

고려아연(010130)

재고 판매로 양호한 실적 달성

2분기 연결 영업이익 2,181억원(+9.0% QoQ, -12.2% YoY)으로 컨센서스 부합
아연, 금, 그리고 동 재고 판매로 양호한 실적 달성
금속 가격 하락과 제련업 수익성 악화로 하반기 이익 감소 예상

Facts : 예상보다 양호한 실적

2분기 연결 영업이익이 2,181억원으로 컨센서스 2,131억원에 부합했고 우리 추정치 1,870억원을 16.7% 상회했다. 주요 배경은 아연, 금, 그리고 동 재고 판매로 추정된다. 상기 금속들은 2분기 판매량이 생산량을 넘어섰다. 보유 재고가 판매에 가세하며 부정적인 업황에도 이익을 방어할 수 있었던 것으로 보인다. 은 판매량도 양호했으며, 유일하게 연 판매량이 부진했다.

Pros & cons : 금속 가격 악세로 하반기 이익 감소 예상

달러 강세와 미중 무역 분쟁의 영향으로 6월 이후 비철금속 가격이 조정을 받았다. 아연과 연, 그리고 동 등 비철금속의 하반기 가격이 상반기보다 낮을 것으로 예상된다(그림 3). 적어도 상반기 가격과 유사하기 위해서는 연말까지 현재 가격보다 30% 이상의 상승 추세가 이어져야 한다. 4분기에 비철금속 가격이 반등해도 하반기 가격이 상반기에 못 미친다. 우리는 하반기 연결 영업이익이 3,870억원으로 상반기보다 7% 감소할 것으로 예상한다(그림 4).

Action : 이익 감소를 감안하면 투자 매력 높지 않다

2분기에 양호한 실적을 기록했음에도 불구하고 상반기 기준 연결 영업이익이 전년 대비 13.7% 감소했다. 하반기도 최근 하락한 비철금속 가격을 감안하면 전년대비 이익이 감소할 전망이다. 결국 2018년 연결 영업이익은 8,050억원으로 전년대비 10% 감소가 예상된다. ROE도 9.7%로 1.3%p 하락할 것으로 추정된다. 그런데 PER은 12배, PBR은 1.2배다. 2분기 이후 주가 조정에도 불구하고 투자 매력이 높다고 하기는 어렵다. '중립' 의견을 유지한다.

하 회	부 합	상 회
-----	-----	-----

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

중립(유지)

Stock Data

KOSPI(7/24)	2,280
주가(7/24)	393,000
시가총액(십억원)	7,416
발행주식수(백만)	19
52주 최고/최저가(원)	546,000/367,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	16,610
유동주식비율/외국인지분율(%)	45.1/24.4
주요주주(%)	최창걸 외 40 인 42.5
	국민연금 8.1

Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	13.9	11.6	11.3
PBR(x)	1.5	1.2	1.1
ROE(%)	11.0	9.7	9.4
DY(%)	2.0	3.1	3.3
EV/EBITDA(x)	6.7	5.5	5.4
EPS(원)	35,591	33,823	34,674
BPS(원)	318,698	337,504	356,094

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	4.0	(24.3)	(12.0)
KOSPI 대비(%p)	7.2	(14.1)	(5.0)

주가추이

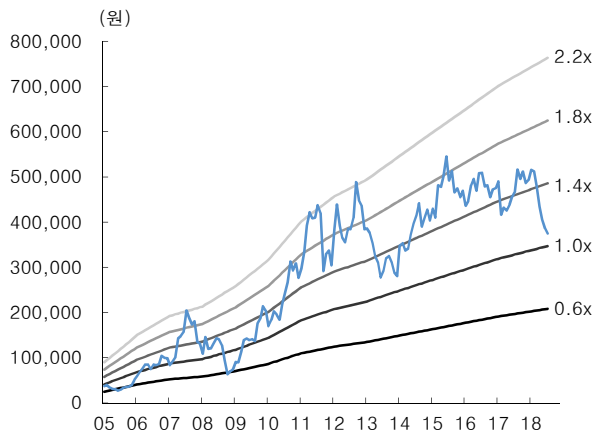


자료: WISEfn

최문선

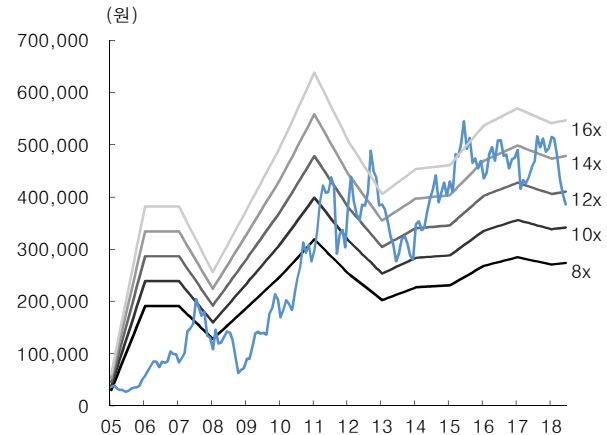
moonsun@truefriend.com

[그림 1] PBR band



자료: 한국투자증권

[그림 2] PER band



자료: 한국투자증권

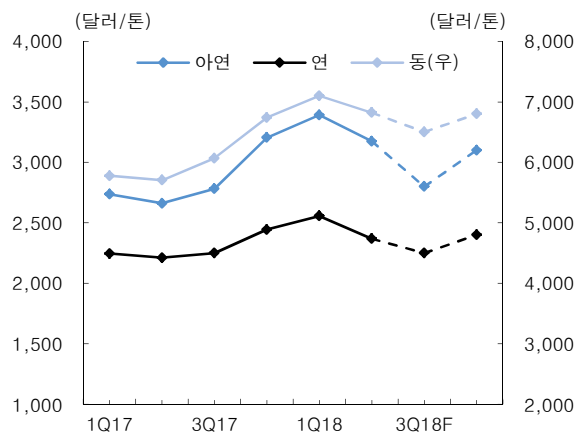
〈표 1〉 연결기준 2분기 실적 비교

(단위: 십억원)

	2Q18			QoQ		YoY		컨센서스	
	잠정 실적	추정치	차이(%)	1Q18	차이(%)	2Q17	차이(%)	2Q18	차이(%)
매출액	1,788	1,813	(1.4)	1,683	6.2	1,672	6.9	1,770	1.0
－ 고려아연	1,483	1,450	2.3	1,318	12.5	1,388	6.8	1,430	3.7
－ 자회사	305	363	(16.0)	365	(16.6)	284	7.4	340	(10.4)
영업이익	218	187	16.7	200	9.0	248	(12.2)	213	2.3
－ 고려아연	184	143	28.5	160	15.0	218	(15.5)	173	6.4
－ 자회사	34.2	43.7	(21.9)	40	(15.0)	30.6	11.7	40	(15.5)
영업이익률	12.2	10.3	1.9%p	11.9	0.3%p	14.9	(2.7%p)	12.0	0.2%p
－ 고려아연	12.4	9.9	2.5%p	12.1	0.3%p	15.7	(3.3%p)	12.1	0.3%p
－ 자회사	11.2	12.1	(0.9%p)	11.0	0.2%p	10.8	0.4%p	11.9	(0.7%p)
지배지분순이익	151	145	4.1	146	4.0	168	(10.1)	159	(5.0)

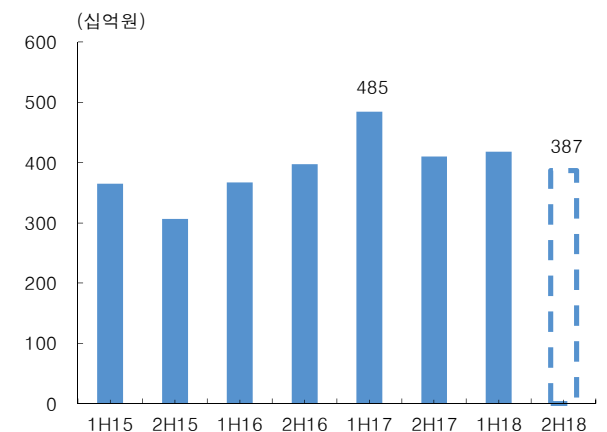
자료: 한국투자증권

[그림 3] 비철금속 가격 - 하반기가 상반기보다 낮아



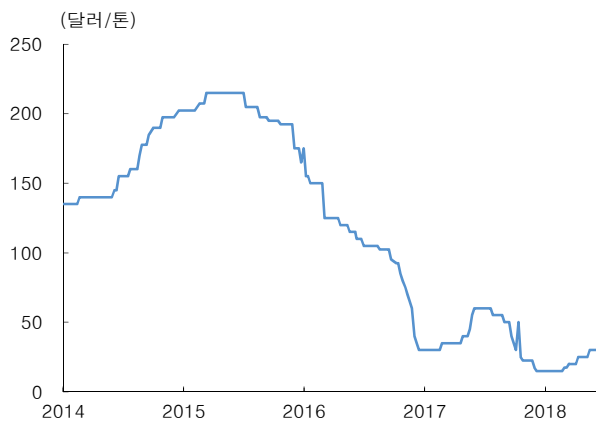
자료: 한국투자증권

[그림 4] 반기 연결 영업이익 - 하반기 이익 감소 예상



자료: 한국투자증권

[그림 5] 중국 아연 spot 제련 수수료



자료: WinD, 한국투자증권

[그림 6] 중국 연 spot 제련 수수료



자료: WinD, 한국투자증권

〈표 2〉 별도기준 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2017A	2018F	2019F
매출액	1,339	1,388	1,342	1,384	1,318	1,483	1,295	1,428	5,452	5,525	6,052
－ 아연	469	528	527	538	587	620	509	586	2,062	2,301	2,404
－ 연	281	302	279	327	258	279	263	325	1,190	1,133	1,162
－ 금	130	125	123	118	96	127	133	129	496	650	684
－ 은	352	325	295	285	256	313	265	269	1,257	1,192	1,270
－ 동	34	38	39	39	35	51	45	40	150	169	192
－ 기타	71	71	79	77	87	93	80	80	298	340	340
영업이익	208	218	164	171	160	184	147	158	761	649	608
영업이익률	15.5%	15.7%	12.3%	12.4%	12.1%	12.4%	11.4%	11.0%	14.0%	11.7%	10.0%
세전이익	196	243	179	149	170	185	154	165	767	669	630
순이익	148	151	136	97	125	133	115	123	531	497	472
기본 가정											
원/달러 환율	1,170	1,130	1,132	1,104	1,072	1,079	1,050	1,070	1,134	1,060	1,100
아연 기본 제련수수료(USD/tonne)	172	172	172	172	140	140	140	140	172	140	150
아연 프리미엄(USD/tonne)	180	177	234	240	241	171	200	200	208	203	210
연 프리미엄(USD/tonne)	192	208	200	204	214	247	190	200	201	213	200
가격 전망											
아연 가격(달러/톤)	2,736	2,662	2,782	3,204	3,391	3,174	2,800	3,100	2,846	3,116	3,300
연 가격(달러/톤)	2,246	2,212	2,250	2,445	2,556	2,369	2,250	2,400	2,288	2,394	2,600
금 가격(달러/oz)	1,193	1,249	1,261	1,293	1,310	1,322	1,270	1,250	1,249	1,288	1,300
은 가격(달러/oz)	17.1	17.5	16.7	17.1	16.6	16.5	16.6	16.5	17.1	16.6	17.0
동 가격(달러/톤)	5,776	5,704	6,066	6,737	7,100	6,821	6,500	6,800	6,071	6,805	7,500
출하량 전망											
아연(천톤)	138	165	154	141	151	172	163	167	598	652	650
연(천톤)	99	110	101	112	87	99	100	114	422	400	410
금(톤)	2.9	2.7	2.6	2.6	2.1	2.8	3.1	3.0	10.9	11.0	13.5
은(톤)	559	508	485	471	444	542	469	470	2,022	1,925	1,925
동(천톤)	4.9	5.9	5.4	5.2	4.7	6.8	6.4	5.4	21.5	24.0	24.0

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 연결기준 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2017A	2018F	2019F
매출액	1,574	1,672	1,617	1,734	1,683	1,788	1,619	1,785	6,597	6,875	7,262
- 고려아연	1,339	1,388	1,342	1,384	1,318	1,483	1,295	1,428	5,452	5,525	6,052
- 자회사	235	284	275	350	365	305	324	357	1,144	1,105	1,210
영업이익	236	248	187	223	200	218	186	201	895	805	767
- 고려아연	208	218	164	171	160	184	147	158	761	649	608
- 자회사	28	31	23	52	40	34	39	43	134	157	159
영업이익률	15.0%	14.9%	11.6%	12.8%	11.9%	12.2%	11.5%	11.2%	13.6%	11.7%	10.6%
- 고려아연	15.5%	15.7%	12.3%	12.4%	12.1%	12.4%	11.4%	11.0%	14.0%	11.7%	10.0%
- 자회사	12.0%	10.8%	8.3%	14.8%	11.0%	11.2%	12.1%	12.1%	11.7%	14.2%	13.2%
세전이익	230	274	200	221	210	220	193	207	802	830	789
지배주주순이익	167	168	149	145	146	151	145	156	629	598	613

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

고려아연은 1978년 아연제련공장을 시작으로 아연, 연, 금, 은, 동, 인듐, 갈륨 및 황산 등을 생산하는 종합비철금속 제련회사로 성장. 아연 생산량 기준으로 Nyrstar(벨기에), Glencore Xstrata(글로벌기업), Hindustan Zinc(인도)에 이어 세계 4위 규모(영풍과 합산할 경우 세계 1위). 아연과 연 정광을 광산으로부터 매입하여 제련함으로써 아연, 연을 생산. 뿐만 아니라 부산물 재처리를 통해 금, 은, 동 등 기타 유가금속까지 회수. 특히 QSL 공법과 독자적인 fumer 기술을 통해 세계 제련사 중 가장 높은 금속회수율. 2016년 기준 매출비중은 은 29%, 아연 33%, 연 20%, 동 3%, 금 12%, 기타 5%.

- 기본 제련 수수료: 제련사가 광산으로부터 정광을 구매할 때 정광 가격에서 차감. 높을수록 제련사가 유리
- 아연 프리미엄: 기준 가격과 판매 가격의 차이. 금속의 수급 상황, 지리적 위치 등에 의해 변동
- Free metal: 제련사가 광산으로부터 정광을 구매할 때 일정 비율만큼 할인하는 것

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	2,895	3,670	3,802	4,161	4,327
현금성자산	309	597	825	1,017	1,057
매출채권및기타채권	358	364	550	581	604
재고자산	1,204	1,355	1,375	1,452	1,511
비유동자산	3,588	3,368	3,724	3,854	3,971
투자자산	992	523	795	840	874
유형자산	2,484	2,703	2,780	2,857	2,934
무형자산	74	80	83	88	91
자산총계	6,483	7,038	7,526	8,015	8,298
유동부채	537	607	816	942	851
매입채무및기타채무	368	439	458	483	503
단기차입금및단기사채	24	17	9	2	0
유동성장기부채	6	5	4	2	1
비유동부채	283	326	244	252	261
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	17	12	7	2	0
부채총계	820	932	1,061	1,194	1,112
지배주주지분	5,516	5,960	6,315	6,666	7,027
자본금	94	94	94	94	94
자본잉여금	57	56	56	56	56
기타자본	(54)	(54)	(54)	(54)	(54)
이익잉여금	5,300	5,782	6,169	6,552	6,945
비지배주주지분	146	145	150	154	159
자본총계	5,663	6,106	6,465	6,820	7,186

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	681	797	776	891	707
당기순이익	595	634	604	618	628
유형자산감가상각비	219	228	230	233	236
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(184)	(124)	(66)	36	(161)
기타	51	59	8	4	4
투자활동현금흐름	(459)	(324)	(316)	(451)	(426)
유형자산투자	(184)	(497)	(309)	(312)	(315)
유형자산매각	3	1	2	2	2
투자자산순증	(279)	175	(307)	(76)	(65)
무형자산순증	(0)	(3)	(3)	(5)	(4)
기타	1	0	301	(60)	(44)
재무활동현금흐름	(157)	(173)	(231)	(248)	(240)
자본의증가	0	1	0	0	0
차입금의순증	(5)	(14)	(14)	(14)	(5)
배당금지급	(152)	(152)	(177)	(212)	(230)
기타	0	(8)	(40)	(22)	(5)
기타현금흐름	5	(13)	0	0	0
현금의증가	70	288	228	192	41

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

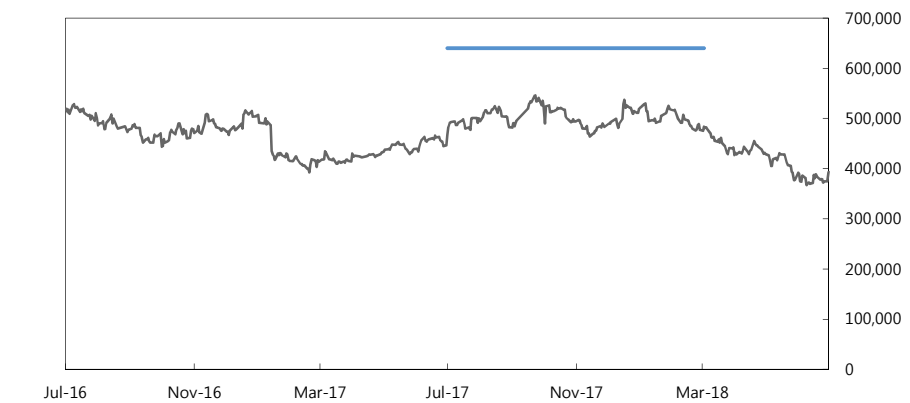
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	5,848	6,597	6,875	7,262	7,553
매출원가	4,905	5,528	5,882	6,283	6,535
매출총이익	943	1,069	993	979	1,018
판매관리비	178	174	188	212	199
영업이익	765	895	805	767	819
금융수익	92	81	85	90	93
이자수익	25	38	44	46	50
금융비용	46	54	58	54	53
이자비용	1	1	1	0	0
기타영업외손익	(7)	3	1	4	4
관계기업관련손익	(2)	1	(2)	1	1
세전계속사업이익	802	926	830	807	863
법인세비용	207	292	226	189	235
연결당기순이익	595	634	604	618	628
지배주주지분순이익	592	629	598	613	623
기타포괄이익	(6)	(33)	(33)	(33)	(33)
총포괄이익	588	602	571	585	596
지배주주지분포괄이익	590	595	567	581	591
EBITDA	983	1,123	1,036	1,000	1,054

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	33,519	35,591	33,823	34,674	35,264
BPS	295,176	318,698	337,504	356,094	375,237
DPS	8,500	10,000	12,000	13,000	13,000
성장성(%, YoY)					
매출증가율	22.6	12.8	4.2	5.6	4.0
영업이익증가율	13.8	17.0	(10.0)	(4.7)	6.8
순이익증가율	16.3	6.2	(5.0)	2.5	1.7
EPS증가율	16.3	6.2	(5.0)	2.5	1.7
EBITDA증가율	16.2	14.2	(7.8)	(3.4)	5.4
수익성(%)					
영업이익률	13.1	13.6	11.7	10.6	10.8
순이익률	10.1	9.5	8.7	8.4	8.3
EBITDA Margin	16.8	17.0	15.1	13.8	14.0
ROA	9.6	9.4	8.3	7.9	7.7
ROE	11.2	11.0	9.7	9.4	9.1
배당수익률	1.8	2.0	3.1	3.3	3.3
배당성향	25.4	28.1	35.5	37.5	36.9
안정성					
순차입금(십억원)	(1,271)	(1,897)	(1,836)	(2,100)	(2,189)
차입금/자본총계비율(%)	0.9	0.6	0.3	0.1	0.0
Valuation(X)					
PER	14.2	13.9	11.6	11.3	11.1
PBR	1.6	1.5	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.9	6.7	5.5	5.4	5.1

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
고려아연(010130)	2016.07.22	중립	-	-	-
	2017.07.22	1년경과	-	-	-
	2017.07.25	매수	640,000원	-21.5	-14.7
	2018.03.28	중립	-	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 7월 24일 현재 고려아연 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.