고려아연(010130)

풍랑속에서의 피난처

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	500,000 원(하향)
종가(2018/10/30)	386,500 원

Stock Indicator	
자본금	94 십억원
발행주식수	1,887 만주
시가총액	7,293 십억원
외국인지분율	22.4%
52 주 주가	367,500~537,000 원
60 일평균거래량	37,781 주
60 일평균거래대금	15.4 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.4	-3.5	-9.9	-25.8
상대수익률	4.4	9.5	10.7	-5.5

Price Trend

FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	6,597	6,800	6,438	6,516
영업이익(십억원)	895	798	837	851
순이익(십억원)	629	569	625	642
EPS(원)	33,336	30,173	33,122	34,044
BPS(원)	315,862	334,945	356,976	379,930
PER(배)	14.8	12.9	11.8	11.5
PBR(배)	1.6	1.2	1.1	1.0
ROE(%)	11.0	9.3	9.6	9.2
배당수익률(%)	2.0	2.6	2.6	2.6
EV/EBITDA(배)	6.6	4.8	4.0	3.5

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[철강/비철금속] 김윤상
(2122-9205) yoonsang.kim@hi-ib.com

3 분기 실적 시장 기대치 소폭 하회. 4 분기 실적 모멘텀도 크지 않으나…

동사의 18.3Q 연결 영업이익은 1,951 억원 [-10.5%, q-q]으로 시장 예상치 [2,069 억원] 을 소폭 하회했다. <표 1> 아연 판매량은 정기 보수에도 재고 판매가 더해지며 전분기 대비 오히려 증가 [2Q 17.1 만톤 → 3Q 18.3 만톤]했다. 그럼에도 금속 가격 하락으로 매출액은 감소 [전분기 대비 540 억원 감소]했고, 이것이 실적 부진으로 이어졌다. 특히 이 중 [원료비를 지불하지 않아] 마진율이 '가장' 높은 Minor Metal [인듐, 비스무스, 안티모니 등] 매출이 전분기 대비 100 억원 이상 감소한 것이 부진의 핵심 이유이다. 대부분의 Minor Metal 가격이 4~5 월을 고점으로 급격히 하락했기 때문이다. <그림 1> 다만 SMC, 징크옥스 등 자회사 실적은 아연 가격 하락에도 양호했는데, 판매량이 늘어났기 때문이다. <그림 2>

동사의 18.4Q 연결 영업이익은 1,850 억원(-5.3%, q-q)으로 소폭 둔화될 전망이다. <표 2,3> 비철금속 약세 및 아연 판매량 감소로 매출액이 3 분기 대비 약 1,700 억원 감소 [약 200 억원 영업이익 감소 효과]하기 때문이다. 다만 최근 Spot TC [Treatment Charge: 제련 수수료] 상승 효과가 실적 부진을 일정 상쇄할 것이다. 참고로 당사는 고려아연 본사의 아연 정광 Spot 구매 비중을 30%로 가정했다. 자회사 실적은 비철금속 약세에도 징크옥스의 조산화 아연 등 판매량 증가에 힘입어 3 분기와 유사한 흐름을 보일 것이다.

불안한 Macro 환경에서도 여전히 견고한 펀더멘털

실적 모멘텀 둔화 및 불안한 Macro 환경에도 동사는 소재 업종 내 투자 대안이 될 수 있다는 판단이다. 주력 제품군의 펀더멘털이 양호하기 때문이다. 구체적 내용은 다음과 같다.

첫째, 최근 강달러 구간에서도 아연 가격은 오히려 강한 흐름을 보이고 있다. <그림 3> 또한 『LME On-Warrant 재고 증가』로 대별되는 투기적 수요의 이탈도 찾아볼 수 없다. 이같은 현상은 낮은 거래소 재고, 글로벌 아연 생산량 감소 등 타이트한 아연 수급에 기인한다.

둘째, 글로벌 아연 정광 공급 증가 <그림 4>와 아연 메탈 공급 감소 <그림 5>로 아연 Spot TC 는 지속 상승 중이다. 동사와 같은 제련업체에 우호적인 환경이다. Metal Bulletin 이 발표하는 수입산 정광에 대한 중국의 Spot TC 는 130 달러 [9 월 125 달러]로 5 개월 연속 상승세를 이어갔다. <그림 6> 중국 자체 생산 정광에 대한 Spot TC 상승 폭은 더 크다. <그림 7> 이는 중국 내 광산과 연계된 아연 생산량이 급격하게 감소하고 있기 때문이다. <그림 8> 글로벌 2 위 제련업체 Nyrstar 의 유동성 위기 또한 향후 Spot TC 강세를 뒷받침한다.

셋째, 연의 경우 Spot TC 의 상승 속도는 더디나, <그림 9> 수급은 매우 타이트하다. SHFE [상해선물거래소]의 연 재고는 10/27 역사적 최저치를 재차 경신했다. <그림 10> 이 같은 수급 상황은 가격 지지 요인임은 분명하다.

넷째, 최근 안전 자산 선호 현상이다. 금, 은 귀금속 가격의 반등과 더불어, <그림 12, 14> 10 월 초 역사적 최고치를 경신했던 CMX [시카고상품거래소]의 금,은의 투기적 short position 역시 최근 급감하고 있다. <그림 11,13>

목표주가 50 만원: 현 상황에서 최선의 대안주

동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하고, 수익 예상 조정을 반영 <표4> 목표주가는 기존 52만원에서 50만원으로 하향 조정한다. 수익 예상 조정은 비철금속 가격 전망치를 하향 조정 [아연 2,800달러 → 2,700달러 등]했기 때문이다. 목표주가는 12개월 Forward 예상 BPS 351,469원에 Target PBR 1.4x [12개월 Forward ROE 9.3%, COE 6.6%]를 적용하여 산출했다. 현재 소재 업종 중 최선의 대안주이다.

〈표 1〉 고려아연 18.3Q Review (단위: 십억원)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18(a)	y-y	q-q	하이(b)	컨센서스	차이(a-b)
매출액	1,617	1,734	1,683	1,788	1,773	9.7%	-0.8%	1,787	1,639	-0.8%
영업이익	187	223	200	218	195	4.2%	-10.5%	217	207	-10.1%
세전이익	200	221	210	220	202	1.0%	-8.0%	229	218	-11.9%
지배주주순이익	149	145	146	151	140	-5.9%	-7.3%	159	158	-12.0%
영업이익률	11.6%	12.8%	11.9%	12.2%	11.0%			12.1%	12.6%	-1.1%p
세전이익률	12.4%	12.7%	12.5%	12.3%	11.4%			12.8%	13.3%	-1.4%p
지배주주순이익률	9.2%	8.3%	8.6%	8.5%	7.9%			8.9%	9.6%	-1.0%p

자료: 고려아연, 하이투자증권 리서치

〈표 2〉 고려아연 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 별도 기준) (단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	**2017**	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	**2018E**
매출액	1,339	1,388	1,342	1,384	**5,452**	1,318	1,482	1,429	1,253	**5,483**
영업이익	208	218	164	171	**761**	160	184	164	155	**663**
영업이익률	15.5%	15.7%	12.3%	12.4%	**14.0%**	12.1%	12.4%	11.5%	12.4%	**12.1%**

자료: 고려아연, 하이투자증권 리서치 추정

〈표 3〉 고려아연 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 연결 기준) (단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	**2017**	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	**2018E**
매출액	1,574	1,672	1,617	1,734	**6,597**	1,683	1,788	1,773	1,556	**6,800**
영업이익	236	248	187	223	**895**	200	218	195	185	**798**
세전이익	230	274	200	221	**925**	210	220	202	189	**822**
지배주주순이익	167	168	149	145	**629**	146	151	140	132	**569**
영업이익률	15.0%	14.9%	11.6%	12.8%	**13.6%**	11.9%	12.2%	11.0%	11.9%	**11.7%**
세전이익률	14.6%	16.4%	12.4%	12.7%	**14.0%**	12.5%	12.3%	11.4%	12.2%	**12.1%**
지배주주순이익률	10.6%	10.1%	9.2%	8.3%	**9.5%**	8.6%	8.5%	7.9%	8.5%	**8.4%**

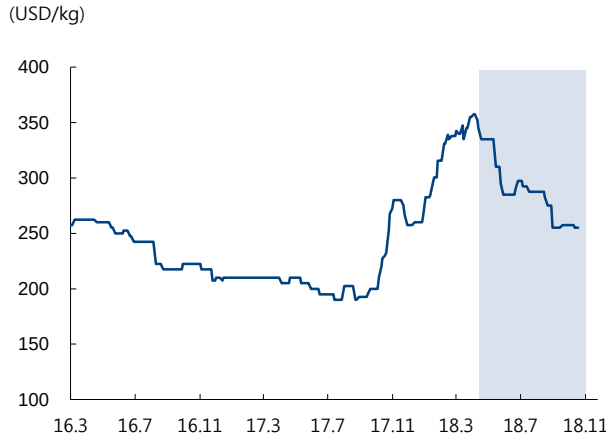
자료: 고려아연, 하이투자증권 리서치 추정

〈표 4〉 고려아연 수익 추정 변경 요약 (K-IFRS 연결 기준) (단위: 십억원)

	신규추정(a)		기존추정(b)		GAP(a/b-1)	
항목	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	6,800	6,438	6,770	6,736	**0.4%**	**-4.4%**
영업이익	798	837	836	872	**-4.5%**	**-4.0%**
세전이익	822	897	867	936	**-5.3%**	**-4.2%**
지배주주순이익	569	625	599	647	**-4.9%**	**-3.4%**
영업이익률	11.7%	13.0%	12.3%	12.9%	**-0.6%p**	**0.1%p**
세전이익률	12.1%	13.9%	12.8%	13.9%	**-0.7%p**	**0.0%p**
지배주주순이익률	8.4%	9.7%	8.8%	9.6%	**-0.5%p**	**0.1%p**

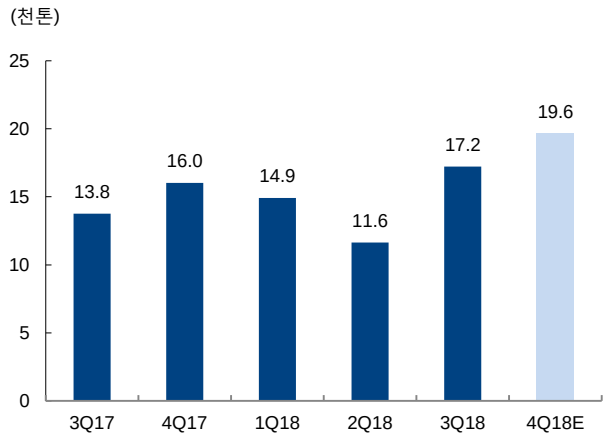
자료: 하이투자증권 리서치 추정

그림1. 인듐 가격 추이



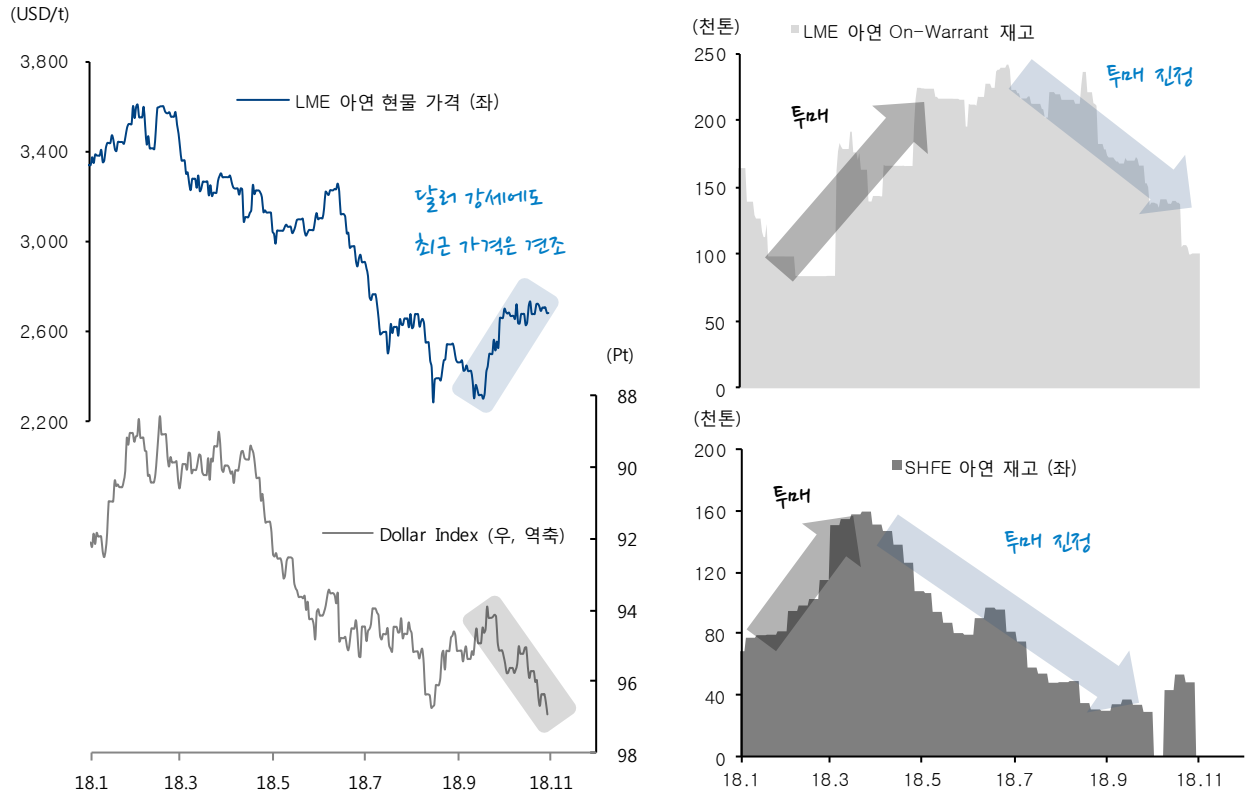
자료: 하이투자증권 리서치

그림2. 징크옥스 조산화아연 판매량 추이



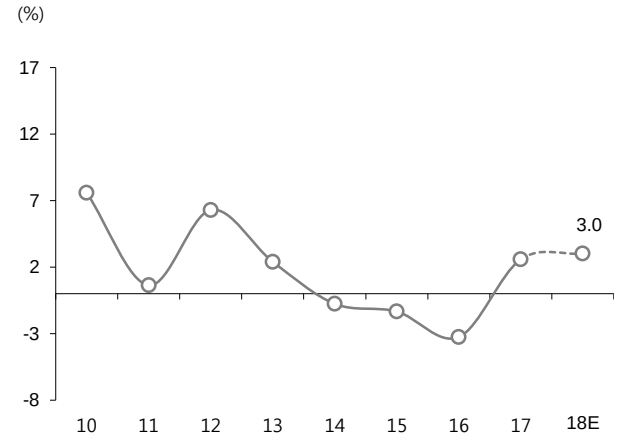
자료: 하이투자증권 리서치

그림3. 최근 달러 강세에도 아연 가격은 오히려 상승하고 있고, 투기적 수요 이탈 역시 진정되고 있다. 타이트한 수급 상황 때문이다.



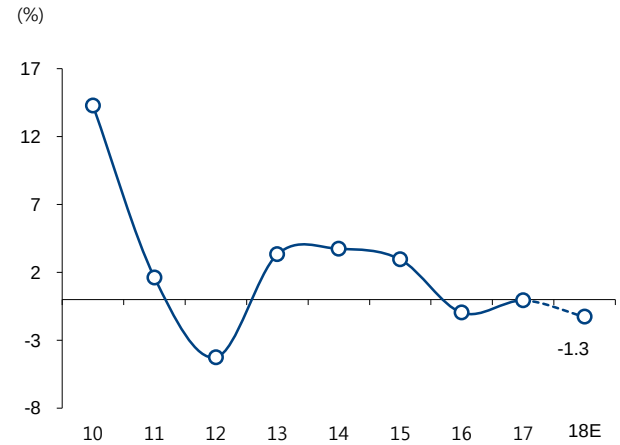
자료: 하이투자증권 리서치

그림4. 글로벌 아연 정광 생산량 y-y



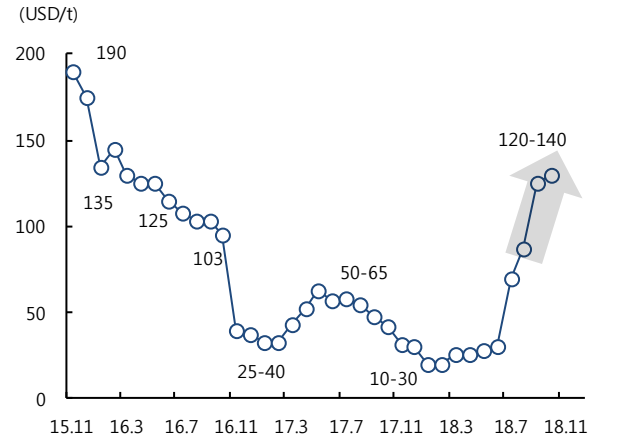
자료: 하이투자증권 리서치

그림5. 글로벌 정련 아연 생산량 y-y



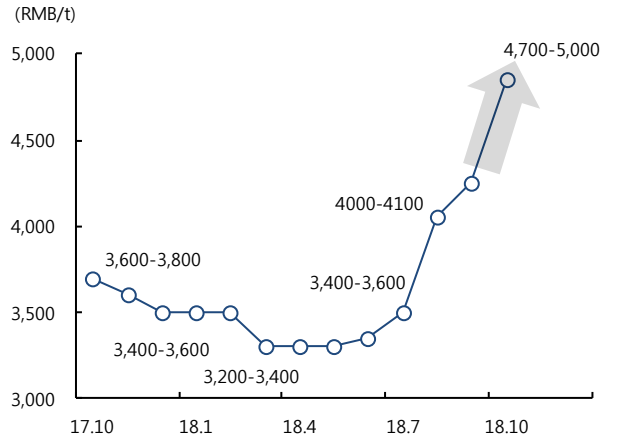
자료: 하이투자증권 리서치

그림6. 중국 수입산 아연 정광 Spot TC 추이



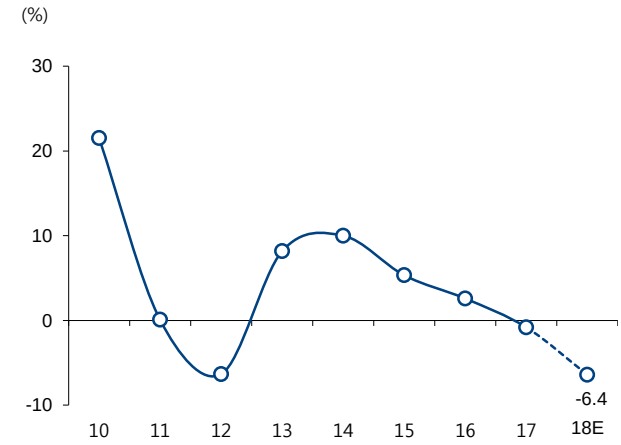
자료: 하이투자증권 리서치

그림7. 중국 내수 아연 정광 Spot TC 추이



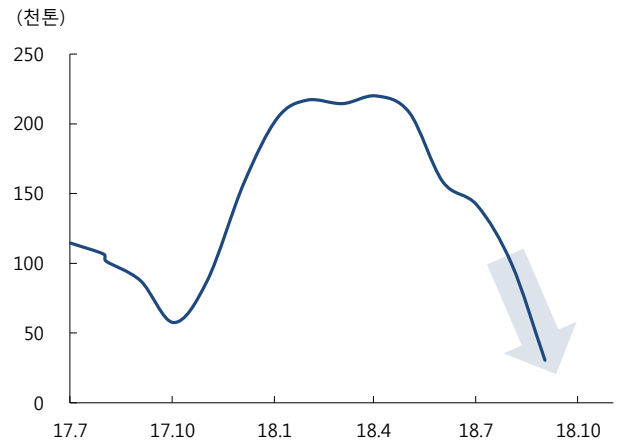
자료: 하이투자증권 리서치

그림8. 중국 정련 아연 생산량 y-y



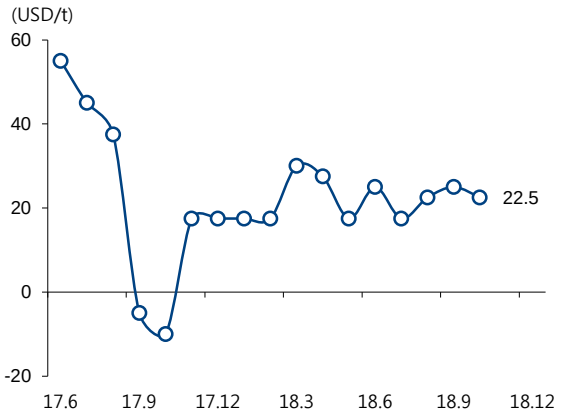
자료: 하이투자증권 리서치

그림9. 상해 보세 창고 재고 추이



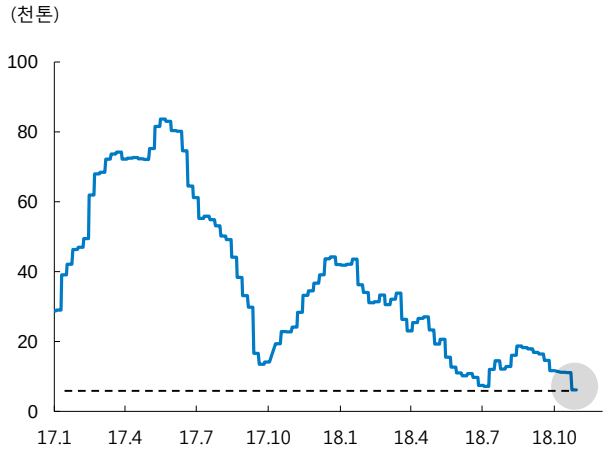
자료: 하이투자증권 리서치

그림 10. 연 Spot TC 추이



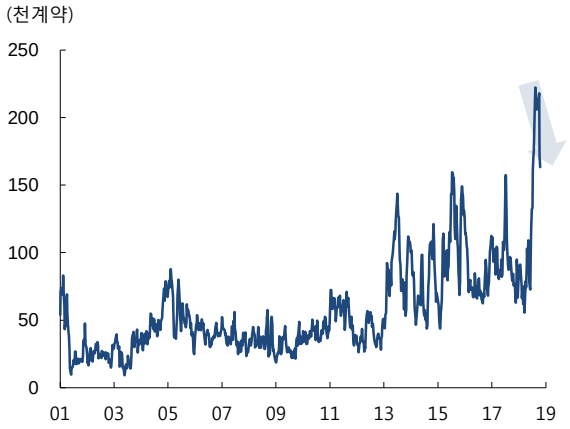
자료: 하이투자증권 리서치

그림 11. SHFE 연 재고 추이



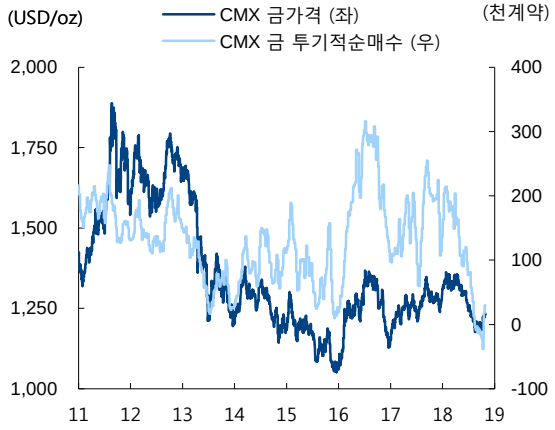
자료: 하이투자증권 리서치

그림 12. CMX 금 투기적 Short Position 추이



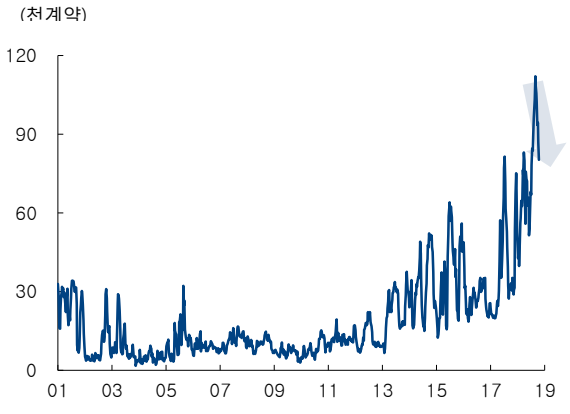
자료: 하이투자증권 리서치

그림 13. CMX 금 가격 및 투기적 Net Long Position



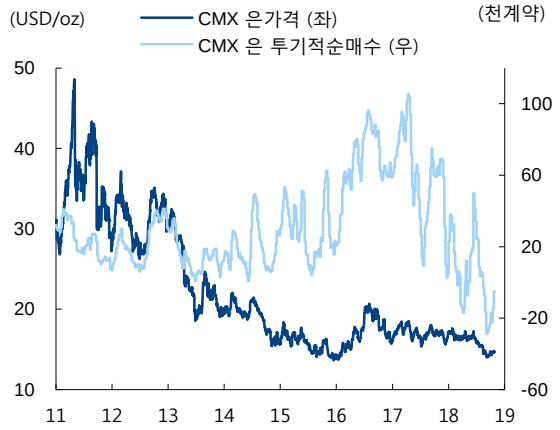
자료: 하이투자증권 리서치

그림 14. CMX 은 투기적 Short Position 추이



자료: 하이투자증권 리서치

그림 15. CMX 은 가격 및 투기적 Net Long Positon



자료: 하이투자증권 리서치

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,670	4,197	4,682	5,210
현금 및 현금성자산	597	986	1,496	1,930
단기금융자산	1,334	1,401	1,471	1,545
매출채권	381	391	371	375
재고자산	1,355	1,417	1,341	1,357
비유동자산	3,368	3,149	3,060	2,966
유형자산	2,703	2,617	2,524	2,427
무형자산	80	80	80	80
자산총계	7,038	7,347	7,742	8,176
유동부채	607	556	537	538
매입채무	343	340	322	326
단기차입금	17	17	17	17
유동성장기부채	5	5	5	2
비유동부채	326	321	316	314
사채	-	-	-	-
장기차입금	12	7	2	0
부채총계	932	876	853	852
지배주주지분	5,960	6,320	6,736	7,169
자본금	94	94	94	94
자본잉여금	56	56	56	56
이익잉여금	5,782	6,174	6,623	7,088
기타자본항목	28	-4	-37	-69
비지배주주지분	145	150	152	155
자본총계	6,106	6,470	6,888	7,324

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	6,597	6,800	6,438	6,516
증가율(%)	12.8	3.1	-5.3	1.2
매출원가	5,528	5,871	5,475	5,541
매출총이익	1,069	930	963	975
판매비와관리비	174	132	126	123
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	895	798	837	851
증가율(%)	17.0	-10.8	4.8	1.8
영업이익률(%)	13.6	11.7	13.0	13.1
이자수익	38	47	58	68
이자비용	1	1	1	0
지분법이익(손실)	1	0	0	0
기타영업외손익	3	-2	-3	-3
세전계속사업이익	926	822	897	922
법인세비용	292	248	269	276
세전계속이익률(%)	14.0	12.1	13.9	14.1
당기순이익	634	574	628	645
순이익률(%)	9.6	8.4	9.7	9.9
지배주주귀속 순이익	629	569	625	642
기타포괄이익	-33	-33	-33	-33
총포괄이익	602	541	595	613
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	797	636	897	825
당기순이익	634	574	628	645
유형자산감가상각비	228	256	263	267
무형자산상각비	0	0	0	0
지분법관련손실(이익)	1	0	0	0
투자활동 현금흐름	-324	-86	-217	-220
유형자산의 처분(취득)	-496	-170	-170	-170
무형자산의 처분(취득)	-3	-	-	-
금융상품의 증감	469	124	-4	-4
재무활동 현금흐름	-173	-189	-189	-189
단기금융부채의증감	-14	0	-	-3
장기금융부채의증감	-	-5	-5	-2
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-3	-3	-3	-3
현금및현금성자산의증감	288	389	510	434
기초현금및현금성자산	309	597	986	1,496
기말현금및현금성자산	597	986	1,496	1,930

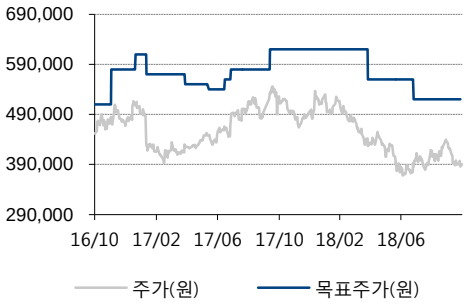
주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	33,336	30,173	33,122	34,044
BPS	315,862	334,945	356,976	379,930
CFPS	45,406	43,738	47,042	48,200
DPS	10,000	10,000	10,000	10,000
Valuation(배)				
PER	14.8	12.9	11.8	11.5
PBR	1.6	1.2	1.1	1.0
PCR	10.9	8.9	8.3	8.1
EV/EBITDA	6.6	4.8	4.0	3.5
Key Financial Ratio(%)				
ROE	11.0	9.3	9.6	9.2
EBITDA 이익률	17.0	15.5	17.1	17.2
부채비율	15.3	13.5	12.4	11.6
순부채비율	-31.1	-36.4	-42.7	-47.2
매출채권회전율(x)	17.5	17.6	16.9	17.5
재고자산회전율(x)	5.2	4.9	4.7	4.8

자료: 고려아연, 하이투자증권 리서치

고려아연

최근 2 년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2016-11-30	Buy	580,000	6 개월	-16.0%	-11.0%
2017-01-17	Buy	610,000	6 개월	-18.9%	-15.6%
2017-02-08	Buy	570,000	6 개월	-26.9%	-23.8%
2017-04-26	Buy	550,000	6 개월	-21.2%	-17.6%
2017-06-12	Buy	540,000	6 개월	-17.1%	-13.7%
2017-07-14	Buy	560,000	1 년	-18.7%	-16.5%
2017-07-26	Buy	580,000	1 년	-13.7%	-8.6%
2017-10-12	Buy	620,000	1 년	-20.1%	-11.9%
2018-04-25	Buy	560,000	1 년	-27.3%	-18.8%
2018-07-25	Buy	520,000	1 년	-22.4%	-15.5%
2018-10-31	Buy	500,000	1 년		

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 3 자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.

▶ 회사는 6 개월간 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 돕기 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 3 등급) 종목투자의견은 향후 12 개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매 수): 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 2018-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.1%	9.9%	-