



2018년 7월 10일 | Equity Research

고려아연 (010130)

2분기 실적에 대한 과도한 우려는 지양해야...

우려보다는 무난할 것으로 예상되는 2분기 영업실적

2018년 2분기 고려아연의 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 1.8조원(YoY +6.7%, QoQ +5.9%)과 2,145억원(YoY -13.6%, QoQ +7.2%)을 기록할 것으로 예상된다. 영업이익의 경우 시장컨센서스 2,108억원에 부합하는 무난한 실적을 기록할 전망이다.

1) 전분기대비 LME 금속가격 하락(아연 -6.3%, 연 -7.1%, 은 -1.2%)과 2) 2018년 연정광 벤치마크 T/C 하락(-28.3%)에 이어 아연정광 벤치마크 T/C 하락(-14.5%)과 1분기 미적용분 소급적용에도 불구하고, 3) 부진했던 1분기 판매량 만회를 위한 판매량 증가(QoQ: 아연 +11.9%, 연 +35.9%) 및 4) 원/달러 환율 상승(+0.7%)의 긍정적인 영향으로 무난한 실적이 예상된다.

하반기 금속가격 하락 압력 vs. Spot T/C 상승 기대감 유효

2월 중순 3,619불/톤을 기록했던 LME 아연가격이 하락세로 전환했는데 특히 6월말부터 3,000불 아래로 떨어져 7월 초 현재 2,700불대를 기록 중이다. 미·중 무역분쟁에 따른 수요 둔화 우려 확대와 하반기 예정되어 있는 아연 신규광산 가동에 따른 아연정광 공급 확대 전망을 감안하면 3분기 아연가격은 하락압력에 직면할 전망이다. 하지만 아연정광 공급부족 완화에 따른 Spot T/C 상승에 대한 기대감은 여전히 유효하다.

투자자의견 'BUY' 유지, 목표주가는 530,000원으로 하향

고려아연에 대해 투자자의견 BUY를 유지하나 목표주가는 2018년 금속가격 전망치 및 실적추정치 하향으로 기존 590,000원에서 530,000원으로 하향한다. 12M FWD BPS에 목표 PBR 1.4배를 적용했다. 2분기 무난한 영업실적과 하반기 Spot T/C 상승 전망이 주가에 긍정적으로 작용할 것으로 기대된다. 그럼에도 불구하고, 현재 주가는 PBR 1.0배로 2010년 이후 밴드 최하단 수준까지 하락했기 때문에 밸류이이션 상으로 매력적인 구간이라 판단된다.

Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 530,000원(하향) | CP(7월 9일): 371,500원

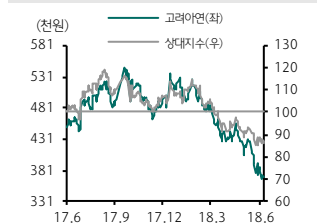
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,285.80
52주 최고/최저(원)	546,000/367,500
시가총액(십억원)	7,010.2
시가총액비중(%)	0.58
발행주식수(천주)	18,870.0
60일 평균 거래량(천주)	38.3
60일 평균 거래대금(십억원)	16.1
17년 배당금(예상, 원)	10,000
17년 배당수익률(예상, %)	2.69
외국인지분율(%)	24.54
주요주주 지분율(%)	
최창결 외 38인	42.47
국민연금	8.05
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(13.3) (29.8) (18.9)
상대	(7.0) (22.9) (15.5)

Consensus Data

	2017	2018
매출액(십억원)	6,970.5	7,197.2
영업이익(십억원)	865.4	936.6
순이익(십억원)	652.7	707.5
EPS(원)	34,284	37,165
BPS(원)	362,454	391,014

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	5,847.5	6,596.7	6,897.3	6,987.5	7,399.6
영업이익	십억원	764.7	894.8	891.9	981.0	1,049.0
세전이익	십억원	801.7	925.7	926.2	1,021.1	1,113.0
순이익	십억원	592.4	629.0	667.0	726.8	783.3
EPS	원	31,395	33,336	35,347	38,517	41,512
증감률	%	16.3	6.2	6.0	9.0	7.8
PER	배	15.13	14.79	10.51	9.65	8.95
PBR	배	1.61	1.55	1.08	0.99	0.92
EV/EBITDA	배	7.97	6.73	4.44	3.92	3.55
ROE	%	11.18	10.96	10.75	10.81	10.72
BPS	원	295,176	318,698	344,678	373,829	405,975
DPS	원	8,500	10,000	10,000	10,000	10,000



Analyst 박성봉

02-3771-7774

sbpark@hanafn.com

2Q18 영업이익은 2,145억원(YoY -13.6%, QoQ +7.2%)으로 컨센서스 부합하는 무난한 실적 예상

우려보다는 무난할 것으로 예상되는 2분기 영업실적

2018년 2분기 고려아연의 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 1.8조원(YoY +6.7%, QoQ +5.9%)과 2,145억원(YoY -13.6%, QoQ +7.2%)을 기록할 것으로 예상된다. 영업이익의 경우 시장컨센서스 2,108억원에 부합하는 무난한 실적을 기록할 전망이다.

1) 전분기대비 LME 금속가격 하락(아연 -6.3%, 연 -7.1%, 은 -1.2%)과 2) 2018년 연정광 벤치마크 T/C 하락(-28.3%)에 이어 아연정광 벤치마크 T/C 하락(-14.5%)과 1분기 미적용분 소급적용에도 불구하고, 3) 부진했던 1분기 판매량 만회를 위한 판매량 증가(QoQ: 아연 +11.9%, 연 +35.9%) 및 4) 원/달러 환율 상승(+0.7%)의 긍정적인 영향으로 무난한 실적이 예상된다.

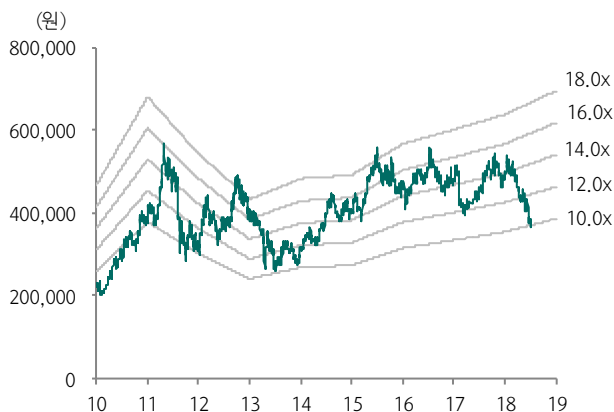
표 1. 고려아연 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, 천톤, kg, 톤, 달러/톤, 달러/온스, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
제품별 매출(본사기준)											
매출(십억원)	1,338.5	1,388.0	1,341.9	1,383.9	1,318.3	1,500.1	1,372.9	1,533.3	5,452.4	5,714.3	5,794.6
아연(십억원)	469.3	528.2	526.7	537.6	586.7	624.5	592.3	589.9	2,061.8	2,393.4	2,552.3
연(십억원)	281.4	301.6	279.3	327.3	258.2	343.1	288.6	336.2	1,189.7	1,226.1	1,042.2
금(십억원)	130.4	125.3	123.3	117.7	95.6	127.6	118.0	174.3	496.6	515.5	539.4
은(십억원)	352.2	324.6	294.9	285.0	255.6	283.9	256.1	313.7	1,256.7	1,109.4	1,157.2
제품별 판매량(본사기준)											
판매량(천톤)	241.7	281.4	260.5	259.0	242.7	293.4	271.9	277.9	1,042.6	1,086.0	1,087.1
아연(천톤)	137.6	164.6	154.3	141.4	150.7	168.7	167.4	162.1	597.9	648.8	648.8
연(천톤)	98.7	110.3	100.3	111.9	86.9	118.1	98.3	109.4	421.2	412.7	412.7
금(kg)	2,900.0	2,739.0	2,641.0	2,591.0	2,082.0	2,827.8	2,726.6	3,586.9	10,871.0	11,223.3	11,223.3
은(톤)	558.7	508.2	484.5	471.0	443.5	502.9	460.3	514.8	2,022.4	1,921.5	1,921.5
주요 제품 가격											
아연(달러/톤)	2,772.0	2,601.0	2,958.0	3,236.0	3,422.5	3,112.0	2,956.4	3,001.5	2,858.0	3,123.1	3,279.2
연(달러/톤)	2,268.0	2,167.0	2,330.0	2,492.0	2,522.5	2,385.0	2,361.2	2,451.2	2,296.3	2,430.0	2,551.5
금(달러/온스)	1,218.0	1,259.0	1,279.0	1,277.0	1,330.0	1,306.0	1,253.8	1,354.6	1,255.3	1,311.1	1,376.7
은(달러/온스)	17.4	17.3	16.9	16.7	16.8	16.5	16.0	16.9	17.2	16.6	17.4
연결기준											
매출액(십억원)	1,573.8	1,671.7	1,616.9	1,734.2	1,683.4	1,783.4	1,647.2	1,783.3	6,596.7	6,897.3	6,987.5
영업이익(십억원)	236.3	248.3	187.3	222.8	200.1	214.5	231.3	246.0	894.8	891.9	981.0
세전이익(십억원)	229.9	274.2	200.2	221.5	210.4	226.2	248.2	241.5	925.7	926.2	1,021.1
당기순이익(십억원)	167.0	168.4	149.1	144.5	145.6	159.6	184.0	177.8	629.0	667.0	726.8
영업이익률	15.0	14.9	11.6	12.8	11.9	12.0	14.0	13.8	13.6	12.9	14.0
세전이익률	14.6	16.4	12.4	12.8	12.5	12.7	15.1	13.5	14.0	13.4	14.6
순이익률	10.6	10.1	9.2	8.3	8.6	9.0	11.2	10.0	9.5	9.7	10.4

자료: 하나금융투자

그림 1. 고려아연 PER밴드



주: IFRS 연결 기준

자료: 하나금융투자

그림 2. 고려아연 PBR밴드



주: IFRS 연결 기준

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

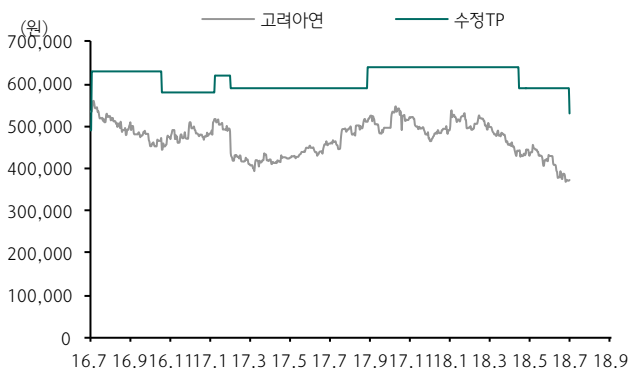
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	5,847.5	6,596.7	6,897.3	6,987.5	7,399.6
매출원가	4,904.8	5,527.9	5,823.5	5,822.1	6,155.5
매출총이익	942.7	1,068.8	1,073.8	1,165.4	1,244.1
판매비	178.0	174.0	181.9	184.3	195.2
영업이익	764.7	894.8	891.9	981.0	1,049.0
금융손익	45.6	27.2	35.1	40.7	61.8
종속/관계기업손익	(1.7)	0.5	0.5	0.8	0.5
기타영업외손익	(7.0)	3.3	(1.2)	(1.4)	1.7
세전이익	801.7	925.7	926.2	1,021.1	1,113.0
법인세	207.1	291.7	254.0	288.5	323.4
계속사업이익	594.6	634.0	672.3	732.6	789.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	594.6	634.0	672.3	732.6	789.5
비지배주주지분순이익	2.2	5.0	5.3	5.8	6.2
지배주주순이익	592.4	629.0	667.0	726.8	783.3
지배주주지분포괄이익	589.6	595.2	665.2	724.9	781.3
NOPAT	567.1	612.8	647.3	703.9	744.1
EBITDA	983.2	1,122.5	1,145.6	1,286.8	1,401.8
성장성(%)					
매출액증가율	22.6	12.8	4.6	1.3	5.9
NOPAT증가율	12.3	8.1	5.6	8.7	5.7
EBITDA증가율	16.2	14.2	2.1	12.3	8.9
영업이익증가율	13.8	17.0	(0.3)	10.0	6.9
(지배주주)순이익증가율	16.3	6.2	6.0	9.0	7.8
EPS증가율	16.3	6.2	6.0	9.0	7.8
수익성(%)					
매출총이익률	16.1	16.2	15.6	16.7	16.8
EBITDA이익률	16.8	17.0	16.6	18.4	18.9
영업이익률	13.1	13.6	12.9	14.0	14.2
계속사업이익률	10.2	9.6	9.7	10.5	10.7
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	31,395	33,336	35,347	38,517	41,512
BPS	295,176	318,698	344,678	373,829	405,975
CFPS	53,929	60,594	60,743	68,228	74,425
EBITDAPS	52,105	59,487	60,710	68,193	74,289
SPS	309,884	349,585	365,519	370,295	392,136
DPS	8,500	10,000	10,000	10,000	10,000
주가지표(배)					
PER	15.1	14.8	10.5	9.6	8.9
PBR	1.6	1.5	1.1	1.0	0.9
PCFR	8.8	8.1	6.1	5.4	5.0
EV/EBITDA	8.0	6.7	4.4	3.9	3.6
PSR	1.5	1.4	1.0	1.0	0.9
재무비율(%)					
ROE	11.2	11.0	10.7	10.8	10.7
ROA	9.6	9.3	9.1	9.3	9.3
ROIC	15.4	15.6	15.2	15.1	14.4
부채비율	14.5	15.3	14.6	13.6	13.2
순부채비율	(22.5)	(31.1)	(31.5)	(29.6)	(28.2)
이자보상배율(배)	812.6	1,122.6	1,503.4	1,795.6	1,918.5

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	2,894.6	3,669.9	3,924.3	3,987.9	4,168.3
금융자산	1,322.5	1,931.2	2,106.4	2,146.2	2,217.9
현금성자산	309.3	596.9	711.3	732.9	721.3
매출채권 등	358.3	364.0	380.6	385.6	408.3
재고자산	1,204.0	1,355.3	1,417.0	1,435.5	1,520.2
기타유동자산	9.8	19.4	20.3	20.6	21.9
비유동자산	3,588.1	3,368.3	3,638.4	4,139.8	4,619.6
투자자산	991.5	522.9	546.7	553.8	586.5
금융자산	975.7	503.1	526.0	532.9	564.3
유형자산	2,484.3	2,702.5	2,948.8	3,443.1	3,890.3
무형자산	73.7	79.7	79.7	79.7	79.6
기타비유동자산	38.6	63.2	63.2	63.2	63.2
자산총계	6,482.6	7,038.1	7,562.7	8,127.7	8,787.9
유동부채	536.8	606.5	622.8	629.2	658.5
금융부채	33.8	22.5	17.5	17.5	17.6
매입채무 등	368.1	439.1	459.2	465.2	492.6
기타유동부채	134.9	144.9	146.1	146.5	148.3
비유동부채	283.2	326.0	340.3	344.6	364.2
금융부채	17.3	11.8	11.8	11.8	11.8
기타비유동부채	265.9	314.2	328.5	332.8	352.4
부채총계	819.9	932.5	963.1	973.8	1,022.7
지배주주지분	5,516.4	5,960.4	6,450.5	7,000.6	7,607.3
자본금	94.4	94.4	94.4	94.4	94.4
자본잉여금	57.2	56.1	56.1	56.1	56.1
자본조정	(53.5)	(53.5)	(53.5)	(53.5)	(53.5)
기타포괄이익누계액	118.2	81.7	81.7	81.7	81.7
이익잉여금	5,300.3	5,781.8	6,272.0	6,822.1	7,428.7
비지배주주지분	146.3	145.3	149.1	153.3	157.9
자본총계	5,662.7	6,105.7	6,599.6	7,153.9	7,765.2
순금융부채	(1,271.3)	(1,896.8)	(2,077.1)	(2,116.9)	(2,188.6)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	680.7	796.8	897.5	1,037.3	1,073.9
당기순이익	594.6	634.0	672.3	732.6	789.5
조정	269.9	286.8	268.8	317.8	344.2
감가상각비	218.5	227.8	253.7	305.8	352.9
외환거래손익	(13.1)	25.1	20.5	20.5	0.5
지분법손익	1.7	(0.5)	(0.5)	(0.8)	(0.5)
기타	62.8	34.4	(4.9)	(7.7)	(8.7)
영업활동자산부채변동	(183.8)	(124.0)	(43.6)	(13.1)	(59.8)
투자활동 현금흐름	(459.0)	(323.7)	(601.3)	(838.9)	(908.8)
투자자산감소(증가)	(164.8)	469.5	(24.9)	(7.9)	(33.7)
유형자산감소(증가)	(181.8)	(495.8)	(500.0)	(800.0)	(800.0)
기타	(112.4)	(297.4)	(76.4)	(31.0)	(75.1)
재무활동 현금흐름	(156.5)	(172.5)	(181.8)	(176.7)	(176.7)
금융부채증가(감소)	(1.9)	(16.8)	(5.0)	0.0	0.0
자본증가(감소)	(0.1)	(1.1)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(2.7)	(2.8)	(0.1)	0.0	0.0
배당지급	(151.8)	(151.8)	(176.7)	(176.7)	(176.7)
현금의 증감	69.8	287.6	114.4	21.6	(11.7)
Unlevered CFO	1,017.6	1,143.4	1,146.2	1,287.5	1,404.4
Free Cash Flow	496.2	299.8	397.5	237.3	273.9

투자이전 변동 내역 및 목표주가 괴리율

고려아연



날짜	투자이전	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.7.10	BUY	530,000		
18.4.24	BUY	590,000	-29.64%	-22.88%
17.9.5	BUY	640,000	-22.19%	-14.69%
17.2.8	BUY	590,000	-24.96%	-12.54%
17.1.15	BUY	620,000	-19.17%	-16.94%
16.10.26	BUY	580,000	-17.31%	-11.03%
16.7.11	BUY	630,000	-21.03%	-11.27%
16.7.4	Neutral	490,000	8.61%	9.59%

투자등급 관련사항 및 투자이전 비율공시

- 투자이전의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.4%	5.7%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2018년 7월 9일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하에 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 07월 10일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 2018년 07월 10일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 중립자료로 사용될 수 없습니다.