

고려아연 (010130)

금속

이현수



02 3770 5718
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	480,000원 (M)
현재주가 (7/24)	393,000원
상승여력	22%

시가총액	74,159억원
총발행주식수	18,870,000주
60일 평균 거래대금	143억원
60일 평균 거래량	34,891주
52주 고	546,000원
52주 저	367,500원
외인지분율	24.40%
주요주주	최창걸 외 40 인 42.47%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	4.0	(11.1)	(12.0)
상대	7.5	(3.9)	(5.4)
절대(달러환산)	1.8	(15.4)	(13.3)

2Q18 Review: 기대치에 부합

2Q18 잠정실적: 별도 영업이익 1,839억원, 연결 영업이익 2,181억원

연결 영업이익, 당사 추정(2,173억원) 및 Consensus(2,120억원) 부합

별도 영업이익 1,839억원을 기록하여 당사 추정(1,767억원)을 소폭 상회했다. 연을 제외한 주요 금속들의 판매량이 당사 추정을 넘어섰다. 아연 판매량은 17.2만톤으로 추정치 대비 +2.6%, 연 판매량은 9.9만톤으로 추정치 대비 -8.9%, 은 판매량은 542톤으로 추정치 대비 +7.2%를 기록했다. 전분기대비로도 연을 제외한 아연, 금, 은의 판매량이 증가했다. 상품가격은 미국 달러 강세 영향에 따라 전반적으로 하락했다. 3~5월 LME 아연 평균가격은 3,172달러/톤으로 QoQ -6.4%, 같은 기간 LME 연 평균가격은 2,368달러/톤으로 QoQ -7.4%를 기록했다. 원/달러 환율이 판매단가(원화기준)에 미친 영향은 제한적이었던 것으로 판단된다. 4~6월 평균환율은 1,080원/달러로 1~3월 평균환율(1,073원/달러)과 큰 차이가 발생하지 않았다. 이에 따라 동사의 2Q18 원화기준 판매단가는 전분기대비 아연 -7.3%, 연 -5.0%를 기록했다. 아연 프리미엄은 전분기대비 악화, 연 프리미엄은 전분기대비 개선된 것으로 추정된다. 2Q18부터 아연과 연 모두 BM TC 하락 영향이 본격화되고 상품가격 역시 하락했지만 전분기대비 영업이익이 개선된 가장 큰 이유는 생산량 및 판매량 확대에 따른 고정비 감소 효과 영향이라고 판단된다.

3Q18, 상품가격 약세를 환율로 만회하는 시기

3Q18, 전분기대비 원화 약세에 따른 판매단가 상승 영향 기대

동사의 매출은 100%에 가까운 수준으로 원/달러 환율에 노출되어 있다고 볼 수 있다. 수출뿐만 아니라 내수 판매 역시 환율을 적용하여 원화로 판매되고 있기 때문이다. 따라서 미국 달러화 대비 원화가 약세를 나타내는 시기에서는 긍정적인 영향을 기대해볼 수 있다. 3Q18은 아연, 연 그리고 은의 상품가격이 전분기대비 약세를 나타낼 것으로 예상되나, 원화약세에 따른 영향으로 별도 영업이익은 전분기와 유사한 수준인 1,860억원을 기록할 것으로 전망된다.

투자의견 BUY, 목표주가 480,000원 유지

2018년은 아연 및 연 제련업체들에게 어려운 시기인 것만은 틀림없다. 아연과 연의 2018년 BM TC는 각각 전년대비 15%, 28% 하락했다. 그러나 2018년 초까지 하락하던 아연과 연 Spot TC가 연초 이후 미미하게나마 반등하는 모습을 나타내고 있다. Spot TC의 저점이 형성된 만큼 주가의 방향성 역시 추가적인 하락은 제한적일 것으로 판단된다.

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	2Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	17,876	6.9	6.2	17,673	1.2
영업이익	2,181	-12.2	9.0	2,120	2.9
세전계속사업이익	2,197	-19.9	4.4	2,202	-0.3
지배순이익	1,514	-10.1	4.0	1,585	-4.4
영업이익률 (%)	12.2	-2.7 %pt	+0.3 %pt	12.0	+0.2 %pt
지배순이익률 (%)	8.5	-1.6 %pt	-0.1 %pt	9.0	-0.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	58,475	65,967	68,992	70,376
영업이익	7,647	8,948	8,595	9,034
지배순이익	5,924	6,290	6,360	7,067
PER	15.4	14.0	11.7	10.5
PBR	1.6	1.5	1.1	1.0
EV/EBITDA	8.1	6.3	4.8	4.3
ROE	11.2	11.0	10.3	10.7

자료: 유안타증권

[표-1] 고려아연 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

		2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	QoQ	YoY	3Q18E	4Q18E
원/달러	3개월전	1,143	1,097	1,130	1,158	1,153	1,130	1,132	1,106	1,073	-3.0%	-7.0%	1,080	1,130
	당월	1,130	1,103	1,130	1,153	1,130	1,132	1,106	1,073	1,080	0.7%	-4.4%	1,130	1,130
금속가격(전월)	아연	2,847	3,063	3,061	2,742	2,661	2,780	3,204	3,390	3,172	-6.4%	19.2%	2,934	2,757
(달러/톤)	연	2,290	2,387	2,445	2,255	2,209	2,250	2,445	2,558	2,368	-7.4%	7.2%	2,355	2,266
*은 - 달러/온스	은	17.1	16.3	16.7	17.0	17.5	16.7	17.1	16.7	16.5	-0.8%	-5.5%	16.2	15.9
금속가격(당월)	아연	2,891	3,049	3,068	2,779	2,593	2,962	3,230	3,415	3,112	-8.9%	20.0%	2,780	2,888
(달러/톤)	연	2,315	2,379	2,451	2,278	2,160	2,331	2,490	2,518	2,383	-5.4%	10.4%	2,274	2,339
*은 - 달러/온스	은	17.1	16.4	16.7	17.5	17.3	16.9	16.7	16.7	16.5	-1.2%	-4.2%	16.0	16.2
금속가격(분기말)	아연	3,338	3,019	3,110	2,750	2,753	3,205	3,338	3,284	2,907	-11.5%	5.6%	2,625	3,019
(달러/톤)	연	2,485	2,412	2,484	2,331	2,273	2,492	2,485	2,395	2,405	0.4%	5.8%	2,193	2,412
*은 - 달러/온스	은	16.9	16.5	17.0	18.3	16.6	16.7	16.9	16.4	16.1	-1.6%	-3.1%	15.7	16.5
매출액		5,452	5,546	5,711	1,339	1,388	1,342	1,384	1,318	1,483	12.5%	6.8%	1,380	1,365
(십억원)	아연	2,062	2,317	2,382	469	528	527	538	587	620	5.6%	17.3%	569	542
	연	1,190	1,153	1,259	281	302	279	327	258	279	8.2%	-7.4%	308	307
	은	1,257	1,148	1,173	352	325	295	285	256	313	22.4%	-3.6%	287	293
	기타	944	928	896	236	234	241	234	218	271	24.3%	15.9%	217	223
판매량	아연	598	646	647	138	165	154	141	151	172	14.0%	4.3%	161	163
(천톤)	연	422	400	416	99	110	101	112	87	99	13.9%	-10.3%	106	109
*은 (톤)	은	2,022	1,982	1,934	559	508	485	471	444	542	22.2%	6.7%	491	505
판매단가	아연	3,448	3,588	3,682	3,411	3,208	3,414	3,802	3,894	3,608	-7.3%	12.5%	3,536	3,333
(천원/톤)	연	2,822	2,881	3,029	2,852	2,734	2,773	2,925	2,970	2,823	-5.0%	3.2%	2,913	2,830
*은 (천원/온스)	은	19.3	18.0	18.9	19.6	19.9	18.9	18.8	17.9	18.0	0.2%	-9.6%	18.2	18.0
영업이익		761	698	737	208	218	164	171	160	184	15.0%	-15.5%	186	167
이익률		14.0%	12.6%	12.9%	15.5%	15.7%	12.3%	12.4%	12.1%	12.4%	0.3%p	-3.3%p	13.5%	12.3%

자료: 유안타증권

[표-2] 고려아연 연결기준

(단위: 십억원)

		2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	QoQ	YoY	3Q18E	4Q18E
매출액		6,597	6,899	7,038	1,574	1,672	1,617	1,734	1,683	1,788	6.2%	6.9%	1,717	1,711
영업이익		895	859	903	236	248	187	223	200	218	9.0%	-12.2%	230	211
이익률		13.6%	12.5%	12.8%	15.0%	14.9%	11.6%	12.8%	11.9%	12.2%	0.3%p	-2.7%p	13.4%	12.3%
세전이익		926	905	991	230	274	200	221	210	220	4.4%	-19.9%	245	230
이익률		14.0%	13.1%	14.1%	14.6%	16.4%	12.4%	12.8%	12.5%	12.3%	-0.2%p	-4.1%p	14.3%	13.4%
순이익		634	642	713	169	170	149	146	147	153	3.6%	-10.2%	176	165
이익률		9.6%	9.3%	10.1%	10.8%	10.2%	9.2%	8.4%	8.8%	8.5%	-0.2%p	-1.6%p	10.3%	9.7%
지배순이익		629	636	707	167	168	149	145	146	151	4.0%	-10.1%	175	164
이익률		9.5%	9.2%	10.0%	10.6%	10.1%	9.2%	8.3%	8.6%	8.5%	-0.2%p	-1.6%p	10.2%	9.6%

자료: 유안타증권

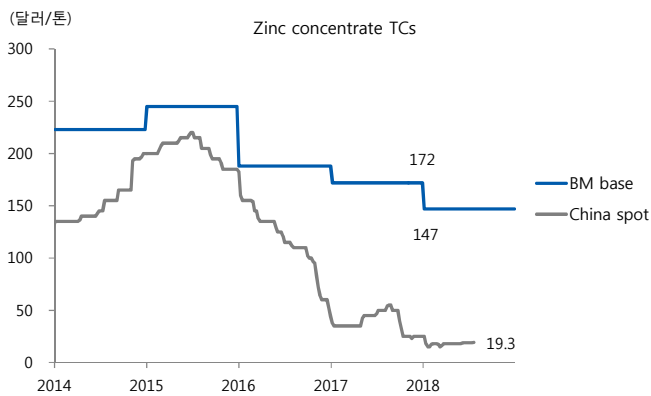
[표-3] 고려아연 실적 추정치 변경내역

(단위: 십억원)

		변경 전			변경 후			변경 전 대비		
		2Q18E	2018E	2019E	2Q18P	2018E	2019E	2Q18P	2018E	2019E
별도	매출액	1,413	5,556	5,719	1,483	5,546	5,711	5.0%	-0.2%	-0.2%
	영업이익	177	686	745	184	698	737	4.1%	1.7%	-1.0%
	OPM	12.5%	12.3%	13.0%	12.4%	12.6%	12.9%	-0.1%p	0.2%p	-0.1%p
연결	매출액	1,749	6,933	7,066	1,788	6,899	7,038	2.2%	-0.5%	-0.4%
	영업이익	217	852	914	218	859	903	0.3%	0.9%	-1.2%
	OPM	12.4%	12.3%	12.9%	12.2%	12.5%	12.8%	-0.2%p	0.2%p	-0.1%p
	지배순이익	164	644	715	151	636	707	-7.8%	-1.2%	-1.2%

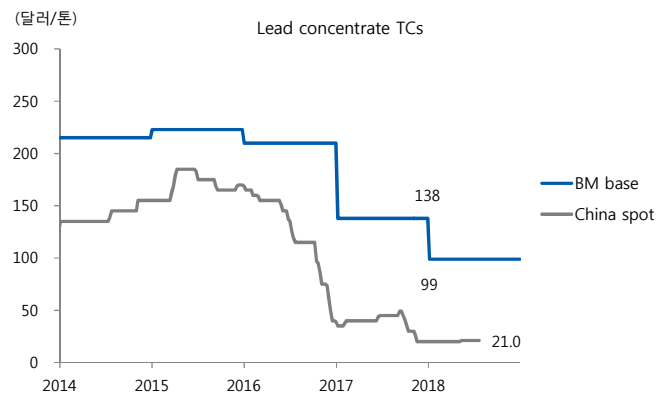
자료: 유안타증권

[그림-1] 아연정광 제련수수료



자료: 유안타증권, Bloomberg, 주: Spot TC는 주간 평균값

[그림-2] 연정광 제련수수료



자료: 유안타증권, Bloomberg, 주: Spot TC는 주간 평균값

고려아연 (010130) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	58,475	65,967	68,992	70,376	72,316
매출원가	49,048	55,279	58,773	59,643	61,216
매출총이익	9,427	10,687	10,219	10,734	11,101
판매비	1,780	1,740	1,624	1,700	1,746
영업이익	7,647	8,948	8,595	9,034	9,354
EBITDA	9,832	11,225	11,127	11,606	12,049
영업외손익	370	310	455	871	1,175
외환관련손익	143	-257	2	0	0
이자손익	244	369	612	845	1,149
관계기업관련손익	-17	5	6	0	0
기타	0	193	-165	26	26
법인세비용차감전순이익	8,017	9,257	9,050	9,905	10,529
법인세비용	2,071	2,917	2,630	2,773	2,948
계속사업순이익	5,946	6,340	6,420	7,132	7,581
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	5,946	6,340	6,420	7,132	7,581
지배지분순이익	5,924	6,290	6,360	7,067	7,512
포괄손익	5,883	6,015	4,189	4,900	5,349
지배지분포괄이익	5,896	5,952	4,391	5,106	5,574

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	28,946	36,699	41,200	45,950	51,883
현금및현금성자산	3,093	5,969	10,037	14,003	19,430
매출채권 및 기타채권	3,583	3,640	3,666	3,798	3,890
재고자산	12,040	13,553	14,352	15,005	15,419
비유동자산	35,881	33,683	33,488	33,916	34,222
유형자산	24,843	27,025	27,857	28,285	28,591
관계기업 등 자본관련자산	159	198	201	201	201
기타투자자산	9,757	5,031	4,099	4,099	4,099
자산총계	64,826	70,381	74,688	79,867	86,105
유동부채	5,368	6,065	6,291	6,402	7,119
매입채무 및 기타채무	3,681	4,391	4,129	4,239	4,957
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	9,401	9,511	10,229
지배지분	55,165	59,603	63,754	68,700	74,091
자본금	944	944	944	944	944
자본잉여금	572	561	560	560	560
이익잉여금	53,003	57,818	62,546	67,492	72,883
비지배지분	1,463	1,453	1,533	1,655	1,785
자본총계	56,627	61,057	65,287	70,355	75,876
순차입금	-12,745	-18,974	-22,037	-26,002	-31,430
총차입금	480	338	762	762	762

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	6,807	7,968	7,629	8,719	10,177
당기순이익	5,946	6,340	6,420	7,132	7,581
감가상각비	2,185	2,277	2,531	2,571	2,694
외환손익	-131	251	-5	0	0
종속, 관계기업 관련손익	17	-5	-6	0	0
자산부채의 증감	-1,838	-1,240	-1,795	-1,343	-457
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	2,591	3,507	3,511
현금의 증감	698	2,876	4,068	3,966	5,427
기초 현금	2,395	3,093	5,969	10,037	14,003
기말 현금	3,093	5,969	10,037	14,003	19,430
NOPLAT	7,647	8,948	8,595	9,034	9,354
FCF	4,174	2,196	3,422	4,734	5,973

자료: 유안타증권

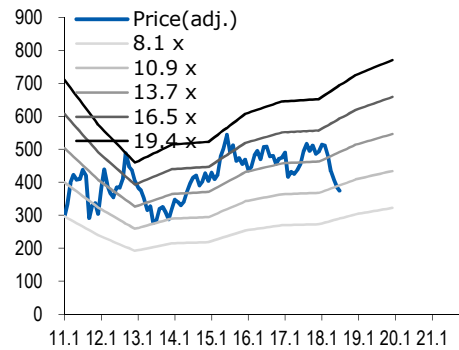
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	31,395	33,336	33,704	37,451	39,809
BPS	292,340	315,862	360,716	388,701	419,203
EBITDAPS	52,105	59,487	58,964	61,506	63,852
SPS	309,884	349,585	365,615	372,954	383,233
DPS	8,500	10,000	12,000	12,000	12,000
PER	15.4	14.0	11.7	10.5	9.9
PBR	1.6	1.5	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	8.1	6.3	4.8	4.3	3.7
PSR	1.6	1.3	1.1	1.1	1.0

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	22.6	12.8	4.6	2.0	2.8
영업이익 증가율 (%)	13.8	17.0	-3.9	5.1	3.5
지배순이익 증가율 (%)	16.3	6.2	1.1	11.1	6.3
매출총이익률 (%)	16.1	16.2	14.8	15.3	15.4
영업이익률 (%)	13.1	13.6	12.5	12.8	12.9
자본순이익률 (%)	10.1	9.5	9.2	10.0	10.4
EBITDA 마진 (%)	16.8	17.0	16.1	16.5	16.7
ROIC	16.0	16.2	15.1	15.5	15.8
ROA	9.6	9.3	8.8	9.1	9.1
ROE	11.2	11.0	10.3	10.7	10.5
부채비율 (%)	14.5	15.3	14.4	13.5	13.5
순차입금/자기자본 (%)	-23.1	-31.8	-34.6	-37.8	-42.4
영업이익/금융비용 (배)	812.6	1,122.6	612.1	609.2	630.7

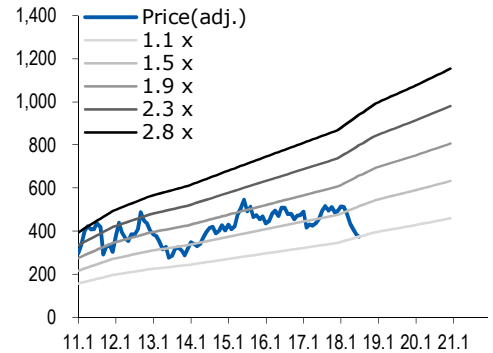
P/E band chart

(천원)

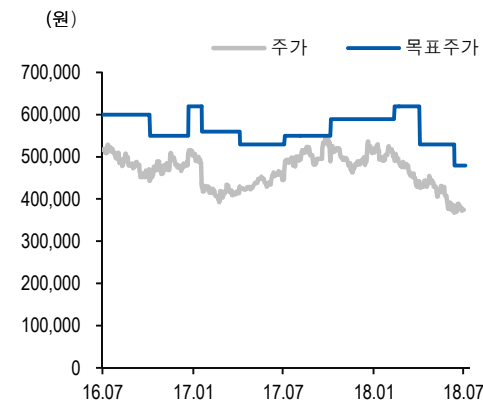


P/B band chart

(천원)



고려아연 (010130) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-07-25	BUY	480,000	1년		
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

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	2.2
Buy(매수)	84.9
Hold(중립)	12.8
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-07-22

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 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 기존 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 투자의사결정은 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.