

2019. 10. 29



▲ **철강**

Analyst **민사영**  
02. 6454-4875  
sayeong.min@meritz.co.kr

**Hold**

**적정주가 (12개월) 500,000 원**

**현재주가 (10.28) 439,500 원**

**상승여력 13.8%**

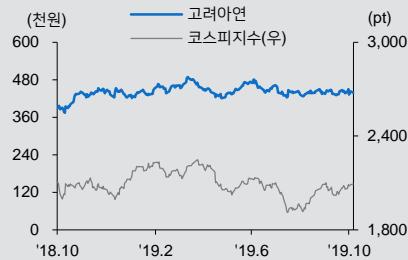
|            |                   |
|------------|-------------------|
| KOSPI      | 2,093.60pt        |
| 시가총액       | 82,934억원          |
| 발행주식수      | 1,887만주           |
| 유동주식비율     | 45.13%            |
| 외국인비중      | 26.76%            |
| 52주 최고/최저가 | 489,000원/374,500원 |
| 평균거래대금     | 115.0억원           |

**주요주주(%)**

|           |       |
|-----------|-------|
| 영풍 외 40 인 | 42.47 |
| 국민연금공단    | 8.05  |

| 주가상승률(%) | 1개월  | 6개월  | 12개월 |
|----------|------|------|------|
| 절대주가     | -0.8 | -1.2 | 14.0 |
| 상대주가     | -2.9 | 2.8  | 10.4 |

**주가그래프**



# 고려아연 010130

## 3Q19 Review: 주가 상승을 위한 모멘텀 필요

- ✓ 3Q19 Review: 정기보수를 감안하면 호실적
- ✓ 아연 가격 하락에도 불구하고 환율과 귀금속 가격 상승으로 선방
- ✓ 귀금속 가격의 추세적 상승이 나타나지 않는다면 증익은 제한적
- ✓ 구조적인 공급 증가 사이클을 상쇄할 수요 모멘텀이 필요한 상황
- ✓ 적정주가 500,000원 유지, 투자 의견은 정책변경에 의해 Hold로 하향

### 3Q19 Review: 정기보수를 감안하면 호실적

고려아연의 3분기 연결 영업이익은 2,088억원으로 컨센서스 2,100억원을 충족했다. 그러나 자회사의 일회성 비용 환입 요소가 있었기 때문에 별도 기준 실적은 기대치를 소폭 하회하였다. 이는 아연과 연 생산량과 판매량이 기대치를 하회했기 때문이다. 정기 보수에 따른 생산둔화로 4분기에 3분기의 부진을 만회할 계획이다.

### 주가 상승을 위한 모멘텀 필요

부진한 판매량, 아연 가격 약세에도 환율과 귀금속 가격의 영향으로 실적은 당사 예상치를 상회했다. 귀금속 가격이 현재 수준을 유지할 경우 아연 가격의 하락을 만회할 수 있다. 그러나 이는 어디까지나 영업이익을 방어하는 수준에 불과하다. 아연의 공급이 구조적으로 증가하는 사이클이기에 수요가 중요하다. 중국의 철강 생산량은 역대 최고 수준이고, 유럽과 미국은 감산에 들어갔지만 재정정책을 통한 경기회복이 기대된다. 미중 무역분쟁도 시간이 흐르며 완화될 가능성이 높다. 이러한 요소가 단기적으로 아연 가격을 끌어올릴 가능성은 충분하지만, 공급이 구조적으로 확대되기에 가격의 지속력은 의문이다. 만약, 귀금속 가격이 다시 하락한다면 아연 가격 하락에 대한 실적 둔화가 본격적으로 주가에 반영될 가능성이 높다.

### 적정주가 500,000원 유지

업황에 대한 전망과 실적 추정치에 큰 변화가 없기에 적정주가 500,000원으로 유지한다. 투자 의견은 당사의 투자등급 정책변경에 따라 Trading Buy에서 Hold로 변경한다. (투자등급 세부사항은 P.4 참조)

| (십억원) | 매출액     | 영업이익  | 순이익<br>(지배주주) | EPS (원)<br>(지배주주) | 증감률<br>(%) | BPS<br>(원) | PER<br>(배) | PBR<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | ROE<br>(%) | 부채비율<br>(%) |
|-------|---------|-------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 2017  | 6,596.7 | 894.8 | 629.1         | 33,336            | 6.6        | 315,862    | 14.8       | 1.6        | 6.7              | 11.0       | 15.3        |
| 2018  | 6,883.3 | 764.7 | 527.4         | 27,950            | -15.6      | 331,214    | 15.5       | 1.3        | 5.9              | 8.6        | 13.4        |
| 2019E | 6,724.4 | 813.2 | 628.8         | 33,321            | 18.4       | 344,682    | 13.2       | 1.3        | 5.5              | 9.9        | 13.6        |
| 2020E | 6,715.7 | 836.1 | 607.1         | 32,175            | -3.2       | 365,857    | 13.7       | 1.2        | 5.1              | 9.1        | 12.4        |
| 2021E | 6,314.4 | 766.8 | 565.4         | 29,964            | -6.9       | 384,821    | 14.7       | 1.1        | 5.1              | 8.0        | 11.5        |

| (십억원)    | 3Q19P   | 3Q18    | (% YoY) | 2Q19    | (% QoQ) | 컨센서스    | (% diff.) | 당사예상치   | (% diff.) |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|---------|-----------|
| 매출액      | 1,731.1 | 1,773.5 | -2.4    | 1,742.7 | -0.7    | 1,694.6 | 2.2       | 1,647.6 | 5.1       |
| 영업이익     | 208.8   | 195.1   | 7.0     | 242.1   | -13.7   | 215.0   | -2.9      | 186.8   | 11.8      |
| 세전이익     | 226.5   | 202.3   | 12.0    | 257.6   | -12.1   | 227.2   | -0.3      | 200.5   | 13.0      |
| 순이익      | 157.9   | 140.4   | 12.5    | 184.7   | -14.5   | 158.3   | -0.3      | 140.3   | 12.6      |
| 영업이익률(%) | 12.1    | 11.0    |         | 13.9    |         | 12.7    |           | 11.3    |           |
| 순이익률(%)  | 9.1     | 7.9     |         | 10.6    |         | 9.3     |           | 8.5     |           |

자료: 회사명, 메리츠증권증권 리서치센터

| (십억원) | 수정 전    |         | 수정 후    |         | 변화율 (%) |       |
|-------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|
|       | 2019E   | 2020E   | 2019E   | 2020E   | 2019E   | 2020E |
| 매출액   | 6,464.4 | 6,250.8 | 6,724.4 | 6,715.7 | 4.0     | 7.4   |
| 영업이익  | 786.7   | 793.9   | 813.2   | 836.1   | 3.4     | 5.3   |
| 세전이익  | 864.2   | 855.7   | 891.2   | 879.5   | 3.1     | 2.8   |
| 지배순이익 | 609.2   | 593.0   | 628.9   | 609.5   | 3.2     | 2.8   |

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

| (십억원)                    | 3개년 평균         | 2018           | 2019E          | 2020E          | 2021E          |
|--------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 지배주주 순이익                 | 600.4          | 527.4          | 628.8          | 607.1          | 565.4          |
| 지배주주 자본총계                | 6,889.8        | 6,250.0        | 6,504.1        | 6,903.7        | 7,261.6        |
| ROE (%)                  | 8.7            | 8.6            | 9.9            | 9.1            | 8.0            |
| COE (%)                  | 6.2            | 7.6            | 6.2            | 6.2            | 6.2            |
| Rf(5년물 국채금리)             | 1.2            | 1.9            | 1.2            | 1.1            | 1.3            |
| 52주 β                    | 0.7            | 0.7            | 0.7            | 0.7            | 0.7            |
| Rm                       | 8.3            | 10.0           | 8.3            | 8.3            | 8.3            |
| 성장률(g)                   | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| Fair PBR (배)             | 1.41           | 1.14           | 1.59           | 1.47           | 1.28           |
| 적정 시가총액                  | 9,702.7        | 7,132.5        | 10,359.4       | 10,164.2       | 9,315.0        |
| Current PBR              | 1.18           | 1.31           | 1.28           | 1.20           | 1.14           |
| 현재 시가총액                  | 8,161.3        | 8,161.3        | 8,293.4        | 8,293.4        | 8,293.4        |
| <b>적정주가 (원, 만원미만 절사)</b> | <b>510,000</b> | <b>370,000</b> | <b>540,000</b> | <b>530,000</b> | <b>490,000</b> |
| 증가 (원)                   | 439,500        | 432,500        | 439,500        | 439,500        | 439,500        |
| Upside (%)               | 16.0           | -14.5          | 22.9           | 20.6           | 11.5           |

주: 3개년 평균 ROE는 2019~2021년의 지배주주 순이익과 자본총계를 단순 평균한 뒤 그 값을 이용하여 산출한 수치임

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

고려아연 (010130)

Income Statement

| (십억원)        | 2017           | 2018           | 2019E          | 2020E          | 2021E          |
|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>   | <b>6,596.7</b> | <b>6,883.3</b> | <b>6,724.4</b> | <b>6,715.7</b> | <b>6,314.4</b> |
| 매출액증가율 (%)   | 12.8           | 4.3            | -2.3           | -0.1           | -6.0           |
| 매출원가         | 5,527.9        | 5,979.3        | 5,758.0        | 5,725.1        | 5,402.3        |
| 매출총이익        | 1,068.7        | 904.0          | 966.4          | 990.6          | 912.0          |
| 판매관리비        | 174.0          | 139.3          | 153.2          | 154.5          | 145.2          |
| <b>영업이익</b>  | <b>894.8</b>   | <b>764.7</b>   | <b>813.2</b>   | <b>836.1</b>   | <b>766.8</b>   |
| 영업이익률        | 13.6           | 11.1           | 12.1           | 12.5           | 12.1           |
| 금융손익         | 27.2           | -0.2           | 83.4           | 45.6           | 54.8           |
| 종속/관계기업손익    | 0.5            | -2.3           | -0.4           | -1.7           | -1.7           |
| 기타영업외손익      | 3.3            | 6.5            | -5.3           | -3.9           | -4.0           |
| 세전계속사업이익     | 925.7          | 768.7          | 890.9          | 876.1          | 815.9          |
| 법인세비용        | 291.7          | 233.9          | 257.5          | 262.8          | 244.8          |
| <b>당기순이익</b> | <b>634.0</b>   | <b>534.8</b>   | <b>633.5</b>   | <b>613.3</b>   | <b>571.1</b>   |
| 지배주주지분 순이익   | 629.1          | 527.4          | 628.8          | 607.1          | 565.4          |

Statement of Cash Flow

| (십억원)            | 2017          | 2018          | 2019E         | 2020E         | 2021E         |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>영업활동 현금흐름</b> | <b>796.8</b>  | <b>888.3</b>  | <b>619.4</b>  | <b>981.1</b>  | <b>928.9</b>  |
| 당기순이익(손실)        | 634.0         | 534.8         | 633.5         | 613.3         | 571.1         |
| 유형자산상각비          | 227.8         | 258.4         | 285.4         | 280.3         | 291.4         |
| 무형자산상각비          | 0.0           | 0.1           | 0.2           | 0.1           | 0.1           |
| 운전자본의 증감         | -124.0        | -2.8          | -284.7        | 87.4          | 66.2          |
| <b>투자활동 현금흐름</b> | <b>-323.7</b> | <b>-649.7</b> | <b>-322.8</b> | <b>-400.1</b> | <b>-400.1</b> |
| 유형자산의증가(CAPEX)   | -497.0        | -316.2        | -339.4        | -400.0        | -400.0        |
| 투자자산의감소(증가)      | 469.2         | 187.4         | -45.8         | 0.0           | 0.0           |
| <b>재무활동 현금흐름</b> | <b>-172.5</b> | <b>-182.9</b> | <b>-198.6</b> | <b>-207.6</b> | <b>-207.6</b> |
| 차입금의 증감          | -16.8         | -3.2          | 3.5           | 0.0           | 0.0           |
| 자본의 증가           | -1.1          | -0.1          | 0.0           | 0.0           | 0.0           |
| 현금의 증가(감소)       | 287.6         | 59.2          | 110.7         | 373.5         | 321.2         |
| 기초현금             | 309.3         | 596.9         | 656.1         | 766.8         | 1,140.2       |
| 기말현금             | 596.9         | 656.1         | 766.8         | 1,140.2       | 1,461.5       |

Balance Sheet

| (십억원)        | 2017           | 2018           | 2019E          | 2020E          | 2021E          |
|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>유동자산</b>  | <b>3,669.9</b> | <b>3,965.9</b> | <b>4,138.2</b> | <b>4,396.6</b> | <b>4,630.6</b> |
| 현금및현금성자산     | 596.9          | 656.1          | 766.8          | 1,140.2        | 1,461.5        |
| 매출채권         | 320.7          | 303.6          | 324.9          | 303.2          | 286.7          |
| 재고자산         | 1,355.3        | 1,288.0        | 1,378.4        | 1,286.2        | 1,216.2        |
| <b>비유동자산</b> | <b>3,368.3</b> | <b>3,260.0</b> | <b>3,393.4</b> | <b>3,513.1</b> | <b>3,621.7</b> |
| 유형자산         | 2,702.5        | 2,785.1        | 2,874.4        | 2,994.1        | 3,102.6        |
| 무형자산         | 79.7           | 85.8           | 91.4           | 91.4           | 91.4           |
| 투자자산         | 522.9          | 333.2          | 379.3          | 379.3          | 379.3          |
| <b>자산총계</b>  | <b>7,038.1</b> | <b>7,225.9</b> | <b>7,531.7</b> | <b>7,909.7</b> | <b>8,252.2</b> |
| <b>유동부채</b>  | <b>606.5</b>   | <b>538.4</b>   | <b>578.7</b>   | <b>551.0</b>   | <b>530.0</b>   |
| 매입채무         | 342.8          | 283.3          | 303.2          | 282.9          | 267.5          |
| 단기차입금        | 16.9           | 18.6           | 19.0           | 19.0           | 19.0           |
| 유동성장기부채      | 5.1            | 4.8            | 3.1            | 3.1            | 3.1            |
| <b>비유동부채</b> | <b>326.0</b>   | <b>312.9</b>   | <b>322.9</b>   | <b>322.9</b>   | <b>322.9</b>   |
| 사채           | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| 장기차입금        | 11.8           | 7.1            | 6.5            | 6.5            | 6.5            |
| <b>부채총계</b>  | <b>932.5</b>   | <b>851.4</b>   | <b>901.6</b>   | <b>873.9</b>   | <b>852.9</b>   |
| 자본금          | 94.4           | 94.4           | 94.4           | 94.4           | 94.4           |
| 자본잉여금        | 56.1           | 56.0           | 56.0           | 56.0           | 56.0           |
| 기타포괄이익누계액    | 81.7           | 15.0           | 42.4           | 42.4           | 42.4           |
| 이익잉여금        | 5,781.8        | 6,138.1        | 6,364.9        | 6,764.5        | 7,122.3        |
| 비지배주주지분      | 145.3          | 124.5          | 126.0          | 132.1          | 137.8          |
| <b>자본총계</b>  | <b>6,105.7</b> | <b>6,374.5</b> | <b>6,630.1</b> | <b>7,035.8</b> | <b>7,399.4</b> |

Key Financial Data

|                               | 2017    | 2018    | 2019E   | 2020E   | 2021E    |
|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|----------|
| <b>주당데이터(원)</b>               |         |         |         |         |          |
| SPS                           | 349,585 | 364,776 | 356,356 | 355,891 | 334,624  |
| EPS(지배주주)                     | 33,336  | 27,950  | 33,321  | 32,175  | 29,964   |
| CFPS                          | 60,594  | 55,967  | 58,813  | 58,757  | 55,780   |
| EBITDAPS                      | 59,487  | 54,225  | 58,232  | 59,168  | 56,083   |
| BPS                           | 315,862 | 331,214 | 344,682 | 365,857 | 384,821  |
| DPS                           | 10,000  | 11,000  | 11,000  | 11,000  | 11,000   |
| 배당수익률(%)                      | 2.0     | 2.5     | 2.5     | 2.5     | 2.5      |
| <b>Valuation(Multiple)</b>    |         |         |         |         |          |
| PER                           | 14.8    | 15.5    | 13.2    | 13.7    | 14.7     |
| PCR                           | 8.1     | 7.7     | 7.5     | 7.5     | 7.9      |
| PSR                           | 1.4     | 1.2     | 1.2     | 1.2     | 1.3      |
| PBR                           | 1.6     | 1.3     | 1.3     | 1.2     | 1.1      |
| EBITDA                        | 1,122.5 | 1,023.2 | 1,098.8 | 1,116.5 | 1,058.3  |
| EV/EBITDA                     | 6.7     | 5.9     | 5.5     | 5.1     | 5.1      |
| <b>Key Financial Ratio(%)</b> |         |         |         |         |          |
| 자기자본이익률(ROE)                  | 11.0    | 8.6     | 9.9     | 9.1     | 8.0      |
| EBITDA 이익률                    | 17.0    | 14.9    | 16.3    | 16.6    | 16.8     |
| 부채비율                          | 15.3    | 13.4    | 13.6    | 12.4    | 11.5     |
| 금융비용부담률                       | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0      |
| 이자보상배율(x)                     | 1,122.6 | 726.2   | 1,292.6 | 2,090.3 | 13,400.9 |
| 매출채권회전율(x)                    | 20.1    | 22.1    | 21.4    | 21.4    | 21.4     |
| 재고자산회전율(x)                    | 5.2     | 5.2     | 5.0     | 5.0     | 5.0      |

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

| 기업                     | 향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미 |  |
|------------------------|--|--|
| 추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급 | Buy  | 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상           |
|                        | Hold   | 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 |
|                        | Sell   | 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만           |
| 산업                     | 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천                  |  |
| 추천기준일 시장지수대비 3등급       | Overweight (비중확대)                                |  |
|                        | Neutral (중립)                                     |  |
|                        | Underweight (비중축소)                               |  |

**투자의견 비율**

| 투자의견 | 비율    |
|------|-------|
| 매수   | 94.7% |
| 중립   | 5.3%  |
| 매도   | 0.0%  |

2019년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**고려아연 (010130) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

