

고려아연 (010130)

금속

이현수



02 3770 5718

hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	530,000원 (U)
현재주가 (7/1)	455,000원
상승여력	16%

시가총액	85,859억원
총발행주식수	18,870,000주
60일 평균 거래대금	158억원
60일 평균 거래량	34,688주
52주 고	489,000원
52주 저	367,500원
외인지분율	25.34%
주요주주	최창걸 외 40 인 42.47%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	4.1	(3.1)	17.9
상대	(0.2)	(1.3)	28.7
절대(달러환산)	7.4	(4.9)	13.8

달러 약세는 비철금속에 긍정적 시그널

2Q19 Preview: 아연의 3박자가 모두 좋았다

별도 영업이익 2,272억원(yoy +24%), 연결 영업이익 2,509억원(yoy +15%) 전망

2018년 동사의 주력 판매 상품 중 매출액 비중이 가장 높은 품목은 아연이었다. 1Q19 역시도 마찬가지였다. 매출액 규모가 상대적으로 큰 만큼 이익에 미치는 영향도 클 수 밖에 없다. 이런 아연을 둘러싼 주변 환경이 2Q에 모두 좋았던 것으로 파악된다. ① 가격, 2Q(3~5월) LME 아연 가격은 2,842달러/톤으로 1Q(12~2월) 대비 +8% 상승했다. ② TC, 4/1일 언론에 보도된 바와 같이 2019년 아연정광 BM TC는 245달러/톤으로 전년(147달러/톤) 대비 크게 개선됐다. ③ 환율, 원/달러 환율은 아연 뿐만 아니라 다른 품목들에게 공통적으로 영향을 미치는 요인이다. 2Q(4~6월) 환율은 1,167원/달러를 기록하여 1Q(1~3월) 1,126원/달러 대비 원화 약세가 진행됐다. 동사는 내수 및 수출 모두 달러화에 원/달러 환율을 적용하여 판매한다. 2Q 아연 판매량 역시 전분기대비 큰 폭(+27%)으로 증가하며 매출액 및 영업이익에 긍정적 영향을 미쳤을 것으로 추정된다.

하반기, 금속가격 강세 요인 유지

미국의 금리 인하 가능성이 지속적으로 제기됨에 따라 달러인덱스가 6월 중순 이후 약세를 나타내고 있다. 5월말 97.80이었던 달러인덱스는 6월말 96.1을 기록했다. 금속 별로 차이는 있지만 전반적으로 비철금속 및 귀금속 모두 6월 이후 상승 추세를 보이고 있다. 이와 함께 G20 Osaka Summit 이후 미-중 무역분쟁 완화에 대한 기대감이 조성됨에 따라 비철금속에 대한 투자 심리도 개선될 것으로 사료된다. 다만, 아연의 경우 6월 가격 흐름이 타 금속 대비 상대적으로 부진했다. 이는 LME 및 SHFE 아연 재고량이 증가하며 수급에 대한 우려가 축소되고 상하이 아연 프리미엄이 낮은 수준을 나타냄에 따라 아연 수요 부진에 대한 우려가 대두됐기 때문으로 판단된다. 하지만, 아연을 제외한 연 및 귀금속에 대한 상황은 개선되고 있는 바 동사를 둘러싼 전반적인 영업환경은 긍정적인 방향을 나타내고 있다고 사료된다.

투자의견 BUY, 목표주가 530,000원으로 상향

기존 전망 대비 높게 형성된 원/달러 환율과 금, 은 등의 귀금속 가격 상승을 반영하여 2019~2020년 연결 영업이익 추정치를 각각 +4%, +3% 상향하며 이에 따라 목표주가를 기존 500,000원에서 530,000원으로 소폭 상향 조정한다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	17,022	-4.8	13.7	17,270	-1.4
영업이익	2,509	15.0	41.4	2,491	0.7
세전계속사업이익	2,686	22.3	26.6	2,601	3.3
지배순이익	1,849	22.1	22.3	1,799	2.8
영업이익률 (%)	14.7	+2.5 %pt	+2.8 %pt	14.4	+0.3 %pt
지배순이익률 (%)	10.9	+2.4 %pt	+0.8 %pt	10.4	+0.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	65,967	68,833	64,240	66,125
영업이익	8,948	7,647	8,690	9,099
지배순이익	6,290	5,274	6,640	6,856
PER	14.0	15.6	13.5	13.1
PBR	1.4	1.2	1.3	1.2
EV/EBITDA	6.3	7.4	6.5	5.9
ROE	11.0	8.6	10.3	9.9

자료: 유안타증권

[표-1] 고려아연 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

		2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	QoQ	YoY	3Q19E	4Q19E
원/달러	3개월전	1,095	1,145	1,160	1,106	1,073	1,080	1,121	1,128	1,126	-0.2%	4.9%	1,167	1,160
	당월	1,101	1,153	1,160	1,073	1,080	1,121	1,128	1,126	1,167	3.7%	8.0%	1,160	1,160
금속가격(전월)	아연	2,971	2,671	2,663	3,390	3,172	2,752	2,568	2,631	2,842	8.0%	-10.4%	2,601	2,610
(달러/톤)	연	2,285	1,957	2,003	2,558	2,368	2,232	1,983	2,011	1,934	-3.8%	-18.3%	1,919	1,963
*은 - 달러/온스	은	15.8	15.3	15.9	16.7	16.5	15.7	14.4	15.4	15.0	-2.6%	-9.3%	15.2	15.5
금속가격(당월)	아연	2,922	2,672	2,670	3,415	3,112	2,534	2,629	2,709	2,759	1.8%	-11.4%	2,601	2,619
(달러/톤)	연	2,240	1,957	2,008	2,518	2,383	2,094	1,966	2,035	1,885	-7.4%	-20.9%	1,938	1,970
*은 - 달러/온스	은	15.7	15.4	15.9	16.7	16.5	15.0	14.6	15.6	14.9	-4.3%	-9.9%	15.3	15.6
금속가격(분기말)	아연	2,519	2,627	2,706	3,284	2,907	2,659	2,519	3,000	2,565	-14.5%	-11.7%	2,601	2,627
(달러/톤)	연	2,007	1,976	2,036	2,395	2,405	2,023	2,007	2,002	1,917	-4.2%	-20.3%	1,957	1,976
*은 - 달러/온스	은	15.5	15.6	16.1	16.4	16.1	14.7	15.5	15.1	15.3	1.3%	-5.0%	15.5	15.6
매출액		5,528	5,193	5,358	1,318	1,483	1,429	1,298	1,194	1,404	17.6%	-5.4%	1,282	1,313
(십억원)	아연	2,341	2,180	2,202	587	620	600	534	445	627	40.9%	1.2%	561	546
	연	1,129	1,022	1,059	258	279	317	274	261	261	0.0%	-6.5%	241	259
	은	1,121	1,064	1,133	256	313	293	260	266	274	3.3%	-12.4%	252	272
	기타	936	927	964	218	271	219	229	222	241	8.4%	-11.1%	228	237
판매량	아연	676	650	653	151	172	183	171	138	176	27.0%	2.2%	171	166
(천톤)	연	413	409	410	87	99	115	111	104	105	0.1%	5.6%	97	103
*은 (톤)	은	1,995	1,885	1,915	444	542	515	494	480	494	2.9%	-8.9%	443	469
판매단가	아연	3,460	3,353	3,371	3,894	3,608	3,278	3,124	3,221	3,574	11.0%	-1.0%	3,290	3,296
(천원/톤)	연	2,738	2,499	2,582	2,970	2,823	2,748	2,469	2,500	2,498	-0.1%	-11.5%	2,473	2,523
*은 (천원/온스)	은	17.5	17.5	18.4	17.9	18.0	17.7	16.4	17.2	17.3	0.3%	-3.8%	17.7	18.0
영업이익		648	779	807	160	184	164	139	154	227	47.8%	23.5%	198	200
이익률		11.7%	15.0%	15.1%	12.1%	12.4%	11.5%	10.7%	12.9%	16.2%	3.3%p	3.8%p	15.5%	15.2%

자료: 유안타증권

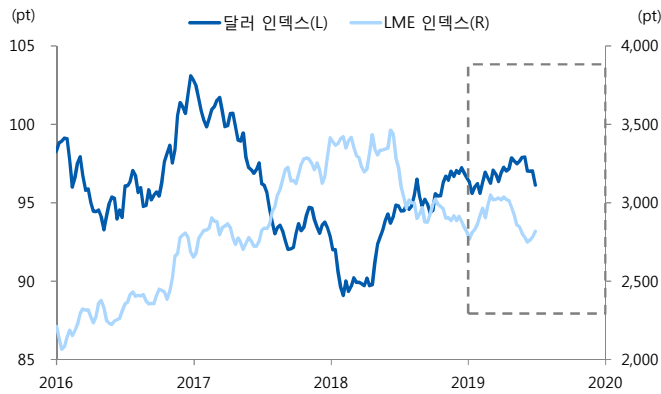
[표-2] 고려아연 연결기준

(단위: 십억원)

		2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	QoQ	YoY	3Q19E	4Q19E
매출액		6,883	6,424	6,613	1,683	1,788	1,773	1,639	1,497	1,702	13.7%	-4.8%	1,599	1,626
영업이익		765	869	910	200	218	195	151	177	251	41.4%	15.0%	219	222
이익률		11.1%	13.5%	13.8%	11.9%	12.2%	11.0%	9.2%	11.9%	14.7%	2.9%p	2.5%p	13.7%	13.6%
세전이익		769	959	998	210	220	202	136	212	269	26.6%	22.2%	238	241
이익률		11.2%	14.9%	15.1%	12.5%	12.3%	11.4%	8.3%	14.2%	15.8%	1.6%p	3.5%p	14.9%	14.8%
지배순이익		527	664	686	146	151	140	90	151	185	22.3%	22.1%	163	165
이익률		7.7%	10.3%	10.4%	8.6%	8.5%	7.9%	5.5%	10.1%	10.9%	0.8%p	2.4%p	10.2%	10.1%

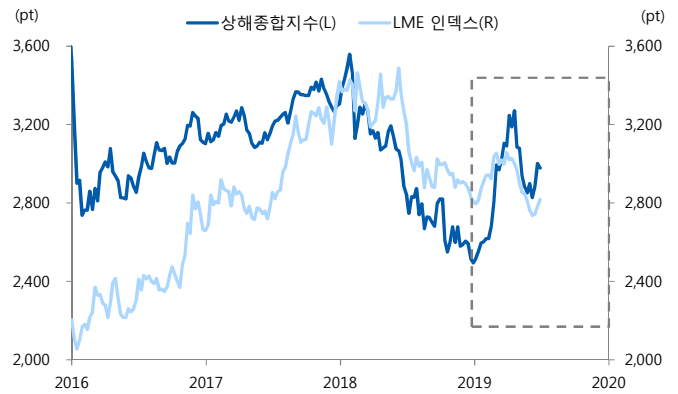
자료: 유안타증권

[그림-1] 달러 인덱스와 LME 인덱스



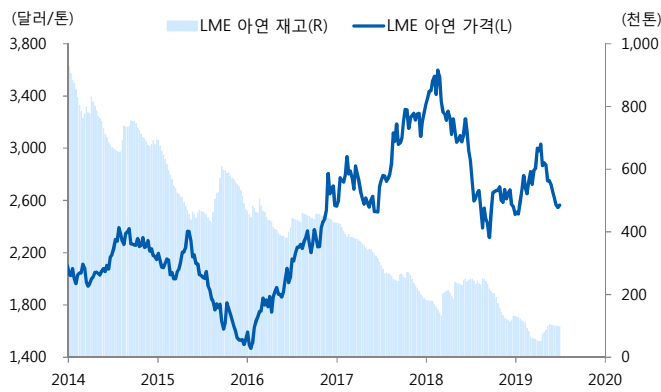
자료: 유안타증권, Bloomberg

[그림-2] 상해종합지수와 LME 인덱스



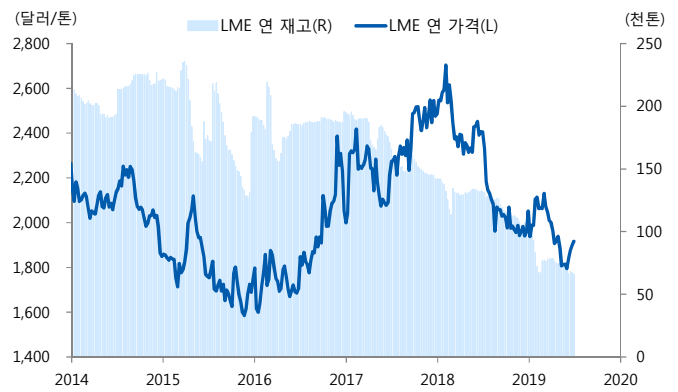
자료: 유안타증권, Bloomberg

[그림-3] LME 아연 Spot 가격 및 재고량



자료: 유안타증권, Bloomberg

[그림-4] LME 연 Spot 가격 및 재고량



자료: 유안타증권, Bloomberg

[그림-5] 아연가격과 아연정광 제련수수료



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

[그림-6] 연가격과 연정광 제련수수료



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

고려아연 (010130) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	65,967	68,833	64,240	66,125	68,268
매출원가	55,279	59,793	54,129	55,564	57,618
매출총이익	10,687	9,040	10,111	10,562	10,650
판매비	1,740	1,393	1,421	1,463	1,510
영업이익	8,948	7,647	8,690	9,099	9,140
EBITDA	11,225	10,232	11,558	12,088	12,449
영업외손익	310	40	898	884	1,112
외환관련손익	-257	-53	59	0	0
이자손익	369	513	639	863	1,091
관계기업관련손익	5	-23	2	0	0
기타	193	-397	198	21	21
법인세비용차감전순이익	9,257	7,687	9,588	9,983	10,252
법인세비용	2,917	2,339	2,827	2,995	3,076
계속사업순이익	6,340	5,348	6,761	6,988	7,176
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	6,340	5,348	6,761	6,988	7,176
지배지분순이익	6,290	5,274	6,640	6,856	7,041
포괄손익	6,015	4,485	7,014	6,988	7,176
지배지분포괄이익	5,952	4,665	6,917	6,909	7,095

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

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	36,699	39,659	42,418	46,263	51,030
현금및현금성자산	5,969	6,561	9,821	13,112	17,335
매출채권 및 기타채권	3,640	3,191	3,865	4,019	4,131
재고자산	13,553	12,880	12,930	13,329	13,761
비유동자산	33,683	32,600	33,978	34,989	35,680
유형자산	27,025	27,851	28,967	29,980	30,673
관계기업 등 지분관련자산	198	206	207	207	207
기타투자자산	5,031	3,126	23	23	23
자산총계	70,381	72,259	76,396	81,251	86,710
유동부채	6,065	5,384	4,782	4,804	5,342
매입채무 및 기타채무	4,391	3,867	3,217	3,238	3,777
단기차입금	169	186	218	218	218
유동성장기부채	51	48	40	40	40
비유동부채	3,260	3,129	3,238	3,238	3,238
장기차입금	118	71	68	68	68
사채	0	0	0	0	0
부채총계	9,325	8,514	8,020	8,042	8,581
지배지분	59,603	62,500	67,013	71,748	76,668
자본금	944	944	944	944	944
자본잉여금	561	560	560	560	560
이익잉여금	57,818	61,381	66,077	70,813	75,732
비지배지분	1,453	1,245	1,362	1,461	1,461
자본총계	61,057	63,745	68,375	73,209	78,129
순차입금	-18,974	-8,334	-12,492	-15,782	-20,006
총차입금	338	305	354	354	354

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	7,968	8,883	8,192	9,301	10,335
당기순이익	6,340	5,348	6,761	6,988	7,176
감가상각비	2,277	2,584	2,866	2,987	3,307
외환손익	251	12	-39	0	0
종속, 관계기업 관련손익	-5	23	-2	0	0
자산부채의 증감	-1,240	-28	-1,613	-962	-436
기타현금흐름	345	944	219	288	288
투자활동 현금흐름	-3,237	-6,497	-2,080	-3,301	-3,301
투자자산	3,827	-4,546	1,949	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-4,970	-3,162	-3,732	-4,000	-4,000
유형자산 감소	12	15	0	0	0
기타현금흐름	-2,106	1,195	-298	699	699
재무활동 현금흐름	-1,725	-1,829	-1,951	-2,147	-2,147
단기차입금	-76	18	32	0	0
사채 및 장기차입금	-64	-51	-12	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,518	-1,783	-1,960	-2,136	-2,136
기타현금흐름	-68	-13	-11	-10	-10
연결범위변동 등 기타	-130	36	-901	-562	-664
현금의 증감	2,876	592	3,260	3,291	4,223
기초 현금	3,093	5,969	6,561	9,821	13,112
기말 현금	5,969	6,561	9,821	13,112	17,335
NOPLAT	8,948	7,647	8,690	9,099	9,140
FCF	2,196	4,715	3,650	4,396	5,271

자료: 유안타증권

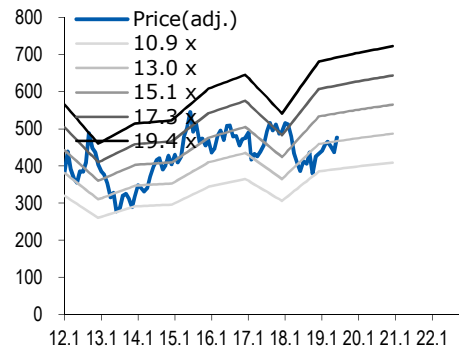
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	33,336	27,950	35,188	36,335	37,312
BPS	337,232	353,622	379,156	405,949	433,785
EBITDAPS	59,487	54,225	61,248	64,060	65,970
SPS	349,585	364,776	340,435	350,426	361,780
DPS	10,000	11,000	12,000	12,000	12,000
PER	14.0	15.6	13.5	13.1	12.8
PBR	1.4	1.2	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	6.3	7.4	6.5	5.9	5.4
PSR	1.3	1.2	1.4	1.4	1.3

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	12.8	4.3	-6.7	2.9	3.2
영업이익 증가율 (%)	17.0	-14.5	13.6	4.7	0.4
지배순이익 증가율 (%)	6.2	-16.2	25.9	3.3	2.7
매출총이익률 (%)	16.2	13.1	15.7	16.0	15.6
영업이익률 (%)	13.6	11.1	13.5	13.8	13.4
자배순이익률 (%)	9.5	7.7	10.3	10.4	10.3
EBITDA 마진 (%)	17.0	14.9	18.0	18.3	18.2
ROIC	16.2	13.4	12.9	11.4	11.3
ROA	9.3	7.4	8.9	8.7	8.4
ROE	11.0	8.6	10.3	9.9	9.5
부채비율 (%)	15.3	13.4	11.7	11.0	11.0
순차입금/자기자본 (%)	-31.8	-13.3	-18.6	-22.0	-26.1
영업이익/금융비용 (배)	1,122.6	726.2	1,155.0	1,190.8	1,196.1

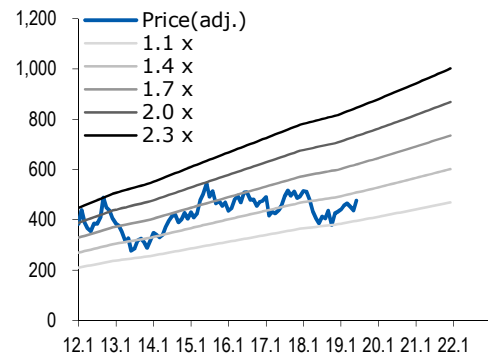
P/E band chart

(천원)

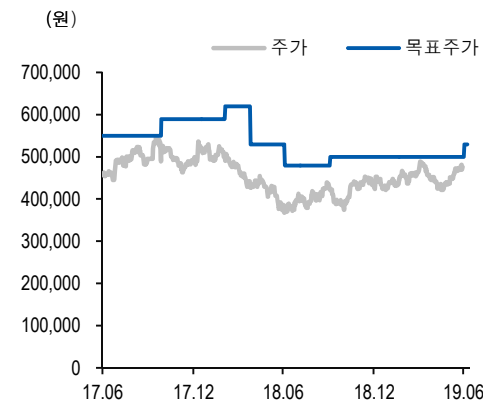


P/B band chart

(천원)



고려아연 (010130) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-07-02	BUY	530,000	1년		
2018-10-04	BUY	500,000	1년	-11.99	-2.20
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

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)	87.4
Hold(중립)	12.0
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-06-29

※ 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.