

고려아연 (010130)

금속



이현수

02 3770 5718
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	500,000원 (M)
현재주가 (2/7)	448,000원
상승여력	12%

시가총액	84,538억원
총발행주식수	18,870,000주
60일 평균 거래대금	163억원
60일 평균 거래량	37,558주
52주 고	525,000원
52주 저	367,500원
외인지분율	22.58%
주요주주	최창걸 외 40 인 42.47%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	1.6	13.0	(9.6)
상대	(6.1)	6.6	(1.7)
절대(달러환산)	1.6	13.4	(12.2)

4Q18 Review: BM TC 이후에는 아연가격

4Q18 잠정실적: 별도 영업이익 1,395억원, 연결 영업이익 1,514억원

연결 영업이익, 당사 추정(1,706억원) 및 Consensus(1,907억원) 하회

별도 영업이익 1,395억원을 기록하여 당사 추정(1,431억원)에 부합했다. 연과 은 판매량은 당사 추정치와 유사한 수준을 기록했으며, 아연 판매량(17.1만톤)은 당사 추정치(15.5만톤)를 11% 상회했다. 이에 따라 매출액 역시 당사 추정치를 4% 가량 상회했음에도 불구하고 영업이익은 추정치와 근접한 수치가 나온 것은 추정 대비 추가적인 비용이 발생했기 때문으로 사료된다. 별도 영업이익은 기대치에 부합한 반면 연결 영업이익은 당사 추정을 다소 큰 폭으로 하회(추정치 대비 -18%)했다. 주요 연결 종속회사인 호주 SMC와 징크옥사이드코퍼레이션이 아연가격 하락에 따라 실적이 부진했을 것으로 추정되었으나 그 수준이 예상보다 크게 나타난 것으로 파악된다. 특히 SMC의 경우 아연 제련과 함께 LGZC(low grade zinc concentrate)판매가 주요 수익원으로 자리 잡은 상황에서 아연가격이 매출액과 영업이익에 미치는 영향력은 과거 대비 커진 것으로 판단된다.

2019년 금속 판매량 가이드는 합리적인 수준

2019년 판매계획 - 아연 65만톤, 연 41만톤, 은 1,992톤

동사의 2018년 금속별 판매량은 아연 67.6만톤, 연 41.3만톤, 은 1,995톤을 기록했다. 이를 2019년 판매계획과 비교해볼 경우 연과 은을 제외한 아연 판매량이 전년 대비 -4% 정도 적은 수준이다. 그러나 이는 감산에 따른 판매량 감소가 아니다. 2018년 아연 판매량에는 2017년에 기 생산된 물량이 포함되어 있었다. 동사의 아연 생산능력을 감안했을 시 65만톤 판매계획은 합리적인 수준이라 판단한다.

Benchmark TC 결정 후에는 아연가격이 가장 중요한 변수로 작용할 것

4Q18 실적에서도 드러났듯이 아연가격은 분사뿐만 아니라 SMC 및 징크옥사이드코퍼레이션 실적에 큰 영향을 미치고 있다. LME 아연 평균가격이 톤당 3,000달러를 상회했던 4Q17~1Q18 동사의 연결 영업이익은 별도 영업이익의 125~130%에 달했으나, 4Q18 연결 영업이익은 별도 영업이익의 109% 수준에 머물렀다. 빠르면 2월말에서 3월 중에 2019년 아연 연간 BM TC가 결정될 가능성이 높다. 단기적으로는 BM TC가 어느 수준에서 결정되는지가 중요하며 그 이후에는 아연가격이 실적 및 주가 방향성에 큰 영향을 미칠 것이다. 지난해 12월 중순 이후 미국 달러화가 약세 기조를 나타내며 아연 등 비철금속 가격이 강세로 돌아선 점은 긍정적이라 할 수 있다. 다만, 수급적인 측면에서 중국 아연 제련 업체들의 생산량 조절이 지속적으로 나타날 것인가는 확인해야 할 부분이다.

Quarterly earning forecasts (억원, %)

	4Q18P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	16,388	-5.5	-7.6	15,784	3.8
영업이익	1,514	-32.1	-22.4	1,907	-20.7
세전계속사업이익	1,363	-38.5	-32.6	2,023	-32.6
지배순이익	928	-35.8	-33.9	1,428	-35.0
영업이익률 (%)	9.2	-3.6 %pt	-1.8 %pt	12.1	-2.9 %pt
지배순이익률 (%)	5.7	-2.6 %pt	-2.2 %pt	9.0	-3.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018P	2019F
매출액	58,475	65,967	68,833	65,624
영업이익	7,647	8,948	7,647	7,722
지배순이익	5,924	6,290	5,302	6,068
PER	15.4	14.0	15.4	13.6
PBR	1.5	1.4	1.2	1.2
EV/EBITDA	8.1	6.3	6.3	5.9
ROE	11.2	11.0	8.7	9.3

자료: 유안타증권

[표-1] 고려아연 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

		2017	2018P	2019E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	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	5,528	5,179	1,318	1,483	1,429	1,298	-9.2%	-6.2%	1,259	1,325	1,266	1,328
	아연	2,062	2,341	2,133	587	620	600	534	-10.9%	-0.6%	520	537	532	544
	연	1,190	1,129	1,045	258	279	317	274	-13.5%	-16.1%	249	270	254	273
	은	1,257	1,121	1,064	256	313	293	260	-11.1%	-8.7%	258	278	253	275
	기타	944	936	937	218	271	219	229	4.4%	-2.3%	232	241	226	237
판매량 (천톤)	아연	598	676	655	151	172	183	171	-6.5%	21.0%	163	166	163	164
	연	422	413	411	87	99	115	111	-3.7%	-0.7%	99	107	99	106
	*은 (톤)	은	2,022	1,995	1,942	444	542	515	494	-4.1%	4.9%	481	510	459
판매단가 (천원/톤)	아연	3,448	3,460	3,257	3,894	3,608	3,278	3,124	-4.7%	-17.8%	3,200	3,239	3,276	3,313
	연	2,822	2,738	2,543	2,970	2,823	2,748	2,469	-10.1%	-15.6%	2,500	2,529	2,556	2,584
	*은 (천원/온스)	은	19.3	17.5	17.0	17.9	18.0	17.7	16.4	-7.3%	-12.9%	16.7	16.9	17.1
영업이익 <i>이익률</i>		761	648	657	160	184	164	139	-15.0%	-18.4%	141	180	166	170
		14.0%	11.7%	12.7%	12.1%	12.4%	11.5%	10.7%	-0.7%p	-1.6%p	11.2%	13.6%	13.1%	12.8%

자료: 유안타증권

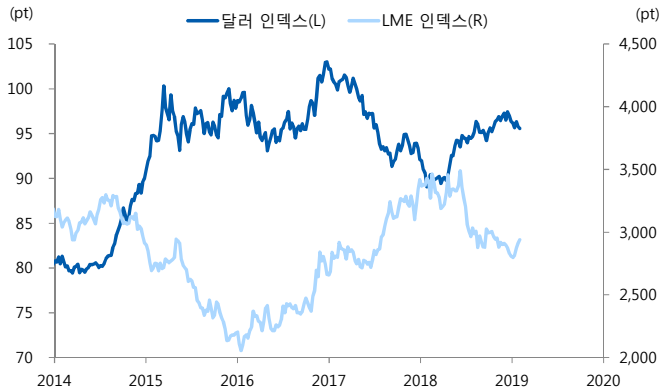
[표-2] 고려아연 연결기준

(단위: 십억원)

		2017	2018P	2019E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	QoQ	YoY	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액		6,597	6,883	6,562	1,683	1,788	1,773	1,639	-7.6%	-5.5%	1,592	1,646	1,619	1,706
영업이익 <i>이익률</i>		895	765	772	200	218	195	151	-22.4%	-32.1%	163	204	195	210
		13.6%	11.1%	11.8%	11.9%	12.2%	11.0%	9.2%	-1.8%p	-3.6%p	10.2%	12.4%	12.0%	12.3%
세전이익 <i>이익률</i>		926	769	862	210	220	202	136	-32.6%	-38.5%	183	225	218	236
		14.0%	11.2%	13.1%	12.5%	12.3%	11.4%	8.3%	-3.1%p	-4.5%p	11.5%	13.6%	13.5%	13.8%
순이익 <i>이익률</i>		634	535	612	147	153	141	94	-33.5%	-35.9%	130	159	155	168
		9.6%	7.8%	9.3%	8.8%	8.5%	7.9%	5.7%	-2.2%p	-2.7%p	8.2%	9.7%	9.6%	9.8%
지배순이익 <i>이익률</i>		629	530	607	146	151	140	93	-33.9%	-35.8%	129	158	154	166
		9.5%	7.7%	9.2%	8.6%	8.5%	7.9%	5.7%	-2.3%p	-2.7%p	8.1%	9.6%	9.5%	9.7%

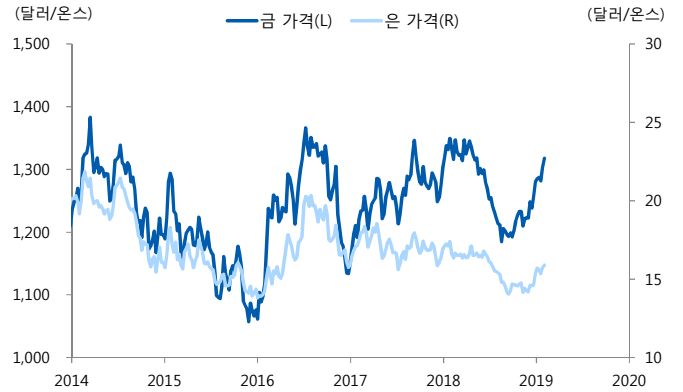
자료: 유안타증권

[그림-1] 달러 인덱스와 LME 인덱스



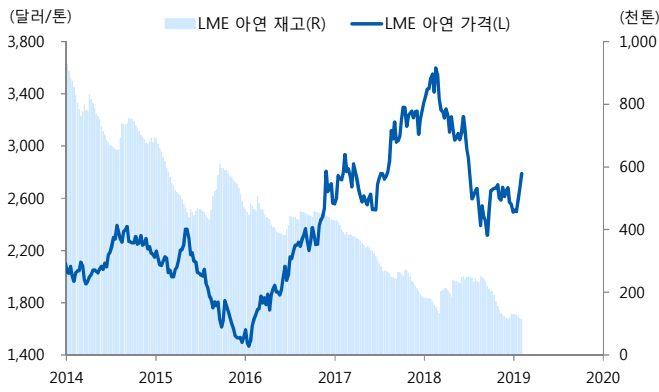
자료: 유안타증권, Bloomberg

[그림-2] 귀금속 가격



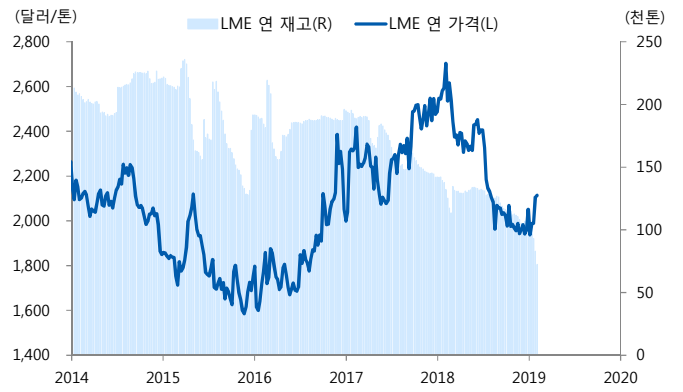
자료: 유안타증권, Bloomberg

[그림-3] LME 아연 Spot 가격 및 재고량



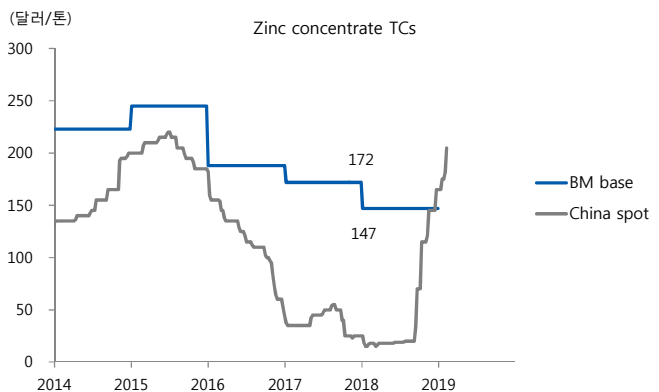
자료: 유안타증권, Bloomberg

[그림-4] LME 연 Spot 가격 및 재고량



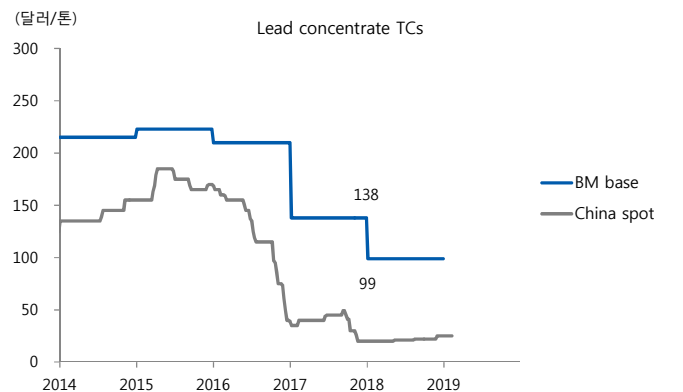
자료: 유안타증권, Bloomberg

[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)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	58,475	65,967	68,833	65,624	67,990
매출원가	49,048	55,279	59,808	56,565	57,961
매출충이익	9,427	10,687	9,025	9,059	10,028
판매비	1,780	1,740	1,378	1,337	1,385
영업이익	7,647	8,948	7,647	7,722	8,644
EBITDA	9,832	11,225	10,192	10,284	11,266
영업외손익	370	310	40	893	1,268
외환관련손익	143	-257	-24	0	0
이자손익	244	369	569	868	1,243
관계기업관련손익	-17	5	3	0	0
기타	0	193	-509	26	26
법인세비용차감전순이익	8,017	9,257	7,687	8,616	9,912
법인세비용	2,071	2,917	2,339	2,499	2,874
계속사업순이익	5,946	6,340	5,348	6,117	7,037
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	5,946	6,340	5,348	6,117	7,037
지배지분순이익	5,924	6,290	5,302	6,068	6,981
포괄순이익	5,883	6,015	4,452	5,290	6,210
지배지분포괄이익	5,896	5,952	4,674	5,515	6,474

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	28,946	36,699	38,954	42,860	48,272
현금및현금성자산	3,093	5,969	6,007	9,516	14,333
매출채권 및 기타채권	3,583	3,640	3,747	3,918	4,040
재고자산	12,040	13,553	12,940	13,166	13,640
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	71,673	76,017	81,808
유동부채	5,368	6,065	4,627	4,435	4,901
매입채무 및 기타채무	3,681	4,391	3,349	3,158	3,624
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	7,621	7,430	7,895
지배지분	55,165	59,603	62,676	67,154	72,368
자본금	944	944	944	944	944
자본잉여금	572	561	560	560	560
이익잉여금	53,003	57,818	61,488	65,966	71,180
비지배지분	1,463	1,453	1,376	1,433	1,544
자본총계	56,627	61,057	64,052	68,587	73,912
순차입금	-12,745	-18,974	-21,517	-25,026	-29,842
총차입금	480	338	318	318	318

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	6,807	7,968	7,327	8,366	9,803
당기순이익	5,946	6,340	5,348	6,117	7,037
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	-884	-864	-407
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	-1,638	-1,814
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	-1,622	-1,798
기타현금흐름	-1	-68	-16	-16	-16
연결범위변동 등 기타	46	-130	1,438	5,380	5,427
현금의 증감	698	2,876	39	3,509	4,816
기초 현금	2,395	3,093	5,969	6,007	9,516
기말 현금	3,093	5,969	6,007	9,516	14,333
NOPLAT	7,647	8,948	7,647	7,722	8,644
FCF	4,174	2,196	4,053	4,181	5,352

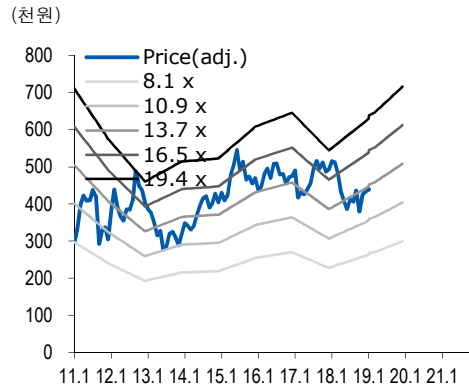
자료: 유안타증권

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

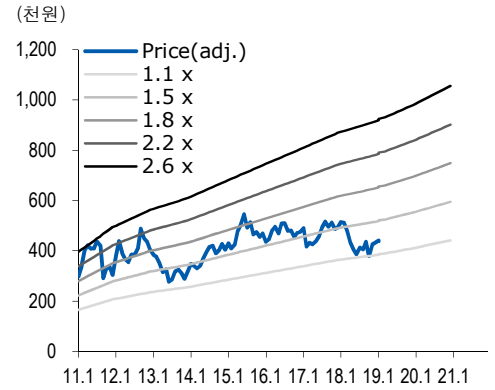
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	31,395	33,336	28,096	32,159	36,997
BPS	312,118	337,232	354,620	379,954	409,455
EBITDAPS	52,105	59,487	54,011	54,501	59,701
SPS	309,884	349,585	364,776	347,769	360,306
DPS	8,500	10,000	9,000	10,000	10,000
PER	15.4	14.0	15.4	13.6	11.9
PBR	1.5	1.4	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	8.1	6.3	6.3	5.9	5.0
PSR	1.6	1.3	1.2	1.3	1.2

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	22.6	12.8	4.3	-4.7	3.6
영업이익 증가율 (%)	13.8	17.0	-14.5	1.0	11.9
지배순이익 증가율 (%)	16.3	6.2	-15.7	14.5	15.0
매출총이익률 (%)	16.1	16.2	13.1	13.8	14.8
영업이익률 (%)	13.1	13.6	11.1	11.8	12.7
지배순이익률 (%)	10.1	9.5	7.7	9.2	10.3
EBITDA 마진 (%)	16.8	17.0	14.8	15.7	16.6
ROIC	16.0	16.2	13.2	13.2	14.5
ROA	9.6	9.3	7.5	8.2	8.8
ROE	11.2	11.0	8.7	9.3	10.0
부채비율 (%)	14.5	15.3	11.9	10.8	10.7
순차입금/자기자본 (%)	-23.1	-31.8	-34.3	-37.3	-41.2
영업이익/금융비용 (배)	812.6	1,122.6	720.2	1,075.5	1,203.8

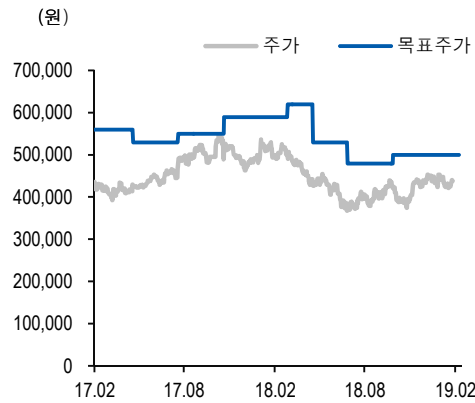
P/E band chart



P/B band chart



고려이연 (010130) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-02-08	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

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)	0.5
Buy(매수)	84.9
Hold(중립)	14.6
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-02-05

※ 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.