

2017/10/12

고려아연(010130)

견고해지는 펀더멘털

■ 중국 環境 規制로 더욱 Tight해진 아연 수급

동사의 주력 품목인 아연 강세는 당분간 이어질 것이다. 근거는 다음과 같다.

첫째, 중국 정부의 環境 規制에 따른 생산량 둔화로 Tight한 아연 수급 상황은 지속될 것이다.

연초 이후 가파른 가격 상승에도 17년 중국의 아연 정광 [광산] 및 정련 아연 [제련 업체] 생산량은 오히려 전년대 감소했다. <그림1> 중국 정부의 環境 規制가 철강, 코크스에 이어 비철금속까지 확산되었기 때문이다. Metal Bulletin은 중국 내 약 1,000여개의 아연 광산이 環境 規制로 생산에 어려움을 겪고 있다고 보도했다. 자국 생산량 감소로 17년 중국의 아연 정광, 정련 아연 수입량은 전년대 증가했고 글로벌 아연 수급은 더욱 Tight해 졌다.

둘째, SHFE [상해선물거래소]와 LME [런던금속거래소]간의 Arbitrage [차익 거래] 발생으로 중국으로의 아연 유입량이 늘어나고 있다. 아연 수급이 더욱 더 Tight해 졌음은 물론이다. 가파르게 상승한 아연 premium 역시 이를 입증한다. <그림3>

Arbitrage 발생은 중국 環境 規制 기대감으로 대규모 투기적 수요가 SHFE 아연 선물로 유입되면서, SHFE 가격이 LME 대비 큰 폭으로 상승한데 기인한다. <그림3>

최근 급감한 거래소 아연 재고는 현재 Tight한 아연 수급 상황을 보여준다. <그림4> 특히 LME 재고 중 실제 거래 가능한 재고 [On Warrant]는 역사적 저점 수준에 근접했다. <그림4>

18년 잠비아 Gamsberg [연산 25만톤] / 호주 Dugald River [연산 21만톤] 등 신규 광산 가동으로 완화될 것으로 전망되었던 글로벌 아연 수급은 『중국의 環境 規制』라는 새로운 변수를 맞이했다. 참고로 중국의 16년 아연 정광 생산량은 글로벌 아연 정광 생산량 [12.9백만톤]의 41% 수준인 5.2백만톤에 달한다.

철강/비철금속 김윤상

(2122-9205) yoonsang.kim@hi-ib.com

Buy (Maintain)

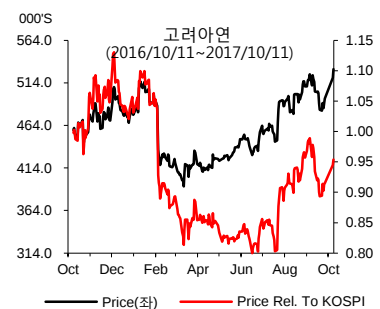
목표주가(12M) 620,000원

종가(2017/10/11) 530,000원

Stock Indicator

자본금	94십억원
발행주식수	1,887만주
시가총액	10,001십억원
외국인지분율	22.6%
배당금(2016)	8,500원
EPS(2017E)	37,853원
BPS(2017E)	321,900원
ROE(2017E)	12.3%
52주 주가	392,500~530,000원
60일평균거래량	49,981주
60일평균거래대금	24.5십억원

Price Trend



■ 연, 수요 증가가 가격 강세 견인

수요 증가가 연 가격 강세를 견인하고 있다. 17년 상반기 누계 기준 글로벌 중국의 연 수요량은 전년비 각각 13%, 23% 증가했다. 특히 중국은 정련 연 생산량 및 수입량이 동반 증가하고 있다. SHFE / LME 거래소 재고도 낮다. 전방 산업 [납 축전지] 호조라기 보다는, 최종 수요처의 재고 비축 수요 영향으로 추정된다.

또한 아연과 마찬가지로 중국의 연 생산량 또한 환경 규제로 생산이 위축될 가능성이 높다. 중국의 17년 연 생산량 증가는 13~15년 급감했던 생산량의 정상화 정도로 보는 것이 합리적이다.

■ 주력 제품 호조로 하반기 양호한 실적 시현 전망

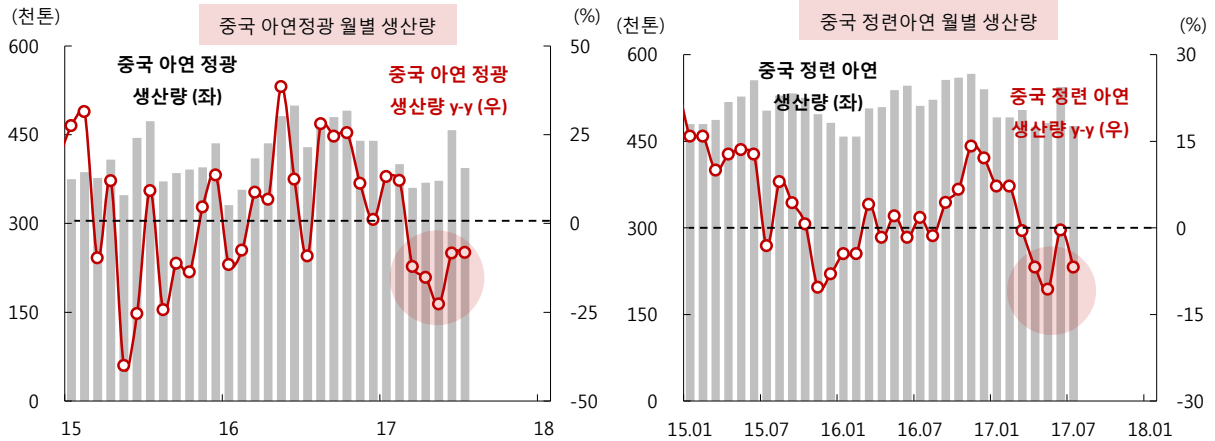
동사의 17.3Q 연결기준 영업이익은 2,320억원 [-6.7%, q-q]으로 컨센서스 [2,380억원]에 대체로 부합할 전망이다. <표1> 큰 폭의 비철금속 가격 상승에도 전분기 대비 실적이 부진한 이유는 판가 [6,7,8월 LME 가격 적용] 및 원가 [7,8,9월 LME 가격 적용]의 일시적 불일치 때문이다. 이는 비철금속 / 귀금속 가격 급등 구간에서 빈번하게 발생했던 일시적 현상이므로 우려할 사안은 아니다.

비철금속 상승분이 본격적으로 반영되는 동사의 17.4Q 실적은 큰 폭으로 개선될 전망이다. <표2,3>

■ 비철금속 업종 최선호주, 목표주가 62만원

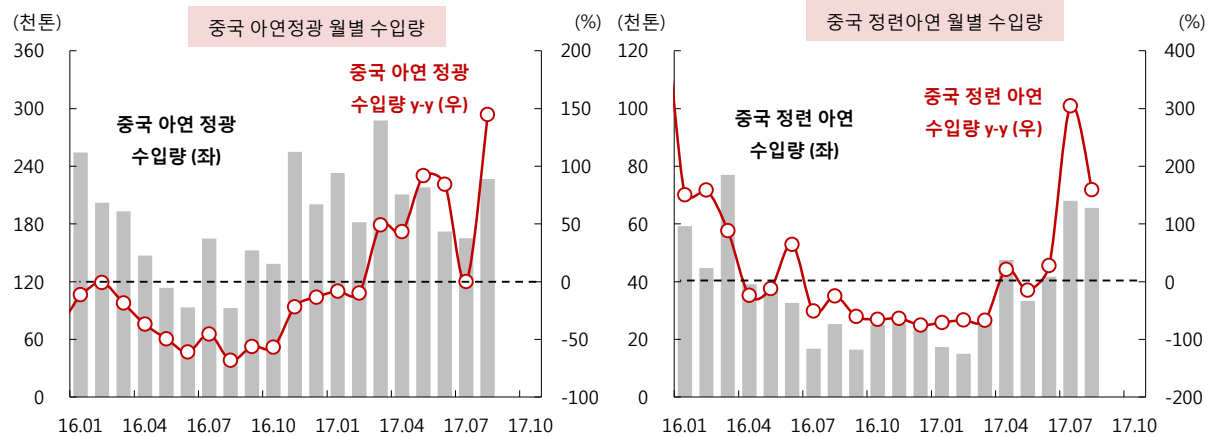
동사에 대해 투자자의견 Buy를 유지하고, 수익 예상 조정 [아연 / 연 가격 전망치 상향: 아연 2,600달러 → 3,000달러 / 연 2,400달러]을 반영, 목표주가를 기존 58만원에서 62만원으로 상향 조정한다. <표 5> 목표주가는 12개월 Forward 예상 BPS 340,012원에 Target PBR 1.81x [12개월 Forward ROE 13.2%, COE 7.2%]를 적용하여 산출했다. 비철금속 업종 최선호주로 추천한다.

<그림 1> 아연 가격 Rally 에도 정부의 환경 규제 여파로 17 년 중국의 아연 정광 및 정련 아연 생산량은 모두 감소했다.



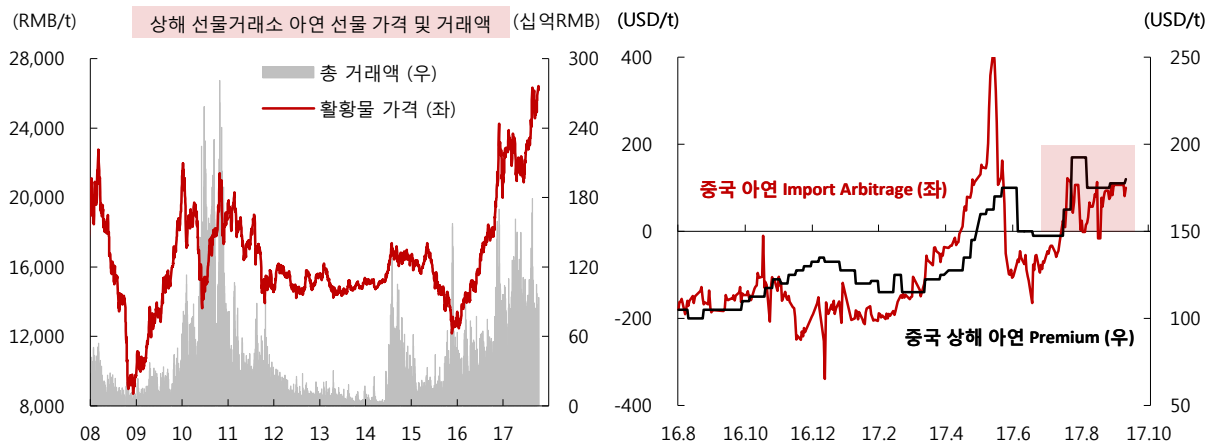
자료: 하이투자증권 라서치

<그림 2> 중국의 아연 정광 / 정련 아연 생산량 감소는 수입량 증가로 이어졌고, 아연 수급은 더욱 타이트한 국면에 진입했다



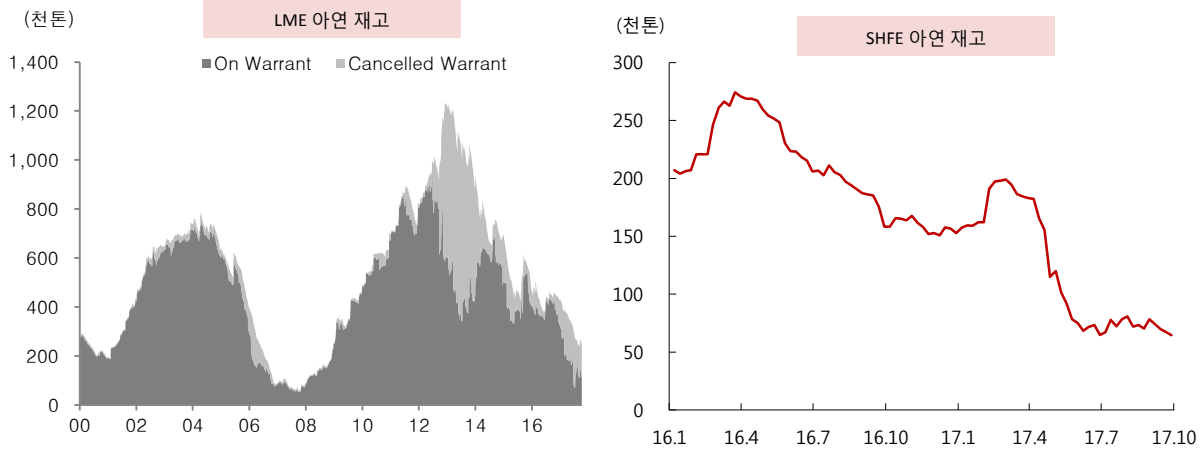
자료: 하이투자증권 라서치

<그림 3> SHFE 아연 선물로 투기적 수요가 집중되면서, SHFE 와 LME 간의 차익 거래가 발생했다. 이러한 차익 거래 수요 증가로 아연 수급은 더욱 Tight 해 졌다



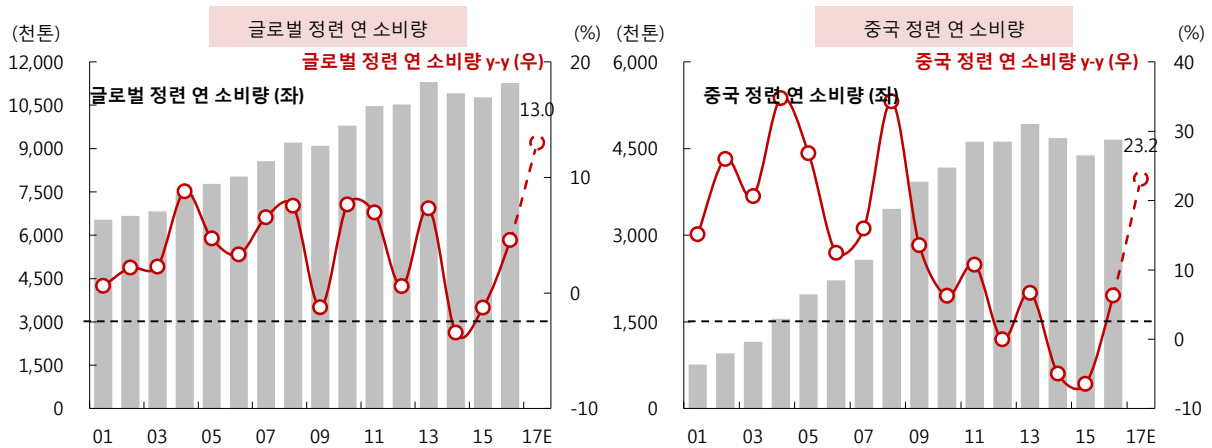
자료: 하이투자증권 라서치

<그림 4> LME 아연 재고 중 실제 거래 가능한 재고[On Warrants] 수준은 역사적 최저 수준에 근접했고, SHFE 아연 재고도 마찬가지로 상황이다. 아연 공급이 Tight 함을 입증하는 지표이다.



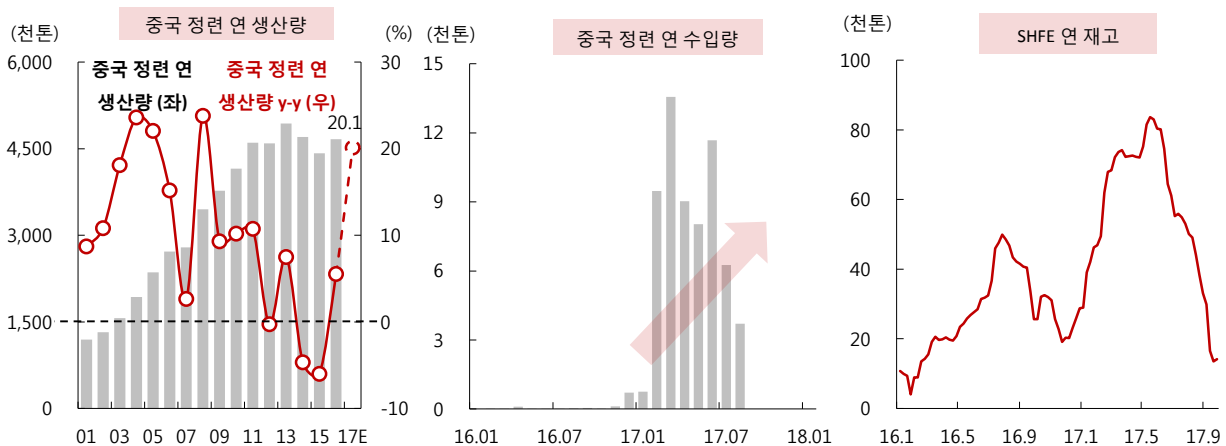
자료: 하이투자증권 라서치

<그림 5> 17년 글로벌 및 중국 정련 연 수요는 가파르게 증가하고 있다.



자료: 하이투자증권 라서치

<그림 6> 중국의 정련 연 생산량 및 수입량은 동반 증가하고 있고, SHFE 연 재고 역시 낮은 수준이다



자료: 하이투자증권 라서치

〈표 1〉 고려아연 17.3Q Preview

(단위: 십억원)

	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17(a)	y-y	q-q	컨센서스(b)	차이(a-b)
매출액	1,459	1,627	1,574	1,672	1,603	9.9%	-4.1%	1,645	-2.5%
영업이익	161	236	236	248	232	44.1%	-6.7%	238	-2.8%
세전이익	179	240	230	274	242	34.8%	-11.8%	252	-4.1%
지배주주순이익	129	181	167	168	184	42.4%	9.4%	181	1.7%
영업이익률	11.0%	14.5%	15.0%	14.9%	14.5%			14.5%	1.0%p
세전이익률	12.3%	14.7%	14.6%	16.4%	15.1%			15.3%	-0.2%p
지배주주순이익률	8.9%	11.1%	10.6%	10.1%	11.5%			11.0%	0.5%p

자료: 고려아연 하이투자증권 리서치

〈표 2〉 고려아연 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 별도 기준)

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2017E
매출액	1,166	1,227	1,264	1,387	5,045	1,339	1,388	1,331	1,466	5,523
영업이익	176	163	138	211	688	208	218	205	235	865
영업이익률	15.1%	13.3%	10.9%	15.2%	13.6%	15.5%	15.7%	15.4%	16.0%	15.7%

자료: 고려아연 하이투자증권 리서치

〈표 3〉 고려아연 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2017E
매출액	1,352	1,410	1,459	1,627	5,848	1,574	1,672	1,603	1,765	6,614
영업이익	187	180	161	236	765	236	248	232	277	993
세전이익	197	185	179	240	802	230	274	242	284	1,029
지배주주순이익	145	137	129	181	592	167	168	184	195	714
영업이익률	13.9%	12.8%	11.0%	14.5%	13.1%	15.0%	14.9%	14.5%	15.7%	15.0%
세전이익률	14.6%	13.1%	12.3%	14.7%	13.7%	14.6%	16.4%	15.1%	16.1%	15.6%
지배주주순이익률	10.7%	9.7%	8.9%	11.1%	10.1%	10.6%	10.1%	11.5%	11.0%	10.8%

자료: 고려아연 하이투자증권 리서치

〈표 4〉 고려아연 수익추정 변경 요약 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

항목	신규추정(a)		기존추정(b)		GAP(a/b-1)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	6,614	6,934	6,233	6,072	6.1%	14.2%
영업이익	993	1,112	960	982	3.4%	13.2%
세전이익	1,029	1,164	994	1,022	3.6%	13.9%
지배주주순이익	714	840	689	738	3.6%	13.9%
영업이익률	15.0%	16.0%	15.4%	16.2%	-0.4%p	-0.1%p
세전이익률	15.6%	16.8%	15.9%	16.8%	-0.4%p	0.0%p
지배주주순이익률	10.8%	12.1%	11.1%	12.1%	-0.3%p	0.0%p

자료: 고려아연 하이투자증권 리서치

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	2,895	3,568	4,373	5,211
현금 및 현금성자산	309	691	1,411	2,190
단기금융자산	1,013	1,090	1,090	1,090
매출채권	374	421	440	454
재고자산	1,204	1,362	1,428	1,473
비유동자산	3,588	3,496	3,419	3,338
유형자산	2,484	2,625	2,542	2,456
무형자산	74	74	74	74
자산총계	6,483	7,064	7,792	8,550
유동부채	537	560	602	642
매입채무	267	265	277	286
단기차입금	24	24	24	24
유동성장기부채	6	8	7	-
비유동부채	283	275	268	268
사채	-	-	-	-
장기차입금	17	9	2	2
부채총계	820	835	870	910
지배주주지분	5,516	6,074	6,758	7,466
자본금	94	94	94	94
자본잉여금	57	57	57	57
이익잉여금	5,300	5,864	6,554	7,268
기타자본항목	65	58	52	46
비지배주주지분	146	154	164	174
자본총계	5,663	6,229	6,922	7,640

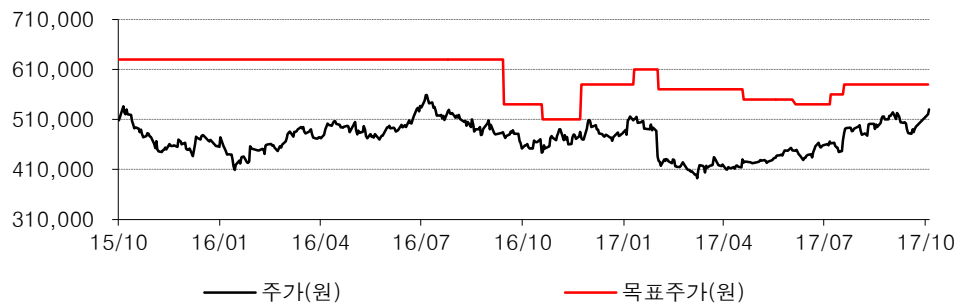
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	5,848	6,614	6,934	7,154
증가율(%)	22.6	13.1	4.8	3.2
매출원가	4,905	5,456	5,656	5,853
매출총이익	943	1,158	1,278	1,301
판매비와관리비	178	165	166	171
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	765	993	1,112	1,131
증가율(%)	13.8	29.8	12.0	1.6
영업이익률(%)	13.1	15.0	16.0	15.8
이자수익	25	34	48	63
이자비용	1	1	1	1
지분법이익(손실)	-2	1	1	1
기타영업외손익	-7	0	6	6
세전계속사업이익	802	1,029	1,164	1,197
법인세비용	207	307	314	323
세전계속이익률(%)	13.7	15.6	16.8	16.7
당기순이익	595	722	850	874
순이익률(%)	10.2	10.9	12.3	12.2
지배주주귀속 순이익	592	714	840	864
기타포괄이익	-6	-6	-6	-6
총포괄이익	588	716	843	868
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	681	640	1,001	1,075
당기순이익	595	722	850	874
유형자산감가상각비	219	233	252	256
무형자산상각비	0	0	0	0
지분법관련손실(이익)	-2	1	1	1
투자활동 현금흐름	-459	-279	-237	-237
유형자산의 처분(취득)	-182	-373	-170	-170
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
금융상품의 증감	-170	233	-5	-5
재무활동 현금흐름	-157	-157	-158	-157
단기금융부채의증감	-5	2	-1	-7
장기금융부채의증감	-	-8	-7	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-7	-7	-7	-7
현금및현금성자산의증감	70	382	719	779
기초현금및현금성자산	239	309	691	1,411
기말현금및현금성자산	309	691	1,411	2,190

주요투자지표	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	31,395	37,853	44,517	45,799
BPS	292,340	321,900	358,124	395,630
CFPS	42,976	50,213	57,881	59,387
DPS	8,500	8,500	8,500	8,500
Valuation(배)				
PER	15.1	14.0	11.9	11.6
PBR	1.6	1.6	1.5	1.3
PCR	11.1	10.6	9.2	8.9
EV/EBITDA	7.8	6.7	5.5	4.9
Key Financial Ratio(%)				
ROE	11.2	12.3	13.1	12.2
EBITDA 이익률	16.8	18.5	19.7	19.4
부채비율	14.5	13.4	12.6	11.9
순부채비율	-22.5	-27.9	-35.6	-42.6
매출채권회전율(x)	16.7	16.6	16.1	16.0
재고자산회전율(x)	5.3	5.2	5.0	4.9

자료 : 고려아연 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이(고려아연)



일자	투자 의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-09-21(담당자변경)	Hold	540,000	6개월	-13.5%	-9.5%
2016-10-26	Hold	510,000	6개월	-7.4%	-3.9%
2016-11-30	Buy	580,000	6개월	-16.0%	-11.0%
2017-01-17	Buy	610,000	6개월	-18.9%	-15.6%
2017-02-08	Buy	570,000	6개월	-26.9%	-23.8%
2017-04-26	Buy	550,000	6개월	-21.2%	-17.6%
2017-06-12	Buy	540,000	6개월	-17.1%	-13.7%
2017-07-14	Buy	560,000	1년	-18.7%	-16.5%
2017-07-26	Buy	580,000	1년		
2017-10-12	Buy	620,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 김윤상)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자 의견 비율(%)	88.3 %	11.7 %	-