

고려아연 (010130)

금속



이현수

02 3770 5718

hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	530,000원 (M)
현재주가 (10/1)	446,500원
상승여력	19%

시가총액	84,255억원
총발행주식수	18,870,000주
60일 평균 거래대금	125억원
60일 평균 거래량	28,370주
52주 고	489,000원
52주 저	374,500원
외인지분율	26.88%
주요주주	영풍 외 40 인 42.47%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	2.6	(1.9)	3.2
상대	(2.5)	0.8	16.5
절대(달러환산)	3.9	(4.9)	(4.0)

3Q19 Preview: 시선은 다시 비철금속으로

3Q19 Preview: 환율은 양과 음에 모두 영향을 미쳤다

별도 영업이익 1,938억원(yoy +18%), 연결 영업이익 2,087억원(yoy +7%) 전망

3Q 원/달러 평균환율은 1,195원/달러로 전분기대비(1,167원/달러) +2.4% 상승했다. 당사는 매출액이 모두 환율에 노출된 만큼 원화 약세는 긍정적 요인이다. 그러나, 원가에 적용되는 환율(약 3개월 전) 역시 전분기대비 상승했다. 2Q 원가에 적용된 환율은 1,126원/달러였던 반면에 3Q에 적용된 환율은 1,167원/달러로 2019년 이후 진행된 원화 약세 흐름이 3Q부터 원가에 부정적 요인이 되기 시작했다. 3Q(6~8월) LME 아연가격은 2,440달러/톤으로 전분기(3~5월)대비 -14% 하락했다. 하지만 아연을 제외한 연, 금, 은 등의 품목은 전분기대비 가격이 상승하며 아연 가격 하락에 따른 수익성 감소 요인을 일부 상쇄했을 것으로 추정된다. 주요 품목들의 판매량은 2Q 수준과 유사했을 것으로 예상된다.

귀금속보다 비철금속이 좋아야 한다

당사는 2015년말 아연(55만톤→65만톤) 및 연(30만톤→43만톤) 생산능력을 증대시켰다. 이에 따라 2016년부터 아연 및 연 판매량은 증가했으나 귀금속(금,은) 판매량은 정체되고 있다. 귀금속보다 비철금속의 영업환경(상품가격 및 TC)이 더 중요한 이유이다. 2Q 이후 아연가격은 중국 제련업체들의 생산량 증가에 따라 약세 흐름을 보이고 있다. 호주를 비롯한 아연 광산업체들의 생산량 증가에 따라 정광 조달이 과거 대비 수월해졌으며 이에 따라 TC도 상승하여 중국 제련업체들의 생산 증대 욕구를 자극하고 있다. 아연가격이 톤당 2,000달러대 초반까지 하락하여 추가적인 하락 리스크는 제한적이라 할 수 있으나 아연가격 반등을 위해서는 향후 중국 제련업체들의 생산량 조절이 필요하다는 판단이다. 연 부분의 긍정적 변화는 고무적이다. 연 가격은 5월 이후 상승 추세이며, 연 TC 또한 장기간의 낮은 수준을 탈피하여 9월 이후 상승하고 있다. 4Q 이후 비철금속 영업환경은 3Q 대비 개선이 가능할 것으로 예상된다.

투자의견 BUY, 목표주가 530,000원 유지

2015년까지는 본사, 2016년 이후에는 종속회사에 대한 투자가 진행됐다. 이제는 주주환원 정책에 초점을 맞출 것으로 사료된다. 2018년 순이익이 전년대비 감소했음에도 불구하고 DPS는 오히려 상향(2017년 10,000원→2018년 11,000원)된 바 있다. 2019년 순이익은 전년대비 증가가 예상되는 바, 추가적인 DPS 상향(2019년 12,000원)이 나타날 수 있다고 판단된다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	3Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	16,188	-8.7	-7.1	16,719	-3.2
영업이익	2,087	6.9	-13.8	2,159	-3.4
세전계속사업이익	2,228	10.2	-13.5	2,267	-1.7
지배순이익	1,615	15.0	-12.6	1,584	1.9
영업이익률 (%)	12.9	+1.9 %pt	-1.0 %pt	12.9	0
지배순이익률 (%)	10.0	+2.1 %pt	-0.6 %pt	9.5	+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	65,382	68,447
영업이익	8,948	7,647	8,292	8,597
지배순이익	6,290	5,274	6,523	6,967
PER	14.0	15.6	13.0	12.1
PBR	1.4	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	6.3	5.9	5.4	4.9
ROE	11.0	8.6	10.0	10.0

자료: 유안타증권

[표-1] 고려아연 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

		2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	QoQ	YoY	4Q19E
원/달러	3개월전	1,095	1,154	1,190	1,106	1,073	1,080	1,121	1,128	1,126	1,167	3.7%	8.0%	1,195
	당월	1,101	1,169	1,190	1,073	1,080	1,121	1,128	1,126	1,167	1,195	2.4%	6.5%	1,190
금속가격(전월) (달러/톤)	아연	2,971	2,573	2,505	3,390	3,172	2,752	2,568	2,631	2,842	2,440	-14.1%	-11.3%	2,378
	연	2,285	2,004	2,184	2,558	2,368	2,232	1,983	2,011	1,934	1,973	2.1%	-11.6%	2,099
	*은 - 달러/온스	은	15.8	16.0	16.8	16.7	16.5	15.7	14.4	15.4	15.0	16.0	6.8%	1.7%
금속가격(당월) (달러/톤)	아연	2,922	2,561	2,512	3,415	3,112	2,534	2,629	2,709	2,759	2,350	-14.8%	-7.3%	2,425
	연	2,240	2,019	2,190	2,518	2,383	2,094	1,966	2,035	1,885	2,031	7.7%	-3.0%	2,127
	*은 - 달러/온스	은	15.7	16.2	16.8	16.7	16.5	15.0	14.6	15.6	14.9	17.0	14.3%	13.7%
금속가격(분기말) (달러/톤)	아연	2,519	2,471	2,546	3,284	2,907	2,659	2,519	3,000	2,565	2,429	-5.3%	-8.7%	2,471
	연	2,007	2,155	2,219	2,395	2,405	2,023	2,007	2,002	1,917	2,127	10.9%	5.1%	2,155
	*은 - 달러/온스	은	15.5	16.7	16.8	16.4	16.1	14.7	15.5	15.1	15.3	17.0	11.0%	15.6%
매출액 (십억원)		5,528	5,191	5,454	1,318	1,483	1,429	1,298	1,194	1,372	1,289	-6.1%	-9.8%	1,336
	아연	2,341	2,065	2,076	587	620	600	534	445	584	532	-9.0%	-11.3%	504
	연	1,129	1,053	1,176	258	279	317	274	261	263	252	-4.3%	-20.6%	277
	은	1,121	1,144	1,230	256	313	293	260	266	293	271	-7.6%	-7.5%	315
	기타	936	929	972	218	271	219	229	222	232	235	1.0%	7.0%	240
판매량 (천톤)	아연	676	646	650	151	172	183	171	138	168	172	2.6%	-5.9%	167
	연	413	406	410	87	99	115	111	104	105	96	-8.4%	-16.5%	100
	*은 (톤)	은	1,995	1,904	1,919	444	542	515	494	480	516	443	-14.2%	-14.0%
판매단가 (천원/톤)	아연	3,460	3,198	3,193	3,894	3,608	3,278	3,124	3,221	3,480	3,087	-11.3%	-5.8%	3,009
	연	2,738	2,591	2,869	2,970	2,823	2,748	2,469	2,500	2,502	2,614	4.5%	-4.9%	2,758
	*은 (천원/온스)	은	17.5	18.7	19.9	17.9	18.0	17.7	16.4	17.2	17.7	19.0	7.7%	7.6%
영업이익 <i>이익률</i>		648	763	788	160	184	164	139	154	230	194	-15.7%	18.0%	185
		11.7%	14.7%	14.4%	12.1%	12.4%	11.5%	10.7%	12.9%	16.7%	15.0%	-1.7%p	3.5%p	13.9%

자료: 유안타증권

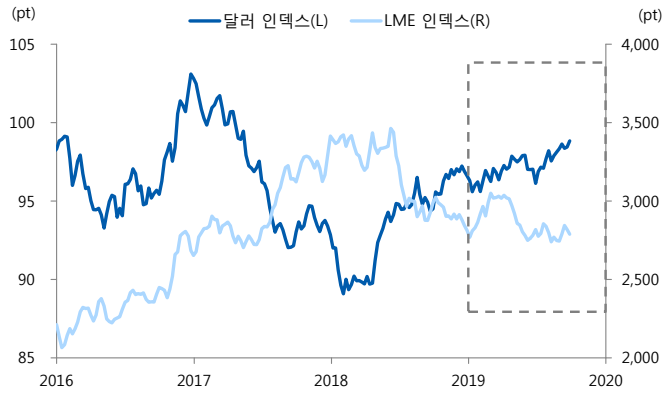
[표-2] 고려아연 연결기준

(단위: 십억원)

		2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	QoQ	YoY	4Q19E
매출액		6,883	6,538	6,845	1,683	1,788	1,773	1,639	1,497	1,743	1,619	-7.1%	-8.7%	1,680
영업이익 <i>이익률</i>		765	829	860	200	218	195	151	177	242	209	-13.8%	6.9%	201
		11.1%	12.7%	12.6%	11.9%	12.2%	11.0%	9.2%	11.9%	13.9%	12.9%	-1.0%p	1.9%p	12.0%
세전이익 <i>이익률</i>		769	907	959	210	220	202	136	212	258	223	-13.5%	10.2%	214
		11.2%	13.9%	14.0%	12.5%	12.3%	11.4%	8.3%	14.2%	14.8%	13.8%	-1.0%p	2.4%p	12.8%
지배순이익 <i>이익률</i>		527	652	697	146	151	140	90	151	185	161	-12.6%	15.0%	155
		7.7%	10.0%	10.2%	8.6%	8.5%	7.9%	5.5%	10.1%	10.6%	10.0%	-0.6%p	2.1%p	9.2%

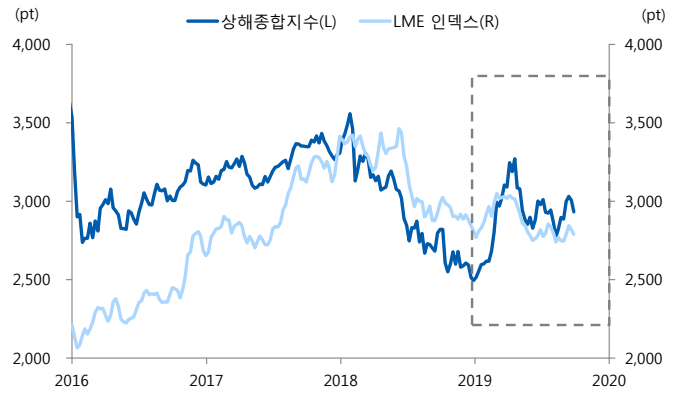
자료: 유안타증권

[그림-1] 달러 인덱스와 LME 인덱스



자료: 유안타증권, Bloomberg

[그림-2] 상해종합지수와 LME 인덱스



자료: 유안타증권, Bloomberg

[그림-3] 아연가격과 아연정광 제련수수료



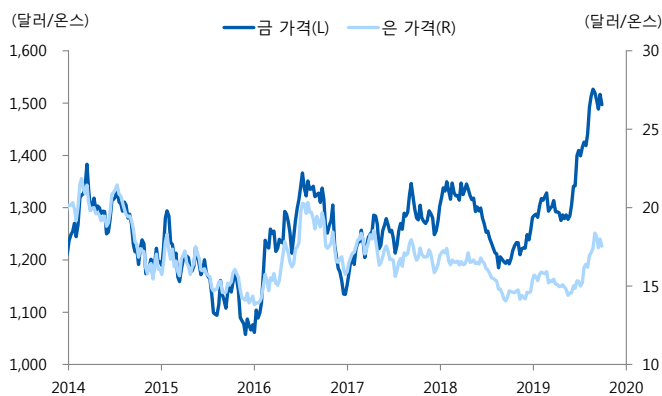
자료: 유안타증권, Bloomberg, 주: Spot TC 는 주간 평균값

[그림-4] 연가격과 연정광 제련수수료



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

[그림-5] 귀금속 가격



자료: 유안타증권, Bloomberg

[그림-6] 원/달러 환율



자료: 유안타증권, Bloomberg

고려아연 (010130) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	65,967	68,833	65,382	68,447	70,066
매출원가	55,279	59,793	55,674	58,368	59,626
매출총이익	10,687	9,040	9,708	10,079	10,440
판매비	1,740	1,393	1,417	1,483	1,518
영업이익	8,948	7,647	8,292	8,597	8,922
EBITDA	11,225	10,232	11,130	11,429	11,828
영업외손익	310	40	778	995	1,236
외환관련손익	-257	-53	-14	0	0
이자손익	369	513	536	760	1,000
관계기업관련손익	5	-23	4	0	0
기타	193	-397	252	235	235
법인세비용차감전순이익	9,257	7,687	9,070	9,592	10,158
법인세비용	2,917	2,339	2,477	2,542	2,692
계속사업순이익	6,340	5,348	6,593	7,050	7,466
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	6,340	5,348	6,593	7,050	7,466
지배지분순이익	6,290	5,274	6,523	6,967	7,378
포괄순이익	6,015	4,485	6,854	7,061	7,477
지배지분포괄이익	5,952	4,665	6,844	7,070	7,487

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	44,034	49,154	54,958
현금및현금성자산	5,969	6,561	9,690	14,104	19,489
매출채권 및 기타채권	3,640	3,191	4,174	4,336	4,419
재고자산	13,553	12,880	13,654	14,198	14,534
비유동자산	33,683	32,600	33,351	33,319	33,212
유형자산	27,025	27,851	28,162	28,132	28,028
관계기업등 자본관련자산	198	206	309	309	309
기타투자자산	5,031	3,126	3,484	3,484	3,484
자산총계	70,381	72,259	77,385	82,473	88,171
유동부채	6,065	5,384	5,452	5,590	6,207
매입채무 및 기타채무	4,391	3,867	3,804	3,941	4,559
단기차입금	169	186	190	190	190
유동성장기부채	51	48	31	31	31
비유동부채	3,260	3,129	3,229	3,229	3,229
장기차입금	118	71	65	65	65
사채	0	0	0	0	0
부채총계	9,325	8,514	8,681	8,819	9,436
지배지분	59,603	62,500	67,359	72,216	77,296
자본금	944	944	944	944	944
자본잉여금	561	560	560	560	560
이익잉여금	57,818	61,381	65,961	70,807	75,887
비지배지분	1,453	1,245	1,345	1,438	1,438
자본총계	61,057	63,745	68,704	73,654	78,734
순차입금	-18,974	-22,831	-25,506	-29,920	-35,305
총차입금	338	305	306	306	306

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	7,968	8,883	7,376	9,002	10,258
당기순이익	6,340	5,348	6,593	7,050	7,466
감가상각비	2,277	2,584	2,836	2,830	2,904
외환손익	251	12	-69	0	0
종속, 관계기업 관련손익	-5	23	-4	0	0
자산부채의 증감	-1,240	-28	-1,994	-924	-158
기타현금흐름	345	944	12	46	46
투자활동 현금흐름	-3,237	-6,497	-2,486	-2,602	-2,602
투자자산	3,827	-4,546	1,125	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-4,970	-3,162	-2,794	-2,800	-2,800
유형자산 감소	12	15	3	0	0
기타현금흐름	-2,106	1,195	-821	198	198
재무활동 현금흐름	-1,725	-1,829	-2,005	-2,160	-2,337
단기차입금	-76	18	3	0	0
사채 및 장기차입금	-64	-51	-24	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,518	-1,783	-1,975	-2,152	-2,329
기타현금흐름	-68	-13	-9	-8	-8
연결범위변동 등 기타	-130	36	245	174	65
현금의 증감	2,876	592	3,129	4,414	5,384
기초 현금	3,093	5,969	6,561	9,690	14,104
기말 현금	5,969	6,561	9,690	14,104	19,489
NOPLAT	8,948	7,647	8,292	8,597	8,922
FCF	2,196	4,715	4,078	5,427	6,506

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

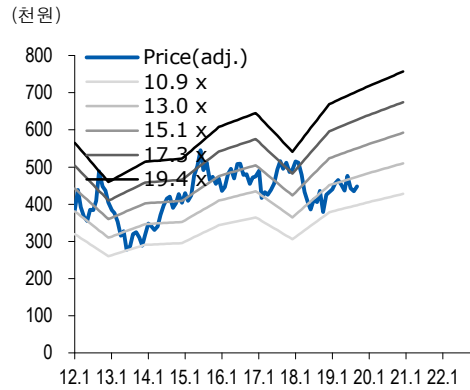
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

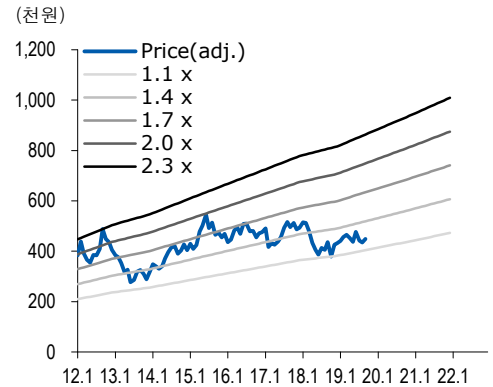
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	33,336	27,950	34,570	36,921	39,098
BPS	337,232	353,622	381,112	408,594	437,337
EBITDAPS	59,487	54,225	58,982	60,567	62,683
SPS	349,585	364,776	346,485	362,730	371,307
DPS	10,000	11,000	12,000	13,000	14,000
PER	14.0	15.6	13.0	12.1	11.5
PBR	1.4	1.2	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	6.3	5.9	5.4	4.9	4.3
PSR	1.3	1.2	1.3	1.2	1.2

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	12.8	4.3	-5.0	4.7	2.4
영업이익 증가율 (%)	17.0	-14.5	8.4	3.7	3.8
지배순이익 증가율 (%)	6.2	-16.2	23.7	6.8	5.9
매출총이익률 (%)	16.2	13.1	14.8	14.7	14.9
영업이익률 (%)	13.6	11.1	12.7	12.6	12.7
지배순이익률 (%)	9.5	7.7	10.0	10.2	10.5
EBITDA 마진 (%)	17.0	14.9	17.0	16.7	16.9
ROIC	16.2	13.4	14.7	14.9	15.4
ROA	9.3	7.4	8.7	8.7	8.6
ROE	11.0	8.6	10.0	10.0	9.9
부채비율 (%)	15.3	13.4	12.6	12.0	12.0
순차입금/자기자본 (%)	-31.8	-36.5	-37.9	-41.4	-45.7
영업이익/금융비용 (배)	1,122.6	726.2	1,300.3	1,407.4	1,460.7

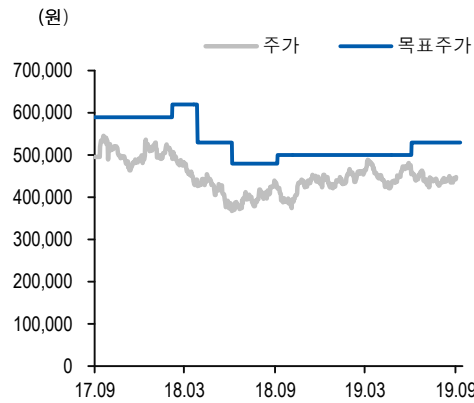
P/E band chart



P/B band chart



고려아연 (010130) 투자등급 및 목표주가 추이



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

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)	0.6
Buy(매수)	88.1
Hold(중립)	11.4
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-09-29

※ 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.