름	(157)	(173)	(232)	(249)	(241)
자본의증가	0	1	0	0	0
차입금의순증	(5)	(14)	(14)	(14)	(5)
배당금지급	(152)	(152)	(177)	(212)	(230)
기타	0	(8)	(41)	(23)	(6)
기타현금흐름	5	(13)	0	0	0
현금의증가	70	288	234	217	42

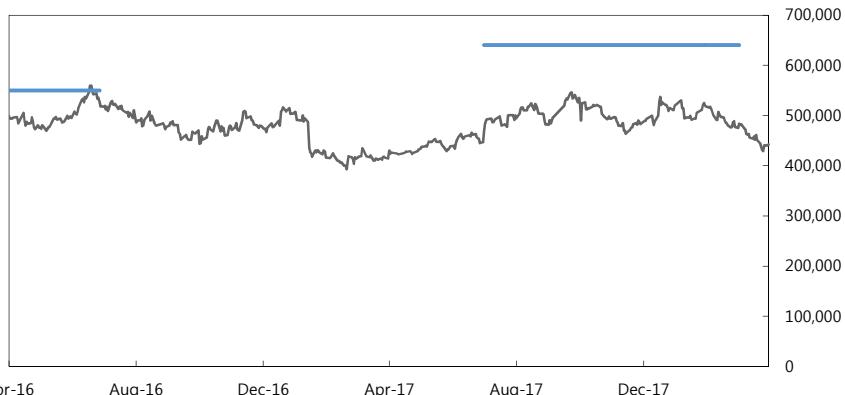
주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	33,519	35,591	36,519	38,561	41,059
BPS	295,176	318,698	340,027	362,258	386,828
DPS	8,500	10,000	12,000	13,000	13,000
성장성(%), YoY					
매출증가율	22.6	12.8	4.9	8.1	4.0
영업이익증가율	13.8	17.0	(7.4)	16.1	6.2
순이익증가율	16.3	6.2	2.6	5.6	6.5
EPS증가율	16.3	6.2	2.6	5.6	6.5
EBITDA증가율	16.2	14.2	(5.7)	12.8	5.2
수익성(%)					
영업이익률	13.1	13.6	12.0	12.9	13.1
순이익률	10.1	9.5	9.3	9.1	9.3
EBITDA Margin	16.8	17.0	15.3	16.0	16.2
ROA	9.6	9.4	8.9	8.7	8.8
ROE	11.2	11.0	10.5	10.4	10.3
배당수익률	1.8	2.0	2.7	2.9	2.9
배당성향	25.4	28.1	32.9	33.7	31.7
안정성					
순차입금(십억원)	(1,271)	(1,897)	(1,849)	(2,164)	(2,256)
차입금/자본총계비율(%)	0.9	0.6	0.3	0.1	0.0
Valuation(X)					
PER	14.2	13.9	12.1	11.5	10.8
PBR	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	7.9	6.7	6.2	5.3	4.9

주: K-IFRS (연결) 기준

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과거율	
				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 24일 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.