



2018/07/25

# 고려아연(010130)

## 불확실성 해소 국면

### ■ 원가 절감 효과가 반영된 2분기 실적, 3분기도 대체로 양호

당초 동사의 2분기 실적에 대한 시장 기대치는 높지 않았다. 『1) 약 400억원에 달하는 아연, 연 제련 수수료 [Treatment Charge, 이하 TC] 감소: 18년 인하 타결 효과 및 1분기 TC 소급 반영, 2) 2분기 비철금속 가격 약세』라는 부정적 요인이, (보유 재고 출하에 따른) 아연 판매량 증가 [18.1Q 15.9만톤 → 18.2Q 16.9만톤] 효과를 상쇄하고도 남았기 때문이다.

그럼에도 동사의 별도 기준 영업이익 1,839억원 [+15%, q-q]는 시장 기대치 [1,740억원]을 상회했다. 물론 아연 가격 하락 구간에서의 판매 가격 [3월, 4월, 5월 LME 가격]과 원가 [4월, 5월, 6월 LME 가격]의 일시적 불일치 효과 [약 100억원]도 긍정적으로 작용했다.

그러나 실적 호조의 핵심 이유는 동사의 공정 합리화에 따른 원가 절감 효과 [분기 250억원]이다. 18년 TC 하락 효과를 원가 절감으로 상쇄할 수 있음이 입증된 것이다.

다만 동사의 18.2Q 연결 기준 영업이익은 2,180억원 [+9%, q-q]으로 시장 예상치 [2,140억원] 수준에 머물렀다. 아연 가격 약세로 자회사 [호주 SMC 및 ZinOx Corporation] 실적은 1분기 대비 부진했기 때문이다.

최근 비철금속 하락 폭을 감안한다면, 3분기 실적 [연결 영업이익 2,090억원, -4.4%, q-q] 역시 나쁘지 않을 것으로 전망한다. TC 소급분 비용 인식 중단 효과 [약 200억원]가 (비철금속, 귀금속 가격 하락 등에 따른) 매출 감소 효과를 대부분 상쇄할 것이기 때문이다. 한 가지 변수는 동사는 17.4Q 이후 2만톤 이상의 아연 재고 [누적 생산량 48.5만톤 / 누적 판매량 46.3만톤]를 보유하고 있다는 점이다. 이 물량이 3분기에 판매될 경우, 약 100억원 내외의 추가 증익이 가능하다.

### ■ 펀더멘털 대비 저평가 되어있는 주가 수준

현재 동사의 시가 총액은 '펀더멘털 요인 [아연, 연, 금, 은의 가중평균가격 X 판매량]' 대비 저평가되어 있다. <그림1> 펀더멘털 요인에 포함되어있지 않은 TC 인하 효과는 『전술한 공정 합리화에 따른 원가 절감 효과 및 완만한 TC 상승 기조』로 상쇄될 것이다.

철강/비철금속 김윤상

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

**Buy** (Maintain)

목표주가(12M)	520,000원
종가(2018/07/24)	393,000원

#### Stock Indicator

자본금	94십억원
발행주식수	1,887만주
시가총액	7,416십억원
외국인지분율	24.4%
배당금(2017)	10,000원
EPS(2018E)	31,735원
BPS(2018E)	336,507원
ROE(2018E)	9.7%
52주 주가	367,500~546,000원
60일평균거래량	34,891주
60일평균거래대금	14.3십억원

#### Price Trend



## ■ Bargain Hunting? 개선되고 있는 비철금속 투자 심리

무역 전쟁 및 매크로 불확실성은 완전히 가시지 않았다. 최근 당사 보고서에서 언급한 『SHFE 비철금속 재고 급감』 외에도 여러 비철금속 투자 심리 개선 시그널이 나타나고 있다. 동사 주가에 우호적 환경이다.

첫째, 상해 보세 창고 재고 [Bonded Stock]가 감소하고 있다. 이는 실물 수요가 증가하고 있음을 시사한다. 특히 아연 재고가 가파르게 감소하고 있다. 전기동 재고는 많지만, 지난 주부터 감소하기 시작했다. <그림2>

둘째, 중국向 아연의 Arbitrage Window가 오픈되었다. Arbitrage, 즉 차익 거래 기회의 발생은 중국發 수요 증가를 의미한다. 중국의 아연 Import Arbitrage는 (+)로 전환되었고, premium도 동반 반등하기 시작했다. 전기동의 Import Arbitrage 역시 최근 상승하고 있다. <그림3>

비철금속에 대한 전반적인 투자 심리가 개선되고 있음을 확인할 수 있다.

## ■ 투자의견 Buy, 목표주가 52만원

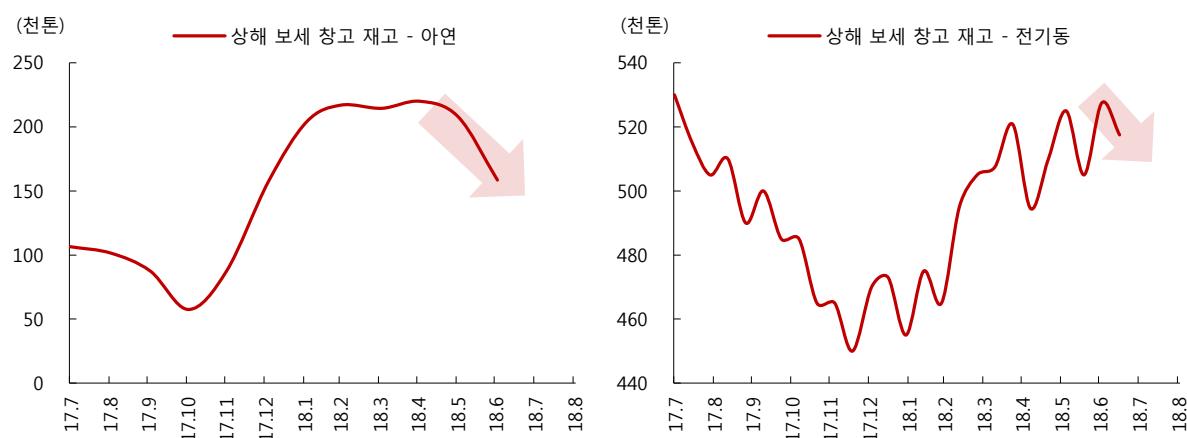
동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하고, 수익 예상 조정을 반영 <표4> 목표 주가는 기존 56만원에서 52만원으로 하향 조정한다. 수익 예상 조정은 비철금속 가격 전망치를 하향 조정 [ex] 아연 3,100달러 → 2,800달러]했기 때문이다. 목표주가는 12개월 Forward 예상 BPS 348,222원에 Target PBR 1.5x [12개월 Forward ROE 10%, COE 6.6%]를 적용하여 산출했다. 불확실성 해소 국면이다.

<그림 1> 현재 동사의 시가 총액은 '펀더멘털 요인 [아연, 연, 금, 은의 가중평균가격 X 판매량]' 대비 저평가 되어 있다



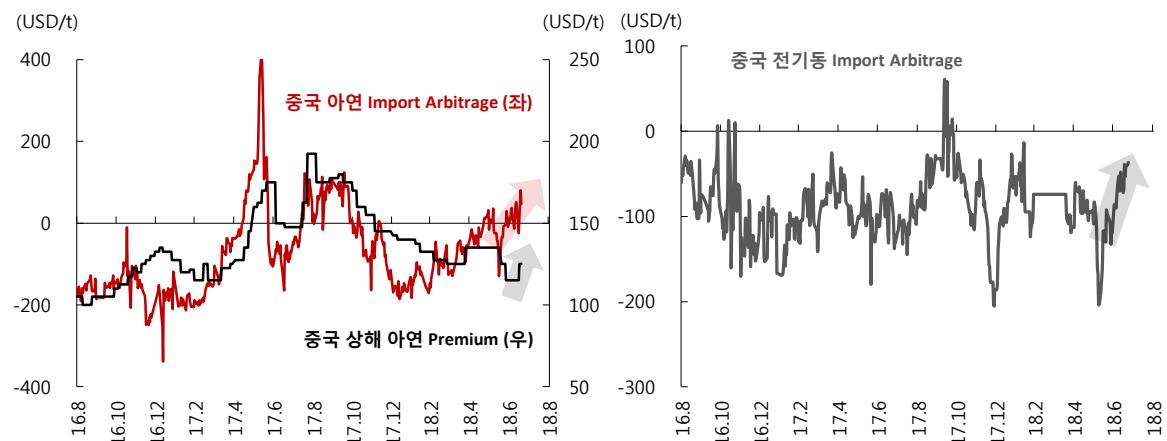
자료: 하이투자증권 라서치

<그림 2> SHFE 비철 금속 재고는 물론, 상해 보세 창고 재고 [Bonded Stock] 역시 감소하고 있다. 이는 실물 수요가 증가하고 있음을 시사한다. 특히 아연의 재고 감소세에 주목할 필요가 있다



자료: 하이투자증권 라서치

<그림 3> 중국向 아연의 Arbitrage Window 가 오픈되었다. Arbitrage 중국發 수요 증가를 의미한다



자료: 하이투자증권 라서치

&lt;표 1&gt; 고려아연 18.2Q Review

(단위: 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18(a)	y-y	q-q	하이(b)	컨센서스	차이(a-b)
매출액	1,672	1,617	1,734	1,683	1,788	6.9%	6.2%	1,787	1,767	0.0%
영업이익	248	187	223	200	218	-12.2%	9.0%	217	214	0.5%
세전이익	274	200	221	210	220	-19.9%	4.4%	229	226	-4.2%
지배주주순이익	168	149	145	146	151	-10.1%	4.0%	159	162	-5.0%
영업이익률	14.9%	11.6%	12.8%	11.9%	12.2%				12.1%	12.1%
세전이익률	16.4%	12.4%	12.7%	12.5%	12.3%				12.8%	12.8%
지배주주순이익률	10.1%	9.2%	8.3%	8.6%	8.5%				8.9%	9.2%

자료: 고려아연, 하이투자증권 리서치

&lt;표 2&gt; 고려아연 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 별도 기준)

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	1,339	1,388	1,342	1,384	5,452	1,318	1,482	1,377	1,359	5,536
영업이익	208	218	164	171	761	160	184	182	181	707
영업이익률	15.5%	15.7%	12.3%	12.4%	14.0%	12.1%	12.4%	13.2%	13.4%	12.8%

자료: 고려아연, 하이투자증권 리서치

&lt;표 3&gt; 고려아연 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	1,574	1,672	1,617	1,734	6,597	1,683	1,788	1,660	1,639	6,770
영업이익	236	248	187	223	895	200	218	209	208	836
세전이익	230	274	200	221	925	210	220	220	217	867
지배주주순이익	167	168	149	145	629	146	151	152	150	599
영업이익률	15.0%	14.9%	11.6%	12.8%	13.6%	11.9%	12.2%	12.6%	12.7%	12.3%
세전이익률	14.6%	16.4%	12.4%	12.7%	14.0%	12.5%	12.3%	13.3%	13.2%	12.8%
순이익률	10.6%	10.1%	9.2%	8.3%	9.5%	8.6%	8.5%	9.2%	9.1%	8.8%

자료: 고려아연, 하이투자증권 리서치

&lt;표 4&gt; 고려아연 수익 추정 변경 요약 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

항목	신규추정(a)		기존추정(b)		GAP(a/b-1)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	6,770	6,736	7,047	7,085	-3.9%	-4.9%
영업이익	836	872	899	970	-7.1%	-10.1%
세전이익	867	936	947	1,036	-8.4%	-9.6%
지배주주순이익	599	647	658	720	-9.0%	-10.2%
영업이익률	12.3%	12.9%	12.8%	13.7%	-0.4%p	-0.7%p
세전이익률	12.8%	13.9%	13.4%	14.6%	-0.6%p	-0.7%p
지배주주순이익률	8.8%	9.6%	9.3%	10.2%	-0.5%p	-0.6%p

자료: 고려아연, 하이투자증권 리서치

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

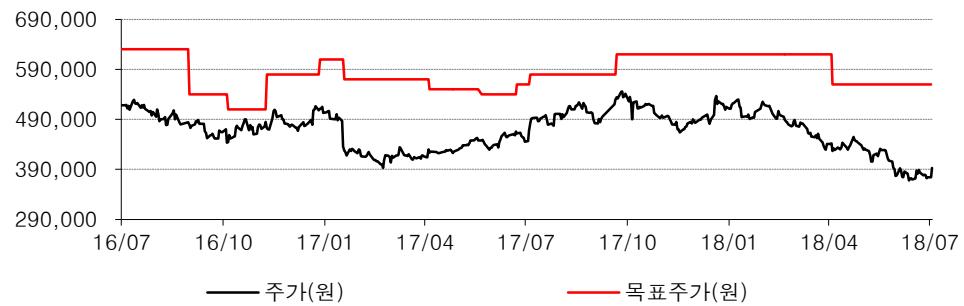
재무상태표		(단위:십억원)				포괄손익계산서		(단위:십억원%)			
		2017	2018E	2019E	2020E			2017	2018E	2019E	2020E
유동자산		3,670	4,265	4,906	5,578	매출액		6,597	6,770	6,736	6,816
현금 및 현금성자산		597	1,184	1,807	2,432	증가율(%)		12.8	2.6	-0.5	1.2
단기금융자산		1,334	1,361	1,388	1,416	매출원가		5,528	5,793	5,722	5,786
매출채권		381	389	387	392	매출총이익		1,069	977	1,014	1,030
재고자산		1,355	1,327	1,321	1,336	판매비와관리비		174	141	142	141
비유동자산		3,368	3,175	2,973	2,766	연구개발비		-	-	-	-
유형자산		2,703	2,618	2,524	2,427	기타영업수익		-	-	-	-
무형자산		80	80	80	80	기타영업비용		-	-	-	-
자산총계		7,038	7,440	7,879	8,345	영업이익		895	836	872	888
유동부채		607	615	614	615	증가율(%)		17.0	-6.6	4.3	1.9
매입채무		343	352	350	354	영업이익률(%)		13.6	12.3	12.9	13.0
단기차입금		17	17	17	17	이자수익		38	50	62	75
유동성장기부채		5	5	5	2	이자비용		1	1	1	0
비유동부채		326	321	316	314	지분법이익(손실)		1	0	0	0
사채		-	-	-	-	기타영업외손익		3	14	14	14
장기차입금		12	7	2	0	세전계속사업이익		926	867	936	966
부채총계		932	936	930	929	법인세비용		292	261	281	290
지배주주지분		5,960	6,350	6,787	7,245	세전계속이익률(%)		14.0	12.8	13.9	14.2
자본금		94	94	94	94	당기순이익		634	607	655	676
자본잉여금		56	56	56	56	순이익률(%)		9.6	9.0	9.7	9.9
이익잉여금		5,782	6,204	6,674	7,164	지배주주귀속 순이익		629	599	647	667
기타자본항목		28	-4	-37	-69	기타포괄이익		-33	-33	-33	-33
비지배주주지분		145	153	162	171	총포괄이익		602	574	623	644
자본총계		6,106	6,503	6,949	7,416	지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

현금흐름표		(단위:십억원)			
		2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름		797	819	855	857
당기순이익		634	607	655	676
유형자산감가상각비		228	255	263	267
무형자산상각비		0	0	0	0
지분법관련손실(이익)		1	0	0	0
투자활동 현금흐름		-324	-61	-62	-62
유형자산의 처분(취득)		-496	-170	-170	-170
무형자산의 처분(취득)		-3	-	-	-
금융상품의 증감		469	109	109	109
재무활동 현금흐름		-173	-189	-189	-189
단기금융부채의증감		-14	0	-	-3
장기금융부채의증감		-	-5	-5	-2
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-3	-3	-3	-3
현금및현금성자산의증감		288	587	623	625
기초현금및현금성자산		309	597	1,184	1,807
기말현금및현금성자산		597	1,184	1,807	2,432

주요투자지표					
		2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS		33,336	31,735	34,276	35,363
BPS		315,862	336,507	359,693	383,966
CFPS		45,406	45,251	48,216	49,539
DPS		10,000	10,000	10,000	10,000
Valuation(비)					
PER		14.8	12.4	11.5	11.1
PBR		1.6	1.2	1.1	1.0
PCR		10.9	8.7	8.2	7.9
EV/EBITDA		6.6	4.5	3.7	3.1
Key Financial Ratio(%)					
ROE		11.0	9.7	9.8	9.5
EBITDA 이익률		17.0	16.1	16.8	17.0
부채비율		15.3	14.4	13.4	12.5
순부채비율		-31.1	-38.7	-45.6	-51.6
매출채권회전율(x)		17.5	17.6	17.3	17.5
재고자산회전율(x)		5.2	5.0	5.1	5.1

자료 : 고려아연, 하이투자증권 리서치센터

## 최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(고려아연)



일자	투자의견	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	-13.7%	-8.6%
2017-10-12	Buy	620,000	1년	-20.1%	-11.9%
2018-04-25	Buy	560,000	1년	-27.3%	-18.8%
2018-07-25	Buy	520,000	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 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 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 돋기 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 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

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

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

### 하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.9 %	6.1 %	-