

고려아연 (010130)

금속

이현수



02 3770 5718

hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자의견

BUY (M)

목표주가

480,000원 (D)

현재주가 (7/3)

367,500원

상승여력

31%

시가총액	69,347억원
총발행주식수	18,870,000주
60일 평균 거래대금	164억원
60일 평균 거래량	38,572주
52주 고	546,000원
52주 저	367,500원
외인지분율	24.71%
주요주주	최창걸 외 38 인 42.47%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(12.2)	(20.5)	(20.7)
상대	(5.8)	(14.6)	(16.5)
절대(달러환산)	(15.7)	(25.2)	(18.8)

2Q18 Preview: 악화된 수익요소, 판매량은 확대

2Q18 Preview: TC 하락과 Free Metal 감소 속 판매량은 확대

별도 영업이익 1,770억원(yoy -19%), 연결 영업이익 2,170억원(yoy -12%) 전망

2018년 아연정광과 연정광 Benchmark TC는 모두 전년대비 하락했다. 아연정광 BM TC는 2017년 172달러/dmt에서 2018년 147달러/dmt로, 연정광 BM TC는 2017년 138달러/dmt에서 2018년 99달러/dmt로 각각 전년대비 -15%, -28% 하락했다. 연정광 BM TC는 3월에, 아연정광 BM TC는 5월에 타결된 것으로 보도된 바 있다. 2Q18는 이렇게 하락한 BM TC가 본격적으로 반영되는 시기이다. 1Q18 구매 정광에 대해 변경된 BM TC가 소급 적용되는 시기이다. 당사는 소급 적용은 제외하고 2Q18부터 변경된 BM TC가 적용된다고 가정한다. TC의 하락은 매출액에는 영향을 미치지 않으나 매출원가 상승을 일으킴에 따라 수익성에 부정적 영향을 미친다. 금속가격 또한 호의적이지 않았다. 3~5월 평균 LME 아연가격은 3,172달러/톤으로 전분기(12~2월 평균)대비 6.4% 하락했으며, 같은 기간 LME 연가격은 2,368달러/톤으로 전분기대비 7.4% 하락했다. 부산물 중 단일 품목으로 매출액과 영업이익에 가장 큰 영향을 미치는 은의 경우 같은 기간 16.5달러/온스로 전분기대비 0.8% 하락했다. 금속가격 하락은 Free Metal에 부정적 영향을 미친다. 하지만 TC와 Free Metal이 모두 부정적이었던 가운데 판매량 회복은 긍정적 요인이었을 것으로 사료된다. 지난 1Q18 기대 이하를 기록했던 아연과 연 그리고 은 판매량은 모두 전분기대비 증가했을 것으로 추정된다. 판매량 증가에 따른 단위당 고정비 감소 효과가 TC와 Free Metal로 인한 수익성 악화를 일부 상쇄했을 것으로 판단된다. 2Q18 별도 영업이익은 1,770억원으로 추정된다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 480,000원으로 하향

현 시점에서 필요한 것은 금속가격 상승보다는 Spot TC의 반등

금속가격 상승이라는 단편적인 부분만 놓고 본다면 고려아연에게 긍정적 요인임에는 틀림없다. 그러나, 금속가격 상승의 이유가 달리인덱스 하락 및 수요개선에 따른 것이 아니라 정광 부족 때문이라면 이야기 달라진다. 제련수수료가 하락하기 때문이다. 과거 2년간 일어났던 현상이다. 아이러니하게도 현 시점에서 고려아연에게 필요한 것은 금속가격이 하락하더라도 TC가 반등할 수 있는 환경이다. 정광 수급 상황이 개선되면 금속가격에는 부정적 요인이 될 수 있다. 하지만 금속가격 하락으로 인한 일부 부정적 요인들을 고려하더라도 2년 전 대비 큰 폭으로 하락한 TC의 반등이 더 긍정적 효과를 나타낼 수 있다는 판단이다. 2018~2019년 추정 영업이익을 하향 조정하며 추정 ROE기준 적정 PBR 산정에 적용했던 프리미엄을 30%에서 20%로 낮춤에 따라 목표주가를 기존 530,000원에서 480,000원으로 하향 조정한다.

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	2Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	17,489	4.6	3.9	17,764	-1.6
영업이익	2,173	-12.5	8.6	2,180	-0.3
세전계속사업이익	2,298	-16.2	9.2	2,239	2.6
지배순이익	1,642	-2.5	12.8	1,612	1.9
영업이익률 (%)	12.4	-2.5 %pt	+0.5 %pt	12.3	+0.1 %pt
지배순이익률 (%)	9.4	-0.7 %pt	+0.8 %pt	9.1	+0.3 %pt

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	58,475	65,967	69,330	70,663
영업이익	7,647	8,948	8,522	9,141
지배순이익	5,924	6,290	6,437	7,149
PER	15.4	14.0	10.8	9.7
PBR	1.5	1.4	1.0	0.9
EV/EBITDA	8.1	6.3	4.5	3.8
ROE	11.2	11.0	10.4	10.8

[표-1] 고려아연 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

		2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	QoQ	YoY	3Q18E	4Q18E
원/달러	3개월전	1,143	1,095	1,120	1,158	1,153	1,130	1,132	1,106	1,073	-3.0%	-7.0%	1,080	1,120
	당월	1,130	1,098	1,120	1,153	1,130	1,132	1,106	1,073	1,080	0.7%	-4.4%	1,120	1,120
금속가격(전월)	아연	2,847	3,158	3,096	2,742	2,661	2,780	3,204	3,390	3,172	-6.4%	19.2%	3,057	3,014
	(달러/톤)	2,290	2,468	2,562	2,255	2,209	2,250	2,445	2,558	2,368	-7.4%	7.2%	2,450	2,494
*은 - 달러/온스	은	17.1	16.5	16.8	17.0	17.5	16.7	17.1	16.7	16.5	-0.8%	-5.5%	16.5	16.5
금속가격(당월)	아연	2,891	3,146	3,103	2,779	2,593	2,962	3,230	3,415	3,112	-8.9%	20.0%	3,025	3,034
	(달러/톤)	2,315	2,469	2,568	2,278	2,160	2,331	2,490	2,518	2,383	-5.4%	10.4%	2,464	2,510
*은 - 달러/온스	은	17.1	16.6	16.9	17.5	17.3	16.9	16.7	16.7	16.5	-1.2%	-4.2%	16.5	16.5
금속가격(분기말)	아연	3,338	3,054	3,145	2,750	2,753	3,205	3,338	3,284	2,907	-11.5%	5.6%	2,994	3,054
	(달러/톤)	2,485	2,527	2,603	2,331	2,273	2,492	2,485	2,395	2,405	0.4%	5.8%	2,477	2,527
*은 - 달러/온스	은	16.9	16.6	17.1	18.3	16.6	16.7	16.9	16.4	16.1	-1.6%	-3.1%	16.4	16.6
매출액		5,452	5,556	5,719	1,339	1,388	1,342	1,384	1,318	1,413	7.2%	1.8%	1,399	1,426
(십억원)	아연	2,062	2,386	2,407	469	528	527	538	587	613	4.4%	16.0%	591	596
	연	1,190	1,191	1,287	281	302	279	327	258	301	16.6%	-0.2%	310	322
	은	1,257	1,125	1,172	352	325	295	285	256	288	12.6%	-11.3%	287	295
	기타	944	854	852	236	234	241	234	218	211	-2.9%	-9.5%	211	214
판매량	아연	598	643	647	138	165	154	141	151	167	11.1%	1.7%	161	164
	(천톤)	422	407	416	99	110	101	112	87	109	25.0%	-1.5%	105	107
* 은 (톤)	은	2,022	1,931	1,934	559	508	485	471	444	505	14.0%	-0.5%	486	496
판매단가	아연	3,448	3,710	3,722	3,411	3,208	3,414	3,802	3,894	3,660	-6.0%	14.1%	3,671	3,630
	(천원/톤)	2,822	2,929	3,096	2,852	2,734	2,773	2,925	2,970	2,770	-6.7%	1.3%	2,968	3,019
* 은 (천원/온스)	은	19.3	18.1	18.9	19.6	19.9	18.9	18.8	17.9	17.7	-1.2%	-10.8%	18.3	18.5
영업이익		761	686	745	208	218	164	171	160	177	10.5%	-18.8%	178	170
이익률		14.0%	12.3%	13.0%	15.5%	15.7%	12.3%	12.4%	12.1%	12.5%	0.4%p	-3.2%p	12.8%	12.0%

자료: 유안타증권

[표-2] 고려아연 연결기준

(단위: 십억원)

	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	QoQ	YoY	3Q18E	4Q18E
매출액	6,597	6,933	7,066	1,574	1,672	1,617	1,734	1,683	1,749	3.9%	4.6%	1,735	1,766
영업이익	895	852	914	236	248	187	223	200	217	8.6%	-12.5%	220	214
	이익률	13.6%	12.3%	12.9%	15.0%	14.9%	11.6%	12.8%	11.9%	12.4%	0.5%p	-2.4%p	12.7%
세전이익	926	908	1,002	230	274	200	221	210	230	9.2%	-16.2%	235	232
	이익률	14.0%	13.1%	14.2%	14.6%	16.4%	12.4%	12.8%	12.5%	13.1%	0.6%p	-3.3%p	13.6%
순이익	634	650	721	169	170	149	146	147	165	12.2%	-2.7%	169	167
이익률	9.6%	9.4%	10.2%	10.8%	10.2%	9.2%	8.4%	8.8%	9.5%	0.7%p	-0.7%p	9.8%	9.5%
지배순이익	629	644	715	167	168	149	145	146	164	12.8%	-2.5%	168	166
이익률	9.5%	9.3%	10.1%	10.6%	10.1%	9.2%	8.3%	8.6%	9.4%	0.7%p	-0.7%p	9.7%	9.4%

자료: 유안타증권

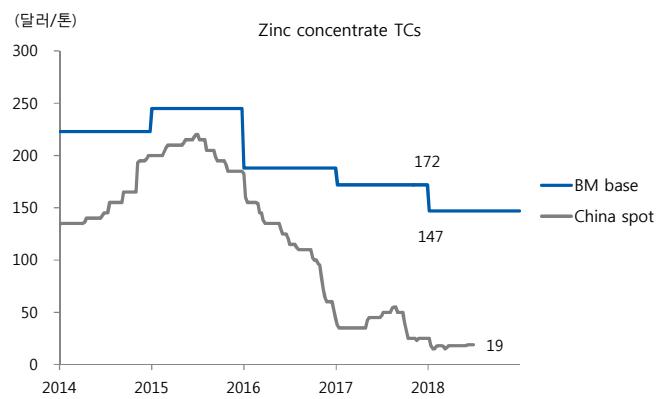
[표-3] 고려아연 실적 추정치 변경내역

(단위: 십억원)

	변경 전			변경 후		변경 전 대비		
		2Q18E	2018E	2019E	2Q18E	2018E	2019E	2018E
별도	매출액	1,419	5,529	5,679	1,413	5,556	5,719	-0.4%
	영업이익	207	749	795	177	686	745	-14.5%
	OPM	14.6%	13.5%	14.0%	12.5%	12.3%	13.0%	-2.0%p
연결	매출액	1,763	6,930	7,066	1,749	6,933	7,066	-0.8%
	영업이익	246	910	957	217	852	914	-11.7%
	OPM	14.0%	13.1%	13.6%	12.4%	12.3%	12.9%	-1.5%p
	지배순이익	184	682	736	164	644	715	-11.0%

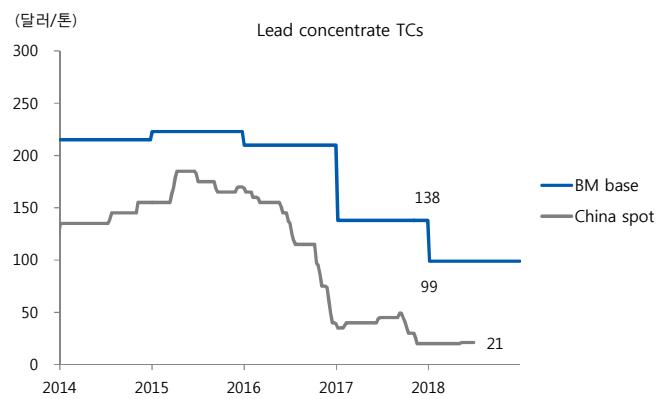
자료: 유안타증권

[그림-1] 아연정광 제련수수료



자료: 유안타증권, Bloomberg

[그림-2] 연정광 제련수수료



자료: 유안타증권, Bloomberg

고려아연 (010130) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	58,475	65,967	69,330	70,663	72,632
매출원가	49,048	55,279	59,176	59,816	61,410
매출총이익	9,427	10,687	10,155	10,847	11,222
판관비	1,780	1,740	1,633	1,706	1,754
영업이익	7,647	8,948	8,522	9,141	9,468
EBITDA	9,832	11,225	11,054	11,712	12,162
영업외순익	370	310	556	877	1,187
외환관련순익	143	-257	2	0	0
이자순익	244	369	611	851	1,161
관계기업관련순익	-17	5	6	0	0
기타	0	193	-63	26	26
법인세비용차감전순순익	8,017	9,257	9,078	10,018	10,654
법인세비용	2,071	2,917	2,583	2,805	2,983
계속사업순순익	5,946	6,340	6,496	7,213	7,671
중단사업순순익	0	0	0	0	0
당기순이익	5,946	6,340	6,496	7,213	7,671
지배지분순이익	5,924	6,290	6,437	7,149	7,604
포괄순이익	5,883	6,015	4,264	4,981	5,440
지배지분포괄이익	5,896	5,952	4,467	5,191	5,669

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	28,946	36,699	41,390	46,130	52,166
현금및현금성자산	3,093	5,969	9,667	14,113	19,636
매출채권 및 기타채권	3,583	3,640	3,769	3,810	3,904
재고자산	12,040	13,553	14,810	15,062	15,482
비유동자산	35,881	33,683	33,488	33,916	34,222
유형자산	24,843	27,025	27,857	28,285	28,591
관계기업등 지분관련자산	159	198	201	201	201
기타투자자산	9,757	5,031	4,099	4,099	4,099
자산총계	64,826	70,381	74,878	80,046	86,388
유동부채	5,368	6,065	6,403	6,418	7,145
매입채무 및 기타채무	3,681	4,391	4,241	4,256	4,983
단기차입금	243	169	609	609	609
유동성장기부채	64	51	48	48	48
비유동부채	2,832	3,260	3,110	3,110	3,110
장기차입금	173	118	106	106	106
사채	0	0	0	0	0
부채총계	8,199	9,325	9,513	9,528	10,255
지배지분	55,165	59,603	63,830	68,859	74,341
자본금	944	944	944	944	944
자본잉여금	572	561	560	560	560
이익잉여금	53,003	57,818	62,623	67,851	73,134
비지배지분	1,463	1,453	1,535	1,659	1,791
자본총계	56,627	61,057	65,365	70,518	76,133
순차입금	-12,745	-18,974	-21,667	-26,113	-31,636
총차입금	480	338	762	762	762

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	6,807	7,968	7,256	9,196	10,270
당기순이익	5,946	6,340	6,496	7,213	7,671
감가상각비	2,185	2,277	2,531	2,571	2,694
외환손익	-131	251	-5	0	0
증속,관계기업관련순익	17	-5	-6	0	0
자산부채의 증감	-1,838	-1,240	-2,243	-947	-455
기타현금흐름	628	345	484	359	359
투자활동 현금흐름	-4,590	-3,237	-4,750	-6,071	-6,071
투자자산	-80	3,827	-12	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,845	-4,970	-3,412	-3,000	-3,000
유형자산 감소	27	12	2	0	0
기타현금흐름	-2,692	-2,106	-1,327	-3,071	-3,071
재무활동 현금흐름	-1,565	-1,725	-1,402	-2,190	-2,190
단기차입금	43	-76	443	0	0
사채 및 장기차입금	-90	-64	-15	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,518	-1,518	-1,783	-2,136	-2,136
기타현금흐름	-1	-68	-47	-53	-53
연결범위변동 등 기타	46	-130	2,594	3,510	3,514
현금의 증감	698	2,876	3,698	4,446	5,523
기초 현금	2,395	3,093	5,969	9,667	14,113
기말 현금	3,093	5,969	9,667	14,113	19,636
NOPLAT	7,647	8,948	8,522	9,141	9,468
FCF	4,174	2,196	2,974	5,206	6,056

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

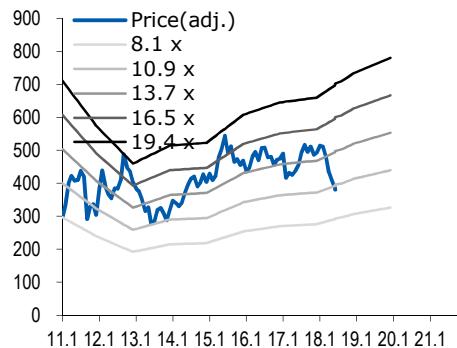
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	31,395	33,336	34,110	37,887	40,295
BPS	312,118	337,232	361,149	389,600	420,621
EBITDAPS	52,105	59,487	58,579	62,069	64,453
SPS	309,884	349,585	367,411	374,472	384,908
DPS	8,500	10,000	12,000	12,000	12,000
PER	15.4	14.0	10.8	9.7	9.1
PBR	1.5	1.4	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	8.1	6.3	4.5	3.8	3.2
PSR	1.6	1.3	1.0	1.0	1.0
재무비율					
	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	22.6	12.8	5.1	1.9	2.8
영업이익 증가율 (%)	13.8	17.0	-4.8	7.3	3.6
지배순이익 증가율 (%)	16.3	6.2	2.3	11.1	6.4
매출총이익률 (%)	16.1	16.2	14.6	15.4	15.5
영업이익률 (%)	13.1	13.6	12.3	12.9	13.0
지배순이익률 (%)	10.1	9.5	9.3	10.1	10.5
EBITDA 마진 (%)	16.8	17.0	15.9	16.6	16.7
ROIC	16.0	16.2	15.0	15.6	16.0
ROA	9.6	9.3	8.9	9.2	9.1
ROE	11.2	11.0	10.4	10.8	10.6
부채비율 (%)	14.5	15.3	14.6	13.5	13.5
순차입금/자기자본 (%)	-23.1	-31.8	-33.9	-37.9	-42.6
영업이익/금융비용 (배)	812.6	1,122.6	606.9	616.3	638.4

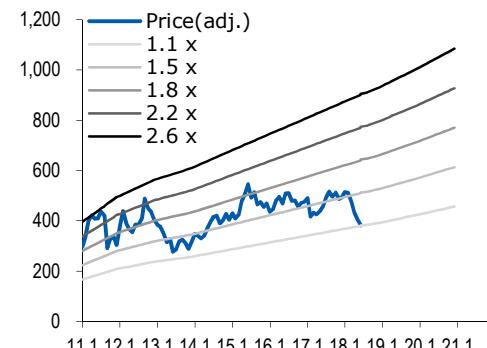
P/E band chart

(천원)

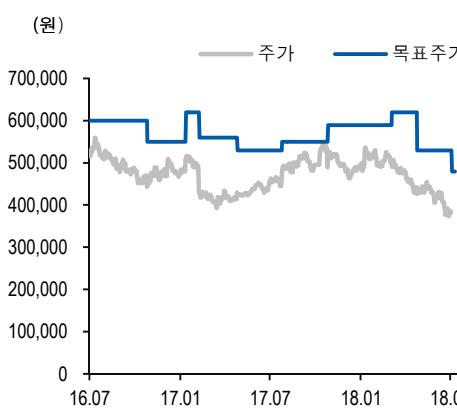


P/B band chart

(천원)



고려이연 (010130) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를		
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비	
2018-07-04	BUY	480,000	1년			
2018-04-25	BUY	530,000	1년	-21.27	-14.15	
2018-03-05	BUY	620,000	1년	-24.32	-18.23	
2017-10-27	BUY	590,000	1년	-14.84	-8.98	
2017-07-26	BUY	550,000	1년	-7.94	-0.73	
2017-04-26	BUY	530,000	1년	-16.52	-11.79	
2017-02-08	BUY	560,000	1년	-25.56	-22.41	
2017-01-12	BUY	620,000	1년	-19.68	-16.77	
2016-10-26	BUY	550,000	1년	-12.91	-7.45	
2015-11-17	BUY	600,000	1년	-19.91	-6.83	

자료: 유안타증권

주: 괴리를 $= (\text{실제주가} - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.7
Buy(매수)	85.7
Hold(중립)	12.6
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-07-01

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 입력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이현수)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기준 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.