



하나금융그룹

2018년 10월 31일 | Equity Research

고려아연 (010130)

다소 아쉬웠던 3Q18 실적, '19년 BM T/C 상승 기대감!

3Q18 금속가격 하락으로 시장컨센서스 소폭 하회

2018년 3분기 고려아연의 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 1,77조원(YoY +9.7%, QoQ -0.8%)과 1,951억원(YoY +4.2%, QoQ -10.5%)을 기록했다.

- 1) 예상과는 달리 높은 수준의 아연 판매량(18.3만톤: YoY +18.6%, QoQ +6.5%) 및 연 판매량 증가(QoQ +16.6%)와
- 2) 원/달러 환율 상승(QoQ +3.8%)에도 불구하고, 3) 전분기 대비 LME 금속가격 하락(아연 -18.5%, 연 -11.6%, 금 -7.3%, 은 -9.1%)의 영향으로 영업이익이 시장컨센서스 2,086억원을 소폭 하회했다. 아연가격 하락으로 호주 SMC 영업이익률 또한 하락(2Q18 8.3% → 3Q18 7.4%)했다.

4분기 판매량 소폭 감소 but 금속가격 상승 기대

3분기 누적 고려아연의 아연판매량은 50.5만톤으로 전년동기대비 10.7% 증가했다. 이는 올해 생산된 제품 이외에 지난해 말 재고의 추가 판매에 따른 것으로 올해 연간 아연 판매량은 연초 회사 가이던스인 65만톤을 상회한 67만톤을 기록할 전망이다. 4분기 아연판매량은 전분기 대비 감소하겠지만 전년동기대비 14.0% 증가(16.1만톤)할 것으로 예상된다.

9월 중순 2,285불/톤까지 하락했던 아연가격이 10월말 현재 2,695불/톤으로 상승했다. 아연 정광 공급의 증가는 아연가격의 하락 요인으로 중국 정부의 환경규제에 따른 제련소 가동률 하락으로 정련아연 수급은 단기간에 크게 완화되기는 어려울 전망으로 4분기 아연가격 강세가 예상된다. 또한 최근 글로벌 금융시장 우려로 안전자산에 대한 선호도가 확대되며 금가격의 추가 상승도 기대된다. 이를 감안하면 4분기 고려아연의 연결 영업이익은 1,964억원(YoY -11.8%, QoQ +0.6%)을 기록할 전망이다.

투자의견 'BUY' 및 목표주가 530,000원 유지

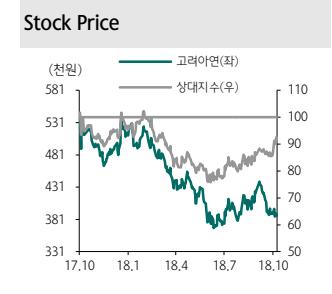
고려아연에 대해 투자의견 BUY 및 목표주가 530,000원을 유지한다. 현재 주가는 PBR 1.0배로 밴드 최하단 수준이다. 글로벌 신규 광산들의 가동에 따른 아연 정광 공급 증가로 최근 중국 아연 Spot T/C가 큰 폭으로 상승한 가운데 2019년 벤치마크 T/C 상승에 따른 이익개선 기대감이 여전히 유효하다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 530,000원 | CP(10월 30일): 386,500원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,014.69		
52주 최고/최저(원)	537,000/367,500		
시가총액(십억원)	7,293.3		
시가총액비중(%)	0.61		
발행주식수(천주)	18,870.0		
60일 평균 거래량(천주)	37.8		
60일 평균 거래대금(십억원)	15.4		
18년 배당금(예상,원)	10,000		
18년 배당수익률(예상,%)	2.59		
외국인지분율(%)	22.35		
주요주주 지분율(%)			
최창걸 외 40 인	42.47		
국민연금	8.05		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(11.4) (10.8) (26.5)		
상대	3.1 11.3 (8.8)		



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	5,847.5	6,596.7	6,859.7	6,595.3	6,996.0
영업이익	십억원	764.7	894.8	809.7	901.8	1,011.4
세전이익	십억원	801.7	925.7	833.4	937.3	1,069.7
순이익	십억원	592.4	629.0	600.1	667.2	752.9
EPS	원	31,395	33,336	31,803	35,358	39,897
증감률	%	16.3	6.2	(4.6)	11.2	12.8
PER	배	15.13	14.79	12.15	10.93	9.69
PBR	배	1.61	1.55	1.13	1.05	0.97
EV/EBITDA	배	7.97	6.73	5.10	4.45	3.91
ROE	%	11.18	10.96	9.72	10.07	10.51
BPS	원	295,176	318,698	341,134	367,126	397,657
DPS	원	8,500	10,000	10,000	10,000	10,000



Analyst 박성봉

02-3771-7774

sbspark@hanafn.com

RA 유승훈
02-3771-8094
shyou@hanafn.com

하나금융투자

3Q18 금속가격 하락으로 시장컨센서스 소폭 하회

3Q18 영업이익 1,951억원
(YoY +4.2%, QoQ -10.5%) 기록

2018년 3분기 고려아연의 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 1.77조원(YoY +9.7%, QoQ -0.8%)과 1,951억원(YoY +4.2%, QoQ -10.5%)을 기록했다.

1) 예상과는 달리 높은 수준의 아연 판매량(18.3만톤: YoY +18.6%, QoQ +6.5%) 및 연 판매량 증가(QoQ +16.6%)와 2) 원/달러 환율 상승(QoQ +3.8%)에도 불구하고, 3) 전분기 대비 LME 금속가격 하락(아연 -18.5%, 연 -11.6%, 금 -7.3%, 은 -9.1%의 영향으로 영업이익이 시장컨센서스 2,086억원을 소폭 하회했다. 아연가격 하락으로 호주 SMC 영업이익률 또한 하락(2Q18 8.3% → 3Q18 7.4%)했다.

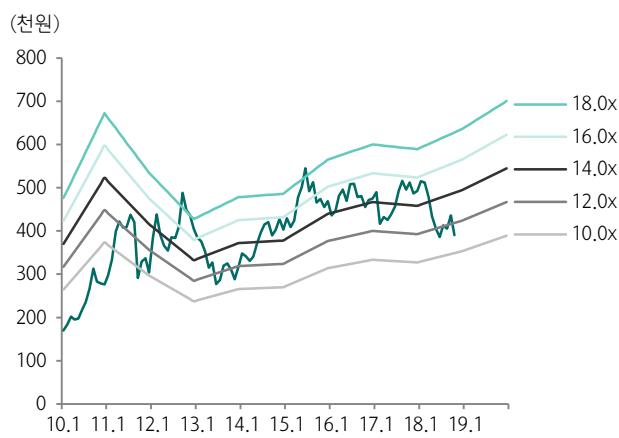
표 1. 고려아연 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, 천톤, kg, 톤, 달러/톤, 달러/온스, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18F	2017	2018F	2019F
제품별 매출(본사기준)											
매출(십억원)	1,338.5	1,388.0	1,341.9	1,383.9	1,318.3	1,482.9	1,428.7	1,301.4	5,452.4	5,500.8	5,424.3
아연(십억원)	469.3	528.2	526.7	537.6	586.7	619.8	599.8	528.8	2,061.8	2,335.0	2,317.8
연(십억원)	281.4	301.6	279.3	327.3	258.2	279.4	317.2	286.6	1,189.7	1,141.5	939.0
금(십억원)	130.4	125.3	123.3	117.7	95.6	127.2	96.8	109.2	496.6	428.9	444.7
은(십억원)	352.2	324.6	294.9	285.0	255.6	313.0	292.6	265.8	1,256.7	1,127.0	1,141.6
제품별 판매량(본사기준)											
판매량(천톤)	241.7	281.4	260.5	259.0	242.7	278.1	305.0	278.0	1,042.6	1,103.9	1,105.0
아연(천톤)	137.6	164.6	154.3	141.4	150.7	171.8	183.0	161.3	597.9	666.6	666.6
연(천톤)	98.7	110.3	100.3	111.9	86.9	99.0	115.5	111.3	421.2	412.7	412.7
금(kg)	2,900.0	2,739.0	2,641.0	2,591.0	2,082.0	2,798.0	2,211.0	2,488.4	10,871.0	9,579.4	9,579.4
은(톤)	558.7	508.2	484.5	471.0	443.5	542.1	514.6	497.0	2,022.4	1,997.2	1,997.2
주요 제품 가격											
아연(달러/톤)	2,772.0	2,601.0	2,958.0	3,236.0	3,422.5	3,112.0	2,535.8	2,728.0	2,858.0	2,949.6	2,949.6
연(달러/톤)	2,268.0	2,167.0	2,330.0	2,492.0	2,522.5	2,380.9	2,103.6	2,046.3	2,296.3	2,263.3	2,263.3
금(달러/온스)	1,218.0	1,259.0	1,279.0	1,277.0	1,330.0	1,307.0	1,212.0	1,234.3	1,255.3	1,270.8	1,309.0
은(달러/온스)	17.4	17.3	16.9	16.7	16.8	16.5	15.0	14.9	17.2	15.8	16.3
연결기준											
매출액(십억원)	1,573.8	1,671.7	1,616.9	1,734.2	1,683.4	1,787.6	1,773.5	1,615.2	6,596.7	6,859.7	6,595.3
영업이익(십억원)	236.3	248.3	187.3	222.8	200.1	218.1	195.1	196.4	894.8	809.7	901.8
세전이익(십억원)	229.9	274.2	200.2	221.5	210.4	219.7	202.1	201.1	925.7	833.4	937.3
당기순이익(십억원)	167.0	168.4	149.1	144.5	145.6	151.4	139.8	163.3	629.0	600.1	667.2
영업이익률	15.0	14.9	11.6	12.8	11.9	12.2	11.0	12.2	13.6	11.8	13.7
세전이익률	14.6	16.4	12.4	12.8	12.5	12.3	11.4	12.5	14.0	12.1	14.2
순이익률	10.6	10.1	9.2	8.3	8.6	8.5	7.9	10.1	9.5	8.7	10.1

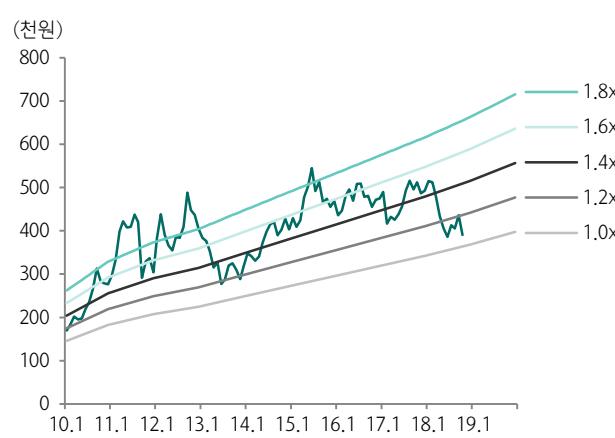
자료: 하나금융투자

그림 1. 고려아연 PER밴드



주: IFRS 연결 기준
자료: 하나금융투자

그림 2. 고려아연 PBR밴드



주: IFRS 연결 기준
자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	5,847.5	6,596.7	6,859.7	6,595.3	6,996.0
매출원가	4,904.8	5,527.9	5,869.1	5,519.5	5,800.1
매출총이익	942.7	1,068.8	990.6	1,075.8	1,195.9
판관비	178.0	174.0	180.9	174.0	184.5
영업이익	764.7	894.8	809.7	901.8	1,011.4
금융순익	45.6	27.2	24.4	36.2	56.1
종속/관계기업손익	(1.7)	0.5	0.5	0.8	0.5
기타영업외손익	(7.0)	3.3	(1.2)	(1.4)	1.7
세전이익	801.7	925.7	833.4	937.3	1,069.7
법인세	207.1	291.7	228.5	264.8	310.9
계속사업이익	594.6	634.0	604.9	672.5	758.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	594.6	634.0	604.9	672.5	758.8
비자매주주지분					
순이익	2.2	5.0	4.8	5.3	6.0
지배주주순이익	592.4	629.0	600.1	667.2	752.9
지배주주지분포괄이익	589.6	595.2	598.5	665.5	750.9
NOPAT	567.1	612.8	587.7	647.0	717.5
EBITDA	983.2	1,122.5	1,063.4	1,207.5	1,364.2
성장성(%)					
매출액증가율	22.6	12.8	4.0	(3.9)	6.1
NOPAT증가율	12.3	8.1	(4.1)	10.1	10.9
EBITDA증가율	16.2	14.2	(5.3)	13.6	13.0
영업이익증가율	13.8	17.0	(9.5)	11.4	12.2
(지배주주)순이익증가율	16.3	6.2	(4.6)	11.2	12.8
EPS증가율	16.3	6.2	(4.6)	11.2	12.8
수익성(%)					
매출총이익률	16.1	16.2	14.4	16.3	17.1
EBITDA이익률	16.8	17.0	15.5	18.3	19.5
영업이익률	13.1	13.6	11.8	13.7	14.5
계속사업이익률	10.2	9.6	8.8	10.2	10.8

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	31,395	33,336	31,803	35,358	39,897
BPS	295,176	318,698	341,134	367,126	397,657
CFPS	53,929	60,594	55,857	63,851	72,197
EBITDAPS	52,105	59,487	56,354	63,992	72,296
SPS	309,884	349,585	363,525	349,511	370,748
DPS	8,500	10,000	10,000	10,000	10,000
주가지표(배)					
PER	15.1	14.8	12.2	10.9	9.7
PBR	1.6	1.5	1.1	1.1	1.0
PCFR	8.8	8.1	6.9	6.1	5.4
EV/EBITDA	8.0	6.7	5.1	4.4	3.9
PSR	1.5	1.4	1.1	1.1	1.0
재무비율(%)					
ROE	11.2	11.0	9.7	10.1	10.5
ROA	9.6	9.3	8.3	8.6	9.1
ROIC	15.4	15.6	13.8	14.0	14.1
부채비율	14.5	15.3	14.7	13.2	12.8
순부채비율	(22.5)	(31.1)	(30.9)	(29.6)	(27.9)
이자보상배율(배)	812.6	1,122.6	1,365.0	1,651.5	1,851.9

자료: 하나금융투자

대차대조표

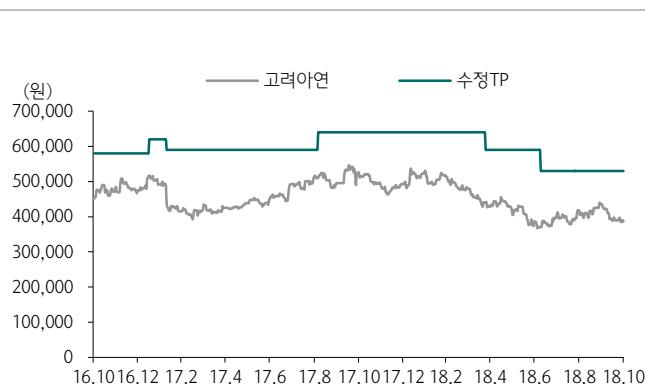
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	2,894.6	3,669.9	3,855.4	3,845.0	3,994.2
금융자산	1,322.5	1,931.2	2,047.4	2,106.7	2,150.2
현금성자산	309.3	596.9	659.9	772.7	735.2
매출채권 등	358.3	364.0	378.5	363.9	386.0
재고자산	1,204.0	1,355.3	1,409.3	1,355.0	1,437.3
기타유동자산	9.8	19.4	20.2	19.4	20.7
비유동자산	3,588.1	3,368.3	3,635.4	4,108.7	4,587.6
투자자산	991.5	522.9	543.7	522.7	554.5
금융자산	975.7	503.1	523.2	503.0	533.6
유형자산	2,484.3	2,702.5	2,948.8	3,443.1	3,890.3
무형자산	73.7	79.7	79.7	79.7	79.6
기타비유동자산	38.6	63.2	63.2	63.2	63.2
자산총계	6,482.6	7,038.1	7,490.9	7,953.7	8,581.8
유동부채	536.8	606.5	620.2	601.4	629.8
금융부채	33.8	22.5	17.5	17.5	17.5
매입채무 등	368.1	439.1	456.6	439.0	465.7
기타유동부채	134.9	144.9	146.1	144.9	146.6
비유동부채	283.2	326.0	338.5	325.9	345.0
금융부채	17.3	11.8	11.8	11.8	11.8
기타비유동부채	265.9	314.2	326.7	314.1	333.2
부채총계	819.9	932.5	958.6	927.3	974.8
지배주주지분	5,516.4	5,960.4	6,383.7	6,874.1	7,450.3
자본금	94.4	94.4	94.4	94.4	94.4
자본잉여금	57.2	56.1	56.1	56.1	56.1
자본조정	(53.5)	(53.5)	(53.5)	(53.5)	(53.5)
기타포괄이익누계액	118.2	81.7	81.7	81.7	81.7
이익잉여금	5,300.3	5,781.8	6,205.1	6,695.6	7,271.7
비자매주주지분	146.3	145.3	148.5	152.3	156.7
자본총계	5,662.7	6,105.7	6,532.2	7,026.4	7,607.0
순금융부채	(1,271.3)	(1,896.8)	(2,018.1)	(2,077.4)	(2,120.9)

현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	680.7	796.8	835.5	1,028.6	1,044.8
당기순이익	594.6	634.0	604.9	672.5	758.8
조정	269.9	286.8	268.7	317.8	344.1
감가상각비	218.5	227.8	253.7	305.8	352.9
외환거래손익	(13.1)	25.1	20.5	20.5	0.5
지분법손익	1.7	(0.5)	(0.5)	(0.8)	(0.5)
기타	62.8	34.4	(5.0)	(7.7)	(8.8)
영업활동 자산부채 변동	(183.8)	(124.0)	(38.1)	38.3	(58.1)
투자활동 현금흐름	(459.0)	(323.7)	(590.7)	(739.1)	(905.6)
투자자산감소(증가)	(164.8)	469.5	(21.9)	20.2	(32.8)
유형자산감소(증가)	(181.8)	(495.8)	(500.0)	(800.0)	(800.0)
기타	(112.4)	(297.4)	(68.8)	40.7	(72.8)
재무활동 현금흐름	(156.5)	(172.5)	(181.8)	(176.8)	(176.7)
금융부채증가(감소)	(1.9)	(16.8)	(5.0)	(0.0)	0.0
자본증가(감소)	(0.1)	(1.1)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(2.7)	(2.8)	(0.1)	(0.1)	0.0
배당지급	(151.8)	(151.8)	(176.7)	(176.7)	(176.7)
현금의 증감	69.8	287.6	63.0	112.7	(37.5)
Unlevered CFO	1,017.6	1,143.4	1,054.0	1,204.9	1,362.4
Free Cash Flow	496.2	299.8	335.5	228.6	244.8

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

고려아연



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
18.7.9	BUY	530,000		
18.4.24	BUY	590,000	-29.64%	-22.88%
17.9.5	BUY	640,000	-22.19%	-14.69%
17.2.8	BUY	590,000	-24.96%	-12.54%
17.1.15	BUY	620,000	-19.17%	-16.94%
16.10.26	BUY	580,000	-17.31%	-11.03%
16.9.25	BUY	630,000	-25.80%	-22.46%
16.7.4	Neutral	490,000	4.36%	14.08%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 연주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.3%	5.8%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2018년 10월 31일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 10월 31일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 2018년 10월 31일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.