



하나금융그룹

2019년 1월 23일 | Equity Research

고려아연 (010130)

4분기 아연 Spot T/C 급등!

아연 Spot T/C 급등에 따른 양호한 4분기 영업실적 예상

2018년 4분기 고려아연의 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 1.5조원(YoY -14.4%, QoQ -12.4%)과 1,946억원(YoY -12.7%, QoQ -0.3%)을 기록할 것으로 예상된다. 영업이익의 경우 시장컨센서스 1,867억원을 상회하는 양호한 실적을 기록할 전망이다.

1) 전분기대비 금속 판매가격 하락(아연 -6.6%, 연 -11.1%, 금 -2.3%, 은 -8.3%)과 2) 3분기 기고효과에 따른 판매량 감소(QoQ: 아연 -11.9%, 연 -3.6%) 및 3) 원/달러 환율 하락(-1.9%)에도 불구하고, 4) 전체 정광 도입분의 30%를 차지하는 아연 Spot T/C 급등(중국 Spot T/C 기준 QoQ +386%)의 영향으로 양호한 실적이 기대된다.

2019년 아연 벤치마크 T/C 상승에 대한 기대감

2018년 하반기부터 본격적으로 가동되기 시작한 신규 아연 광산들의 영향으로 2019년 글로벌 아연정광 공급이 8.5% 증가할 것으로 예상되기 때문에 아연 벤치마크 T/C는 2016년과 유사한 200불/톤 수준에서 결정될 가능성이 높다고 판단된다. 이미 지난해 상반기 역사상 저점까지 하락했던 아연 Spot T/C가 4분기에 급등했다는 점에서도 아연정광 수급이 완화되고 있다는 사실을 확인할 수 있다.

반면, 글로벌 경기둔화 및 아연 Spot T/C 상승에 따라 아연 금속가격 하락에 대한 우려가 제기되고 있다. 하지만 전세계 2위 아연 제련업체인 Nyrstar사의 구조조정과 중국 최대 업체인 Zhuzhou사의 설비이전에 따른 상반기 생산차질 등이 아연 금속가격을 지지하는 요인으로 작용할 것으로 예상된다.

투자의견 'BUY' 및 목표주가 530,000원 유지

고려아연에 대해 투자의견 BUY 및 목표주가 530,000원을 유지한다. 4분기 양호한 영업실적에 이어 2019년에도 아연 벤치마크 T/C 및 귀금속가격 상승이 실적 개선 모멘텀으로 작용할 것으로 기대된다. 동시에 현재 주가는 PBR 1.15배로 밴드 하단 수준이기 때문에 저평가 되었다고 판단된다.

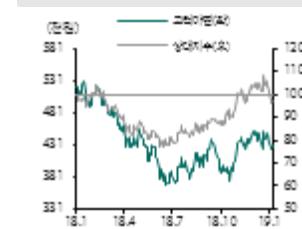
Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 530,000원 | CP(1월 22일): 429,000원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,117.77		
52주 최고/최저(원)	530,000/367,500	매출액(십억원)	6,846.5 6,608.0
시가총액(십억원)	8,095.2	영업이익(십억원)	808.0 854.5
시가총액비중(%)	0.67	순이익(십억원)	589.1 651.7
발행주식수(천주)	18,870.0	EPS(원)	30,985 34,171
60일 평균 거래량(천주)	37.7	BPS(원)	357,941 383,497
60일 평균 거래대금(십억원)	16.1		
17년 배당금(예상,원)	10,000		
17년 배당수익률(예상,%)	2.31		
외국인지분율(%)	22.41		
주요주주 지분율(%)			
최창결 외 38 인	42.47		
국민연금	8.05		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(1.9) 14.6 (16.0)		
상대	(4.5) 23.8 (0.8)		

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	5,847.5	6,596.7	6,763.0	6,569.4	6,796.5
영업이익	십억원	764.7	894.8	807.9	920.9	960.4
세전이익	십억원	801.7	925.7	831.5	956.2	1,018.3
순이익	십억원	592.4	629.0	574.0	671.2	703.2
EPS	원	31,395	33,336	30,420	35,569	37,265
증감률	%	16.3	6.2	(8.7)	16.9	4.8
PER	배	15.13	14.79	14.22	12.06	11.51
PBR	배	1.61	1.55	1.27	1.17	1.09
EV/EBITDA	배	7.97	6.73	5.93	5.04	4.69
ROE	%	11.18	10.96	9.32	10.16	9.88
BPS	원	295,176	318,698	339,751	365,954	393,853
DPS	원	8,500	10,000	10,000	10,000	10,000



Analyst 박성봉

02-3771-7774

sbspark@hanafn.com

RA 유승훈

02-3771-8904

shyou@hanafn.com

 **하나금융투자**

4Q18 영업이익은 1,946억원(YoY -12.7%, QoQ -0.3%)으로 컨센서스 상회하는 양호한 실적 예상

아연 Spot T/C 급등에 따른 양호한 4분기 영업실적 예상

2018년 4분기 고려아연의 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 1.5조원(YoY -14.4%, QoQ -12.4%)과 1,946억원(YoY -12.7%, QoQ -0.3%)을 기록할 것으로 예상된다. 영업이익의 경우 시장컨센서스 1,867억원을 상회하는 양호한 실적을 기록할 전망이다.

- 1) 전분기대비 금속 판매가격 하락(아연 -6.6%, 연 -11.1%, 금 -2.3%, 은 -8.3%)과
- 2) 3분기 기고효과에 따른 판매량 감소(QoQ: 아연 -11.9%, 연 -3.6%) 및 3) 원/달러 환율 하락(-1.9%)에도 불구하고, 4) 전체 정광 도입분의 30%를 차지하는 아연 Spot T/C 급등(중국 Spot T/C 기준 QoQ +386%)의 영향으로 양호한 실적이 기대된다.

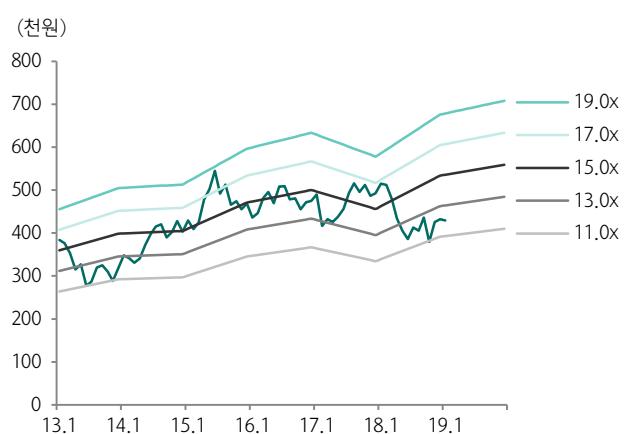
표 1. 고려아연 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, 천톤, kg, 톤, 달러/톤, 달러/온스, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2017	2018F	2019F
제품별 매출(분사기준)											
매출(십억원)	1,338.5	1,388.0	1,341.9	1,383.9	1,318.3	1,482.9	1,428.7	1,223.8	5,452.4	5,423.3	5,403.0
아연(십억원)	469.3	528.2	526.7	537.6	586.7	619.8	599.8	490.5	2,061.8	2,296.8	2,288.8
연(십억원)	281.4	301.6	279.3	327.3	258.2	279.4	317.2	273.7	1,189.7	1,128.5	917.0
금(십억원)	130.4	125.3	123.3	117.7	95.6	127.2	96.8	103.3	496.6	422.9	456.1
은(십억원)	352.2	324.6	294.9	285.0	255.6	313.0	292.6	247.2	1,256.7	1,108.4	1,166.8
제품별 판매량(분사기준)											
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	2,539.3	2,628.5	2,858.0	2,925.6	2,837.8
연(달러/톤)	2,268.0	2,167.0	2,330.0	2,492.0	2,522.5	2,380.9	2,102.7	1,966.3	2,296.3	2,243.1	2,153.4
금(달러/온스)	1,218.0	1,259.0	1,279.0	1,277.0	1,330.0	1,307.0	1,213.0	1,230.0	1,255.3	1,270.0	1,308.1
은(달러/온스)	17.4	17.3	16.9	16.7	16.8	16.5	15.0	14.6	17.2	15.7	16.2
연결기준											
매출액(십억원)	1,573.8	1,671.7	1,616.9	1,734.2	1,683.4	1,787.6	1,773.5	1,518.5	6,596.7	6,763.0	6,569.4
영업이익(십억원)	236.3	248.3	187.3	222.8	200.1	218.1	195.1	194.6	894.8	807.9	920.9
세전이익(십억원)	229.9	274.2	200.2	221.5	210.4	219.7	202.3	199.1	925.7	831.5	956.2
당기순이익(십억원)	167.0	168.4	149.1	144.5	145.6	151.4	140.4	136.7	629.0	574.0	671.2
영업이익률	15.0	14.9	11.6	12.8	11.9	12.2	11.0	12.8	13.6	11.9	14.0
세전이익률	14.6	16.4	12.4	12.8	12.5	12.3	11.4	13.1	14.0	12.3	14.6
순이익률	10.6	10.1	9.2	8.3	8.6	8.5	7.9	9.0	9.5	8.5	10.2

자료: 하나금융투자

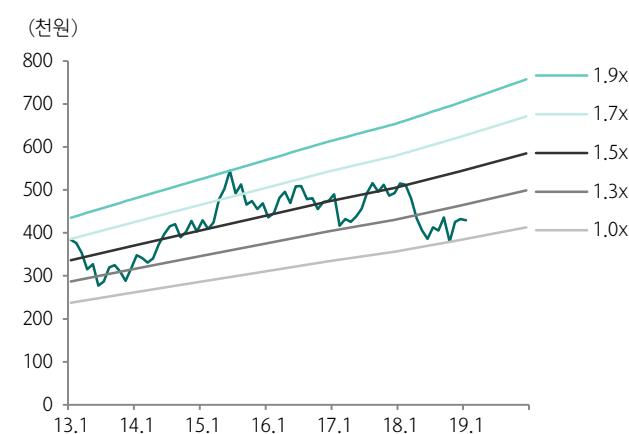
그림 1. 고려아연 PER밴드



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	6,763.0	6,569.4	6,796.5
매출원가	4,904.8	5,527.9	5,810.6	5,508.0	5,690.8
매출총이익	942.7	1,068.8	952.4	1,061.4	1,105.7
판관비	178.0	174.0	144.6	140.4	145.3
영업이익	764.7	894.8	807.9	920.9	960.4
금융손익	45.6	27.2	24.3	36.0	55.6
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	831.5	956.2	1,018.3
법인세	207.1	291.7	252.9	279.7	309.5
계속사업이익	594.6	634.0	578.6	676.5	708.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	594.6	634.0	578.6	676.5	708.8
비지배주주지분					
순이익	2.2	5.0	4.5	5.3	5.6
지배주주순이익	592.4	629.0	574.0	671.2	703.2
지배주주지분포괄이익	589.6	595.2	572.5	669.4	701.4
NOPAT	567.1	612.8	562.1	651.5	668.5
EBITDA	983.2	1,122.5	1,061.6	1,226.7	1,313.3
성장성(%)					
매출액증가율	22.6	12.8	2.5	(2.9)	3.5
NOPAT증가율	12.3	8.1	(8.3)	15.9	2.6
EBITDA증가율	16.2	14.2	(5.4)	15.6	7.1
영업이익증가율	13.8	17.0	(9.7)	14.0	4.3
(지배주주)순익증가율	16.3	6.2	(8.7)	16.9	4.8
EPS증가율	16.3	6.2	(8.7)	16.9	4.8
수익성(%)					
매출총이익률	16.1	16.2	14.1	16.2	16.3
EBITDA이익률	16.8	17.0	15.7	18.7	19.3
영업이익률	13.1	13.6	11.9	14.0	14.1
계속사업이익률	10.2	9.6	8.6	10.3	10.4

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	31,395	33,336	30,420	35,569	37,265
BPS	295,176	318,698	339,751	365,954	393,853
CFPS	53,929	60,594	55,762	64,866	69,498
EBITDAPS	52,105	59,487	56,258	65,007	69,597
SPS	309,884	349,585	358,400	348,138	360,174
DPS	8,500	10,000	10,000	10,000	10,000
주가지표(배)					
PER	15.1	14.8	14.2	12.1	11.6
PBR	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1
PCFR	8.8	8.1	7.8	6.6	6.2
EV/EBITDA	8.0	6.7	5.9	5.1	4.7
PSR	1.5	1.4	1.2	1.2	1.2
재무비율(%)					
ROE	11.2	11.0	9.3	10.2	9.9
ROA	9.6	9.3	7.9	8.7	8.6
ROIC	15.4	15.6	13.3	14.1	13.2
부채비율	14.5	15.3	14.6	13.2	12.6
순부채비율	(22.5)	(31.1)	(30.9)	(29.4)	(27.8)
이자보상배율(배)	812.6	1,122.6	1,362.1	1,686.9	1,759.2

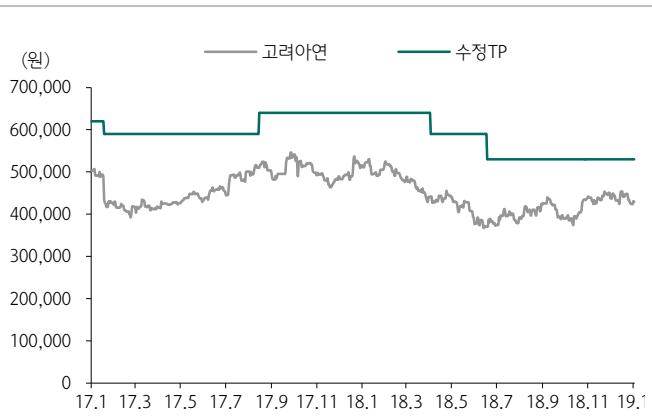
자료: 하나금융투자

대차대조표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	2,894.6	3,669.9	3,825.3	3,821.7	3,914.0
금융자산	1,322.5	1,931.2	2,042.8	2,090.2	2,122.6
현금성자산	309.3	596.9	674.9	761.4	747.9
매출채권 등	358.3	364.0	373.2	362.5	375.0
재고자산	1,204.0	1,355.3	1,389.4	1,349.6	1,396.3
기타유동자산	9.8	19.4	19.9	19.4	20.1
비유동자산	3,588.1	3,368.3	3,627.8	4,106.6	4,571.8
투자자산	991.5	522.9	536.0	520.7	538.7
금융자산	975.7	503.1	515.8	501.0	518.3
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	63.3	63.1	63.2
자산총계	6,482.6	7,038.1	7,453.1	7,928.3	8,485.7
유동부채	536.8	606.5	613.3	599.5	615.7
금융부채	33.8	22.5	17.5	17.5	17.5
매입채무 등	368.1	439.1	450.2	437.3	452.4
기타유동부채	134.9	144.9	145.6	144.7	145.8
비유동부채	283.2	326.0	333.9	324.7	335.5
금융부채	17.3	11.8	11.8	11.8	11.8
기타비유동부채	265.9	314.2	322.1	312.9	323.7
부채총계	819.9	932.5	947.2	924.2	951.1
지배주주지분	5,516.4	5,960.4	6,357.6	6,852.0	7,378.5
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	6,179.0	6,673.5	7,199.9
비지배주주지분	146.3	145.3	148.3	152.1	156.1
자본총계	5,662.7	6,105.7	6,505.9	7,004.1	7,534.6
순금융부채	(1,271.3)	(1,896.8)	(2,013.5)	(2,060.9)	(2,093.3)
현금흐름표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	680.7	796.8	823.3	1,022.3	1,019.9
당기순이익	594.6	634.0	578.6	676.5	708.8
조정	269.9	286.8	268.8	317.7	344.0
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)	(0.8)	(0.5)	(0.5)
기타	62.8	34.4	(4.9)	(7.8)	(8.9)
영업활동	(183.8)	(124.0)	(24.1)	28.1	(32.9)
변동					
투자활동 현금흐름	(459.0)	(323.7)	(563.5)	(759.0)	(856.7)
투자자산감소(증가)	(164.8)	469.5	(14.2)	14.6	(19.0)
유형자산감소(증가)	(181.8)	(495.8)	(500.0)	(800.0)	(800.0)
기타	(112.4)	(297.4)	(49.3)	26.4	(37.7)
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	78.0	86.6	(13.5)
Unlevered CFO	1,017.6	1,143.4	1,052.2	1,224.0	1,311.4
Free Cash Flow	496.2	299.8	323.3	222.3	219.9

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%
17.1.23	BUY	620,000	-19.95%	-18.23%
17.1.8	BUY	580,000	-12.91%	-11.03%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

- 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 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	94.6%	4.6%	0.9%	100.1%

* 기준일: 2019년 1월 22일

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 2019년 1월 23일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 2019년 1월 23일 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.