



BUY(Maintain)

목표주가: 550,000원

주가(10/10): 433,500원

시가총액: 81,808억원



철강/유틸리티

Analyst 이종형

02) 3787-5023

leejh@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (10/10)		2,028.15pt
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	489,000원	374,500원
등락률	-11.3%	15.8%
수익률	절대	상대
1W	-1.1%	-0.9%
1M	-10.2%	-1.5%
1Y	6.4%	16.9%

Company Data

발행주식수	18,870 천주
일평균 거래량(3M)	28천주
외국인 지분율	26.8%
배당수익률(12E)	2.8%
BPS(12E)	356,422원
주요 주주	최창길 외 40인
	42.5%

투자지표

(십억원, IFRS **)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	6,597	6,883	6,829	7,075
영업이익	895	765	868	957
EBITDA	1,123	1,023	1,157	1,259
세전이익	926	769	926	1,020
순이익	634	535	666	734
지배주주지분순이익	629	527	662	729
EPS(원)	33,336	27,950	35,091	38,638
증감률(%YoY)	6.2	-16.2	25.5	10.1
PER(배)	14.8	15.5	12.4	11.2
PBR(배)	1.56	1.31	1.22	1.13
EV/EBITDA(배)	6.7	7.3	4.9	4.2
영업이익률(%)	13.6	11.1	12.7	13.5
ROE(%)	11.0	8.6	10.2	10.4
순부채비율(%)	-31.1	-13.1	-37.7	-40.2

Price Trend

 3Q19 실적프리뷰

고려아연 (010130)

예상부합 전망, 연TC 급등, 양적성장투자 가능성



3분기 연결 영업이익은 2,265억원으로 당초 예상치에 부합할 전망입니다. 한편, 최근 연 TC 상승을 주목할 필요가 있습니다. 과거 연 TC는 아연 TC와 유사하게 움직여왔고 아연 TC는 이미 올해 상반기 11년래 고점수준까지 상승했기 때문입니다. 또한 올해 말 조액공정합리화를 끝으로 최근 4년간의 질적성장투자가 마무리됨에 따라 내년부터 시작될 중장기투자는 양적성장에 초점이 맞춰질 가능성이 있다고 판단합니다.

>>> 3Q 실적은 양호한 환율과 귀금속가격으로 예상치 부합전망

연결 영업이익은 2,265억원(-6%QoQ, +16%YoY)으로 키움증권 기존 추정치 2,280억원에 부합할 전망이다(컨센서스 2,158억원). 아연가격이 -14%QoQ 하락했고 2Q에 일시적으로 반영된 TC 소급분도 소멸되는 등 2Q대비 수익성 하락요인이 존재했지만 1) 3Q에 완전히 반영되는 아연 계약 제련수수료(TC) 상승, 2) 은가격 +6%QoQ 상승, 3) 평균 원달러환율 +27원QoQ 상승 등이 당초 예상수준의 수익성을 지지해 주었을 것으로 추정한다. 4Q에도 분기영업이익 2,000억원 이상의 안정적인 이익체력을 확보한 것으로 판단한다.

>>> 상반기 아연 TC 급등에 이어 하반기 연 TC 급반등 시작

작년 하반기부터 올해 상반기까지 급등했던 아연 spot 제련수수료(TC) 상승은 주춤했지만 1년반 이상 바닥권에서 유지되던 연(납) spot TC가 9월부터 급반등하고 있음을 주목하자. 아연과 연은 사촌금속으로 불리며 유사한 지역에서 생산되며 과거 연 TC는 아연 TC와 유사한 흐름을 보여왔기 때문이다. 2018년 이후 신규 아연광산 가동에 따라 아연 TC가 11년래 고점까지 상승해 있음을 감안하면 향후 연 TC도 추가 상승이 기대된다. 고려아연은 연간 60만 톤의 연 정광을 구매하고 있어 연 TC \$10 상승시 연간 영업이익은 72억원 개선된다(100% spot 가정시). 한편, 아연 spot TC는 하반기 약보합세로 전환되었지만 여전히 올해 벤치마크 TC \$245보다는 높은 수준이 유지되고 있어 이대로만 간다면 내년도 벤치마크 TC도 추가 상승을 기대해 볼 수 있다(연간 아연 정광구매량은 연간 130만톤, \$10 상승시 연간 영업이익 156억원 개선).

>>> 안정적 실적과 더불어 중장기 양적성장투자 가능성에 주목

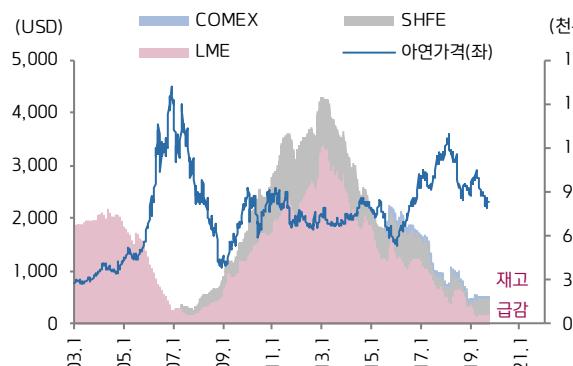
현재 아연 spot 가격이 \$2,300 수준으로 올해 예상평균보다 하락해 있다는 점은 내년 실적에 부정적이지만 1) 금/은 등 귀금속 spot 가격이 올해 평균 가격보다 상승해 있고, 2) 최근 상승중인 연 TC와 여전히 견조한 아연 TC, 3) 올해 말 조액공정 합리화 완료에 따른 원가절감 효과 등을 감안하면 내년에도 실적개선이 이어질 가능성이 높다. 특히 올해 말 조액공정합리화를 끝으로 최근 4년간의 대규모 질적성장투자가 완료되는데, 최근 아연/연 제련수수료 상승과 약 2조원의 순현금을 감안하면 내년부터 시작될 중장기투자는 2015년 말 마무리된 양적성장에 다시 초점이 맞춰질 가능성이 있음을 주목해야 한다.

고려아연 3Q19 실적프리뷰

(단위: 십억원)	3Q19E	직전 추정	%차이	컨센서스	%차이	2Q19	%QoQ	3Q18	%YoY
매출액	1,764	1,775	-0.6	1,686	4.6	1,743	1.2	1,773	-0.5
별도	1,394	1,405	-0.8	1,348	3.4	1,372	1.6	1,429	-2.4
별도 외	370	370	0.0	339	9.4	370	0.0	345	7.4
영업이익	227	228	-0.7	216	5.0	242	-6.4	195	16.1
별도	214	216	-0.7	195	9.9	230	-6.8	164	30.5
별도 외	12	12	0.0	21	-40.9	12	0.0	31	-60.1
영업이익률	12.8	12.8		12.8		13.9		11.0	
별도	15.4	15.4		14.5		16.7		11.5	
별도 외	3.3	3.3		6.2		3.3		9.0	
세전이익	231	237	-2.5	225	2.5	258	-10.3	202	14.3
순이익	166	171	-2.5	163	1.9	184	-9.8	141	18.0
지배순이익	165	169	-2.5	158	4.7	185	-10.5	140	17.8
아연가격(USD)	2,440	2,500	-2.4			2,846	-14.3	2,754	-11.4
연가격(USD)	1,970	2,000	-1.5			1,940	1.5	2,240	-12.1
은가격(USD)	16.0	16.5	-3.3			15.0	6.4	15.7	1.4
원달러환율	1,193	1,180	1.1			1,166	2.3	1,122	6.4

자료: 고려아연, 키움증권

아연가격과 거래소 재고



자료: Bloomberg, 키움증권

연가격과 거래소 재고



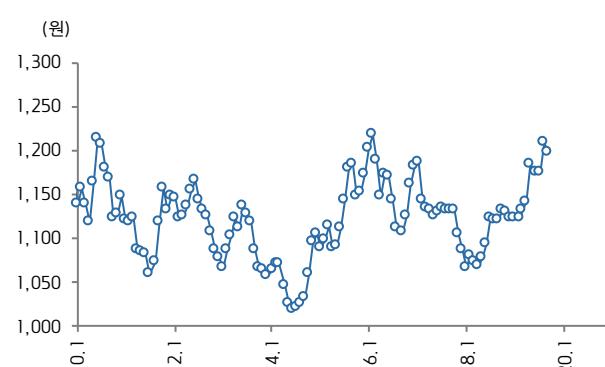
자료: Bloomberg, 키움증권

귀금속가격



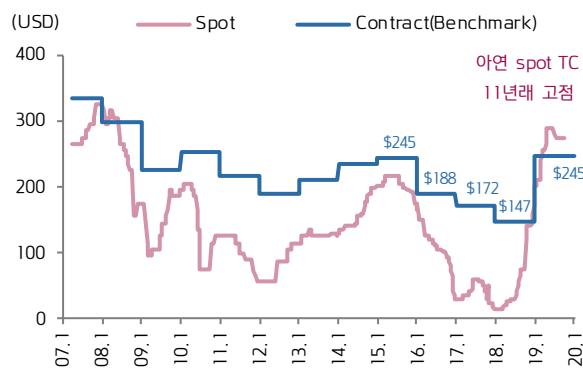
자료: Bloomberg, 키움증권

월평균 원달러환율



자료: Bloomberg, 키움증권

아연 제련수수료(TC)



자료: Bloomberg, 키움증권

연 제련수수료



자료: Bloomberg, 키움증권

은가격과 금/은 교환비율



자료: Bloomberg, 키움증권

미국 기준금리와 금가격



자료: Bloomberg, 키움증권

고려아연 분기실적 추이

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E
매출액	1,683	1,788	1,773	1,639	1,497	1,743	1,764	1,825
별도	1,318	1,483	1,429	1,298	1,194	1,372	1,394	1,455
별도 외	365	305	345	341	303	370	370	370
영업이익	200	218	195	151	177	242	227	222
별도	160	184	164	139	154	230	214	210
별도 외	40	34	31	12	24	12	12	12
영업이익률	11.9	12.2	11.0	9.2	11.9	13.9	12.8	12.2
별도	12.1	12.4	11.5	10.7	12.9	16.7	15.4	14.4
별도 외	11.0	11.2	9.0	3.5	7.9	3.3	3.3	3.3
세전이익	210	220	202	136	212	258	231	225
순이익	147	153	141	94	153	184	166	162
지배순이익	146	151	140	93	151	185	165	161
아연가격(USD)	3,393	3,176	2,754	2,566	2,629	2,846	2,440	2,300
연가격(USD)	2,560	2,373	2,240	1,985	2,007	1,940	1,970	2,100
은가격(USD)	16.7	16.5	15.7	14.4	15.4	15.0	16.0	17.0
원달러환율	1,072	1,079	1,122	1,128	1,125	1,166	1,193	1,200

자료: 고려아연, 키움증권

고려아연 별도기준 가정치

(단위: 십억원)		2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
판매량(천톤)	아연	590	644	598	676	649	662	662
	연	305	420	422	413	430	443	448
	은(톤)	1,937	2,349	2,022	1,995	2,029	2,090	2,111
	금(톤)	9.8	12.4	10.9	9.5	8.8	9.1	9.1
	구리	22	23	21	24	26	27	27
작용 매출가격	아연	1,987	1,995	2,851	2,972	2,554	2,300	2,300
(USD)	연	1,806	1,827	2,294	2,289	2,004	2,100	2,100
* 전월평균기준	은	15.9	16.9	17.1	15.8	15.8	17.0	17.0
	금	1,172	1,241	1,248	1,271	1,375	1,500	1,500
	구리	5,652	4,777	6,068	6,587	5,987	5,700	5,700
원달러환율		1,131	1,161	1,130	1,100	1,171	1,200	1,200
매출액	아연	1,455	1,644	2,062	2,341	2,078	1,975	1,975
	연	701	994	1,190	1,129	1,118	1,229	1,241
	은	1,116	1,467	1,257	1,121	1,214	1,370	1,384
	금	411	580	497	404	465	528	534
	구리	139	131	150	172	180	181	182
	기타	266	229	297	360	360	378	397
	합계	4,087	5,045	5,452	5,528	5,415	5,661	5,713
영업이익		637	688	761	648	807	896	935
영업이익률(%)		15.6	13.6	14.0	11.7	14.9	15.8	16.4

자료: 고려아연, 키움증권

고려아연 연간실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)		2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액		4,771	5,848	6,597	6,883	6,829	7,075	7,127
별도		4,087	5,045	5,452	5,528	5,415	5,661	5,713
별도 외		684	803	1,144	1,356	1,414	1,414	1,414
영업이익		672	765	895	765	868	957	1,002
별도		637	688	761	648	807	896	935
별도 외		35	76	134	117	61	61	67
영업이익률		14.1	13.1	13.6	11.1	12.7	13.5	14.1
별도		15.6	13.6	14.0	11.7	14.9	15.8	16.4
별도 외		5.1	9.5	11.7	8.6	4.3	4.3	4.7
세전이익		685	802	926	769	926	1,020	1,068
순이익		514	595	634	535	666	734	768
지배순이익		509	592	629	527	662	729	764
지배주주 EPS(원)		26,994	31,395	33,336	27,950	35,091	38,638	40,464
지배주주 BPS(원)		269,065	292,340	315,862	331,214	356,422	384,241	412,950
지배주주 ROE(%)		10.5	11.2	11.0	8.6	10.2	10.4	10.2
아연가격(USD)		1,987	1,995	2,851	2,972	2,554	2,300	2,300
연가격(USD)		1,806	1,827	2,294	2,289	2,004	2,100	2,100
은가격(USD)		15.9	16.9	17.1	15.8	15.8	17.0	17.0
원달러환율		1,131	1,161	1,130	1,100	1,171	1,200	1,200

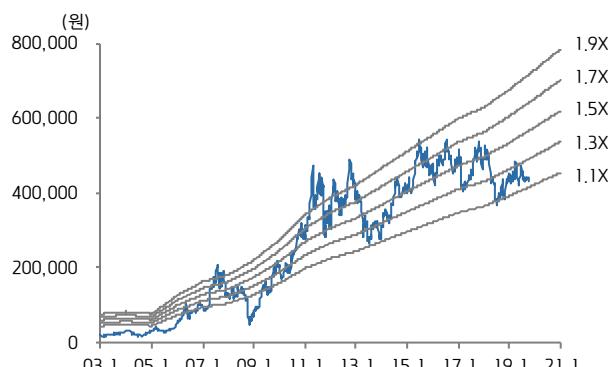
자료: 고려아연, 키움증권

고려아연 실적전망 변경

(단위: 십억원)	변경전		변경후		%차이	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	6,833	7,034	6,829	7,075	-0.1	0.6
별도	5,420	5,620	5,415	5,661	-0.1	0.7
별도 외	1,414	1,414	1,414	1,414	0.0	0.0
영업이익	879	968	868	957	-1.3	-1.1
별도	818	895	807	896	-1.3	0.2
별도 외	61	73	61	61	0.0	-16.7
영업이익률	12.9	13.8	12.7	13.5		
별도	15.1	15.9	14.9	15.8		
별도 외	4.3	5.2	4.3	4.3		
세전이익	946	1,039	926	1,020	-2.1	-1.9
순이익	680	748	666	734	-2.1	-1.9
지배순이익	676	743	662	729	-2.1	-1.9
지배주주 EPS(원)	35,835	39,380	35,091	38,638	-2.1	-1.9
지배주주 BPS(원)	358,103	387,600	356,422	384,241	-0.5	-0.9
지배주주 ROE(%)	10.4	10.6	10.2	10.4		
아연가격(USD)	6,833	7,034	6,829	7,075	-0.1	0.6
연가격(USD)	5,420	5,620	5,415	5,661	-0.1	0.7
은가격(USD)	1,414	1,414	1,414	1,414	0.0	0.0
원달러환율	879	968	868	957	-1.3	-1.1

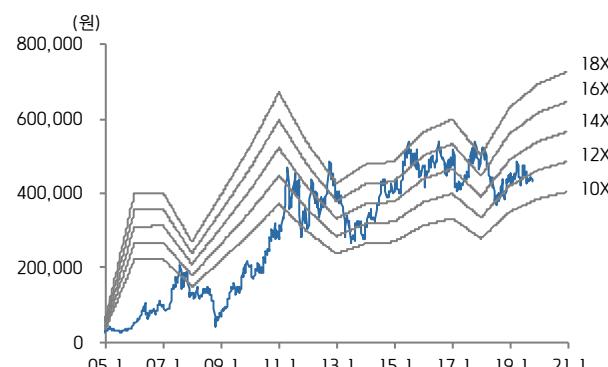
자료: 고려아연, 키움증권

고려아연 12mf PER 밴드



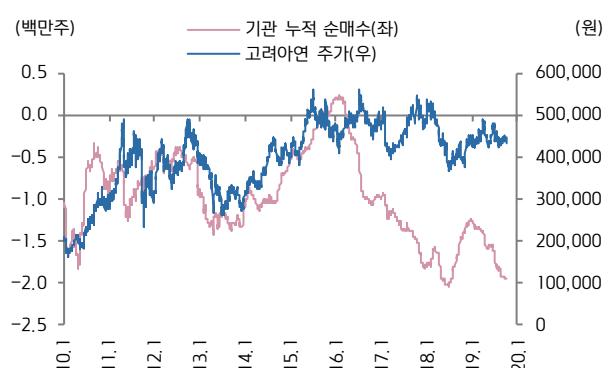
자료: 고려아연, 키움증권

고려아연 12mf PBR 밴드



자료: 고려아연, 키움증권

고려아연 기관 수급



자료: Fn가이드, 키움증권

고려아연 외국인 수급



자료: Fn가이드, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	6,597	6,883	6,829	7,075	7,127
매출원가	5,528	5,979	5,813	5,954	5,961
매출총이익	1,069	904	1,016	1,121	1,166
판관비	174	139	148	164	165
영업이익	895	765	868	957	1,002
EBITDA	1,123	1,023	1,157	1,259	1,315
영업외손익	31	4	58	63	66
이자수익	38	52	44	47	51
이자비용	1	1	1	1	1
외환관련이익	46	41	29	0	0
외환관련손실	71	47	30	0	0
증속 및 관계기업손익	1	-2	1	1	1
기타	18	-39	15	16	15
법인세차감전이익	926	769	926	1,020	1,068
법인세비용	292	234	260	286	300
계속사업순손익	634	535	666	734	768
당기순이익	634	535	666	734	768
지배주주순이익	629	527	662	729	764
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	12.8	4.3	-0.8	3.6	0.7
영업이익 증감율	17.0	-14.5	13.5	10.3	4.7
EBITDA 증감율	14.2	-8.9	13.1	8.8	4.4
지배주주순이익 증감율	6.2	-16.2	25.6	10.1	4.8
EPS 증감율	6.2	-16.2	25.5	10.1	4.7
매출총이익률(%)	16.2	13.1	14.9	15.8	16.4
영업이익률(%)	13.6	11.1	12.7	13.5	14.1
EBITDA Margin(%)	17.0	14.9	16.9	17.8	18.5
지배주주순이익률(%)	9.5	7.7	9.7	10.3	10.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	797	888	922	945	1,029
당기순이익	634	535	666	734	768
비현금항목의 가감	509	521	477	513	535
유형자산감가상각비	228	258	289	302	314
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
지분법평가손익	-1	-3	-1	-1	-1
기타	282	266	189	212	222
영업활동자산부채증감	-124	-3	-7	-65	-28
매출채권및기타채권의감소	-13	40	3	-11	-2
재고자산의감소	-170	75	10	-46	-10
매입채무및기타채무의증가	95	-53	-2	10	2
기타	-36	-65	-18	-18	-18
기타현금흐름	-222	-165	-214	-237	-246
투자활동 현금흐름	-324	-650	-426	-404	-404
유형자산의 취득	-497	-316	-400	-400	-400
유형자산의 처분	1	1	0	0	0
무형자산의 순취득	-3	-8	0	0	0
투자자산의감소(증가)	469	187	-26	-3	-4
단기금융자산의감소(증가)	-321	1,126	0	0	0
기타	27	-1,640	0	-1	0
재무활동 현금흐름	-173	-183	-196	-213	-231
차입금의 증가(감소)	-14	-3	0	0	0
자본금, 자본잉여금의 증감	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-152	-178	-194	-212	-230
기타	-7	-2	-2	-1	-1
기타현금흐름	-13	4	34	52	52
현금 및 현금성자산의 순증가	288	59	334	380	446
기초현금 및 현금성자산	309	597	656	990	1,370
기말현금 및 현금성자산	597	656	990	1,370	1,816

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산	3,670	3,966	4,287	4,725	5,183
현금 및 현금성자산	597	656	990	1,370	1,816
단기금융자산	1,334	208	1,657	1,657	1,657
매출채권 및 기타채권	364	319	317	328	330
재고자산	1,355	1,288	1,278	1,324	1,334
기타유동자산	1,354	1,703	45.0	46.0	46.0
비유동자산	3,368	3,260	3,416	3,518	3,608
투자자산	523	333	378	382	386
유형자산	2,703	2,785	2,896	2,994	3,081
무형자산	80	86	86	86	85
기타비유동자산	62	56	56	56	56
자산총계	7,038	7,226	7,703	8,243	8,791
유동부채	607	538	536	546	548
매입채무 및 기타채무	439	387	384	395	397
단기금융부채	23	24	46.8	46.8	46.8
기타유동부채	145	127	105	104	104
비유동부채	326	313	313	313	313
장기금융부채	12	7	14.2	14.2	14.2
기타비유동부채	314	306	299	299	299
부채총계	932	851	849	859	861
자자지분	5,960	6,250	6,726	7,251	7,792
자본금	94	94	94	94	94
자본잉여금	56	56	56	56	56
기타자본	-54	-54	-54	-54	-54
기타포괄손익누계액	82	15	41	66	92
이익잉여금	5,782	6,138	6,588	7,088	7,604
비지배지분	145	125	129	133	138
자본총계	6,106	6,375	6,854	7,384	7,930

투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	33,336	27,950	35,091	38,638	40,464
BPS	315,862	331,214	356,422	384,241	412,950
CFPS	60,594	55,967	60,584	66,076	69,065
DPS	10,000	11,000	12,000	13,000	14,000
주가배수(배)					
PER	14.8	15.5	12.4	11.2	10.7
PER(최고)	16.5	19.3	14.0		
PER(최저)	11.6	13.1	11.9		
PBR	1.56	1.31	1.22	1.13	1.05
PBR(최고)	1.74	1.63	1.38		
PBR(최저)	1.23	1.10	1.17		
PSR	1.41	1.19	1.20	1.16	1.15
PCFR	8.1	7.7	7.2	6.6	6.3
EV/EBITDA	6.7	7.3	4.9	4.2	3.7
주요비율(%)					
배당성향(%),보통주,현금)	27.9	36.4	31.8	31.3	32.2
배당수익률(%),보통주,현금)	2.0	2.5	2.8	3.0	3.2
ROA	9.4	7.5	8.9	9.2	9.0
ROE	11.0	8.6	10.2	10.4	10.2
ROIC	17.1	10.8	15.2	16.3	16.6
매출채권회전율	18.3	20.2	21.5	22.0	21.7
재고자산회전율	5.2	5.2	5.3	5.4	5.4
부채비율	15.3	13.4	12.4	11.6	10.9
순차입금비율	-31.1	-13.1	-37.7	-40.2	-43.0
이자보상배율	1,122.6	726.2	824.4	908.8	951.3
총차입금	34	31	61	61	61
순차입금	-1,897	-833	-2,587	-2,967	-3,413
NOPLAT	1,123	1,023	1,157	1,259	1,315
FCF	256	442	506	526	607

Compliance Notice

- 당사는 10월 10일 현재 '고려아연(010130)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

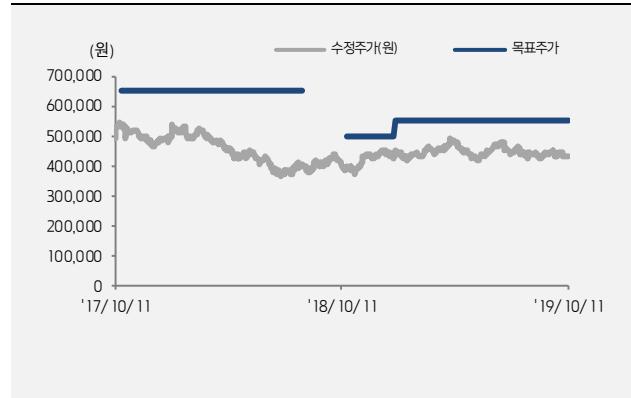
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점	괴리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
고려아연 (010130)	2017-11-20	BUY(Maintain)	650,000원	6개월	-24.17	-17.38
	2018-01-23	BUY(Maintain)	650,000원	6개월	-23.60	-17.38
	2018-02-07	BUY(Maintain)	650,000원	6개월	-25.81	-17.38
담당자변경	2018-10-17	BUY(Reinitiate)	500,000원	6개월	-21.88	-20.40
	2018-10-30	BUY(Maintain)	500,000원	6개월	-15.57	-9.30
	2019-01-03	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-20.65	-17.55
	2019-02-07	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-18.02	-11.09
	2019-04-26	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-18.69	-11.09
	2019-06-05	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-18.16	-11.09
	2019-07-08	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-17.84	-15.82
	2019-07-26	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-19.84	-15.82
	2019-10-11	BUY(Maintain)	550,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/10/1~2019/9/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	156	93.98%
중립	9	5.42%
매도	1	0.60%