2018/5/16

고려아연 (010130)

기업분석 리포트

BNK 투자증권

올해도 하락한 TC, 지금이 저점이다

안정적인 수익창출 구조와 세계적인 기술력 보유

고려아연이 영위하는 아연과 연정광의 제련 사업은 일반 제조업과 다르게 원재료 공급업체로부터 수수료(TC)를 받고 제품을 생산하는 구조. 일반적인 철강 기업은 원재료와 제품가격 변동에 바로 노출되는 반면 동사의 수익구조는 안정적인 이익 창출이 가능. 정광의 제련 과정에서 나오는 부산물인 금 및 은, 동 등은 제련사의 추가적인 수익 요소. 제련사별로 부산물의 회수율이 상이한데 동사는 퓨머(Fumer)를 활용한 슬래그(Slag) 처리로 부산물의 회수율이 경쟁업체 대비 높아 세계 1위 제련업체로서의 경쟁력 보유

2018년을 저점으로 반등되는 TC에 따라 회복되는 이익률

2018년 실적은 매출액 68,498억원(+3.8% yoy), 영업이익 8,809억원(-1.6% yoy)으로 전망. 제품가격 상승이 올해 초반까지 계속됐다는 점을 반영하여 매출액 성장은 지속될 것이지만 TC의 하락 영향으로 영업이익은 소폭 감소할 전망. TC는 2018년 하반기 가동 예정인 대형 광산들 효과로 수급이 완화됨에 따라 올해를 저점으로 반등할 것으로 판단. 따라서 이익률 회복과 함께 동사의 지속적인 성장이 예상됨

투자의견 매수 유지, 목표주가 550,000원 하향

동사에 대해 투자의견 매수와 목표주가 550,000원을 제시하며 커버리지 재개. 목표주가는 12M Fwd BPS 344,866원에 적정 PBR 1.61배 적용. 동사는 세계 최대의 아연/연 제련설비를 보유하고 있고 높은 기술력으로 제품 회수율이 경쟁사 대비 높다는 점에서 글로벌 동종업체 대비 할증된 가치를 부여. 현재 주가는 PBR 1.3배 수준으로 밴드 최하단에 위치하여 벨류에이션 매력도 부각

Fig. 1: 고려아연 연결재무제표 요약

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액(십억원)	5,848	6,597	6,850	6,956	7,090
영업이익	765	895	881	902	922
세전이익	802	926	913	938	960
순이익[지배]	592	629	622	633	641
EPS(원)	31,395	33,336	32,982	33,551	33,958
증감률(%)	16.3	6.2	-1.1	1.7	1.2
PER(배)	15.1	14.8	13.6	13.4	13.2
PBR	1.6	1.5	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	8.0	6.7	5.8	5.4	5.2
ROE(%)	11.2	11.0	10.2	9.7	9.2
배당수익률	1.8	2.0	2.2	2.6	2.6

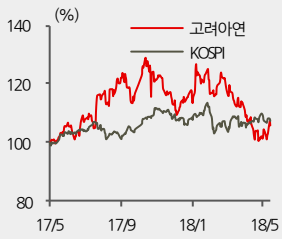
자료: 고려아연, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

투자의견	매수
[신규]	
목표주가(6M)	550,000원
[신규]	*22.5%*
현재주가	449,000원
2018/5/15	

주식지표

시가총액	8,473십억원
52주최고가	546,000원
52주최저가	423,000원
상장주식수	1,887만주
자본금/액면가	94십억원/5,000원
60일평균거래량	3.9만주
60일평균거래대금	18십억원
외국인지분율	25.4%
자기주식수	120만주/6.3%
주요주주및지분율	
최창걸 외	42.5%
국민연금	8.1%

주가동향



함형도

철강/유틸리티

hdham@bnkfn.co.kr

(02)2071-7673

BNK투자증권 리서치센터

07325 서울시 영등포구 국제금융로2길 24

삼성생명 여의도빌딩 6층

www.bnkfn.co.kr

I. Valuation 및 실적전망

투자의견 매수, 목표주가 550,000원, 신규 커버리지 재개시

고려아연에 대해 투자의견 매수와 목표주가 550,000원을 제시하며 커버리지를 재개한다(조사분석담당자 변경). 목표주가는 12M Fwd BPS와 해외 Peer 평균 PBR 1.46배에 11%의 할증(premium)을 부여해서 산출된 적정 PBR 1.61배를 적용했다. 동사는 모회사인 영풍과 함께 국내시장 87%를 점유했고 글로벌 1위의 아연/연 제련업체임으로 해외 동종업계 기업들과 비교하였다. 동사의 가치는 해외 기업들 대비 높게 측정되고 있고 과거 5년 동안의 할증된 평균치는 11%이다. 동사는 세계 최대의 생산시설을 구비했다는 점과 퓨머를 활용하여 제품회수율(정광에 포함된 아연, 연, 금, 은 등을 회수)이 경쟁사 대비 월등하다는 점에서 할증 부여가 타당하다고 본다. 동사의 현재 주가는 2018년 TC 하락에 따른 우려로 하락하여 PBR 1.3배 수준이다. 이는 PBR 밴드상 최저 수준으로 밸류에이션 매력이 부각된다.

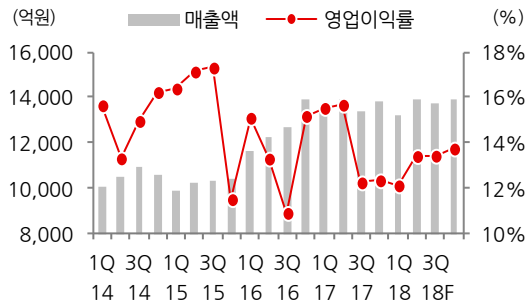
고려아연의 2018년 실적은 매출액 68,498억원(+3.8% yoy), 영업이익 8,809억원(-1.6% yoy)으로 추정된다. 매출액(P×Q) 중 판매량(Q)은 동사가 매년 발표하는 사업계획 발표치를 매년 100% 가까이 달성해오고 있다는 점에서 사업계획을 반영했고 판매단가(P)는 주요 제품가격의 상승이 올해 초반까지 계속됐다는 점을 고려했다. 따라서 2016년 매출액 성장률(+23.4% yoy)과 2017년 성장률(+8.1% yoy)에 소폭 못 미친 +3.8% yoy의 성장을 예상한다. 영업이익은 아연과 연 TC가 각각 147달러(-14.5% yoy), 99달러(-17.5% yoy) 하락했다는 점을 반영하여 2018년 영업이익률은 전년대비 0.7%p 하락한 12.9%로 전망된다. 현재 TC 하락추세는 2015년 세계 주요 광산들이 폐광하며 수급이 타이트해진 결과이다. 2018년 하반기부터 대형 광산들이 가동 예정에 있어 수급은 점차 완화될 것으로 판단된다. TC는 올해를 저점으로 반등하며 동사의 이익률 회복과 함께 지속적인 성장이 예상된다.

Fig. 2: 목표주가 550,000원 = 12M Fwd BPS × 해외 Peer 평균 PBR

	2018F	2019F	비고
자본총계 (십억원)	6,344	6,837	
주식수 (천주)	18,870	18,870	보통주기말발행주식수
BPS (원)	336,176	362,306	344,866 (12M Fwd BPS)
Target PBR (배)	1.61		
해외평균 PBR (배)	1.46		5년 평균 PBR
Premium (%)	11		10년평균 고려아연 PBR의 해외평균대비 Premium
목표주가 (원)	556,502		**550,000**
현재주가(5/15) (원)	449,000		449,000
상승여력 (%)	23.9		22.5

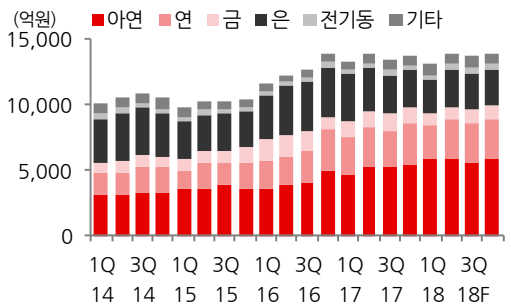
자료: BNK투자증권

Fig. 3: 고려아연 실적추이 및 전망_별도



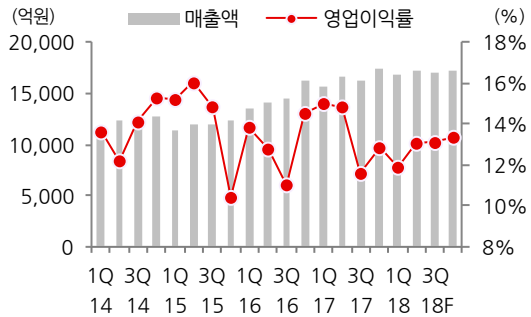
자료: 고려아연, BNK투자증권

Fig. 4: 제품별 매출 비중 전망_별도



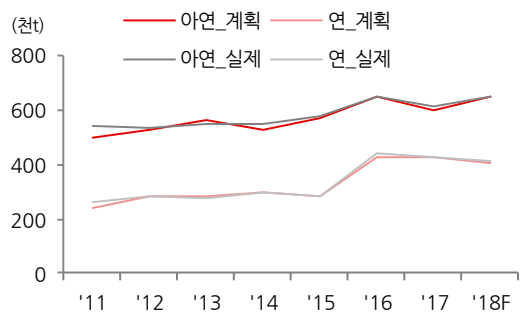
자료: 고려아연, BNK투자증권

Fig. 5: 고려아연 실적추이 및 전망_연결



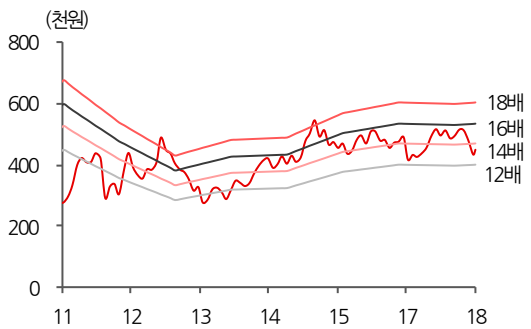
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 6: 고려아연 연간 판매계획 및 달성치



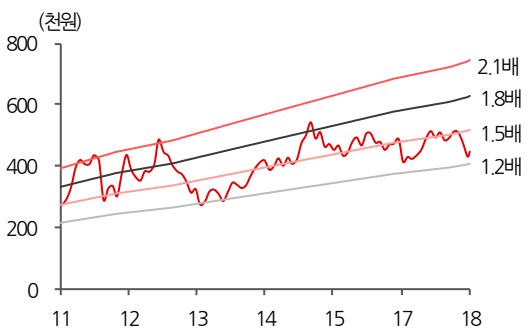
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 7: 고려아연 PER 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 8: 고려아연 PBR 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 9: 고려아연 매출액 및 영업이익 등 실적추이

(억원,%)	1Q 17	2Q 17	3Q 17	4Q 17	1Q 18	2Q 18F	3Q 18F	4Q 18F	2017	2018F	2019F
연결 실적											
매출액	**15,738**	**16,717**	**16,169**	**17,342**	**16,834**	**17,290**	**17,062**	**17,311**	**65,967**	**68,498**	**69,563**
고려아연	13,385	13,880	13,421	13,839	13,181	13,933	13,707	13,927	54,526	54,748	56,019
연결자회사	2,353	2,837	2,748	3,503	3,654	3,357	3,355	3,385	11,441	13,750	13,543
영업이익	**2,363**	**2,483**	**1,873**	**2,228**	**2,001**	**2,259**	**2,235**	**2,313**	**8,948**	**8,809**	**9,019**
고려아연	2,080	2,177	1,646	1,710	1,599	1,871	1,842	1,916	7,614	7,287	7,475
연결자회사	283	306	227	518	402	388	393	397	1,334	1,521	1,545
영업이익률	*15.0%*	*14.9%*	*11.6%*	*12.8%*	*11.9%*	*13.1%*	*13.1%*	*13.4%*	*13.6%*	*12.9%*	*13.0%*
순이익	**1,692**	**1,700**	**1,486**	**1,462**	**1,474**	**1,626**	**1,596**	**1,576**	**6,340**	**6,272**	**6,385**
지배주주지분	1,670	1,684	1,491	1,445	1,456	1,615	1,584	1,564	6,291	6,219	6,326
별도 실적											
매출액	**13,385**	**13,880**	**13,421**	**13,839**	**13,181**	**13,933**	**13,707**	**13,927**	**54,526**	**54,748**	**56,019**
yoy	*14.8%*	*13.1%*	*6.2%*	*-0.3%*	*-1.5%*	*0.4%*	*2.1%*	*0.6%*	*8.1%*	*0.4%*	*2.3%*
qoq	*-3.5%*	*3.7%*	*-3.3%*	*3.1%*	*-4.8%*	*5.7%*	*-1.6%*	*1.6%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
아연	4,692	5,282	5,267	5,378	5,869	5,896	5,611	5,897	20,619	23,271	22,584
연	2,814	3,016	2,793	3,273	2,582	3,027	3,066	3,031	11,897	11,706	11,523
금	1,304	1,253	1,233	1,177	956	964	1,027	1,006	3,954	4,587	5,180
은	3,522	3,246	2,949	2,850	2,556	2,830	2,760	2,748	10,895	12,380	13,169
전기동	339	378	393	390	355	434	442	440	1,671	1,722	1,828
기타	714	705	785	772	864	782	801	805	3,251	3,223	3,220
영업이익	**2,080**	**2,177**	**1,646**	**1,710**	**1,599**	**1,871**	**1,842**	**1,916**	**7,614**	**7,287**	**7,475**
yoy	*18.1%*	*33.2%*	*19.2%*	*-18.9%*	*-23.1%*	*-14.1%*	*11.9%*	*12.0%*	*10.6%*	*-4.3%*	*2.6%*
qoq	*-1.3%*	*4.6%*	*-24.4%*	*3.9%*	*-6.5%*	*17.0%*	*-1.5%*	*4.0%*			
영업이익률	*15.5%*	*15.7%*	*12.3%*	*12.4%*	*12.1%*	*13.4%*	*13.4%*	*13.8%*	*14.0%*	*13.3%*	*13.3%*
단기순이익	**1,477**	**1,507**	**1,357**	**968**	**1,249**	**1,363**	**1,309**	**1,317**	**5,308**	**5,239**	**5,252**
판매량(t)											
아연	137,554	164,641	154,302	142,340	150,661	169,319	161,501	168,447	598,837	649,929	640,918
연	98,679	110,333	100,739	111,579	86,919	108,285	109,422	110,475	421,330	415,101	422,658
금	2.9	2.7	2.6	2.6	2.1	2.1	2.2	2.2	10.9	8.6	9.7
은	559	508	485	469	443	495	480	469	2,020	1,886	2,066
전기동	4,946	5,882	5,439	5,199	4,705	5,964	6,032	5,929	21,466	22,630	22,885
ASP(천원/t)											
아연	3,411	3,208	3,414	3,778	3,895	3,484	3,476	3,502	3,443	3,581	3,524
연	2,852	2,734	2,773	2,934	2,970	2,796	2,803	2,744	2,824	2,820	2,726
금(천원/kg)	44,961	45,741	46,692	45,409	45,922	45,492	45,950	46,681	45,685	46,000	47,502
은(천원/kg)	630	639	609	608	577	573	576	587	622	578	599
전기동	6,858	6,425	7,219	7,501	7,545	7,288	7,364	7,465	6,987	7,383	7,524

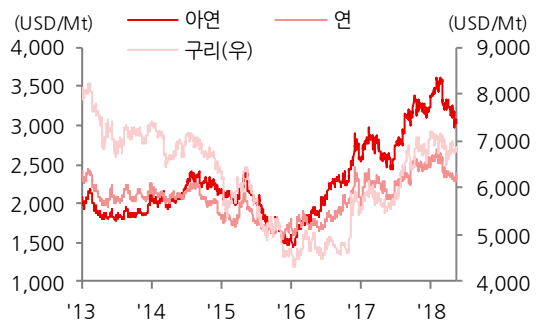
자료: 고려아연, BNK투자증권

Fig. 10: 유사기업 기업가치 평가(global peer valuation)

회사명		고려아연	풍산	글렌코어	힌두스탄 징크	테크	볼리덴	니르스타
코드		010130:KS	103140:KS	GLEN:LN	HZ:IN	TECK:US	BOL:SS	NYR:BB
거래소		Korea SE	Korea SE	London	Natl India	New York	Stockholm	EN Brussels
주가 (현지통화)		449,000	41,700	381.55	297	28	322	5
시가총액(십억원)		8,473	1,169	80,126	19,870	17,496	10,956	742
주가상승률 (%)	'17	*+3.8*	*+17.3*	*+40.6*	*+20.9*	*+30.7*	*+17.9*	*-13.9*
	'18	*-8.9*	*-12.2*	*-2.2*	*-3.7*	*+8.3*	*+14.9*	*-21.3*
매출액	2015	4,771	2,820	166,837	2,532	7,314	5,404	3,795
(십억원)	2016	5,848	2,832	177,534	2,420	8,149	5,474	3,549
	2017	6,597	2,945	232,324	2,891	10,500	6,562	4,507
	2018F	6,850	3,024	238,675	-	10,316	6,630	5,122
영업이익	2015	672	111	1,950	1,184	-2,584	481	-464
(십억원)	2016	765	218	2,418	1,044	1,512	771	-178
	2017	895	241	7,317	1,359	3,776	1,194	230
	2018F	881	216	11,948	-	3,732	1,261	203
순이익	2015	509	52	-5,620	1,419	-2,191	355	-543
(십억원)	2016	592	138	1,601	1,445	911	575	-531
	2017	629	151	6,532	1,425	2,187	908	59
	2018F	621	149	7,669	-	2,334	974	-2
ROE	2015	10.5	4.8	-11.1	20.2	-14.1	10.6	-54.0
(%)	2016	11.2	11.8	3.2	20.3	6.1	15.4	-69.7
	2017	11.0	11.9	12.3	24.4	13.6	21.3	7.7
	2018E	10.2	10.9	13.1	29.5	13.0	21.3	1.7
PER	2015	16.3	15.0	-	8.4	26.0	14.8	-
(배)	2016	14.2	8.2	-	9.5	13.9	15.4	-
	2017	13.9	8.8	12.9	14.7	7.6	11.2	67.1
	2018E	13.6	7.8	10.7	12.2	8.1	11.5	46.8
PBR	2015	1.6	0.7	0.5	1.6	0.2	1.5	0.8
(배)	2016	1.5	0.9	1.1	2.1	0.9	2.2	1.3
	2017	1.5	1.0	1.5	4.0	1.0	2.2	1.1
	2018E	1.3	0.8	1.4	-	0.9	2.3	0.9

자료: Bloomberg, BNK 투자증권 / 2018 년 5 월 15 일 종가(미국 기업은 5 월 14 일 종가), 환율 기준

Fig. 11: 비철금속 가격 추이



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 12: 귀금속 가격추이

자료: Bloomberg, BNK투자증권

Ⅱ. 차별화된 수익구조로 안정적인 수익창출

고려아연이 영위하고 있는 제련사업은 일반 제조업과 다른 수수료 기반의 사업으로서 상품가격이 변동하는 구간에도 안정적인 이익창출이 가능하다. 일반적인 철강제품 제조업체는 원재료 구매비용과 제품 판매가격 사이의 스프레드를 통해 이익을 창출한다. 광산업체에게 지불하는 철광석 비용과 수요가에 판매하는 제품가격 차이를 뜻한다. 따라서 가격 변동에 노출되며 변동적인 이익을 보인다. POSCO의 경우 중국발 초과공급 이슈로 제품가격이 하락하던 시기에 스프레드가 축소되어 이익이 감소하는 현상을 보였다. 반면 고려아연은 정광을 공급해주는 광산업체로부터 일정 수수료를 받고 가공을 거친 후 제품을 판매하는 형식으로 안정적인 이익창출이 가능하다는 강점이 있다.

제련업체의 세부적인 수익창출 방법은 크게 4가지로 분류되며 ①Treatment Charge(TC, 제련수수료) ②Free Metal ③By-Product(부산물) ④Premium이다.

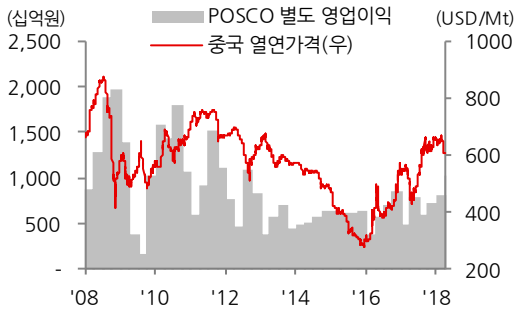
TC는 연단위로 계약되는 아연정광 1t당 제련수수료이다. 계약 당시의 아연 시장가격을 반영하여 기준점인 Benchmark TC와 Base LME 가격을 정한다. 현재가격이 Base가격을 상회하면 Benchmark TC+(현재가-Base가격), 하회하면 Benchmark TC+(Base가격-현재가)의 형식으로 시장가격을 반영하여 지불한다.

Free Metal과 By-Product는 제련업체의 제련능력에 따라 얻을 수 있는 추가 수익이다. 아연정광 1t의 주요 구성물로 아연이 50%가량을 차지하며 부산물로 황 30%, 은 270g 정도이다. 광산업체는 제련사와 계약할 시 정광에서 제련 가능한 총 아연 중 85%(계약에 따라 변동 가능)에 대한 판매수익만 요구하고 15%는 제련사의 수익이 된다. 제련사가 정광에 함유된 모든 아연을 추출 가능하다면 나머지 15%에 대한 수익 모두를 얻을 수 있다. 부산물에 대해서 정확한 계약 정보가 공개되지 않지만 유사한 구조로 일부 수익은 광산업체가 가져가고 제련사의 능력에 따라 나머지 수익을 챙길 수 있다. 이러한 구조는 제련사의 기술력과 수익성의 차별화를 가져온다.

Premium은 제련사가 최종 수요자에게 기타 비용(물류비 등)을 전가하는 것으로서 동사의 제품 판매가격과 시장가격과의 차이를 말한다. 시장의 제품 수급에 따라 결정되며 아연과 연두 제품에 부여된다.

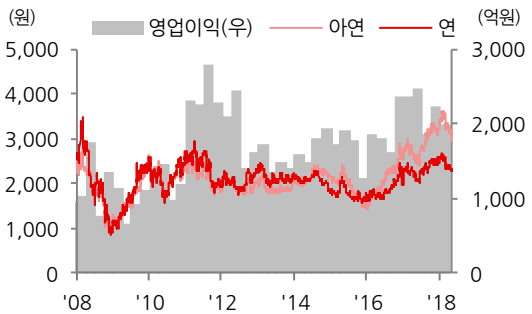
상기의 4가지 수익구조 중 제련사는 TC를 통해 안정적인 수익창출이 가능하며 이외의 3가지 방법을 통해 추가적인 이익 확대가 가능한 구조이다.

Fig. 13: POSCO 실적과 제품/원재료가 스프레드 추이



자료: Bloomberg, POSCO, BNK투자증권

Fig. 14: 고려아연 실적과 제품가격 추이



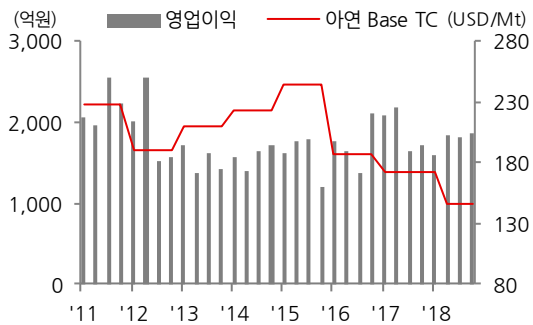
자료: Bloomberg, 고려아연, BNK투자증권

Fig. 15: 제련업체 계약에 따른 수익구조

(USD/Mt,%)		2015	2016	2017	2018F	2019F
Base LME Price		2,000	1,500	2,800	2,800	2,800
Real LME Price		1,932	2,092	2,894	3,130	3,066
Benchmark TC		245	188	172	147	170
Escalator		*9.5%*	*3.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
De-escalator		*3.5%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
Actual TC	**(a)**	**243**	**206**	**172**	**147**	**170**
아연정광 품위		*51%*	*51%*	*51%*	*51%*	*51%*
Payable		*85%*	*85%*	*85%*	*85%*	*85%*
Free Metal	**(b)**	**148**	**160**	**222**	**243**	**235**
은가격(USD/oz.t)		15.7	17.1	17.1	17.1	17.3
By-Product	**(c)**	**52**	**56**	**56**	**55**	**56**
Premium	**(d)**	**297**	**134**	**183**	**172**	**188**
제련수익	**(a+b+c+d)**	**739**	**556**	**632**	**617**	**649**

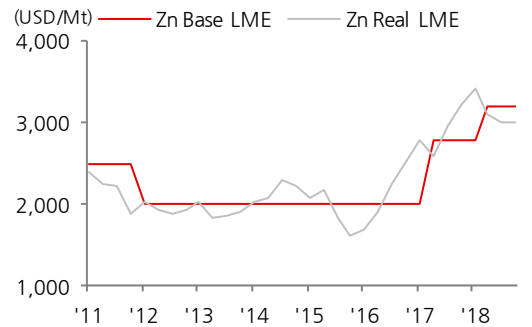
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 16: 아연 TC와 영업이익



자료: 고려아연, BNK투자증권

Fig. 17: 아연 Base LME 가격과 Real LME 가격



자료: 고려아연, Bloomberg, BNK투자증권

Ⅲ. 아연광산 증설로 반전되는 TC

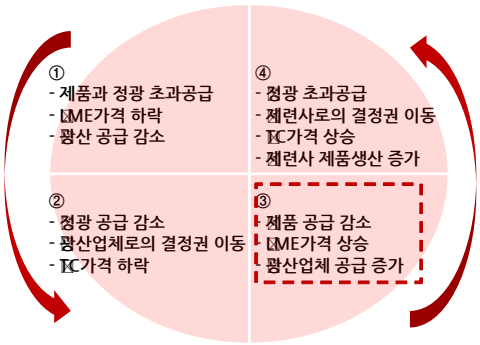
아연 제련수수료(TC, Treatment Charge)는 2018년을 저점으로 반등이 예상된다. 글로벌 아연정광 공급업체인 테크(Teck)사와 제련업체인 글렌코아(Glencore), 니르스타(Nyrstar)와의 2018년 TC는 전년대비 14.5% 하락한 147달러로 타결됐다. TC는 제련업체가 아연정광을 제련해주는 대가로 광산업체에게 받는 수수료로서 매년 3월경에 일년 단위로 협상이 이루어진다. 가격협상은 글로벌 아연정광의 수급, 제품 가격 등을 고려하고 협상되는 가격 트렌드는 광산업체와 제련업체 중 어떤 업체가 결정우위에 있는지를 반영한다. 현재 TC는 3년 연속 하락세를 보이며 광산업체 우위의 시장이지만 신규 가동예정인 아연광산 계획을 반영했을 시 올해 하반기부터 제련업체 우위의 시장으로 전환 가능하다고 판단된다.

제련업체와 광산업체와의 TC 협상의 우위는 크게 4개 단계에 따라 변동된다. ①제품, 정광초과공급→ 가격하락→ 광산 공급감소 ②정광 공급감소→ TC가격 하락(광산업체 우위) ③제품 공급감소→ 가격상승→ 광산업체 공급증가 ④정광 초과공급→ TC가격 상승(제련업체 우위). 2015년 광산업체 공급 감소에 따른 가격상승이 현재까지 이어지고 있고, 신규 가동예정인 광산을 고려할 때 현재의 단계는 3단계에서 4단계로 넘어가는 시점이라 판단된다.

2016년부터 시작된 TC 하락은 메이져 광산업체의 가동 중단에 따라 공급 감소로 시작되었다. 2016년 전세계 아연정광 공급은 128만톤으로 전년대비 6.2%(84만톤) 감소했다. 이는 2015년에 글로벌 기업인 Glencore가 아연 50만톤 감산을 진행했고 세계적인 규모의 아연광산인 센츄리(Century)와 리신(Lisheen)이 폐광한 영향이다. Century 광산은 연간 40만톤, Lisheen 광산은 17만톤의 아연정광을 공급하였으며 각 광산은 전세계 아연공급의 2.9%, 1.2%를 차지하였다. 주요 광산의 폐광으로 아연가격의 상승과 재고 감소는 올해 1분기까지 이어졌으며 TC가격 결정에 영향을 미쳤다. 2015년부터 시작되어 현재까지 이어지고 있는 아연산업의 추세는 상기에 언급한 2, 3단계 구간으로 추정되며 아연광산 업체가 우위를 가져가는 구간이었다.

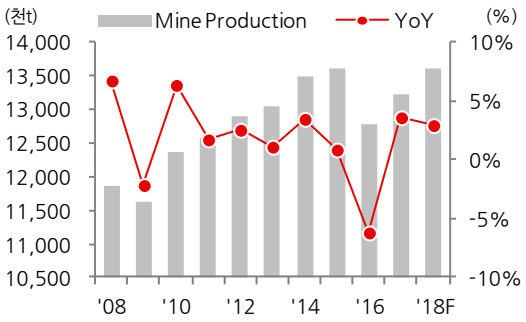
2018년에 가동 예정인 광산의 공급량은 67만톤 수준으로 타이트한 아연수급 완화에 따른 TC 반등이 예상된다. 폐광되었던 호주의 Lady Loretta 광산(연간 16만톤)과 Century 광산(연간 26만톤)은 각각 2018년 상반기와 하반기에 재가동한다. 남아공의 Gamsberg 광산은 하반기 가동을 목표로 하며 연간 25만톤을 공급할 예정이다. 추가되는 광산의 공급량이 2015년에 감소한 공급량을 상회하며 기가동된 광산의 정상 공급이 이루어지면 올해 하반기는 4단계로 진입하는 시점이라 판단하고 2019년부터 TC 반등이 이루어질 것으로 예상한다.

Fig. 18: 광산업체와 제련사의 Power movement



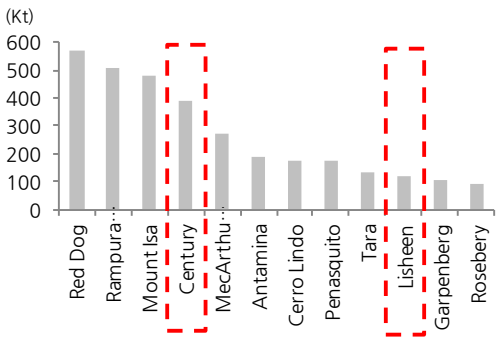
자료: Nyrstar, BNK투자증권

Fig. 19: 글로벌 아연정광 공급추이



자료: ILZSG, BNK투자증권

Fig. 20: 글로벌 Top 4와, 8위 아연광산 중단 - 2015년



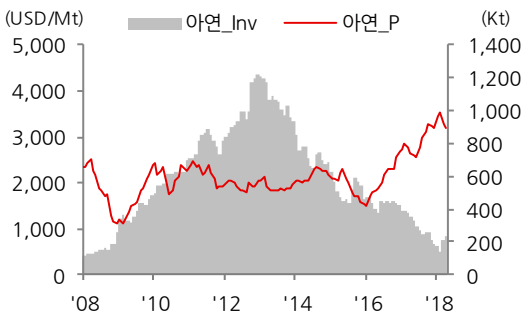
자료: 언로보도, 각 회사, BNK투자증권

Fig. 21: 신규 가동예정 아연광산

광산	국가	회사	생산량 (ktpa)	가동 예정시기
Castellanos	쿠바	Trafigura	100	2017.10
Dugald River	호주	MMG	170	2017.11
Lady Loretta	**호주**	**Glencore**	**160**	**1H18**
Gamsberg	**남아공**	**Vedanta**	**250**	**3Q18**
Century	**호주**	**New Century Resources**	**262**	**3Q18**
Zhairem	카자스탄	Glencore	160	2020

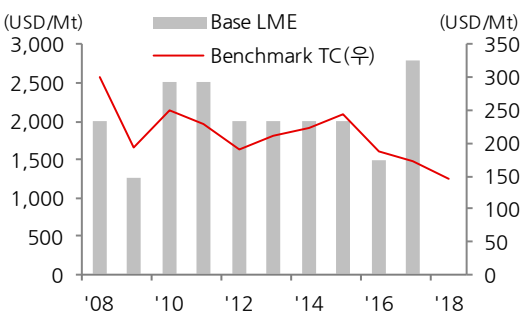
자료: 언론보도, 각 회사, BNK투자증권

Fig. 22: LME 아연 가격 및 재고



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 23: 아연 TC가격은 '18년을 저점으로 반등 예상



자료: 고려아연, BNK투자증권

Ⅳ. 퓨머를 활용한 높은 부산물 회수율

고려아연의 퓨머(Fumer)를 활용하여 정광에 함유된 아연 및 연, 부산물(금, 은, 동, 황산 등) 회수 기술은 경쟁사 대비 월등히 높다. 퓨머는 아연과 연 정광을 정제하고 남는 슬래그(Slag)로부터 한 번 더 제품을 추출할수 있도록 한다. 슬래그를 퓨머에 넣고 산소를 주입시켜 가벼운 아연과 연은 휘발되어 위로 올라가고 무거운 구리, 은 등은 가라앉아 분리 추출한다.

세계 1위의 생산력을 보유한 고려아연과 2위의 Nyrstar의 제품 생산량 비교를 통해 경쟁력 확인이 가능하다. 아연보다 은과 금 함유량이 높은 연의 생산량만 비교했을 때 2017년 기준 고려아연 42만톤, Nyrstar 17만톤 생산했다. 동시에 각 회사의 연 1톤당 회수된 금과 은의 양은 고려아연이 Nyrstar의 2배에 달한다. 이는 고려아연의 생산력 격차가 월등히 높으며 고유의 차별화된 경쟁력임을 시사한다.

Fig. 24: 고려아연 vs. Nyrstar 제련 회수 비교

(천t)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Korea Zinc								
아연	489	540	535	550	548	581	646	611
연	199	263	280	273	299	282	441	423
금(t)	2.8	3.5	5.9	6.3	8.2	8.8	12.1	11.1
은(t)	1,267	1,686	1,854	1,752	2,158	1,953	2,336	2,058
Nyrstar								
아연	1,076	1,125	1,084	1,088	1,097	1,115	1,015	1,019
연	198	195	158	179	178	185	187	171
금(t)	0.7	1.1	1.7	2.1	1.1	2.4	1.4	2.3
은(t)	417	577	429	557	417	454	460	423

자료: 고려아연, Nyrstar, BNK투자증권

Fig. 25: 고려아연 vs. Nyrstar 금, 은 회수 비교

자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 26: 고려아연 Fumer 운영현황

설비	가동시기	역할	처리규모 (만t)
Zinc Fumer	1995년	아연	11
#1 TSL Fumer	2000년	연잔재	15
Slag Fumer	2002년	연슬러그	10
Residue Fumer	2003년	아연	12
온산 Fumer	2007년	아연(SMH 잔재)	12
온산 Fumer II	2009년	아연(Pond 적치 잔재)	12
#2 TSL Fumer	2011년	연잔재	15
온산 Fumer V	2012년	아연	15
Slag Fumer	2016년	아연	15

자료: 고려아연, BNK투자증권

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	2,895	3,670	4,108	4,540	4,739
현금성자산	309	597	769	831	797
매출채권	336	321	331	344	382
재고자산	1,204	1,355	1,474	1,607	1,714
비유동자산	3,588	3,368	3,356	3,517	3,847
투자자산	992	523	573	635	696
유형자산	2,484	2,703	2,637	2,727	3,011
무형자산	74	80	82	85	88
자산총계	**6,483**	**7,038**	**7,464**	**8,057**	**8,586**
유동부채	537	607	688	762	836
매입채무	267	343	400	451	505
단기차입금	24	17	15	17	20
비유동부채	283	326	336	356	365
사채및장기차입금	17	12	9	12	14
부채총계	**820**	**932**	**1,024**	**1,118**	**1,202**
지배기업지분	5,517	5,961	6,290	6,783	7,221
자본금	94	94	94	94	94
자본잉여금	57	56	56	56	56
이익잉여금	5,300	5,782	6,227	6,684	7,112
자본총계	**5,663**	**6,106**	**6,441**	**6,940**	**7,384**
총차입금	51	34	32	38	44
순차입금	-1,271	-1,897	-2,205	-2,481	-2,527

포괄손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	**5,848**	**6,597**	**6,850**	**6,956**	**7,090**
매출원가	4,905	5,528	5,798	5,876	5,986
매출총이익	943	1,069	1,051	1,080	1,104
매출총이익률	16.1	16.2	15.3	15.5	15.6
판매비와관리비	178	174	171	178	182
판관비율	3.0	2.6	2.5	2.6	2.6
영업이익	**765**	**895**	**881**	**902**	**922**
영업이익률	13.1	13.6	12.9	13.0	13.0
EBITDA	983	1,123	1,099	1,130	1,172
영업외손익	37	31	32	36	38
금융이자손익	24	37	44	45	48
외화관련손익	17	-26	-3	-12	-9
기타영업외손익	-4	20	-9	3	-1
세전이익	**802**	**926**	**913**	**938**	**960**
세전이익률	13.7	14.0	13.3	13.5	13.5
법인세비용	207	292	285	299	313
법인세율	25.8	31.5	31.2	31.9	32.6
계속사업이익	595	634	628	639	647
당기순이익	**595**	**634**	**628**	**639**	**647**
당기순이익률	10.2	9.6	9.2	9.2	9.1
지배기업순이익	592	629	622	633	641
총포괄손익	588	602	512	676	657

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	**681**	**797**	**818**	**809**	**843**
당기순이익	595	634	628	639	647
비현금비용	520	613	547	559	663
감가상각비	219	228	218	228	250
비현금수익	-97	-104	-76	-73	-132
자산및부채의증감	-184	-124	-39	-62	-69
매출채권감소	-48	-13	-10	-13	-38
재고자산감소	-183	-170	-119	-133	-107
매입채무증가	85	95	57	51	54
법인세환급(납부)	-185	-261	-285	-299	-313
투자활동현금흐름	**-459**	**-324**	**-463**	**-573**	**-669**
유형자산증가	-184	-497	-154	-320	-555
유형자산감소	3	1	1	2	21
무형자산순감	0	-3	-3	-2	-3
재무활동현금흐름	**-157**	**-173**	**-179**	**-171**	**-205**
차입금증가	-2	-17	-2	6	7
자본의증감	0	-1	0	0	0
배당금지급	-152	-152	-177	-177	-212
현금의증가	70	288	172	62	-34
기말현금	309	597	769	831	797
잉여현금흐름(FCF)	496	300	664	489	288

자료: 감사보고서(12월 결산), BNK투자증권 리서치센터

주요투자지표

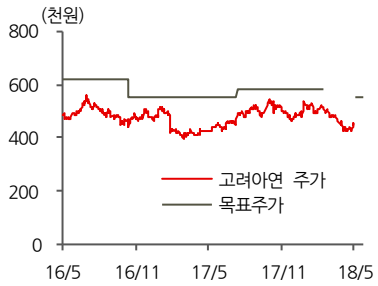
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
EPS (원)	31,395	33,336	32,982	33,551	33,958
BPS	295,176	318,698	336,176	362,306	385,533
CFPS	53,929	60,594	58,183	59,605	62,400
DPS	8,500	10,000	10000.0	12000.0	12000.0
PER (배)	15.1	14.8	13.6	13.4	13.2
PSR	1.5	1.4	1.2	1.2	1.2
PBR	1.6	1.5	1.3	1.2	1.2
PCR	8.8	8.1	7.7	7.5	7.2
EV/EBITDA	8.0	6.7	5.8	5.4	5.2
배당성향 (%)	25.3	27.9	28.2	33.2	32.8
배당수익률	1.8	2.0	2.2	2.6	2.6
매출액증가율	22.6	12.8	3.8	1.6	1.9
영업이익증가율	13.8	17.0	-1.6	2.4	2.2
순이익증가율	16.3	6.2	-1.1	1.7	1.2
EPS증가율	16.3	6.2	-1.1	1.7	1.2
부채비율 (%)	14.5	15.3	15.9	16.1	16.3
차입금비율	0.9	0.6	0.5	0.5	0.6
순차입금/자기자본	-22.5	-31.1	-34.2	-35.8	-34.2
ROA (%)	9.6	9.4	8.7	8.2	7.8
ROE	11.2	11.0	10.2	9.7	9.2
ROIC	15.8	16.0	15.2	15.1	14.4

주: K-IFRS 연결 기준, 2018/5/15 종가 기준

투자의견 및 목표주가 변경

종목명	날짜	투자의견	목표주가 (6M)	괴리율(%) 평균	괴리율(%) H/L
고려아연 (010130)	16/01/13	매수	620,000원	-	-
	16/10/26	매수	550,000원	*-17.3*	*-6.2*
	17/07/26	매수	580,000원	*-13.2*	*-5.9*
	조사분석담당자 변경				
	18/05/16	매수	550,000원	-	-

주가 및 목표주가 변동 추이(2Y)



투자등급 (기업 투자의견은 향후 6개월간 추천일 종가 대비 해당 종목의 예상수익률을 의미함.)
기업: 6개월 예상수익률 / 매수(Buy) +10% 이상, 보유(Hold) -10~+10%, 매도(Sell) -10% 이하
산업: 6개월 투자비중에 대한 의견 / 비중확대(Overweight), 중립(Neutral), 비중축소(underweight)
조사분석자료 투자등급 비율(2018.03.31기준) / 매수(Buy) 97%, 보유(Hold) 3%, 매도(Sell) 0.0%

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다. 이 자료에는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.