



BUY(Maintain)

목표주가: 610,000원

주가(3/12): 379,500원

시가총액: 71,612억원

철강금속/유틸리티

Analyst 이종형

02) 3787-5023

leejh@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (3/12)		1,834.33pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	489,000원	376,500원
등락률	-22.4%	0.8%
수익률	절대	상대
1M	-10.3%	9.5%
6M	-14.4%	-4.4%
1Y	-14.4%	0.6%

Company Data

발행주식수	18,870 천주
일평균 거래량(3M)	45천주
외국인 지분율	24.6%
배당수익률(19E)	2.8%
BPS(19E)	354,946원
주요 주주	최창길 외 40인
	42.4%

투자지표

(십억원, IFRS **)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	6,597	6,883	6,712	6,949
영업이익	895	765	805	891
EBITDA	1,123	1,023	1,094	1,193
세전이익	926	769	872	959
순이익	634	535	639	702
지배주주지분순이익	629	527	634	698
EPS(원)	33,336	27,950	33,615	36,969
증감률(%YoY)	6.2	-16.2	20.3	10.0
PER(배)	14.8	15.5	12.6	11.4
PBR(배)	1.56	1.31	1.20	1.11
EV/EBITDA(배)	6.7	7.3	5.3	4.5
영업이익률(%)	13.6	11.1	12.0	12.8
ROE(%)	11.0	8.6	9.8	10.0
순부채비율(%)	-31.1	-13.1	-34.0	-36.4

Price Trend



이슈 코멘트

고려아연 (010130)

이차전지용 동박투자 확정



고려아연이 드디어 이차전지용 동박사업 진출을 공식화했습니다. 2022년 10월까지 총 1,527억원을 투자해 동박 1.3만톤 설비를 완공할 계획이며 향후 추가투자가 있을 전망이다. 제박기술 확보가 관건이지만 고려아연은 기술력으로는 세계 최고로 인정받는 회사이므로 남들보다는 빠른 시간안에 확보가 예상되며 성장산업인 이차전지 소재사업으로의 본격적인 진출로 Valuation 제고가 기대됩니다.

>>> 동박 신규투자로 이차전지 소재사업 확대

고려아연이 이차전지 전해동박(Copper Foil) 신규투자를 공시했다. 100% 자회사 KZAM(KZ Advanced Materials)를 설립, 온산제련소 부근 5,700평 부지에 2020년 3월부터 2022년 10월까지 총 1,527억원을 투자해 동박생산능력 1.3만톤을 완성할 계획이다. 동박가격은 LME 전기동가격과 연동되는데 현재 동박가격이 1톤당 1,500만원 수준임을 감안하면 1.3만톤은 매출액 1,950억원 규모로 예상된다. 국내 동박업체들이 올해 예상하고 있는 영업이익률이 10~20% 내외이고 고려아연은 동박의 원/부재료인 전기동/황산을 자체 생산하고 있다는 점을 감안해보면 기대할 수 있는 영업이익률도 두 자릿수 이상으로 예상된다. 고려아연이 현재 5만톤의 전기동 생산능력을 보유하고 있고 주로 구리스크랩을 원재료로 연간 2.5만톤의 전기동을 생산/판매하고 있음을 감안할 때 향후 동박 생산능력도 3~5만톤까지 추가증설이 예상된다.

>>> 구리 전해공정까지는 기술보유, 제박기술 확보가 관건

동박은 Copper wire를 황산에 녹여 전해액을 제조한 후 전류를 흘려 음극판인 타이타늄(Ti) 드럼에 구리이온을 얇게 전착시키는 공정(전해와 동시에 제박)을 통해 제조한다. 고려아연은 고순도의 전기동을 직접 생산하고 있으므로 전해기술까지는 보유하고 있다. 따라서 구리이온이 전착될 타이타늄 드럼의 회전속도와 흘려주는 전류량을 조절하면서 마이크론 단위의 일정한 구리막을 만드는 제박기술을 얼마나 빨리 확보하느냐가 관건이다. 고려아연이 비철관련 기술력으로는 세계 최고의 회사이고, 또 국내 이차전지용 황산니켈을 제조하는 자회사 캠코(KEMCO)도 비록 후발주자였지만 경쟁사들과 차별되는 기술력과 수익성을 빠른시간내 보여주었음을 감안하면 고려아연의 동박사업도 기존 업체들보다는 훨씬 빠른 속도로 진행될 것으로 기대된다.

>>> 이차전지 소재사업 확대는 Valuation 제고에 긍정적

고려아연은 안정적인 사업구조와 독보적인 현금창출능력이 돋보이는 회사이지만 2015년까지 진행된 제2비철단지 증설투자이후 성장투자가 정체되면서 Valuation도 디레이팅 국면이 진행되었다. 성장산업인 이차전지 소재사업 확대는 아직 비중은 크지 않다 하더라도 고려아연의 Valuation 제고에 긍정적인 것으로 판단한다. 목표주가 61만원, 투자의견 Buy, 업종 탑픽을 유지한다.

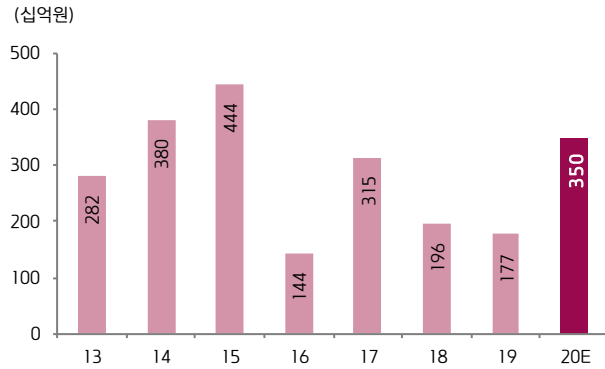
고려아연 이차전지용 동박투자 공시

회사명	동박 생산능력	부지	투자비	투자기간	비고
케이잼(KZAM) 주식회사	1.3만톤	5,700평(온산 제련소)	1,527억원	2020년 3월 ~ 2022년 10월	고려아연 100% 출자

주: 별도법인 설립 후 자금계획에 따라 증자 진행예정

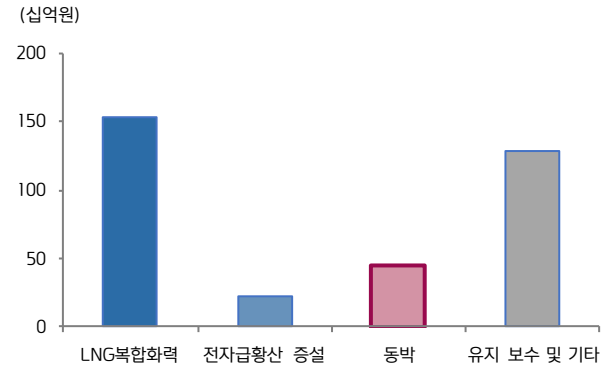
자료: 고려아연, 키움증권

고려아연 별도기준 CAPEX 추이



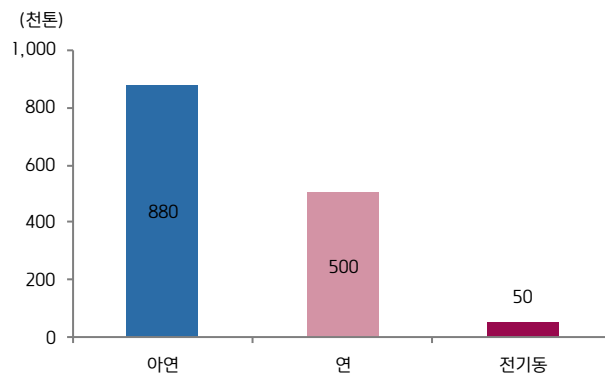
자료: 고려아연, 키움증권

고려아연 2020년 항목별 CAPEX



자료: 고려아연, 키움증권

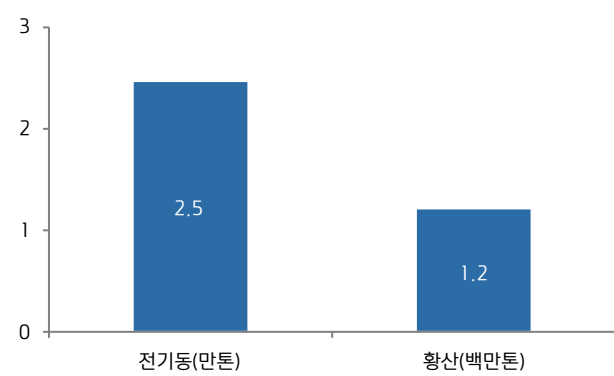
고려아연 비철금속별 정련메탈 생산능력



주: 연결기준

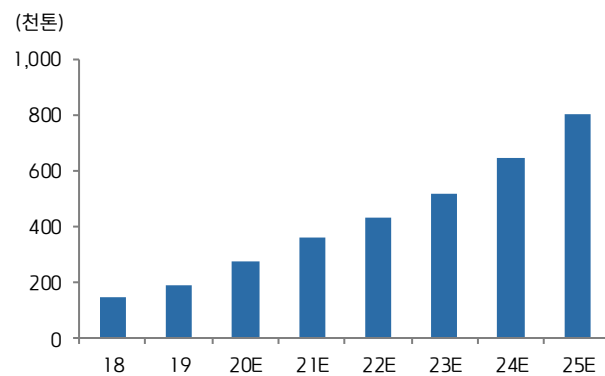
자료: 고려아연, 키움증권

고려아연 전기동 및 황산 생산량



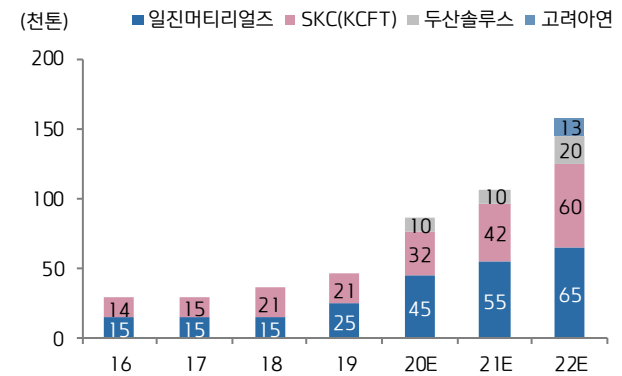
자료: 고려아연, 키움증권

세계 동박수요 전망



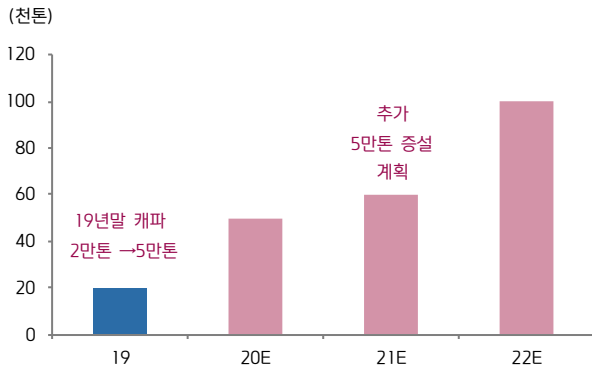
자료: KCFT, 키움증권

국내업체들이 이차전지용 동박생산능력



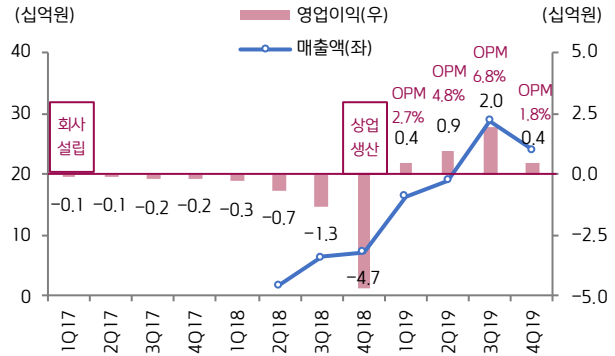
자료: 각사, 키움증권

자회사 켄코의 황산니켈 생산능력



자료: 켄코, 키움증권

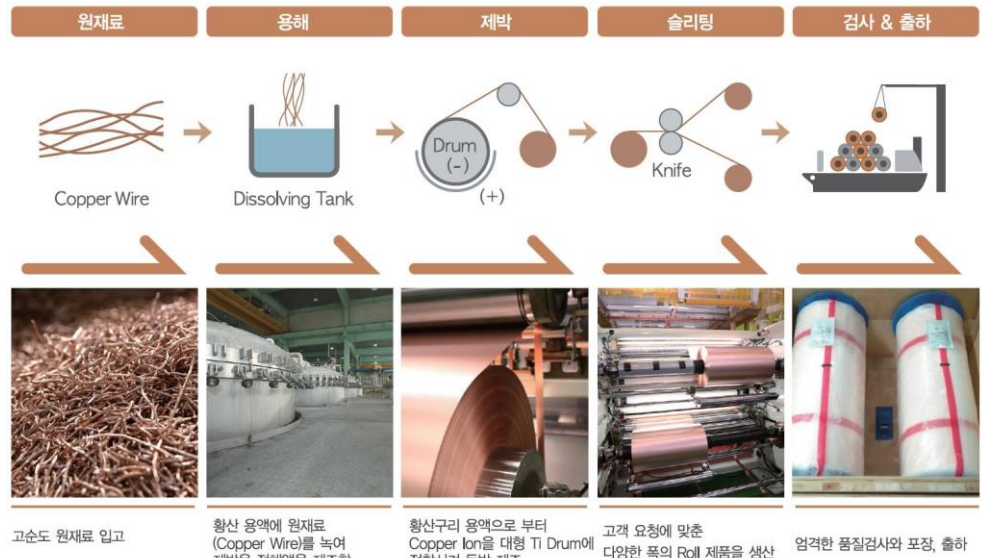
자회사 켄코의 손익 추이



주: 2019년 연간 매출액 882억원, 영업이익 38억원, 당기순이익 30억원

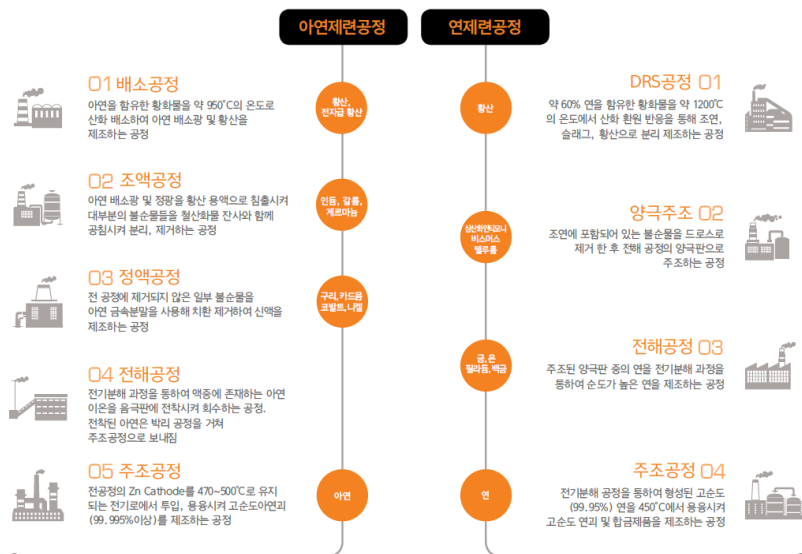
자료: 고려아연, 키움증권

동박 생산과정



자료: KCFT, 키움증권

고려아연 아연/연 제련과정



자료: 고려아연, 키움증권

고려아연 별도기준 가정치

(단위: 십억원)		2016	2017	2018	2019P	2020E	2021E	2022E
판매량(천톤)	아연	644	598	676	634	659	659	659
	연	420	422	413	401	413	417	422
	은(톤)	2,349	2,022	1,995	2,028	2,021	2,041	2,062
	금(톤)	12.4	10.9	9.5	7.5	7.8	7.9	8.0
	구리	23	21	24	26	26	27	27
적용 매탈가격(USD) * 전월평균기준	아연	1,995	2,851	2,972	2,579	2,375	2,400	2,400
	연	1,827	2,294	2,289	2,003	1,975	2,000	2,000
	은	16.9	17.1	15.8	16.0	18.0	18.0	18.0
	금	1,241	1,248	1,271	1,373	1,550	1,550	1,550
	구리	4,777	6,068	6,587	6,008	6,225	6,300	6,300
원달러환율		1,161	1,130	1,100	1,165	1,163	1,160	1,160
매출액	아연	1,644	2,062	2,341	2,033	1,946	1,959	1,959
	연	994	1,190	1,129	1,033	1,046	1,066	1,077
	은	1,467	1,257	1,121	1,215	1,346	1,357	1,371
	금	580	497	404	391	448	452	456
	구리	131	150	172	179	194	198	200
	기타	229	297	360	368	387	406	426
	합계	5,045	5,452	5,528	5,219	5,368	5,438	5,489
영업이익		688	761	648	729	815	825	862
영업이익률(%)		13.6	14.0	11.7	14.0	15.2	15.2	15.7

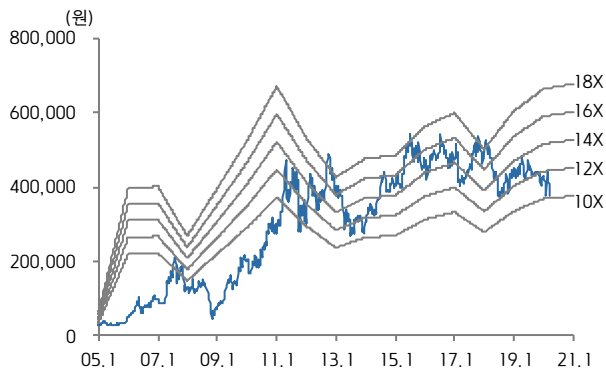
자료: 고려아연, 키움증권

고려아연 연간실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)		2016	2017	2018	2019P	2020E	2021E	2022E
매출액		5,848	6,597	6,883	6,712	6,949	7,019	7,070
별도		5,045	5,452	5,528	5,219	5,368	5,489	5,438
별도 외		803	1,144	1,356	1,494	1,581	1,530	1,632
영업이익		765	895	765	805	891	909	954
별도		688	761	648	729	815	825	862
별도 외		76	134	117	76	76	84	92
영업이익률		13.1	13.6	11.1	12.0	12.8	13.0	13.5
별도		13.6	14.0	11.7	14.0	15.2	15.0	15.9
별도 외		9.5	11.7	8.6	5.1	4.8	5.5	5.6
EBITDA		983	1,123	1,023	1,094	1,193	1,223	1,278
세전이익		802	926	769	872	959	978	1,023
순이익		595	634	535	639	702	716	749
지배순이익		592	629	527	634	698	711	744
지배주주 EPS(원)		31,395	33,336	27,950	33,615	36,969	37,702	39,436
지배주주 BPS(원)		292,340	315,862	331,214	354,946	381,096	407,042	433,785
지배주주 ROE(%)		11.2	11.0	8.6	9.8	10.0	9.6	9.4
아연가격(USD)		1,995	2,851	2,972	2,579	2,375	2,400	2,400
연가격(USD)		1,827	2,294	2,289	2,003	1,975	2,000	2,000
은가격(USD)		16.9	17.1	15.8	16.0	18.0	18.0	18.0
원달러환율		1,161	1,130	1,100	1,165	1,163	1,160	1,160

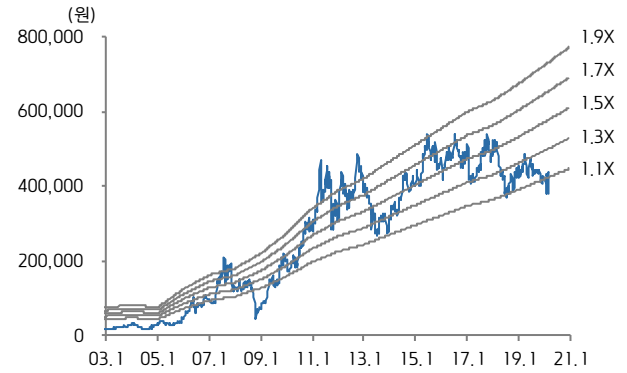
자료: 고려아연, 키움증권

고려아연 12mf PER 밴드



자료: 고려아연, 키움증권

고려아연 12mf PBR 밴드



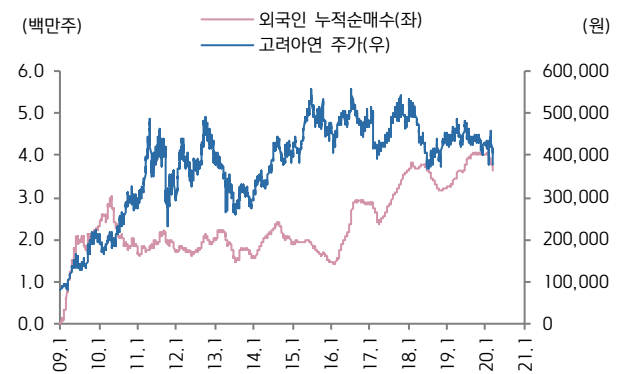
자료: 고려아연, 키움증권

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	6,712	6,949	7,019
매출원가	5,528	5,979	5,758	5,898	5,949
매출총이익	1,069	904	955	1,051	1,070
판매비	174	139	149	159	161
영업이익	895	765	805	891	909
EBITDA	1,123	1,023	1,094	1,193	1,223
영업외손익	31	4	67	68	69
이자수익	38	52	51	50	51
이자비용	1	1	1	1	1
외환관련이익	46	41	51	0	0
외환관련손실	71	47	46	0	0
종속 및 관계기업손익	1	-2	1	1	1
기타	18	-39	11	18	18
법인세차감전이익	926	769	872	959	978
법인세비용	292	234	234	257	262
계속사업순이익	634	535	639	702	716
당기순이익	634	535	639	702	716
지배주주순이익	629	527	634	698	711
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	12.8	4.3	-2.5	3.5	1.0
영업이익 증감률	17.0	-14.5	5.2	10.7	2.0
EBITDA 증감률	14.2	-8.9	6.9	9.0	2.5
지배주주순이익 증감률	6.2	-16.2	20.3	10.1	1.9
EPS 증감률	6.2	-16.2	20.3	10.0	2.0
매출총이익율(%)	16.2	13.1	14.2	15.1	15.2
영업이익률(%)	13.6	11.1	12.0	12.8	13.0
EBITDA Margin(%)	17.0	14.9	16.3	17.2	17.4
지배주주순이익률(%)	9.5	7.7	9.4	10.0	10.1

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산	3,670	3,966	3,962	4,367	4,773
현금 및 현금성자산	597	656	692	1,042	1,432
단기금융자산	1,334	208	1,657	1,657	1,657
매출채권 및 기타채권	364	319	311	322	325
재고자산	1,355	1,288	1,256	1,300	1,313
기타유동자산	1,354	1,703	46.0	46.0	46.0
비유동자산	3,368	3,260	3,709	3,812	3,903
투자자산	523	333	671	676	681
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	7,671	8,179	8,676
유동부채	607	538	531	541	544
매입채무 및 기타채무	439	387	380	389	392
단기금융부채	23	24	23.4	23.4	23.4
기타유동부채	145	127	128	129	129
비유동부채	326	313	313	313	313
장기금융부채	12	7	7.1	7.1	7.1
기타비유동부채	314	306	306	306	306
부채총계	932	851	844	854	857
지배지분	5,960	6,250	6,698	7,191	7,681
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	6,560	7,028	7,492
비지배지분	145	125	129	134	138
자본총계	6,106	6,375	6,827	7,325	7,819

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	797	888	916	915	972
당기순이익	634	535	639	702	716
비현금항목의 가감	509	521	443	481	496
유형자산감가상각비	228	258	289	302	314
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
지분법평가손익	-1	-3	-1	-1	-1
기타	282	266	155	180	183
영업활동자산부채증감	-124	-3	15	-63	-31
매출채권및기타채권의감소	-13	40	8	-11	-3
재고자산의감소	-170	75	32	-44	-13
매입채무및기타채무의증가	95	-53	-7	10	3
기타	-36	-65	-18	-18	-18
기타현금흐름	-222	-165	-181	-205	-209
투자활동 현금흐름	-324	-650	-737	-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	-337	-3	-3
단기금융자산의감소(증가)	-321	1,126	0	0	0
기타	27	-1,640	0	-1	-1
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	52	52	52
현금 및 현금성자산의 순증가	288	59	36	350	390
기초현금 및 현금성자산	309	597	656	692	1,042
기말현금 및 현금성자산	597	656	692	1,042	1,432

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	33,336	27,950	33,615	36,969	37,702
BPS	315,862	331,214	354,946	381,096	407,042
CFPS	60,594	55,967	57,346	62,691	64,263
DPS	10,000	11,000	12,000	13,000	14,000
주당배수(배)					
PER	14.8	15.5	12.6	11.4	11.2
PER(최고)	16.5	19.3	14.7		
PER(최저)	11.6	13.1	11.9		
PBR	1.56	1.31	1.20	1.11	1.04
PBR(최고)	1.74	1.63	1.39		
PBR(최저)	1.23	1.10	1.13		
PSR	1.41	1.19	1.19	1.14	1.13
PCFR	8.1	7.7	7.4	6.7	6.6
EV/EBITDA	6.7	7.3	5.3	4.5	4.1
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	27.9	36.4	33.2	32.7	34.5
배당수익률(% , 보통주, 현금)	2.0	2.5	2.8	3.1	3.3
ROA	9.4	7.5	8.6	8.9	8.5
ROE	11.0	8.6	9.8	10.0	9.6
ROIC	17.1	10.8	14.5	15.6	15.5
매출채권회전율	18.3	20.2	21.3	21.9	21.7
재고자산회전율	5.2	5.2	5.3	5.4	5.4
부채비율	15.3	13.4	12.4	11.7	11.0
순차입금비용	-31.1	-13.1	-34.0	-36.4	-39.1
이자보상배율	1,122.6	726.2	764.8	846.2	863.3
총차입금	34	31	31	31	31
순차입금	-1,897	-833	-2,319	-2,669	-3,059
NOPLAT	1,123	1,023	1,094	1,193	1,223
FCF	256	442	494	491	548

Compliance Notice

- 당사는 3월 12일 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

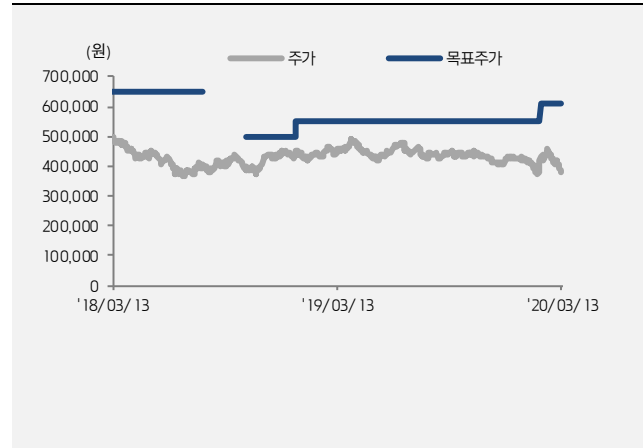
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.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

투자자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자자의견	목표주가	목표가 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
고려아연 (010130)	2018-02-07	BUY(Maintain)	650,000원	6개월	-33.74	-19.23
	*2018-10-17	BUY(Reinitiate)	500,000원	6개월	-21.88	-20.40
*담당자변경	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	-19.81	-15.82
	2019-10-29	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-20.27	-15.82
	2019-11-26	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-21.04	-15.82
	2020-02-07	BUY(Maintain)	610,000원	6개월	-30.71	-24.43
	2020-03-13	BUY(Maintain)	610,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자자의견 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 (2019/01/01~2019/12/31)

매수	중립	매도
97.33%	2.00%	0.67%