

2019. 7. 26



▲ **철강**
 Analyst **민사영**
 02. 6454-4875
 sayeong.min@meritz.co.kr

Trading Buy

적정주가 (12개월) 500,000 원

현재주가 (7.25) 458,000 원

상승여력 9.2%

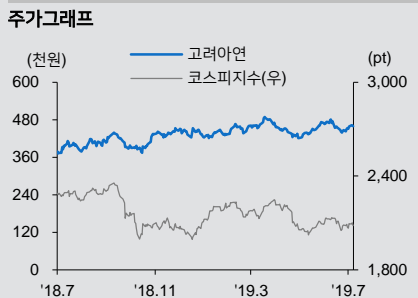
KOSPI	2,074.48pt
시가총액	86,425억원
발행주식수	1,887만주
유동주식비율	45.13%
외국인비중	26.07%
52주 최고/최저가	489,000원/374,500원
평균거래대금	146.4억원

주요주주(%)

영풍 외 40 인	42.47
국민연금공단	8.05

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.4	7.1	18.7
상대주가	-2.2	12.5	30.0



고려아연 010130

2Q19 Review: 펀더멘털은 증명됐으나 Valuation 이 문제

- ✓ 2Q19 Review: 연결 실적 부진
- ✓ 자회사의 부진은 일회적인 요인으로 보기 어려워 컨센서스 조정은 필연적
- ✓ 펀더멘털은 증명됐으나, Valuation의 디레이팅 요소는 강화되는 중
- ✓ 현재 PER 13~14배 수준의 Multiple은 호실적을 충분히 반영하고 있다고 판단됨
- ✓ 전망치 조정으로 투자의견 Trading Buy는 유지, 적정주가는 500,000원으로 하향

2Q19 Review: 연결 실적 부진

고려아연의 2분기 연결 영업이익은 2,421억원으로 컨센서스 2,500억원을 충족했으나 당사 예상치 2,726억원을 하회했다. 별도 영업이익은 2,297억원으로 당사 추정치 2,451억원에 소폭 미달하는 수준이었으나 연결 자회사의 실적이 부진했다.

별도 영업이익에서는 아연 프리미엄이 1분기 대비 감소했다는 점과 금 생산량이 가이던스를 미달했다는 점이 두드러진다. 두 요소 모두 일회적인 요인으로 보기 어려워 하반기 실적 전망치를 소폭 하향 조정했다. 연결 실적은 징크옥사이드코퍼레이션과 같이 아연 가격에 영향을 받는 자회사의 실적이 부진했다. 이 역시 구조적인 부분이기 때문에 하반기 실적 컨센서스는 하향 조정될 전망이다.

펀더멘털은 증명됐으나, Valuation의 디레이팅 요소는 강화되는 중

2분기 실적을 통해 우수한 본업 경쟁력은 증명이 되었다. 그러나 업황이 이미 피크를 지나 다운사이클의 초입기에 들어간 상황에서 Valuation에 대한 고민은 여전하다. 아연 TC가 사상 최고 수준에 근접한 상황에서 추가적인 개선을 기대하긴 어려워 보이고, 가격은 중국 정련아연 생산량 증가가 확인되면서 하락 추세를 이어가고 있다.

2010년 이후 평균적으로 PER 14~15배 수준을 받았던 점을 고려하면 업황의 정점에서 13~14배 수준의 PER Multiple은 호실적을 상당 부분 반영한 상태라 판단된다. 실적 전망치를 하향 조정했기 때문에 투자의견 Trading Buy는 유지하나, 적정주가는 500,000원으로 하향 조정한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	6,596.7	894.8	629.1	33,336	6.6	315,862	14.8	1.6	6.7	11.0	15.3
2018	6,883.3	764.7	527.4	27,950	-15.6	331,214	15.5	1.3	7.3	8.6	13.4
2019E	6,464.4	786.7	607.2	32,179	14.8	353,090	14.2	1.3	6.8	9.4	10.5
2020E	6,250.8	793.9	593.0	31,426	-2.4	374,213	14.6	1.2	6.4	8.6	9.7
2021E	6,136.6	850.8	637.5	33,784	7.5	397,694	13.6	1.2	5.8	8.8	9.2

(십억원)	2Q19P	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	1,742.7	1,787.6	-2.5	1,496.7	16.4	1,736.1	0.4	1,721.0	1.3
영업이익	242.1	218.1	11.0	177.5	36.4	250.1	-3.2	272.6	-11.2
세전이익	257.6	219.7	17.2	212.1	21.5	263.1	-2.1	288.4	-10.7
순이익	184.7	151.4	21.9	151.2	22.1	181.8	1.6	199.9	-7.6
영업이익률(%)	13.9	12.2		11.9		14.4		15.8	
순이익률(%)	10.6	8.5		10.1		10.5		11.6	

자료: 회사명, 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	6,590.0	6,707.1	6,464.4	6,250.8	-1.9	-6.8
영업이익	806.3	874.3	786.7	793.9	-2.4	-9.2
세전이익	860.1	941.3	864.2	855.7	0.5	-9.1
지배순이익	596.0	652.3	609.2	593.0	2.2	-9.1

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	3개년 평균	2018	2019E	2020E	2021E
지배주주 순이익	613.2	527.4	609.2	593.0	637.5
지배주주 자본총계	6,904.9	6,250.0	6,491.4	6,890.0	7,333.1
ROE (%)	8.9	8.6	9.6	8.9	9.0
COE (%)	6.5	7.7	6.5	6.5	6.5
Rf(5년물 국채금리)	2.2	2.3	2.2	2.2	2.2
52주 β	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
Rm	8.3	10.0	8.3	8.3	8.3
성장률(g)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Fair PBR (배)	1.37	1.12	1.47	1.36	1.38
적정 시가총액	9,444.2	7,021.2	9,560.1	9,404.6	10,123.5
Current PBR	1.18	1.31	1.33	1.25	1.18
현재 시가총액	8,161.3	8,161.3	8,642.5	8,642.5	8,642.5
적정주가 (원, 만원미만 절사)	500,000	370,000	500,000	490,000	530,000
증가 (원)	458,000	432,500	458,000	458,000	458,000
Upside (%)	9.2	-14.5	9.2	7.0	15.7

주: 3개년 평균 ROE는 2019~2021년의 지배주주 순이익과 자본총계를 단순 평균한 뒤 그 값을 이용하여 산출한 수치임

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

고려아연 (010130)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	6,596.7	6,883.3	6,464.4	6,250.8	6,136.6
매출액증가율 (%)	12.8	4.3	-6.1	-3.3	-1.8
매출원가	5,527.9	5,979.3	5,529.5	5,313.2	5,144.7
매출총이익	1,068.7	904.0	934.9	937.7	991.9
판매관리비	174.0	139.3	148.2	143.8	141.1
영업이익	894.8	764.7	786.7	793.9	850.8
영업이익률	13.6	11.1	12.2	12.7	13.9
금융손익	27.2	-0.2	61.2	45.2	53.0
종속/관계기업손익	0.5	-2.3	-1.2	-2.4	-2.3
기타영업외손익	3.3	6.5	17.4	19.0	18.5
세전계속사업이익	925.7	768.7	864.2	855.7	919.9
법인세비용	291.7	233.9	250.1	256.7	276.0
당기순이익	634.0	534.8	614.0	599.0	643.9
지배주주지분 순이익	629.1	527.4	607.2	593.0	637.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	796.8	888.3	941.2	917.2	922.0
당기순이익(손실)	634.0	534.8	614.0	599.0	643.9
유형자산상각비	227.8	258.4	284.7	282.6	293.5
무형자산상각비	0.0	0.1	0.2	0.1	0.1
운전자본의 증감	-124.0	-2.8	42.4	35.6	-15.4
투자활동 현금흐름	-323.7	-649.7	-63.0	-400.1	-400.1
유형자산의증가(CAPEX)	-497.0	-316.2	-373.2	-400.0	-400.0
투자자산의감소(증가)	469.2	187.4	310.3	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-172.5	-182.9	-194.4	-194.4	-194.4
차입금의 증감	-16.8	-3.2	0.0	0.0	0.0
자본의 증가	-1.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	287.6	59.2	683.8	322.8	327.5
기초현금	309.3	596.9	656.1	1,339.9	1,662.6
기말현금	596.9	656.1	1,339.9	1,662.6	1,990.2

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	3,669.9	3,965.9	4,466.9	4,742.8	5,090.7
현금및현금성자산	596.9	656.1	1,339.9	1,662.6	1,990.2
매출채권	320.7	303.6	292.2	283.4	287.2
재고자산	1,355.3	1,288.0	1,239.7	1,202.1	1,218.4
비유동자산	3,368.3	3,260.0	3,038.2	3,155.6	3,262.2
유형자산	2,702.5	2,785.1	2,873.7	2,991.1	3,097.6
무형자산	79.7	85.8	85.8	85.8	85.8
투자자산	522.9	333.2	22.8	22.8	22.8
자산총계	7,038.1	7,225.9	7,505.1	7,898.4	8,352.8
유동부채	606.5	538.4	398.0	386.7	391.6
매입채무	342.8	283.3	272.7	264.4	268.0
단기차입금	16.9	18.6	18.6	18.6	18.6
유동성장기부채	5.1	4.8	4.8	4.8	4.8
비유동부채	326.0	312.9	312.9	312.9	312.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	11.8	7.1	7.1	7.1	7.1
부채총계	932.5	851.4	710.9	699.7	704.6
자본금	94.4	94.4	94.4	94.4	94.4
자본잉여금	56.1	56.0	56.0	56.0	56.0
기타포괄이익누계액	81.7	15.0	15.0	15.0	15.0
이익잉여금	5,781.8	6,138.1	6,550.9	6,949.5	7,392.6
비지배주주지분	145.3	124.5	131.4	137.3	143.8
자본총계	6,105.7	6,374.5	6,794.2	7,198.7	7,648.3

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	349,585	364,776	342,574	331,258	325,202
EPS(지배주주)	33,336	27,950	32,179	31,426	33,784
CFPS	60,594	55,967	58,639	57,890	61,498
EBITDAPS	59,487	54,225	56,784	57,049	60,639
BPS	315,862	331,214	353,090	374,213	397,694
DPS	10,000	11,000	11,000	11,000	11,000
배당수익률(%)	2.0	2.5	2.4	2.4	2.4
Valuation(Multiple)					
PER	14.8	15.5	14.2	14.6	13.6
PCR	8.1	7.7	7.8	7.9	7.4
PSR	1.4	1.2	1.3	1.4	1.4
PBR	1.6	1.3	1.3	1.2	1.2
EBITDA	1,122.5	1,023.2	1,071.5	1,076.5	1,144.3
EV/EBITDA	6.7	7.3	6.8	6.4	5.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	11.0	8.6	9.4	8.6	8.8
EBITDA 이익률	17.0	14.9	16.6	17.2	18.6
부채비율	15.3	13.4	10.5	9.7	9.2
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	1,122.6	726.2	1,092.6	1,984.7	13,044.2
매출채권회전율(x)	20.1	22.1	21.7	21.7	21.5
재고자산회전율(x)	5.2	5.2	5.1	5.1	5.1

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 7월 26일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 7월 26일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 7월 26일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 민사영)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.0%
중립	3.0%
매도	0.0%

2019년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

고려아연 (010130) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.05.16	기업분석	Trading Buy	510,000	민사영	-11.2	-5.6	
2019.07.26	기업브리프	Trading Buy	500,000	민사영	-	-	