

# 고려아연 (010130)

## 귀금속 전성시대!

### 아연만 제외하면 우호적인 3분기 영업환경

2019년 3분기 고려아연의 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 1,8조원(YoY -0.6%, QoQ +1.2%)과 2,202억원(YoY +12.8%, QoQ -9.1%)을 기록할 것으로 예상된다. 영업이익의 경우 시장컨센서스 2,125억원을 상회하는 양호한 실적을 기록할 전망이다.

1) 글로벌 경기둔화 우려 및 정련아연 공급 확대 전망에 따른 LME 아연 가격 하락(QoQ -14.6%)에도 불구하고, 2) 아연과 금의 판매량 소폭 증가와 더불어 3) Nyrstar사의 호주 연 제련소 생산차질에 따른 연 가격 상승(+8.8%)과 4) 귀금속 가격 급등(금 +15.0%, 은 +14.1%) 및 5) 원/달러 환율 상승(+2.4%)이 양호한 실적을 견인할 전망이다.

### 귀금속 가격 추가 상승 및 아연가격 바닥확인 예상

귀금속가격이 큰 폭으로 상승 중이다. 특히 금의 경우 8월 중순 들어 온스당 1,500불을 상회하기 시작했고 8월말 현재 2013년 4월 이후 최고치인 1,527불을 기록 중이다. 은 또한 8월 중순 온스당 17불을 상회하기 시작했고 8월말 현재 17.7불을 기록 중이다. 글로벌 통화완화 정책으로 본격적인 기준금리 인하 사이클의 시작과 동시에 글로벌 금융시장 변동성 확대로 금 가격 추가 상승이 예상된다. 특히 은의 경우 금 가격대비 상대적으로 저평가되었기 때문에 향후 상승폭이 금을 상회할 전망으로 하나금융투자는 향후 6개월 이내에 온스당 20불 돌파가 가능할 것으로 예상된다.

아연의 경우 최근 영풍의 석포제련소가 폐수방류에 따른 20일 조업정지 행정소송 1심에 패소했기 때문에 향후 조업정지 가능성이 높다는 점에서 아연가격 지지 요인으로 작용할 전망이다.

### 투자이견 'BUY' 및 목표주가 580,000원 유지

고려아연에 대해 투자이견 BUY 및 목표주가 580,000원을 유지한다. 3분기 양호한 영업실적 전망에도 불구하고, 현재 주가는 PBR 1.12배로 밴드 하단 수준이기 때문에 저평가 되었다고 판단된다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 580,000원 | CP(8월 27일): 428,000원

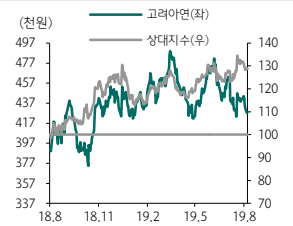
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,924.60
52주 최고/최저(원)	489,000/374,500
시가총액(십억원)	8,076.4
시가총액비중(%)	0.67
발행주식수(천주)	18,870.0
60일 평균 거래량(천주)	33.1
60일 평균 거래대금(십억원)	14.9
17년 배당금(예상, 원)	11,000
17년 배당수익률(예상, %)	2.57
외국인지분율(%)	26.49
주요주주 지분율(%)	
최창결 외 38인	42.47
국민연금	8.05
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(2.6) (7.9) 4.1
상대	4.6 7.0 24.4

#### Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	6,587.9	6,680.1
영업이익(십억원)	849.8	885.6
순이익(십억원)	655.8	680.9
EPS(원)	34,435	35,721
BPS(원)	378,999	405,331

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	6,596.7	6,883.3	6,736.6	6,556.2	6,677.1
영업이익	십억원	894.8	764.7	877.0	915.7	959.9
세전이익	십억원	925.7	768.7	973.7	992.4	1,033.0
순이익	십억원	629.0	527.4	679.3	681.2	712.8
EPS	원	33,336	27,950	35,996	36,098	37,773
증감률	%	6.2	(16.2)	28.8	0.3	4.6
PER	배	14.79	15.47	11.89	11.86	11.33
PBR	배	1.55	1.29	1.19	1.11	1.04
EV/EBITDA	배	6.73	5.87	5.12	4.68	4.28
ROE	%	10.96	8.64	10.46	9.76	9.53
BPS	원	318,698	334,050	359,743	385,538	413,008
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

**아연만 제외하면 우호적인 3분기 영업환경**

3Q19 영업이익 2,202억원(YoY +12.8%, QoQ -9.1%)으로 컨센서스 상회하는 양호한 실적 예상

2019년 3분기 고려아연의 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 1,8조원(YoY -0.6%, QoQ +1.2%)과 2,202억원(YoY +12.8%, QoQ -9.1%)을 기록할 것으로 예상된다. 영업이익의 경우 시장컨센서스 2,125억원을 상회하는 양호한 실적을 기록할 전망이다.

1) 글로벌 경기둔화 우려 및 정련아연 공급 확대 전망에 따른 LME 아연 가격 하락(QoQ -14.6%)에도 불구하고, 2) 아연과 금의 판매량 소폭 증가와 더불어 3) Nyrstar사의 호주 연제련소 생산차질에 따른 연 가격 상승(+8.8%)과 4) 귀금속 가격 급등(금 +15.0%, 은 +14.1%) 및 5) 원/달러 환율 상승(+2.4%)이 양호한 실적을 견인할 전망이다.

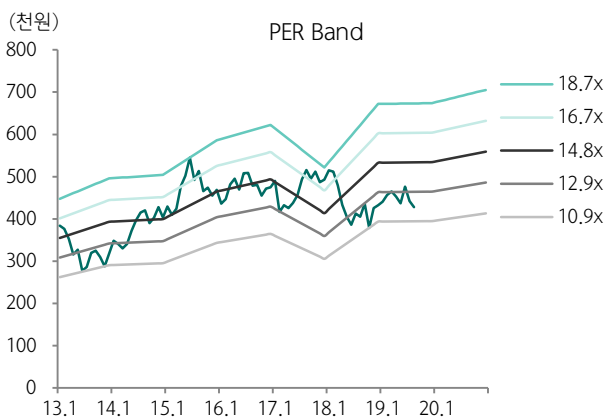
표 1. 고려아연 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, 천톤, kg, 톤, 달러/톤, 달러/온스, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
<b>제품별 매출(본사기준)</b>											
매출(십억원)	1,318.3	1,482.9	1,428.7	1,297.8	1,194.0	1,372.4	1,447.7	1,494.8	5,527.7	5,497.4	5,330.6
아연(십억원)	586.7	619.8	599.8	534.5	445.2	584.3	526.9	561.8	2,340.7	2,119.3	2,013.9
연(십억원)	258.2	279.4	317.2	274.5	261.1	263.1	278.0	233.3	1,129.3	1,034.5	982.5
금(십억원)	95.6	127.2	96.8	84.3	91.7	99.0	164.0	184.6	404.0	528.1	520.4
은(십억원)	255.6	313.0	292.6	260.1	265.7	293.5	344.5	338.2	1,121.4	1,241.5	1,224.3
<b>제품별 판매량(본사기준)</b>											
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
<b>주요 제품 가격</b>											
아연(달러/톤)	3,422.5	3,112.0	2,539.3	2,628.5	2,704.5	2,762.0	2,360.0	2,588.6	2,925.6	2,603.8	2,577.7
연(달러/톤)	2,522.5	2,380.9	2,102.7	1,966.3	2,036.9	1,883.7	2,050.0	1,925.1	2,243.1	1,973.9	1,973.9
금(달러/온스)	1,330.0	1,307.0	1,213.0	1,230.0	1,304.4	1,309.0	1,505.0	1,571.2	1,270.0	1,422.4	1,465.1
은(달러/온스)	16.8	16.5	15.0	14.6	15.6	14.9	17.0	18.5	15.7	16.5	16.8
<b>연결기준</b>											
매출액(십억원)	1,683.4	1,787.6	1,773.5	1,638.8	1,496.7	1,742.7	1,762.9	1,734.3	6,883.3	6,736.6	6,556.2
영업이익(십억원)	200.1	218.1	195.1	151.4	177.5	242.1	220.2	237.2	764.7	877.0	915.7
세전이익(십억원)	210.4	219.7	202.3	136.3	212.1	257.6	234.5	269.5	768.7	973.7	992.4
당기순이익(십억원)	145.6	151.4	140.4	90.1	151.2	184.7	157.6	185.8	527.4	679.3	681.2
영업이익률	11.9	12.2	11.0	9.2	11.9	13.9	12.5	13.7	11.1	13.0	14.0
세전이익률	12.5	12.3	11.4	8.3	14.2	14.8	13.3	15.5	11.2	14.5	15.1
순이익률	8.6	8.5	7.9	5.5	10.1	10.6	8.9	10.7	7.7	10.1	10.4

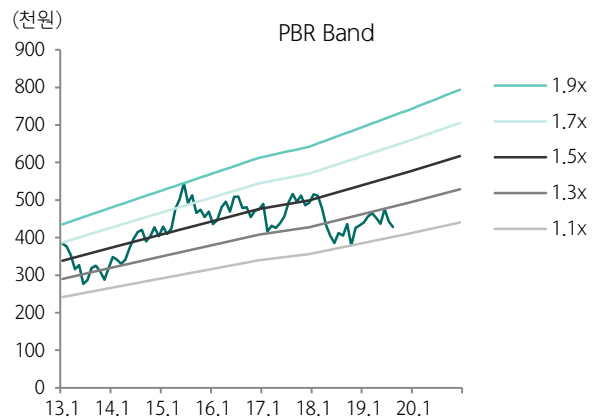
자료: 하나금융투자

그림 1. 고려아연 PER밴드



주: IFRS 연결 기준  
자료: 하나금융투자

그림 2. 고려아연 PBR밴드



주: IFRS 연결 기준  
자료: 하나금융투자

추정 재무제표

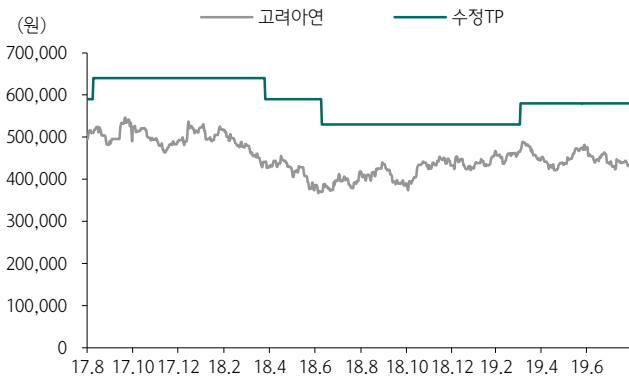
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	6,596.7	6,883.3	6,736.6	6,556.2	6,677.1
매출원가	5,527.9	5,979.3	5,723.3	5,507.8	5,582.1
매출총이익	1,068.8	904.0	1,013.3	1,048.4	1,095.0
판매비	174.0	139.3	136.3	132.7	135.1
영업이익	894.8	764.7	877.0	915.7	959.9
금융손익	27.2	(0.2)	94.9	62.9	61.5
중속/관계기업손익	0.5	(2.3)	(2.3)	3.4	(2.3)
기타영업외손익	3.3	6.5	4.1	10.4	13.9
세전이익	925.7	768.7	973.7	992.4	1,033.0
법인세	291.7	233.9	284.9	301.7	310.2
계속사업이익	634.0	534.8	688.8	690.7	722.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	634.0	534.8	688.8	690.7	722.8
비지배주주지분 손이익	5.0	7.4	9.5	9.6	10.0
지배주주순이익	629.0	527.4	679.3	681.2	712.8
영업이익중과잉이익	595.2	466.5	716.4	718.4	751.7
NOPAT	612.8	532.0	620.4	637.3	671.7
EBITDA	1,122.5	1,023.2	1,144.3	1,215.2	1,298.1
성장성(%)					
매출액증가율	12.8	4.3	(2.1)	(2.7)	1.8
NOPAT증가율	8.1	(13.2)	16.6	2.7	5.4
EBITDA증가율	14.2	(8.8)	11.8	6.2	6.8
영업이익증가율	17.0	(14.5)	14.7	4.4	4.8
(지배주주)순이익증가율	6.2	(16.2)	28.8	0.3	4.6
EPS증가율	6.2	(16.2)	28.8	0.3	4.6
수익성(%)					
매출총이익률	16.2	13.1	15.0	16.0	16.4
EBITDA이익률	17.0	14.9	17.0	18.5	19.4
영업이익률	13.6	11.1	13.0	14.0	14.4
계속사업이익률	9.6	7.8	10.2	10.5	10.8
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	33,336	27,950	35,996	36,098	37,773
BPS	318,698	334,050	359,743	385,538	413,008
CFPS	60,594	55,967	61,932	65,149	69,684
EBITDAPS	59,487	54,225	60,643	64,398	68,792
SPS	349,585	364,776	357,002	347,440	353,849
DPS	10,000	11,000	11,000	11,000	11,000
주가지표(배)					
PER	14.8	15.5	11.9	11.9	11.3
PBR	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0
PCFR	8.1	7.7	6.9	6.6	6.1
EV/EBITDA	6.7	5.9	5.1	4.7	4.3
PSR	1.4	1.2	1.2	1.2	1.2
재무비율(%)					
ROE	11.0	8.6	10.5	9.8	9.5
ROA	9.3	7.4	9.1	8.7	8.6
ROIC	15.6	12.9	14.7	14.3	14.0
부채비율	15.3	13.4	11.0	9.2	8.7
순부채비율	(31.1)	(35.8)	(34.3)	(34.3)	(33.8)
이자보상배율(배)	1,122.6	726.2	948.9	1,081.8	1,134.2

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	3,669.9	3,965.9	3,998.4	4,124.0	4,293.6
금융자산	1,931.2	2,313.6	2,381.3	2,550.2	2,690.8
현금성자산	596.9	656.1	728.2	902.6	1,039.5
매출채권 등	364.0	319.1	312.3	303.9	309.5
재고자산	1,355.3	1,288.0	1,260.5	1,226.8	1,249.4
기타유동자산	19.4	45.2	44.3	43.1	43.9
비유동자산	3,368.3	3,260.0	3,623.0	3,915.4	4,282.6
투자자산	522.9	333.2	613.5	605.4	610.9
금융자산	503.1	2.3	283.1	275.5	280.6
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	55.8
자산총계	7,038.1	7,225.9	7,621.4	8,039.4	8,576.2
유동부채	606.5	538.4	447.7	378.9	383.5
금융부채	22.5	24.0	19.2	19.2	19.2
매입채무 등	439.1	386.7	301.1	232.8	237.1
기타유동부채	144.9	127.7	127.4	126.9	127.2
비유동부채	326.0	312.9	306.4	298.4	303.8
금융부채	11.8	7.1	7.1	7.1	7.1
기타비유동부채	314.2	305.8	299.3	291.3	296.7
부채총계	932.5	851.4	754.1	677.3	687.3
지배주주지분	5,960.4	6,250.0	6,734.8	7,221.6	7,739.9
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	6,623.0	7,109.7	7,628.1
비지배주주지분	145.3	124.5	132.5	140.5	149.0
자본총계	6,105.7	6,374.5	6,867.3	7,362.1	7,888.9
순금융부채	(1,896.8)	(2,282.5)	(2,355.0)	(2,523.9)	(2,664.5)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	796.8	888.3	886.3	956.9	1,052.3
당기순이익	634.0	534.8	688.8	690.7	722.8
조정	286.8	356.3	254.8	299.7	348.5
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	(39.0)	(0.5)	3.9
영업활동 자산부채 변동	(124.0)	(2.8)	(57.3)	(33.5)	(19.0)
투자활동 현금흐름	(323.7)	(649.7)	(614.9)	(588.2)	(721.0)
투자자산감소(증가)	469.5	193.1	(284.3)	10.0	(9.3)
유형자산감소(증가)	(495.8)	(314.7)	(350.0)	(600.0)	(700.0)
기타	(297.4)	(528.1)	19.4	1.8	(11.7)
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	72.1	174.4	136.9
Unlevered CFO	1,143.4	1,056.1	1,168.7	1,229.4	1,314.9
Free Cash Flow	299.8	572.2	536.3	356.9	352.3

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%
17.8.27	BUY	590,000	-13.32%	-12.54%
17.2.5	BUY	620,000	-28.95%	-19.19%

투자 등급 관련 사항 및 투자 의견 비율 공시

• 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

투자 등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	88.2%	11.1%	0.6%	99.9%

\* 기준일: 2018년 8월 28일

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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 08월 28일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 2019년 08월 28일 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.