

고려아연 (010130)

금속

이현수



02 3770 5718
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	500,000원 (M)
현재주가 (1/14)	434,000원
상승여력	15%

시가총액	81,896억원
총발행주식수	18,870,000주
60일 평균 거래대금	156억원
60일 평균 거래량	36,656주
52주 고	530,000원
52주 저	367,500원
외인지분율	22.29%
주요주주	최창걸 외 40 인 42.47%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(3.2)	10.2	(17.5)
상대	(3.0)	15.3	(0.2)
절대(달러환산)	(2.6)	11.0	(21.8)

변수가 많은 시기

4Q18 Preview: 상품가격 하락 및 판매량 감소

별도 영업이익 1,430억원(yoy -16%), 연결 영업이익 1,710억원(yoy -23%) 전망

4Q18 영업환경은 전분기대비 악화됐던 것으로 추정된다. 달러 기준 주요 판매 금속 가격들이 전분기 대비 하락한 가운데 원/달러 환율의 경우 매출에 영향을 미치는 당분기 환율은 3Q와 유사한 수준이었으나, 매출원가에 영향을 미치는 환율은 전분기대비 상승(원화약세)하여 원화 기준 원재료 구입비용에 부담이 됐을 가능성이 있다. 9~11월 LME 아연 및 연 평균가격과 은 평균가격은 각각 2,568달러/톤, 1,983달러/톤, 14.4달러/온스를 기록하여 전분기(6~8월) 대비 -6.7%, -11.2%, -8.5% 하락했다. 상품가격 하락은 Free Metal 감소를 가져왔을 것으로 사료된다. 원/달러 환율의 경우 3Q18 대비 부정적 영향을 미쳤을 것으로 추정된다. 당분기 기준으로 원화 약세가 진행됐으나 매출원가에 영향을 미치는 전분기 환율이 더 큰 폭으로 원화 약세가 나타났기 때문이다. 판매량 역시 연간 가이던스와 1Q~3Q 누적 판매량을 감안했을 경우 4Q 판매량은 전분기대비 아연 -15%, 연 -5%, 은 -4% 수준의 감소가 일어났을 것으로 판단된다.

1Q19, 변수가 많은 시기

아연 및 연의 연간 BM TC 및 Premium이 결정되는 시기

Fastmarkets 기준 12월, 중국 수입 아연정광 Spot TC가 톤당 210~230달러까지 상승한 것으로 나타나고 있다. 중국 Spot TC가 BM TC에 결정 요인은 아니지만 현 상황에서 중국을 비롯한 글로벌 아연 정광 수급을 알 수 있는 지표인 만큼 BM TC 결정에도 영향을 미칠 것으로 판단된다. Spot TC가 상승하고 있는 것은 긍정적이나 눈높이가 올라간 점은 경계해야 할 것이다. 1Q19는 주요 수요업체들과 아연과 연에 대한 연간 Premium을 결정하는 시기이다. 동사가 인식하는 Premium 중 연간 계약분이 어느 수준인지는 정확히 파악하기 힘들지만 이 부분 역시 관전 포인트가 될 전망이다.

투자의견 BUY, 목표주가 500,000원 유지

단기적으로는 동사의 매출원가에 영향을 미칠 아연 및 연의 BM TC 계약이, 중장기적으로는 아연 및 연 가격에 영향을 미칠 Nyrstar의 채무 이슈가 있다. 외부 환경의 변동성이 커질 수 있지만 내부적으로는 원재료 조달 다변화를 위한 그리고 회수율 상승을 위한 투자가 지속되고 있는 만큼 통제 가능한 변수의 개선이 지속되고 있다는 점을 긍정적으로 평가해야 할 것이다. 투자의견 BUY, 목표주가 500,000원(2019년 추정 BPS 기준 PBR 1.30x)을 유지한다.

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	4Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	15,775	-9.0	-11.0	15,968	-1.2
영업이익	1,706	-23.4	-12.6	1,948	-12.4
세전계속사업이익	1,891	-14.6	-6.5	2,065	-8.4
지배순이익	1,330	-7.9	-5.2	1,484	-10.4
영업이익률 (%)	10.8	-2.0 %pt	-0.2 %pt	12.2	-1.4 %pt
지배순이익률 (%)	8.4	+0.1 %pt	+0.5 %pt	9.3	-0.9 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	58,475	65,967	68,221	65,978
영업이익	7,647	8,948	7,839	8,019
지배순이익	5,924	6,290	5,704	6,300
PER	15.4	14.0	14.3	13.4
PBR	1.5	1.4	1.2	1.2
EV/EBITDA	8.1	6.3	5.9	5.4
ROE	11.2	11.0	9.3	9.6

자료: 유안타증권

[표-1] 고려아연 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

		2017	2018E	2019E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	QoQ	YoY	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
원/달러	3개월전	1,143	1,095	1,129	1,106	1,073	1,080	1,121	3.8%	-1.0%	1,128	1,130	1,130	1,130
	당월	1,130	1,101	1,130	1,073	1,080	1,121	1,128	0.6%	2.0%	1,130	1,130	1,130	1,130
금속가격(전월) (달러/톤)	아연	2,847	2,971	2,676	3,390	3,172	2,752	2,568	-6.7%	-19.8%	2,627	2,660	2,693	2,725
	연	2,290	2,285	2,018	2,558	2,368	2,232	1,983	-11.2%	-18.9%	1,981	2,005	2,030	2,055
	*은 - 달러/온스	은	17.1	15.8	15.1	16.7	16.5	15.7	14.4	-8.5%	-16.0%	14.8	15.0	15.2
금속가격(당월) (달러/톤)	아연	2,891	2,922	2,687	3,415	3,112	2,534	2,629	3.7%	-18.6%	2,638	2,671	2,703	2,736
	연	2,315	2,240	2,026	2,518	2,383	2,094	1,966	-6.2%	-21.1%	1,989	2,013	2,038	2,063
	*은 - 달러/온스	은	17.1	15.7	15.1	16.7	16.5	15.0	14.6	-2.8%	-12.9%	14.9	15.1	15.2
금속가격(분기말) (달러/톤)	아연	3,338	2,519	2,747	3,284	2,907	2,659	2,519	-5.3%	-24.5%	2,649	2,682	2,714	2,747
	연	2,485	2,007	2,071	2,395	2,405	2,023	2,007	-0.8%	-19.2%	1,997	2,022	2,046	2,071
	*은 - 달러/온스	은	16.9	15.5	15.5	16.4	16.1	14.7	15.5	5.4%	-8.5%	14.9	15.1	15.3
매출액 (십억원)		5,452	5,476	5,219	1,318	1,483	1,429	1,246	-12.8%	-10.0%	1,283	1,314	1,291	1,331
	아연	2,062	2,285	2,123	587	620	600	479	-20.1%	-10.9%	519	530	531	543
	연	1,190	1,127	1,059	258	279	317	273	-14.1%	-16.7%	258	266	263	272
	은	1,257	1,121	1,084	256	313	293	259	-11.4%	-9.0%	268	275	264	276
	기타	944	943	953	218	271	219	235	7.2%	0.4%	238	242	232	241
판매량 (천톤)	아연	598	660	653	151	172	183	155	-15.4%	9.4%	163	164	163	164
	연	422	411	416	87	99	115	110	-5.0%	-2.0%	103	105	103	105
	*은 (톤)	은	2,022	1,998	1,980	444	542	515	497	-3.5%	5.6%	500	505	479
판매단가 (천원/톤)	아연	3,448	3,462	3,250	3,894	3,608	3,278	3,096	-5.6%	-18.6%	3,193	3,232	3,269	3,306
	연	2,822	2,743	2,546	2,970	2,823	2,748	2,485	-9.6%	-15.0%	2,504	2,533	2,560	2,588
	*은 (천원/온스)	은	19.3	17.4	17.0	17.9	18.0	17.7	16.2	-8.2%	-13.8%	16.7	16.9	17.1
영업이익 <i>이익률</i>		761	651	665	160	184	164	143	-12.8%	-16.3%	149	177	169	170
		14.0%	11.9%	12.7%	12.1%	12.4%	11.5%	11.5%	0.0%p	-0.9%p	11.6%	13.5%	13.1%	12.8%

자료: 유안타증권

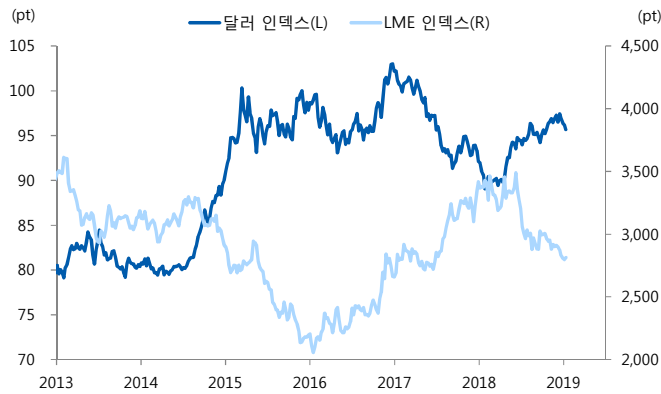
[표-2] 고려아연 연결기준

(단위: 십억원)

		2017	2018E	2019E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	QoQ	YoY	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액		6,597	6,822	6,598	1,683	1,788	1,773	1,578	-11.0%	-9.0%	1,637	1,654	1,637	1,670
영업이익 <i>이익률</i>		895	784	802	200	218	195	171	-12.6%	-23.4%	184	210	202	206
		13.6%	11.5%	12.2%	11.9%	12.2%	11.0%	10.8%	-0.2%p	-2.0%p	11.2%	12.7%	12.3%	12.3%
세전이익 <i>이익률</i>		926	822	894	210	220	202	189	-6.5%	-14.6%	204	231	226	233
		14.0%	12.0%	13.6%	12.5%	12.3%	11.4%	12.0%	0.6%p	-0.8%p	12.4%	14.0%	13.8%	14.0%
순이익 <i>이익률</i>		634	575	635	147	153	141	134	-4.7%	-8.2%	145	164	160	166
		9.6%	8.4%	9.6%	8.8%	8.5%	7.9%	8.5%	0.6%p	0.1%p	8.8%	9.9%	9.8%	9.9%
지배순이익 <i>이익률</i>		629	570	630	146	151	140	133	-5.2%	-7.9%	143	163	159	164
		9.5%	8.4%	9.5%	8.6%	8.5%	7.9%	8.4%	0.5%p	0.1%p	8.8%	9.9%	9.7%	9.8%

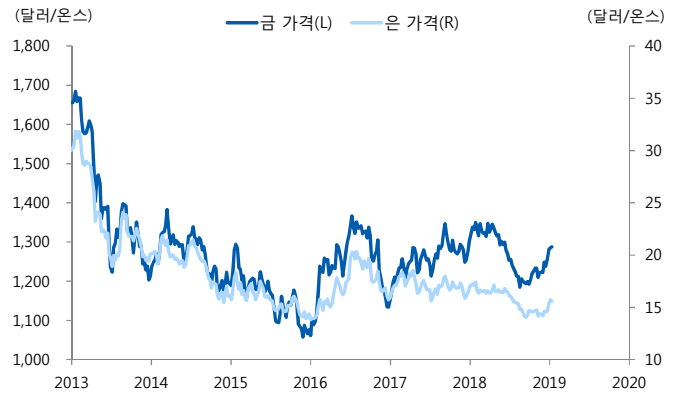
자료: 유안타증권

[그림-1] 달러 인덱스와 LME 인덱스



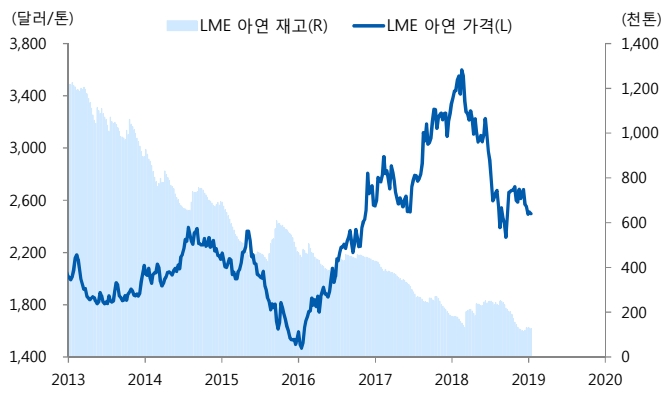
자료: 유안타증권, Bloomberg

[그림-2] 귀금속 가격



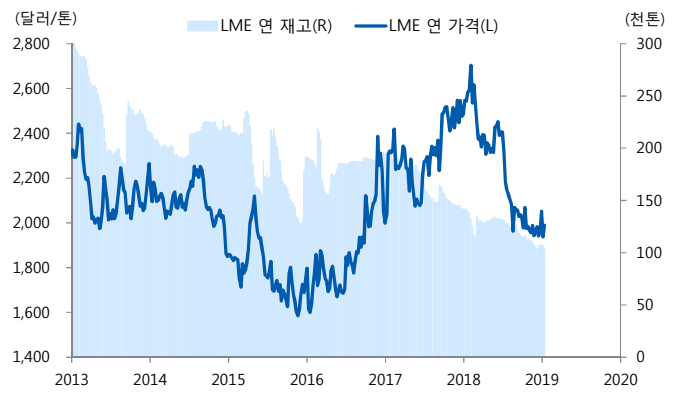
자료: 유안타증권, Bloomberg

[그림-3] LME 아연 Spot 가격 및 재고량



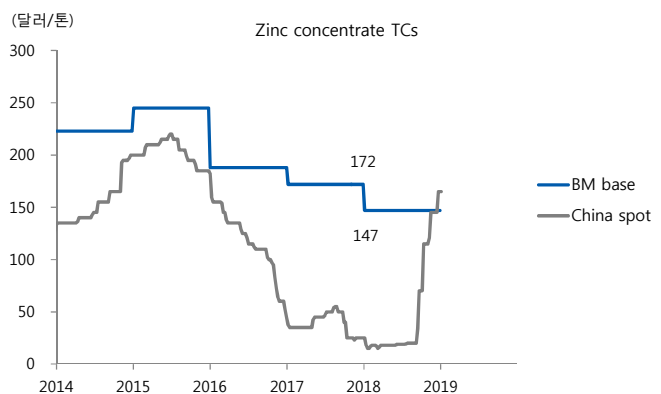
자료: 유안타증권, Bloomberg

[그림-4] LME 연 Spot 가격 및 재고량



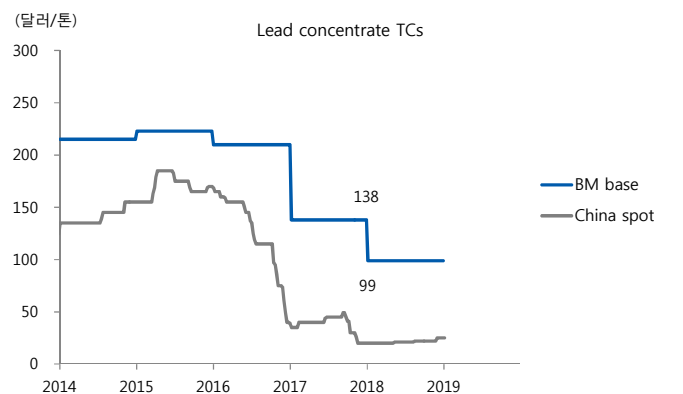
자료: 유안타증권, Bloomberg

[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	68,221	65,978	68,163
매출원가	49,048	55,279	59,017	56,616	58,041
매출충이익	9,427	10,687	9,204	9,362	10,122
판매비	1,780	1,740	1,365	1,344	1,388
영업이익	7,647	8,948	7,839	8,019	8,734
EBITDA	9,832	11,225	10,385	10,580	11,356
영업외손익	370	310	376	926	1,286
외환관련손익	143	-257	-24	0	0
이자손익	244	369	588	900	1,261
관계기업관련손익	-17	5	3	0	0
기타	0	193	-192	26	26
법인세비용차감전순이익	8,017	9,257	8,215	8,944	10,020
법인세비용	2,071	2,917	2,461	2,594	2,906
계속사업순이익	5,946	6,340	5,754	6,350	7,114
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	5,946	6,340	5,754	6,350	7,114
지배지분순이익	5,924	6,290	5,704	6,300	7,058
포괄순이익	5,883	6,015	4,858	5,523	6,287
지배지분포괄이익	5,896	5,952	5,097	5,759	6,556

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	39,229	43,278	48,583
현금및현금성자산	3,093	5,969	6,886	10,283	15,051
매출채권 및 기타채권	3,583	3,640	3,627	3,847	3,957
재고자산	12,040	13,553	12,457	12,889	13,316
비유동자산	35,881	33,683	32,719	33,157	33,535
유형자산	24,843	27,025	27,561	28,000	28,378
관계기업 등 자본관련자산	159	198	233	233	233
기타투자자산	9,757	5,031	3,570	3,570	3,570
자산총계	64,826	70,381	71,948	76,435	82,118
유동부채	5,368	6,065	4,490	4,387	4,847
매입채무 및 기타채무	3,681	4,391	3,213	3,109	3,570
단기차입금	243	169	187	187	187
유동성장기부채	64	51	48	48	48
비유동부채	2,832	3,260	2,994	2,994	2,994
장기차입금	173	118	83	83	83
사채	0	0	0	0	0
부채총계	8,199	9,325	7,485	7,381	7,842
지배지분	55,165	59,603	63,079	67,611	72,725
자본금	944	944	944	944	944
자본잉여금	572	561	560	560	560
이익잉여금	53,003	57,818	61,890	66,423	71,536
비지배지분	1,463	1,453	1,385	1,443	1,552
자본총계	56,627	61,057	64,463	69,054	74,277
순차입금	-12,745	-18,974	-22,395	-25,792	-30,561
총차입금	480	338	318	318	318

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	6,807	7,968	8,201	8,431	9,935
당기순이익	5,946	6,340	5,754	6,350	7,114
감가상각비	2,185	2,277	2,544	2,561	2,621
외환손익	-131	251	0	0	0
종속, 관계기업 관련손익	17	-5	-3	0	0
자산부채의 증감	-1,838	-1,240	-416	-1,032	-352
기타현금흐름	628	345	322	552	552
투자활동 현금흐름	-4,590	-3,237	-6,892	-8,600	-8,600
투자자산	-80	3,827	249	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,845	-4,970	-2,929	-3,000	-3,000
유형자산 감소	27	12	13	0	0
기타현금흐름	-2,692	-2,106	-4,226	-5,600	-5,600
재무활동 현금흐름	-1,565	-1,725	-1,835	-1,814	-1,991
단기차입금	43	-76	18	0	0
사채 및 장기차입금	-90	-64	-39	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,518	-1,518	-1,798	-1,798	-1,975
기타현금흐름	-1	-68	-16	-16	-16
연결범위변동 등 기타	46	-130	1,443	5,379	5,424
현금의 증감	698	2,876	917	3,397	4,769
기초 현금	2,395	3,093	5,969	6,886	10,283
기말 현금	3,093	5,969	6,886	10,283	15,051
NOPLAT	7,647	8,948	7,839	8,019	8,734
FCF	4,174	2,196	4,691	4,224	5,471

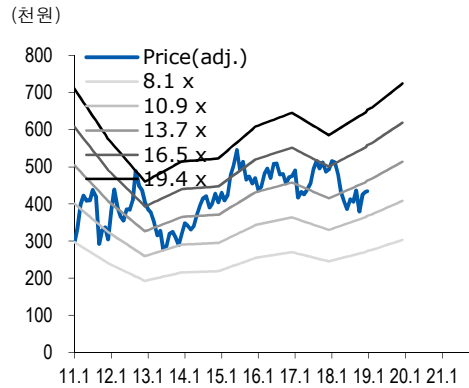
자료: 유안타증권

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

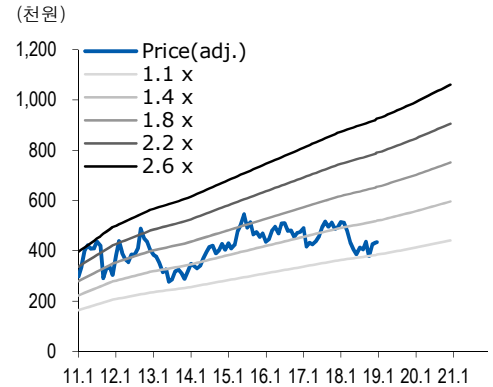
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	31,395	33,336	30,228	33,386	37,402
BPS	312,118	337,232	356,896	382,540	411,473
EBITDAPS	52,105	59,487	55,032	56,070	60,180
SPS	309,884	349,585	361,531	349,647	361,226
DPS	8,500	10,000	10,000	11,000	11,000
PER	15.4	14.0	14.3	13.4	12.0
PBR	1.5	1.4	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	8.1	6.3	5.9	5.4	4.7
PSR	1.6	1.3	1.2	1.3	1.2

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	22.6	12.8	3.4	-3.3	3.3
영업이익 증가율 (%)	13.8	17.0	-12.4	2.3	8.9
지배순이익 증가율 (%)	16.3	6.2	-9.3	10.4	12.0
매출총이익률 (%)	16.1	16.2	13.5	14.2	14.9
영업이익률 (%)	13.1	13.6	11.5	12.2	12.8
지배순이익률 (%)	10.1	9.5	8.4	9.5	10.4
EBITDA 마진 (%)	16.8	17.0	15.2	16.0	16.7
ROIC	16.0	16.2	13.7	13.8	14.7
ROA	9.6	9.3	8.0	8.5	8.9
ROE	11.2	11.0	9.3	9.6	10.1
부채비율 (%)	14.5	15.3	11.6	10.7	10.6
순차입금/자기자본 (%)	-23.1	-31.8	-35.5	-38.1	-42.0
영업이익/금융비용 (배)	812.6	1,122.6	738.3	1,116.8	1,216.4

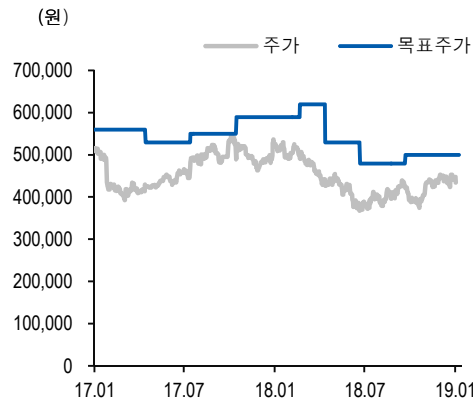
P/E band chart



P/B band chart



고려아연 (010130) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-01-15	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)	1.6
Buy(매수)	85.3
Hold(중립)	12.6
Sell(비중축소)	0.5
합계	100.0

주: 기준일 2019-01-12

※ 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.