

고려아연 (010130)


금속
이현수


02 3770 5718

hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	500,000원 (U)
현재주가 (10/2)	425,000원
상승여력	18%

시가총액	80,198억원
총발행주식수	18,870,000주
60일 평균 거래대금	147억원
60일 평균 거래량	36,527주
52주 고	546,000원
52주 저	367,500원
외인지분율	22.77%
주요주주	최창걸 외 40 인 42.47%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	4.8	11.5	(14.2)
상대	5.4	9.7	(11.1)
절대(달러환산)	4.2	11.6	(12.2)

3Q18 Preview (feat. 아연 Spot TC는 왜 오를까?)

3Q18 Preview: 달러 강세 → 원화 약세(긍정적) & 상품가격 약세(부정적)

별도 영업이익 1,820억원(yoy +11%), 연결 영업이익 2,140억원(yoy +14%) 전망

달러 인덱스 상승 흐름이 4월부터 8월까지 이어졌다. 해당 기간 대부분의 비철금속은 약세가 불가피했다. 6~8월 평균 LME 아연가격은 2,752달러/톤으로 전분기(3~5월 평균)대비 13% 하락을, LME 연가격 또한 같은 기간 6% 하락했다. 금과 은 역시 같은 기간 각각 6%와 5% 떨어졌다. 반면, 달러 강세의 반대급부로 원화 약세가 나타났다. 3Q(7~9월) 원/달러 평균환율은 1,121원/달러를 기록하며 전분기 평균인 1,080원/달러 대비 약 4%의 원화 약세가 진행됐다. 상품가격 하락은 Free Metal 수익이 감소하는 부정적 영향을 초래했을 것으로 판단된다. 그러나, 원화약세가 이를 상당부분 상쇄했을 것으로 추정된다.

중국 아연 제련업체들의 집당 행동이 통하고 있는 것인가?

중국 아연 제련업체들의 수익성 회복을 위한 감산 움직임이 Spot TC 상승을 이끌고 있을까?

조사기관마다 차이는 있지만 7월 이후 중국 아연정광 Spot TC가 빠르게 상승하고 있는 것으로 나타나고 있다. Metal Bulletin에 따르면 '18년 상반기 평균 톤당 20~30달러 수준이었던 Spot TC가 7월에는 70달러, 8월에는 90달러 수준까지 상승했다. 글로벌 아연 정광 수급이 완화되어 Spot TC가 올랐다고 하기에는 너무 급하게 올랐으며, ILZSG에 따르면 글로벌 아연 광산수급이 완화되었다고 하기에도 어려워 보인다. 필자가 생각하는 가장 유력한 이유는 중국 아연 제련업체들의 생산량 감축이다. SMM 등에 따르면 6/29일 중국 아연 제련업체들은 산시성에서 모임을 갖고 낮은 아연가격과 TC를 상승시키기 위해 10% 수준의 감산을 하자는데 의견을 모았던 것으로 파악된다. Spot TC는 '15년 6월 이후 '18년 초까지 지속적으로 하락했다. 그럼에도 중국 아연 제련업체들이 버텨낼 수 있었던 이유는 아연가격 상승에 따른 Free Metal 증가분 때문이었을 것이다. 그러나, '18년 들어 아연가격이 연초 톤당 3,600달러에서 6월말 2,600달러 수준까지 하락하면서 Free Metal 마저 급락했던 것이다. '18년 중국 아연 생산량은 7월 누적기준 전년 같은 기간 대비 6% 감소했으며, 6월과 7월은 각각 yoy 13%, 8% 감소했다. 제련업체가 감산하게 되면 TC(광산↔제련)도 오르며 Premium(제련↔수요)도 오른다. 지금이 그런 상황이다. 단기적으로 동사를 둘러싼 주변 환경들의 긍정적 흐름이 예상된다.

향후 Spot TC가 의미 있는 수준의 상승세를 나타내고 유지한다면 '19년 BM TC의 개선도 기대해볼 수 있을 것이다. 목표주가를 기준 480,000원에서 500,000원으로 소폭 상향한다. 적정 PBR(ROE 대비 30% Premium 유지) 산정에 기준 '18년 추정 BPS에서 '19년 추정 BPS로 변경했기 때문이다.

Quarterly earning forecasts

	3Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	16,737	3.5	-6.4	16,471	1.6
영업이익	2,137	14.1	-2.0	2,066	3.5
세전계속사업이익	2,277	13.7	3.6	2,174	4.7
지배순이익	1,605	7.6	6.0	1,550	3.5
영업이익률 (%)	12.8	+1.2 %pt	+0.6 %pt	12.5	+0.3 %pt
지배순이익률 (%)	9.6	+0.4 %pt	+1.1 %pt	9.4	+0.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	58,475	65,967	68,131	67,961	
영업이익	7,647	8,948	8,303	8,473	
지배순이익	5,924	6,290	6,100	6,612	
PER	15.4	14.0	13.1	12.1	
PBR	1.5	1.4	1.2	1.1	
EV/EBITDA	8.1	6.3	5.5	5.1	
ROE	11.2	11.0	9.9	10.0	

자료: 유안타증권

[표-1] 고려아연 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

		2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	QoQ	YoY	4Q18E
원/달러	3개월전	1,143	1,095	1,120	1,158	1,153	1,130	1,132	1,106	1,073	1,080	0.7%	-4.4%	1,121
	당월	1,130	1,099	1,120	1,153	1,130	1,132	1,106	1,073	1,080	1,121	3.8%	-1.0%	1,120
금속가격(전월)	아연	2,847	2,978	2,975	2,742	2,661	2,780	3,204	3,390	3,172	2,752	-13.2%	-1.0%	2,597
	(달러/톤)	2,290	2,304	2,163	2,255	2,209	2,250	2,445	2,558	2,368	2,232	-5.7%	-0.8%	2,057
*은 - 달러/온스	은	17.1	15.9	15.2	17.0	17.5	16.7	17.1	16.7	16.5	15.7	-4.8%	-5.8%	14.5
	금속가격(당월)	2,891	2,955	2,985	2,779	2,593	2,962	3,230	3,415	3,112	2,534	-18.6%	-14.4%	2,759
(달러/톤)	연	2,315	2,272	2,170	2,278	2,160	2,331	2,490	2,518	2,383	2,094	-12.1%	-10.1%	2,090
	은	17.1	15.7	15.3	17.5	17.3	16.9	16.7	16.7	16.5	15.0	-9.4%	-11.2%	14.7
금속가격(분기말)	아연	3,338	2,922	3,038	2,750	2,753	3,205	3,338	3,284	2,907	2,659	-8.5%	-17.1%	2,922
	(달러/톤)	2,485	2,124	2,209	2,331	2,273	2,492	2,485	2,395	2,405	2,023	-15.9%	-18.8%	2,124
*은 - 달러/온스	은	16.9	15.0	15.6	18.3	16.6	16.7	16.9	16.4	16.1	14.7	-8.8%	-11.7%	15.0
매출액		5,452	5,461	5,450	1,339	1,388	1,342	1,384	1,318	1,483	1,345	-9.3%	0.2%	1,315
(십억원)	아연	2,062	2,250	2,314	469	528	527	538	587	620	533	-14.0%	1.2%	511
	연	1,190	1,128	1,124	281	302	279	327	258	279	299	7.0%	7.1%	291
	은	1,257	1,130	1,073	352	325	295	285	256	313	285	-9.0%	-3.5%	277
	기타	944	953	939	236	234	241	234	218	271	228	-15.8%	-5.4%	237
판매량	아연	598	649	650	138	165	154	141	151	172	163	-5.4%	5.3%	164
	(천톤)	422	406	416	99	110	101	112	87	99	108	8.7%	6.8%	113
* 은 (톤)	은	2,022	2,021	1,954	559	508	485	471	444	542	506	-6.7%	4.4%	530
판매단가	아연	3,448	3,467	3,560	3,411	3,208	3,414	3,802	3,894	3,608	3,280	-9.1%	-3.9%	3,111
	(천원/톤)	2,822	2,776	2,703	2,852	2,734	2,773	2,925	2,970	2,823	2,779	-1.5%	0.2%	2,583
* 은 (천원/온스)	은	19.3	17.4	17.1	19.6	19.9	18.9	18.8	17.9	18.0	17.5	-2.5%	-7.5%	16.2
영업이익		761	688	712	208	218	164	171	160	184	182	-1.0%	10.7%	162
이익률		14.0%	12.6%	13.1%	15.5%	15.7%	12.3%	12.4%	12.1%	12.4%	13.5%	1.1%p	1.3%p	12.4%

자료: 유안타증권

[표-2] 고려아연 연결기준

(단위: 십억원)

	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	QoQ	YoY	4Q18E
매출액	6,597	6,813	6,796	1,574	1,672	1,617	1,734	1,683	1,788	1,674	-6.4%	3.5%	1,668
영업이익	895	830	847	236	248	187	223	200	218	214	-2.0%	14.1%	198
	이익률	13.6%	12.2%	12.5%	15.0%	14.9%	11.6%	12.8%	11.9%	12.2%	12.8%	0.6%p	1.2%p
세전이익	926	875	940	230	274	200	221	210	220	228	3.6%	13.7%	217
	이익률	14.0%	12.8%	13.8%	14.6%	16.4%	12.4%	12.8%	12.5%	12.3%	13.6%	1.3%p	1.2%p
순이익	634	616	667	169	170	149	146	147	153	162	5.8%	8.8%	154
	이익률	9.6%	9.0%	9.8%	10.8%	10.2%	9.2%	8.4%	8.8%	8.5%	9.7%	1.1%p	0.5%p
지배순이익	629	610	661	167	168	149	145	146	151	160	6.0%	7.6%	153
	이익률	9.5%	9.0%	9.7%	10.6%	10.1%	9.2%	8.3%	8.6%	8.5%	9.6%	1.1%p	0.4%p

자료: 유안타증권

[그림-1] 달러 인덱스와 LME 인덱스



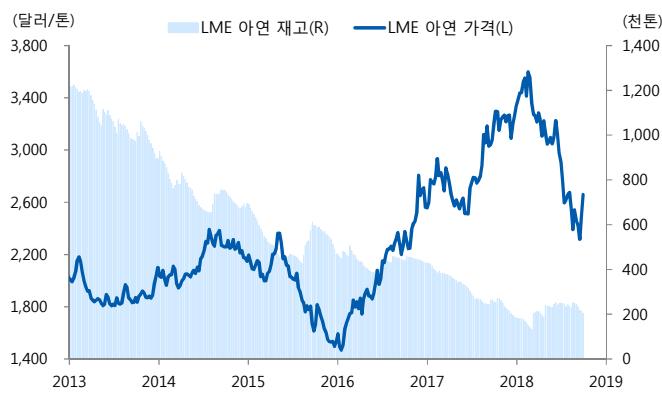
자료: 유안타증권, Bloomberg

[그림-2] 귀금속 가격



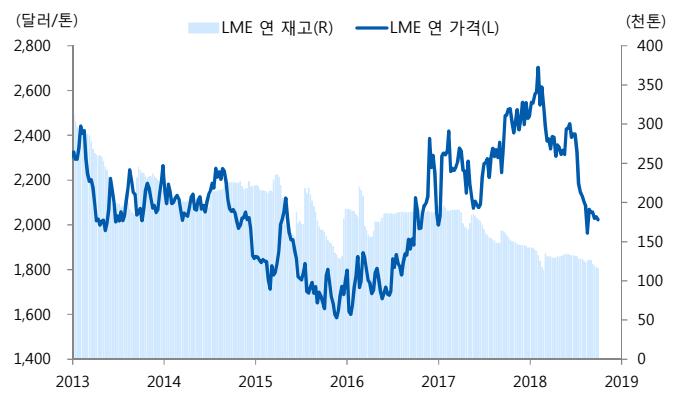
자료: 유안타증권, Bloomberg

[그림-3] LME 아연 Spot 가격 및 재고량



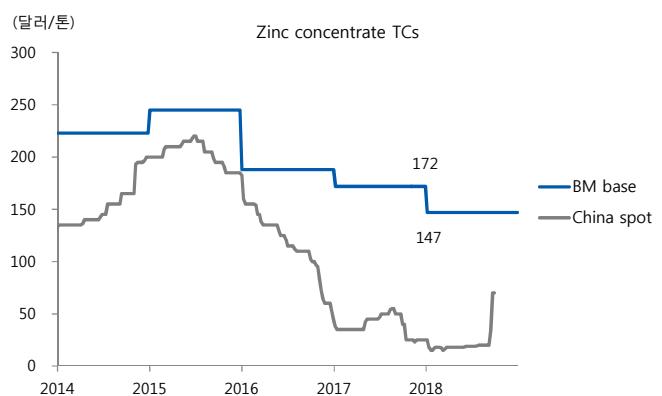
자료: 유안타증권, Bloomberg

[그림-4] LME 연 Spot 가격 및 재고량



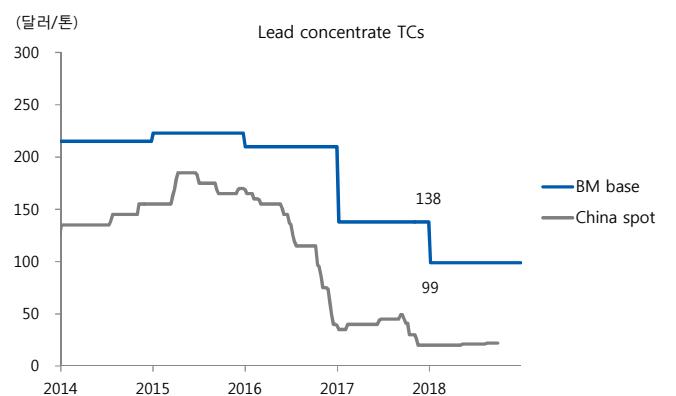
자료: 유안타증권, Bloomberg

[그림-5] 아연정광 제련수수료



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

[그림-6] 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	68,131	67,961	70,088
매출원가	49,048	55,279	58,403	58,028	59,680
매출총이익	9,427	10,687	9,727	9,933	10,408
판관비	1,780	1,740	1,424	1,460	1,506
영업이익	7,647	8,948	8,303	8,473	8,902
EBITDA	9,832	11,225	10,851	11,061	11,547
영업외손익	370	310	445	926	1,290
외환관련손익	143	-257	26	0	0
이자손익	244	369	618	901	1,264
관계기업관련손익	-17	5	5	0	0
기타	0	193	-203	26	26
법인세비용차감전순손익	8,017	9,257	8,748	9,399	10,193
법인세비용	2,071	2,917	2,589	2,726	2,956
계속사업순손익	5,946	6,340	6,159	6,673	7,237
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	5,946	6,340	6,159	6,673	7,237
지배지분순이익	5,924	6,290	6,100	6,612	7,170
포괄순이익	5,883	6,015	5,827	6,975	7,539
지배지분포괄이익	5,896	5,952	6,159	7,358	7,953

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	40,468	44,651	50,072
현금및현금성자산	3,093	5,969	7,194	10,670	15,528
매출채권 및 기타채권	3,583	3,640	3,810	3,949	4,054
재고자산	12,040	13,553	14,034	14,601	15,058
비유동자산	35,881	33,683	33,216	33,627	33,983
유형자산	24,843	27,025	27,933	28,345	28,701
관계기업등 지분관련자산	159	198	235	235	235
기타투자자산	9,757	5,031	3,757	3,757	3,757
자산총계	64,826	70,381	73,684	78,279	84,055
유동부채	5,368	6,065	5,565	5,585	6,199
매입채무 및 기타채무	3,681	4,391	3,780	3,800	4,414
단기차입금	243	169	233	233	233
유동성장기부채	64	51	48	48	48
비유동부채	2,832	3,260	3,014	3,014	3,014
장기차입금	173	118	95	95	95
사채	0	0	0	0	0
부채총계	8,199	9,325	8,579	8,599	9,213
지배지분	55,165	59,603	63,657	68,148	73,197
자본금	944	944	944	944	944
자본잉여금	572	561	560	560	560
이익잉여금	53,003	57,818	62,286	66,777	71,826
비지배지분	1,463	1,453	1,448	1,532	1,645
자본총계	56,627	61,057	65,105	69,679	74,842
순차입금	-12,745	-18,974	-21,680	-25,156	-30,014
총차입금	480	338	377	377	377

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	6,807	7,968	7,704	8,845	10,203
당기순이익	5,946	6,340	6,159	6,673	7,237
감가상각비	2,185	2,277	2,547	2,588	2,644
외환손익	-131	251	-18	0	0
증속,관계기업관련손익	17	-5	-5	0	0
자산부채의 증감	-1,838	-1,240	-1,680	-1,100	-362
기타현금흐름	628	345	702	684	684
투자활동 현금흐름	-4,590	-3,237	-7,250	-8,718	-8,718
투자자산	-80	3,827	-41	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,845	-4,970	-3,235	-3,000	-3,000
유형자산 감소	27	12	3	0	0
기타현금흐름	-2,692	-2,106	-3,978	-5,718	-5,718
재무활동 현금흐름	-1,565	-1,725	-1,801	-2,199	-2,199
단기차입금	43	-76	66	0	0
사채 및 장기차입금	-90	-64	-27	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,518	-1,518	-1,798	-2,152	-2,152
기타현금흐름	-1	-68	-42	-47	-47
연결범위변동 등 기타	46	-130	2,571	5,549	5,573
현금의 증감	698	2,876	1,225	3,476	4,858
기초 현금	2,395	3,093	5,969	7,194	10,670
기말 현금	3,093	5,969	7,194	10,670	15,528
NOPLAT	7,647	8,948	8,303	8,473	8,902
FCF	4,174	2,196	3,478	4,504	5,604

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

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

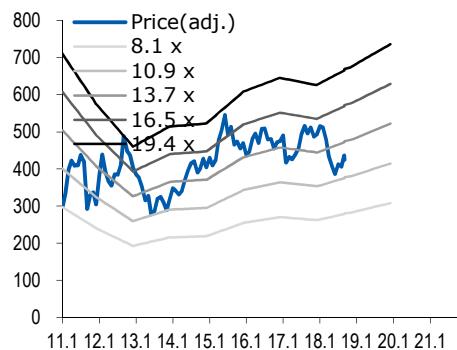
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	31,395	33,336	32,325	35,038	37,997
BPS	312,118	337,232	360,167	385,576	414,144
EBITDAPS	52,105	59,487	57,501	58,617	61,193
SPS	309,884	349,585	361,053	360,152	371,427
DPS	8,500	10,000	12,000	12,000	12,000
PER	15.4	14.0	13.1	12.1	11.2
PBR	1.5	1.4	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	8.1	6.3	5.5	5.1	4.5
PSR	1.6	1.3	1.2	1.2	1.1

재무비율					
	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	22.6	12.8	3.3	-0.2	3.1
영업이익 증가율 (%)	13.8	17.0	-7.2	2.0	5.1
지배순이익 증가율 (%)	16.3	6.2	-3.0	8.4	8.4
매출총이익률 (%)	16.1	16.2	14.3	14.6	14.9
영업이익률 (%)	13.1	13.6	12.2	12.5	12.7
지배순이익률 (%)	10.1	9.5	9.0	9.7	10.2
EBITDA 마진 (%)	16.8	17.0	15.9	16.3	16.5
ROIC	16.0	16.2	14.4	14.2	14.7
ROA	9.6	9.3	8.5	8.7	8.8
ROE	11.2	11.0	9.9	10.0	10.1
부채비율 (%)	14.5	15.3	13.2	12.3	12.3
순차입금/자기자본 (%)	-23.1	-31.8	-34.1	-36.9	-41.0
영업이익/금융비용 (배)	812.6	1,122.6	742.4	981.4	1,031.2

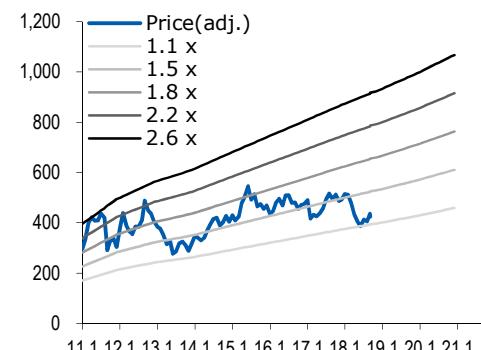
P/E band chart

(천원)



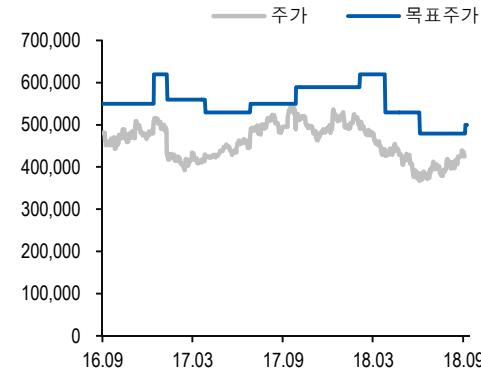
P/B band chart

(천원)



고려이연 (010130) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를		
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비	
2018-10-04	BUY	500,000	1년			
2018-07-04	BUY	480,000	1년	-16.82	-8.44	
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	

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)	1.1
Buy(매수)	86.9
Hold(중립)	11.4
Sell(비중축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-10-01

※ 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.