

고려아연 (010130)

2분기 양호한 영업실적, 아연가격 추가 하락 우려는 과도

2Q19 전반적으로 양호, 판매량이 다소 아쉬워...

2019년 2분기 고려아연의 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 1,74조원(YoY -2.5%, QoQ +16.4%)과 2,421억원(YoY +11.0%, QoQ +36.4%)을 기록하며 시장컨센서스인 2,480억원에 거의 부합했다.

1) 금을 제외한 주요 금속들의 판매가격 상승(금 -3.5%, 아연 +8.2%, 연 +12.3%, 은 +0.2%)과 2) 원/달러 환율 상승(+3.8%) 및 3) 지난해 대비 98불/톤 상승한 아연 벤치마크 T/C(245불/톤)가 1분기까지 소급 적용되면서 양호한 영업실적을 기록했으나, 4) 아연(YoY -2.2%) 및 금(YoY -27.7%) 판매량이 당사 예상치를 하회했고 5) 징크스는 개보수에 따른 판매량 감소로 수익성이 악화되었다. 6) 대신 호주 SMC는 아연 Residue 판매 정상화로 영업이익률이 회복(1Q19 +3.4% → 2Q19 +5.0%)되었다.

전반적인 금속가격 상승세, 아연 또한 8월부터 반등 전망

고려아연의 아연 및 금의 연간 판매량 가이드스가 각각 65만톤과 9.7만톤인 점을 감안하면 하반기 금속 판매량은 증가할 전망이다. 또한 미국 금리인하 및 미달러 약세 전망으로 귀금속가격의 강세가 지속되고 있고 연가격의 경우에도 Nyrstar 호주제련소 생산차질로 6월부터 강세로 전환되었다. 다만 아연가격의 경우 현재 2,400불/톤까지 하락했는데 추후에는 반등이 예상된다. 국제연아연연구그룹(ILZSG)에 따르면 5월 누적 전세계 아연 생산이 5.5만톤 감소하면서 여전히 12.2만톤의 공급부족을 기록한 가운데 LME 아연재고도 낮은 수준이 유지되고 있으며 8월에는 전세계 M/S 2%를 차지하는 영풍의 석포제련소 조업정지 행정소송 1심 및 청문회가 예정되어 있기 때문에 결과에 따라서 아연시장에 투기자금 유입 가능성이 높다고 판단되기 때문이다.

투자 의견 'BUY' 및 목표주가 580,000원 유지

고려아연에 대해 투자 의견 BUY 및 목표주가 580,000원을 유지한다. 2분기 양호한 영업실적을 기록했고 석포제련소 조업정지 1심 결과가 추가 상승 모멘텀으로 작용할 것으로 예상된다. 그에 반해 현재 주가는 PBR 1.2배로 밴드 하단 수준이기 때문에 저평가 되었다고 판단된다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 580,000원 | CP(7월 25일): 458,000원

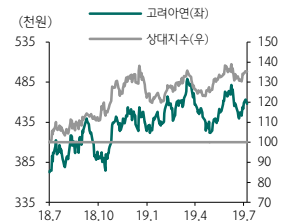
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,074.48
52주 최고/최저(원)	489,000/374,500
시가총액(십억원)	8,642.5
시가총액비중(%)	0.72
발행주식수(천주)	18,870.0
60일 평균 거래량(천주)	32.5
60일 평균 거래대금(십억원)	14.6
19년 배당금(예상, 원)	11.00
19년 배당수익률(예상, %)	0
외국인지분율(%)	26.07
주요주주 지분율(%)	
영풍 외 40인	42.47
국민연금공단	8.05
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(4.4) 7.1 18.7
상대	(2.2) 12.5 30.0

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	6,554.8	6,637.8
영업이익(십억원)	868.3	904.9
순이익(십억원)	662.7	688.1
EPS(원)	34,706	36,034
BPS(원)	378,871	404,812

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	6,596.7	6,883.3	6,650.9	6,505.8	6,626.2
영업이익	십억원	894.8	764.7	854.9	914.3	959.4
세전이익	십억원	925.7	768.7	901.1	973.3	1,008.8
순이익	십억원	629.0	527.4	628.7	668.1	696.1
EPS	원	33,336	27,950	33,315	35,404	36,889
증감률	%	6.2	(16.2)	19.2	6.3	4.2
PER	배	14.79	15.47	13.75	12.94	12.42
PBR	배	1.55	1.29	1.28	1.20	1.12
EV/EBITDA	배	6.73	5.87	5.75	5.20	4.77
ROE	%	10.96	8.64	9.72	9.65	9.40
BPS	원	318,698	334,050	357,062	382,162	408,748
DPS	원	10,000	11,000	11,000	11,000	11,000



Analyst 박성봉
02-3771-7774
sbpark@hanafn.com

RA 김도현
02-3771-3674
dohkim@hanafn.com

2Q19 연결 영업이익 2,421억원
(YoY +11.0%, QoQ +36.4%)로
시장컨센서스 부합

2Q19 전반적으로 양호, 판매량이 다소 아쉬워...

2019년 2분기 고려아연의 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 1,74조원(YoY -2.5%, QoQ +16.4%)과 2,421억원(YoY +11.0%, QoQ +36.4%)을 기록하며 시장컨센서스인 2,480억원에 거의 부합했다.

1) 금을 제외한 주요 금속들의 판매가격 상승(금 -3.5%, 아연 +8.2%, 연 +12.3%, 은 +0.2%)과 2) 원/달러 환율 상승(+3.8%) 및 3) 지난해대비 98불/톤 상승한 아연 벤치마크 T/C(245불/톤)가 1분기까지 소급 적용되면서 양호한 영업실적을 기록했으나, 4) 아연(YoY -2.2%) 및 금(YoY -27.7%) 판매량이 당사 예상치를 하회했고 5) 징크스는 개보수에 따른 판매량 감소로 수익성이 악화되었다. 6)호주 SMC는 아연 Residue 판매 정상화로 영업이익률이 회복(1Q19 +3.4% → 2Q19 +5.0%)되었다.

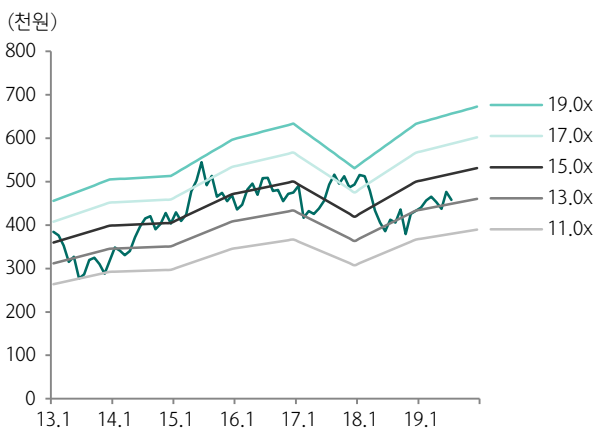
표 1. 고려아연 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, 천톤, kg, 톤, 달러/톤, 달러/온스, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
제품별 매출(본사기준)											
매출(십억원)	1,318.3	1,482.9	1,428.7	1,297.8	1,194.0	1,372.4	1,429.1	1,441.6	5,527.7	5,427.4	5,289.6
아연(십억원)	586.7	619.8	599.8	534.5	445.2	584.3	572.4	593.4	2,340.7	2,191.8	2,092.6
연(십억원)	258.2	279.4	317.2	274.5	261.1	263.1	260.5	230.1	1,129.3	1,014.1	968.6
금(십억원)	95.6	127.2	96.8	84.3	91.7	99.0	148.7	161.4	404.0	495.9	492.8
은(십억원)	255.6	313.0	292.6	260.1	265.7	293.5	312.0	278.3	1,121.4	1,148.8	1,142.2
제품별 판매량(본사기준)											
판매량(천톤)	242.7	278.1	305.0	289.1	249.9	279.9	284.8	281.0	1,114.9	1,095.6	1,096.9
아연(천톤)	150.7	171.8	183.0	171.1	138.2	167.9	172.4	177.4	676.5	656.0	656.0
연(천톤)	86.9	99.0	115.5	111.2	104.4	105.2	105.5	97.5	412.5	412.5	412.5
금(kg)	2,082.0	2,798.0	2,211.0	1,894.0	1,936.0	2,022.0	2,686.3	3,053.1	8,985.0	9,697.5	9,697.5
은(톤)	443.5	542.1	514.6	493.9	479.6	516.1	504.6	493.8	1,994.1	1,994.1	1,994.1
주요 제품 가격											
아연(달러/톤)	3,422.5	3,112.0	2,539.3	2,628.5	2,704.5	2,762.0	2,661.5	2,755.1	2,925.6	2,720.8	2,693.6
연(달러/톤)	2,522.5	2,380.9	2,102.7	1,966.3	2,036.9	1,883.7	1,947.0	1,893.5	2,243.1	1,940.3	1,940.3
금(달러/온스)	1,330.0	1,307.0	1,213.0	1,230.0	1,304.4	1,309.0	1,420.0	1,402.2	1,270.0	1,358.9	1,399.7
은(달러/온스)	16.8	16.5	15.0	14.6	15.6	14.9	16.0	15.2	15.7	15.4	15.9
연결기준											
매출액(십억원)	1,683.4	1,787.6	1,773.5	1,638.8	1,496.7	1,742.7	1,740.2	1,671.2	6,883.3	6,650.9	6,505.8
영업이익(십억원)	200.1	218.1	195.1	151.4	177.5	242.1	205.2	230.1	764.7	854.9	914.3
세전이익(십억원)	210.4	219.7	202.3	136.3	212.1	259.8	203.6	225.7	768.7	901.1	973.3
당기순이익(십억원)	145.6	151.4	140.4	90.1	151.2	181.7	132.6	163.1	527.4	628.7	668.1
영업이익률	11.9	12.2	11.0	9.2	11.9	13.9	11.8	13.8	11.1	12.9	14.1
세전이익률	12.5	12.3	11.4	8.3	14.2	14.9	11.7	13.5	11.2	13.5	15.0
순이익률	8.6	8.5	7.9	5.5	10.1	10.4	7.6	9.8	7.7	9.5	10.3

자료: 하나금융투자

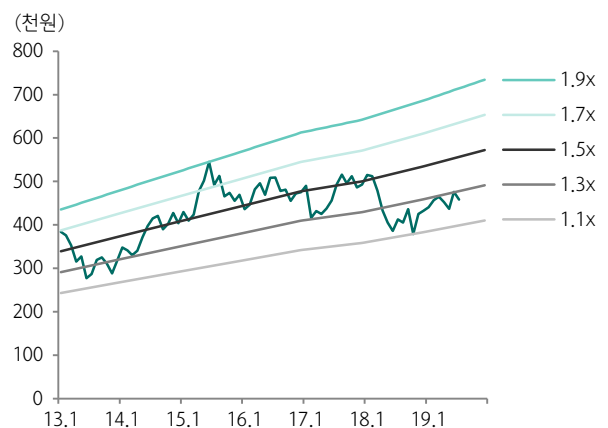
그림 1. 고려아연 PER밴드



주: IFRS 연결 기준

자료: 하나금융투자

그림 2. 고려아연 PBR밴드



주: IFRS 연결 기준

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

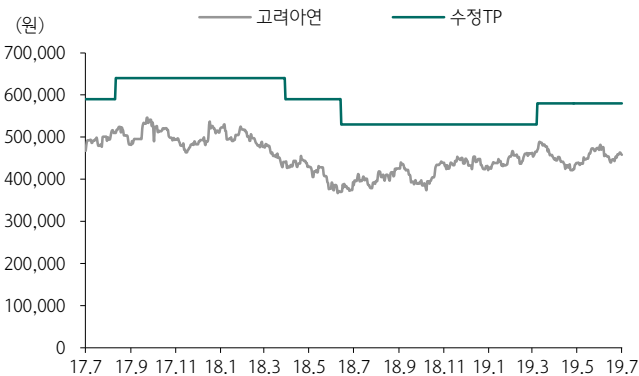
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	6,596.7	6,883.3	6,650.9	6,505.8	6,626.2
매출원가	5,527.9	5,979.3	5,661.4	5,459.8	5,532.7
매출총이익	1,068.8	904.0	989.5	1,046.0	1,093.5
판매비	174.0	139.3	134.6	131.6	134.1
영업이익	894.8	764.7	854.9	914.3	959.4
금융손익	27.2	(0.2)	44.5	45.1	37.8
중속/관계기업손익	0.5	(2.3)	(2.3)	3.4	(2.3)
기타영업외손익	3.3	6.5	4.1	10.4	13.9
세전이익	925.7	768.7	901.1	973.3	1,008.8
법인세	291.7	233.9	263.6	295.9	302.9
계속사업이익	634.0	534.8	637.5	677.4	705.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	634.0	534.8	637.5	677.4	705.9
비지배주주지분 손익	5.0	7.4	8.8	9.4	9.8
지배주주순이익	629.0	527.4	628.7	668.1	696.1
지배주주지분포괄이익	595.2	466.5	663.0	704.6	734.1
NOPAT	612.8	532.0	604.8	636.4	671.3
EBITDA	1,122.5	1,023.2	1,122.2	1,213.8	1,297.7
성장성(%)					
매출액증가율	12.8	4.3	(3.4)	(2.2)	1.9
NOPAT증가율	8.1	(13.2)	13.7	5.2	5.5
EBITDA증가율	14.2	(8.8)	9.7	8.2	6.9
영업이익증가율	17.0	(14.5)	11.8	6.9	4.9
(지배주주)순이익증가율	6.2	(16.2)	19.2	6.3	4.2
EPS증가율	6.2	(16.2)	19.2	6.3	4.2
수익성(%)					
매출총이익률	16.2	13.1	14.9	16.1	16.5
EBITDA이익률	17.0	14.9	16.9	18.7	19.6
영업이익률	13.6	11.1	12.9	14.1	14.5
계속사업이익률	9.6	7.8	9.6	10.4	10.7
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	33,336	27,950	33,315	35,404	36,889
BPS	318,698	334,050	357,062	382,162	408,748
CFPS	60,594	55,967	60,759	65,076	69,660
EBITDAPS	59,487	54,225	59,471	64,325	68,768
SPS	349,585	364,776	352,457	344,769	351,153
DPS	10,000	11,000	11,000	11,000	11,000
주가지표(배)					
PER	14.8	15.5	13.7	12.9	12.4
PBR	1.5	1.3	1.3	1.2	1.1
PCFR	8.1	7.7	7.5	7.0	6.6
EV/EBITDA	6.7	5.9	5.7	5.2	4.8
PSR	1.4	1.2	1.3	1.3	1.3
재무비율(%)					
ROE	11.0	8.6	9.7	9.7	9.4
ROA	9.3	7.4	8.5	8.6	8.5
ROIC	15.6	12.9	14.3	14.3	14.0
부채비율	15.3	13.4	10.9	9.2	8.7
순부채비율	(31.1)	(35.8)	(34.1)	(33.9)	(33.2)
이자보상배율(배)	1,122.6	726.2	925.1	1,080.5	1,133.8

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	3,669.9	3,965.9	3,944.5	4,059.4	4,212.1
금융자산	1,931.2	2,313.6	2,348.1	2,497.8	2,621.5
현금성자산	596.9	656.1	697.5	851.6	971.8
매출채권 등	364.0	319.1	308.3	301.6	307.1
재고자산	1,355.3	1,288.0	1,244.5	1,217.3	1,239.9
기타유동자산	19.4	45.2	43.6	42.7	43.6
비유동자산	3,368.3	3,260.0	3,616.7	3,910.7	4,277.9
투자자산	522.9	333.2	607.2	600.7	606.1
금융자산	503.1	2.3	277.0	271.0	276.0
유형자산	2,702.5	2,785.1	2,867.9	3,168.5	3,530.4
무형자산	79.7	85.8	85.7	85.6	85.5
기타비유동자산	63.2	55.9	55.9	55.9	55.9
자산총계	7,038.1	7,225.9	7,561.2	7,970.1	8,490.0
유동부채	606.5	538.4	442.6	376.5	381.1
금융부채	22.5	24.0	19.2	19.2	19.2
매입채무 등	439.1	386.7	296.3	230.6	234.8
기타유동부채	144.9	127.7	127.1	126.7	127.1
비유동부채	326.0	312.9	302.6	296.2	301.5
금융부채	11.8	7.1	7.1	7.1	7.1
기타비유동부채	314.2	305.8	295.5	289.1	294.4
부채총계	932.5	851.4	745.2	672.6	682.6
지배주주지분	5,960.4	6,250.0	6,684.2	7,157.9	7,659.6
자본금	94.4	94.4	94.4	94.4	94.4
자본잉여금	56.1	56.0	56.0	56.0	56.0
자본조정	(53.5)	(53.5)	(53.5)	(53.5)	(53.5)
기타포괄이익누계액	81.7	15.0	15.0	15.0	15.0
이익잉여금	5,781.8	6,138.1	6,572.4	7,046.0	7,547.7
비지배주주지분	145.3	124.5	131.8	139.6	147.8
자본총계	6,105.7	6,374.5	6,816.0	7,297.5	7,807.4
순금융부채	(1,896.8)	(2,282.5)	(2,321.8)	(2,471.5)	(2,595.2)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	796.8	888.3	896.7	956.1	1,057.6
당기순이익	634.0	534.8	637.5	677.4	705.9
조정	286.8	356.3	304.7	316.4	370.7
감가상각비	227.8	258.5	267.4	299.5	338.2
외환거래손익	25.1	1.2	24.1	4.1	4.1
지분법손익	(0.5)	2.3	2.3	(3.4)	2.3
기타	34.4	94.3	10.9	16.2	26.1
영업활동 자산부채 변동	(124.0)	(2.8)	(45.5)	(37.7)	(19.0)
투자활동 현금흐름	(323.7)	(649.7)	(656.0)	(607.5)	(743.1)
투자자산감소(증가)	469.5	193.1	(277.9)	8.3	(9.2)
유형자산감소(증가)	(495.8)	(314.7)	(350.0)	(600.0)	(700.0)
기타	(297.4)	(528.1)	(28.1)	(15.8)	(33.9)
재무활동 현금흐름	(172.5)	(182.9)	(199.2)	(194.4)	(194.4)
금융부채증가(감소)	(16.8)	(3.2)	(4.8)	(0.0)	0.0
자본증가(감소)	(1.1)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(2.8)	(1.3)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(151.8)	(178.3)	(194.4)	(194.4)	(194.4)
현금의 증감	287.6	59.2	41.4	154.1	120.1
Unlevered CFO	1,143.4	1,056.1	1,146.5	1,228.0	1,314.5
Free Cash Flow	299.8	572.2	546.7	356.1	357.6

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

고려아연



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.4.2	BUY	580,000		
18.7.9	BUY	530,000	-20.46%	-11.89%
18.4.24	BUY	590,000	-29.64%	-22.88%
17.9.5	BUY	640,000	-22.19%	-14.69%
17.4.25	BUY	590,000	-22.31%	-12.54%
17.2.5	BUY	620,000	-32.50%	-21.45%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

• 투자 의견의 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	89.7%	9.7%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 7월 25일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 7월 26일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 2019년 7월 26일 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 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.