

# 고려아연 (010130)

## 금속



이현수

02 3770 5718  
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>500,000원 (M)</b>
현재주가 (10/30)	<b>386,500원</b>
상승여력	<b>29%</b>

시가총액	72,933억원
총발행주식수	18,870,000주
60일 평균 거래대금	154억원
60일 평균 거래량	37,825주
52주 고	537,000원
52주 저	367,500원
외인지분율	22.37%
주요주주	최창걸 외 40 인 42.47%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(11.4)	(4.4)	(26.5)
상대	3.1	8.8	(8.8)
절대(달러환산)	(13.8)	(6.2)	(27.6)

## 3Q18 Review: 개선되고 있는 영업환경

### 3Q18 잠정실적: 별도 영업이익 1,642억원, 연결 영업이익 1,951억원

연결 영업이익, 당사 추정(2,137억원) 및 Consensus(2,066억원) 하회

별도 영업이익 1,642억원을 기록하여 당사 추정(1,821억원)을 하회했다. 금을 제외한 주요 금속들의 판매량은 당사 추정을 넘어섰다. 아연 판매량은 18.3만톤으로 추정치 대비 +12.6%, 연 판매량은 11.5만톤으로 추정치 대비 +7.3%, 은 판매량은 515톤으로 추정치 대비 +1.8%를 기록했다. 금속별 판매단가는 모든 금속에서 당사 추정과 1% 수준의 차이를 보였다. 그럼에도 불구하고 당사 추정 대비 낮은 영업이익을 기록한 이유는 금속가격 하락에 따른 제품 단위당 Free Metal 규모가 추정 대비 더 낮았기 때문으로 판단된다. 6~8월 LME 아연 평균가격은 2,752달러/톤으로 QoQ -13.2%, 같은 기간 LME 연 평균가격은 2,232달러/톤으로 QoQ -5.7%를 기록했다. 전분기대비 판매량 확대 및 원화 약세(2Q 1,080원/달러 → 3Q 1,121원/달러)가 실적에 긍정적 요인으로 작용했으나, 금속가격 하락에 따른 Free Metal 축소분을 감당하지는 못한 것으로 추정된다.

### 4Q18, 주요 금속 전분기대비 판매량 감소 전망

주요 금속 연간 판매량은 가이드نس 상회, 4Q 판매량은 전분기대비 감소 예상

지난 2월 동사는 주요 금속의 2018년 판매량 가이드نس를 다음과 같이 발표한 바 있다. 아연 65만톤, 연 41만톤, 은 1,900톤이다. 금속별 1Q~3Q 누적 판매량은 연간 가이드نس 대비 아연 78%, 연 74%, 은 79%이다. 이를 토대로 추정할 시 아연 및 은 판매량은 연간 가이드نس를 상회할 가능성이 있으며 연 판매량은 가이드نس에 근접할 것으로 예상된다. 또한 4Q의 경우 아연과 은은 전분기대비 감소, 연은 전분기 수준에 달할 것으로 추정된다. 9월 중순 이후 아연 및 귀금속 가격이 반등에 나서고 있다. 하지만 판매량 감소에 따라 별도 영업이익은 1,460억원을 기록할 것으로 판단된다. 10~12월 원/달러 평균환율은 1,130원/달러를 가정하고 있으며 이보다 원화약세가 더 큰 수준으로 진행된다면 당사 추정 대비 영업이익 규모가 확대될 가능성도 있다.

### 투자의견 BUY, 목표주가 500,000원 유지

3Q의 영업환경은 환율을 제외한다면 최악의 상황이었다. 아연과 연은 낮은 BM TC 속에서 금속가격 하락에 따라 Free Metal 역시 축소됐다. 하지만 4Q 이후 주요 변수들이 긍정적 방향을 나타내고 있다. 비철금속 및 귀금속 가격 상승과 함께 중국 아연정광 Spot TC가 동반 오름세를 나타내고 있다. 향후 부정적인 요인보다는 긍정적인 요인이 더 많을 수 있다는 판단이다.

#### Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	3Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	17,735	9.7	-0.8	16,381	8.3
영업이익	1,951	4.2	-10.5	2,066	-5.5
세전계속사업이익	2,023	1.0	-7.9	2,175	-7.0
지배순이익	1,404	-5.8	-7.3	1,551	-9.5
영업이익률 (%)	11.0	-0.6 %pt	-1.2 %pt	12.6	-1.6 %pt
지배순이익률 (%)	7.9	-1.3 %pt	-0.6 %pt	9.5	-1.6 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	58,475	65,967	68,323	68,405
영업이익	7,647	8,948	7,847	8,100
지배순이익	5,924	6,290	5,715	6,317
PER	15.4	14.0	12.8	11.5
PBR	1.5	1.4	1.1	1.0
EV/EBITDA	8.1	6.3	5.0	4.7
ROE	11.2	11.0	9.3	9.7

자료: 유안타증권

[표-1] 고려아연 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

		2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	QoQ	YoY	4Q18E
원/달러	3개월전	1,143	1,095	1,130	1,158	1,153	1,130	1,132	1,106	1,073	1,080	0.7%	-4.4%	1,121
	당월	1,130	1,101	1,130	1,153	1,130	1,132	1,106	1,073	1,080	1,121	3.8%	-1.0%	1,130
금속가격(전월) (달러/톤)	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
	연	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%
금속가격(당월) (달러/톤)	아연	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
	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 - 달러/온스	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%
금속가격(분기말) (달러/톤)	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
	연	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	14.7	-8.8%	-11.7%	15.0
매출액 (십억원)		5,452	5,494	5,521	1,339	1,388	1,342	1,384	1,318	1,483	1,429	-3.7%	6.5%	1,264
	아연	2,062	2,291	2,344	469	528	527	538	587	620	600	-3.2%	13.9%	485
	연	1,190	1,137	1,127	281	302	279	327	258	279	317	13.5%	13.6%	282
	은	1,257	1,122	1,096	352	325	295	285	256	313	293	-6.5%	-0.8%	261
	기타	944	944	953	236	234	241	234	218	271	219	-19.1%	-9.0%	236
판매량 (천톤)	아연	598	660	653	138	165	154	141	151	172	183	6.5%	18.6%	155
	연	422	411	416	99	110	101	112	87	99	115	16.6%	14.6%	110
	*은 (톤)	은	2,022	1,998	1,980	559	508	485	471	444	515	-5.0%	6.3%	497
판매단가 (천원/톤)	아연	3,448	3,471	3,588	3,411	3,208	3,414	3,802	3,894	3,608	3,278	-9.2%	-4.0%	3,133
	연	2,822	2,766	2,711	2,852	2,734	2,773	2,925	2,970	2,823	2,748	-2.7%	-0.9%	2,573
	*은 (천원/온스)	은	19.3	17.5	17.2	19.6	19.9	18.9	18.8	17.9	17.7	-1.6%	-6.7%	16.3
영업이익 <i>이익률</i>		761	654	687	208	218	164	171	160	184	164	-10.7%	-0.2%	146
		14.0%	11.9%	12.4%	15.5%	15.7%	12.3%	12.4%	12.1%	12.4%	11.5%	-0.9%p	-0.8%p	11.5%

자료: 유안타증권

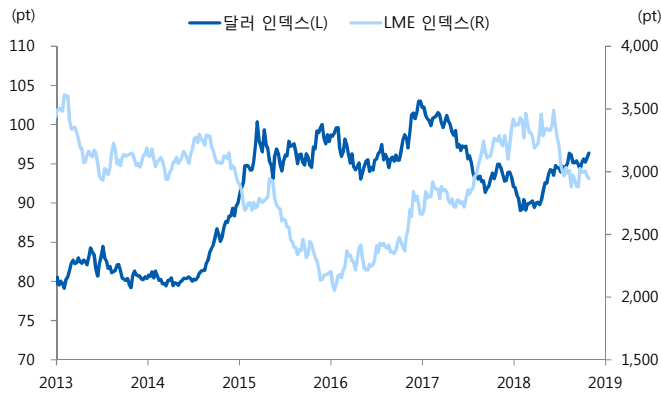
[표-2] 고려아연 연결기준

(단위: 십억원)

		2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	QoQ	YoY	4Q18E
매출액		6,597	6,832	6,841	1,574	1,672	1,617	1,734	1,683	1,788	1,773	-0.8%	9.7%	1,588
영업이익 <i>이익률</i>		895	785	810	236	248	187	223	200	218	195	-10.5%	4.2%	171
		13.6%	11.5%	11.8%	15.0%	14.9%	11.6%	12.8%	11.9%	12.2%	11.0%	-1.2%p	-0.6%p	10.8%
세전이익 <i>이익률</i>		926	823	897	230	274	200	221	210	220	202	-7.9%	1.0%	191
		14.0%	12.0%	13.1%	14.6%	16.4%	12.4%	12.8%	12.5%	12.3%	11.4%	-0.9%p	-1.0%p	12.0%
순이익 <i>이익률</i>		634	576	637	169	170	149	146	147	153	141	-7.8%	-5.2%	135
		9.6%	8.4%	9.3%	10.8%	10.2%	9.2%	8.4%	8.8%	8.5%	7.9%	-0.6%p	-1.2%p	8.5%
지배순이익 <i>이익률</i>		629	572	632	167	168	149	145	146	151	140	-7.3%	-5.8%	134
		9.5%	8.4%	9.2%	10.6%	10.1%	9.2%	8.3%	8.6%	8.5%	7.9%	-0.6%p	-1.3%p	8.4%

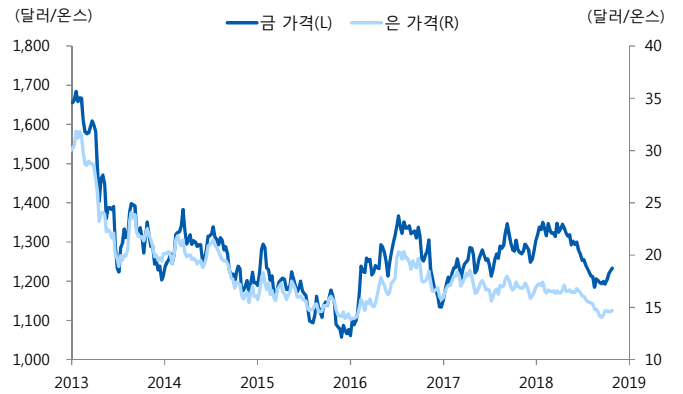
자료: 유안타증권

[그림-1] 달러 인덱스와 LME 인덱스



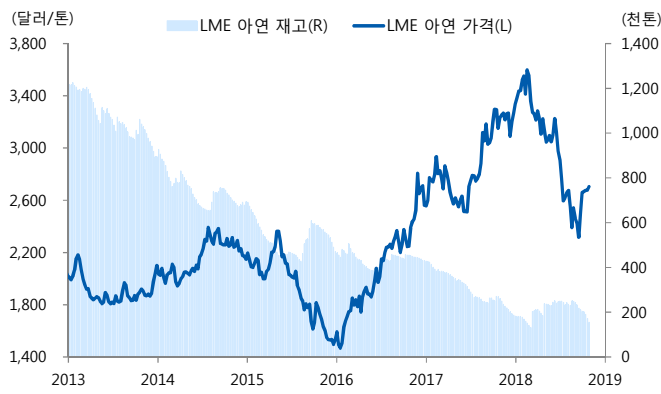
자료: 유안타증권, Bloomberg

[그림-2] 귀금속 가격



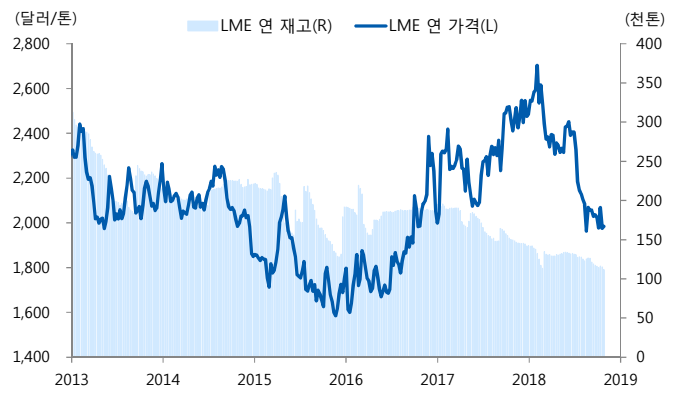
자료: 유안타증권, Bloomberg

[그림-3] LME 아연 Spot 가격 및 재고량



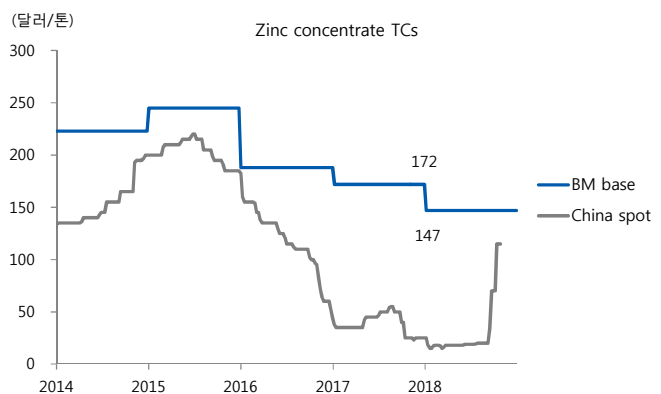
자료: 유안타증권, Bloomberg

[그림-4] LME 연 Spot 가격 및 재고량



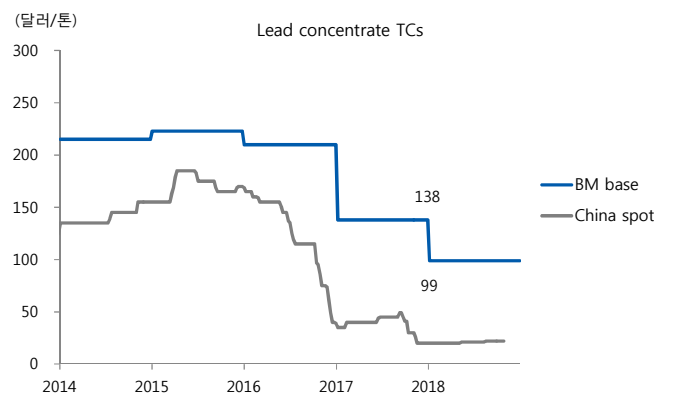
자료: 유안타증권, Bloomberg

[그림-5] 아연정광 제련수수료



자료: 유안타증권, Bloomberg, 주: Spot TC 는 주간 평균값

[그림-6] 연정광 제련수수료



자료: 유안타증권, Bloomberg, 주: Spot TC 는 주간 평균값

고려아연 (010130) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
(단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	58,475	65,967	68,323	68,405	70,707
매출원가	49,048	55,279	59,047	58,836	60,596
매출충이익	9,427	10,687	9,276	9,569	10,111
판매비	1,780	1,740	1,429	1,469	1,519
영업이익	7,647	8,948	7,847	8,100	8,592
EBITDA	9,832	11,225	10,394	10,688	11,237
영업외손익	370	310	384	867	1,203
외환관련손익	143	-257	26	0	0
이자손익	244	369	606	841	1,177
관계기업관련손익	-17	5	5	0	0
기타	0	193	-252	26	26
법인세비용차감전순이익	8,017	9,257	8,231	8,967	9,795
법인세비용	2,071	2,917	2,467	2,600	2,841
계속사업순이익	5,946	6,340	5,764	6,367	6,954
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	5,946	6,340	5,764	6,367	6,954
지배지분순이익	5,924	6,290	5,715	6,317	6,901
포괄순이익	5,883	6,015	5,433	6,668	7,256
지배지분포괄이익	5,896	5,952	5,745	7,035	7,655

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	39,969	43,979	49,111
현금및현금성자산	3,093	5,969	7,528	9,989	14,516
매출채권 및 기타채권	3,583	3,640	3,654	3,951	4,064
재고자산	12,040	13,553	13,356	14,608	15,100
비유동자산	35,881	33,683	33,216	33,627	33,983
유형자산	24,843	27,025	27,933	28,345	28,701
관계기업 등 자본관련자산	159	198	235	235	235
기타투자자산	9,757	5,031	3,757	3,757	3,757
자산총계	64,826	70,381	73,185	77,607	83,094
유동부채	5,368	6,065	5,459	5,607	6,207
매입채무 및 기타채무	3,681	4,391	3,675	3,822	4,422
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	8,474	8,621	9,221
지배지분	55,165	59,603	63,272	67,469	72,249
자본금	944	944	944	944	944
자본잉여금	572	561	560	560	560
이익잉여금	53,003	57,818	61,902	66,098	70,878
비지배지분	1,463	1,453	1,439	1,517	1,624
자본총계	56,627	61,057	64,711	68,985	73,873
순차입금	-12,745	-18,974	-22,015	-24,476	-29,003
총차입금	480	338	377	377	377

현금흐름표					
(단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	6,807	7,968	8,037	7,824	9,865
당기순이익	5,946	6,340	5,764	6,367	6,954
감가상각비	2,185	2,277	2,547	2,588	2,644
외환손익	-131	251	-18	0	0
종속, 관계기업 관련손익	17	-5	-5	0	0
자산부채의 증감	-1,838	-1,240	-953	-1,814	-418
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	2,573	5,555	5,580
현금의 증감	698	2,876	1,559	2,461	4,527
기초 현금	2,395	3,093	5,969	7,528	9,989
기말 현금	3,093	5,969	7,528	9,989	14,516
NOPLAT	7,647	8,948	7,847	8,100	8,592
FCF	4,174	2,196	3,855	3,525	5,327

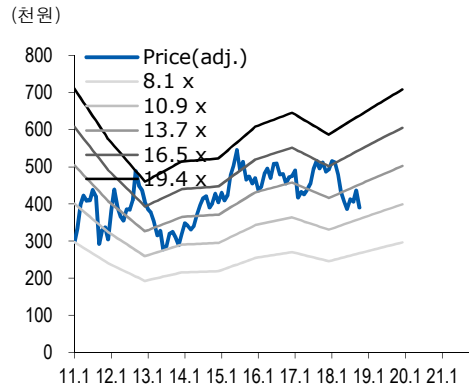
자료: 유안타증권

- 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

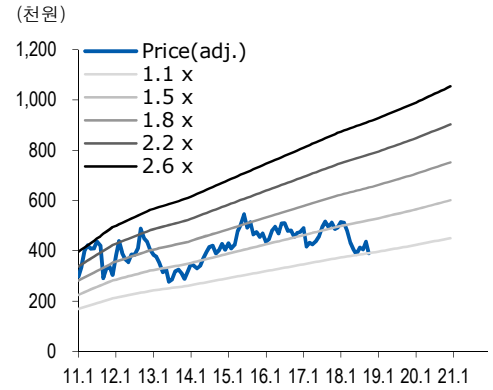
Valuation 지표					
(단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	31,395	33,336	30,288	33,478	36,570
BPS	312,118	337,232	357,992	381,735	408,780
EBITDAPS	52,105	59,487	55,083	56,642	59,550
SPS	309,884	349,585	362,071	362,507	374,708
DPS	8,500	10,000	12,000	12,000	12,000
PER	15.4	14.0	12.8	11.5	10.6
PBR	1.5	1.4	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	8.1	6.3	5.0	4.7	4.1
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	3.6	0.1	3.4
영업이익 증가율 (%)	13.8	17.0	-12.3	3.2	6.1
지배순이익 증가율 (%)	16.3	6.2	-9.1	10.5	9.2
매출총이익률 (%)	16.1	16.2	13.6	14.0	14.3
영업이익률 (%)	13.1	13.6	11.5	11.8	12.2
지배순이익률 (%)	10.1	9.5	8.4	9.2	9.8
EBITDA 마진 (%)	16.8	17.0	15.2	15.6	15.9
ROIC	16.0	16.2	13.7	13.7	14.2
ROA	9.6	9.3	8.0	8.4	8.6
ROE	11.2	11.0	9.3	9.7	9.9
부채비율 (%)	14.5	15.3	13.1	12.5	12.5
순차입금/자기자본 (%)	-23.1	-31.8	-34.8	-36.3	-40.1
영업이익/금융비용 (배)	812.6	1,122.6	701.6	938.2	995.3

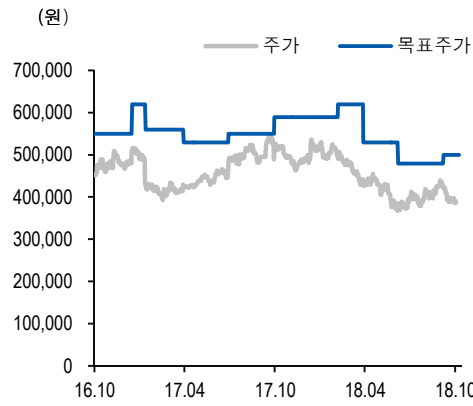
P/E band chart



P/B band chart



고려아연 (010130) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-10-31	BUY	500,000	1년		
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

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.7
Buy(매수)	83.3
Hold(중립)	14.4
Sell(비중축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-10-28

※ 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.