



# 고려아연 (010130)

금속



이현수

02 3770 5718  
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	530,000원 (M)
현재주가 (10/28)	439,500원
상승여력	21%

시기총액	82,934억원
총발행주식수	18,870,000주
60일 평균 거래대금	115억원
60일 평균 거래량	26,244주
52주 고	489,000원
52주 저	374,500원
외인지분율	26.80%
주요주주	영풍 외 40 인 42.47%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(0.8)	0.0	14.0
상대	(2.9)	(1.3)	10.4
절대(달러환산)	1.7	1.2	11.2

## 3Q19 Review: 아연과 연, 수익성 개선 기대

### 3Q19(P): 별도 영업이익 1,826억원, 연결 영업이익 2,088억원

연결 영업이익, 당사 추정(2,087억원) 및 Consensus(2,156억원) 부합

- 별도: 영업이익이 당사 추정(1,938억원)을 하회했다. 아연 판매량은 16.3만톤으로 당사 추정(17.2만톤)을 하회했으며, 은 판매량은 492톤으로 당사 추정(443톤)을 상회했다. 전분기대비로는 비철금속(아연,연) 및 귀금속(금,은) 판매량이 모두 소폭 감소했다. LME 연 평균가격(6~8월) 및 귀금속 가격(7~9월)이 전분기대비 상승했지만 LME 아연 평균가격(6~8월)이 전분기대비 하락했다. 7~9월 평균환율이 1,195원/달러를 기록하며 전분기(1,167원/달러)대비 원화 약세를 나타내어 원화기준 매출단가에 긍정적 영향을 미쳤지만, 원가에 반영되는 환율 역시 2분기 1,126원/달러에서 3분기 1,167원/달러로 상승하며 환율 측면에서 전분기대비 긍정적 요인이 감소했다.
- 연결: 호주 SMC와 징크옥사이드코퍼레이션은 아연가격 약세에도 불구하고 전분기 수준의 영업이익을 기록하며 영업이익 규모가 당사 추정을 상회한 것으로 파악된다.

### 4Q19, 단기적으로 환율 영향은 부정적이나 영업 환경은 개선 중

4Q 아연 판매량 17.1만톤, 연 판매량 10.0만톤으로 전분기대비 각각 +4.4%, +4.5% 증가할 것으로 추정된다. 귀금속(금,은) 판매량은 3Q와 유사한 수준이 예상된다. 달러 기준 판매단가는 아연을 제외하고 연 및 귀금속이 모두 전분기대비 상승할 것으로 전망된다. 아연 판매단가(달러)의 하락 폭도 크지는 않을 것으로 판단된다. 하지만, 4Q 들어 달러 약세 움직임에 따라 원화 강세가 이어지고 있어 환율 측면에서는 부정적 영향이 예상된다. 4Q 평균환율은 1,180원/달러로 전분기(1,195원/달러)대비 하락할 것으로 전망되나 원가에 반영되는 환율은 1,195원/달러로 전분기(1,167원/달러)대비 상승할 것으로 전망된다. 또한, 4Q는 계절적으로 판매관리비가 1~3분기에 비해 높게 반영되는 시기로 이러한 영향에 따라 4Q 별도 영업이익 1,729억원, 연결 영업이익 1,905억원으로 추정된다.

### 투자의견 BUY, 목표주가 530,000원 유지

4Q에 반영될 환율 영향이 아쉬우나 주력 제품군인 비철금속의 영업 환경 개선은 긍정적으로 평가된다. 달러 약세에 따른 비철금속 강세가 예상되고 아연은 LME 재고량 감소, 연은 공급 감소 이슈에 따라 수급적으로도 가격 강세가 전망된다. 제련수수료 역시 아연정광TC는 높은 수준에서 유지되고 있으며 연정광TC는 급등하고 있어 수익성 개선의 여지가 발생하고 있다는 판단이다.

#### Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	3Q19P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	17,311	-2.4	-0.7	16,905	2.4
영업이익	2,088	7.0	-13.8	2,156	-3.2
세전계속사업이익	2,265	12.0	-12.1	2,289	-1.0
자배순이익	1,579	12.5	-14.5	1,587	-0.5
영업이익률 (%)	12.1	+1.1 %pt	-1.8 %pt	12.8	-0.7 %pt
자배순이익률 (%)	9.1	+1.2 %pt	-1.5 %pt	9.4	-0.3 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	65,967	68,833	67,005	72,395
영업이익	8,948	7,647	8,188	8,907
지배순이익	6,290	5,274	6,400	7,122
PER	14.0	15.6	13.1	11.8
PBR	1.4	1.2	1.2	1.2
EV/EBITDA	6.3	5.9	5.4	4.7
ROE	11.0	8.6	9.9	10.2

자료: 유안타증권

[표-1] 고려아연 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

		2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	QoQ	YoY	4Q19E
원/달러	3개월전	1,095	1,154	1,180	1,106	1,073	1,080	1,121	1,128	1,126	1,167	3.7%	8.0%	1,195
	당월	1,101	1,167	1,180	1,073	1,080	1,121	1,128	1,126	1,167	1,195	2.4%	6.5%	1,180
금속가격(전월)	아연	2,971	2,581	2,600	3,390	3,172	2,752	2,568	2,631	2,842	2,440	-14.1%	-11.3%	2,409
	(달러/톤)	2,285	2,015	2,310	2,558	2,368	2,232	1,983	2,011	1,934	1,973	2.1%	-11.6%	2,141
*은 - 달러/온스	은	15.8	16.0	17.1	16.7	16.5	15.7	14.4	15.4	15.0	16.0	6.8%	1.7%	17.8
금속가격(당월)	아연	2,922	2,576	2,606	3,415	3,112	2,534	2,629	2,709	2,759	2,350	-14.8%	-7.3%	2,487
	(달러/톤)	2,240	2,040	2,316	2,518	2,383	2,094	1,966	2,035	1,885	2,031	7.7%	-3.0%	2,210
*은 - 달러/온스	은	15.7	16.2	17.1	16.7	16.5	15.0	14.6	15.6	14.9	17.0	14.3%	13.7%	17.4
금속가격(분기말)	아연	2,519	2,565	2,642	3,284	2,907	2,659	2,519	3,000	2,565	2,429	-5.3%	-8.7%	2,565
	(달러/톤)	2,007	2,279	2,347	2,395	2,405	2,023	2,007	2,002	1,917	2,127	10.9%	5.1%	2,279
*은 - 달러/온스	은	15.5	17.0	17.2	16.4	16.1	14.7	15.5	15.1	15.3	17.0	11.0%	15.6%	17.0
매출액		5,528	5,239	5,657	1,318	1,483	1,429	1,298	1,194	1,372	1,306	-4.8%	-8.6%	1,366
(십억원)	아연	2,341	2,057	2,138	587	620	600	534	445	584	509	-13.0%	-15.2%	519
	연	1,129	1,055	1,228	258	279	317	274	261	263	251	-4.6%	-20.9%	280
	은	1,121	1,180	1,297	256	313	293	260	266	293	298	1.8%	2.0%	323
	기타	936	946	993	218	271	219	229	222	232	248	6.9%	13.2%	243
판매량	아연	676	640	650	151	172	183	171	138	168	163	-2.7%	-10.7%	171
	(천톤)	413	406	410	87	99	115	111	104	105	96	-8.6%	-16.8%	100
* 은 (톤)	은	1,995	1,965	1,997	444	542	515	494	480	516	492	-4.7%	-4.6%	477
판매단가	아연	3,460	3,214	3,289	3,894	3,608	3,278	3,124	3,221	3,480	3,112	-10.6%	-5.1%	3,044
	(천원/톤)	2,738	2,598	2,995	2,970	2,823	2,748	2,469	2,500	2,502	2,611	4.4%	-5.0%	2,787
* 은 (천원/온스)	은	17.5	18.7	20.2	17.9	18.0	17.7	16.4	17.2	17.7	18.9	6.9%	6.8%	21.1
영업이익		648	739	795	160	184	164	139	154	230	183	-20.5%	11.2%	173
이익률		11.7%	14.1%	14.0%	12.1%	12.4%	11.5%	10.7%	12.9%	16.7%	14.0%	-2.8%p	2.5%p	12.7%

자료: 유안타증권

[표-2] 고려아연 연결기준

(단위: 십억원)

	2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	QoQ	YoY	4Q19E
매출액	6,883	6,700	7,240	1,683	1,788	1,773	1,639	1,497	1,743	1,731	-0.7%	-2.4%	1,730
영업이익	765	819	891	200	218	195	151	177	242	209	-13.8%	7.0%	190
	이익률	11.1%	12.2%	12.3%	11.9%	12.2%	11.0%	9.2%	11.9%	13.9%	12.1%	-1.8%p	1.1%p
세전이익	769	900	985	210	220	202	136	212	258	226	-12.1%	12.0%	203
	이익률	11.2%	13.4%	13.6%	12.5%	12.3%	11.4%	8.3%	14.2%	14.8%	13.1%	-1.7%p	1.7%p
지배순이익	527	640	712	146	151	140	90	151	185	158	-14.5%	12.5%	146
이익률	7.7%	9.6%	9.8%	8.6%	8.5%	7.9%	5.5%	10.1%	10.6%	9.1%	-1.5%p	1.2%p	8.5%

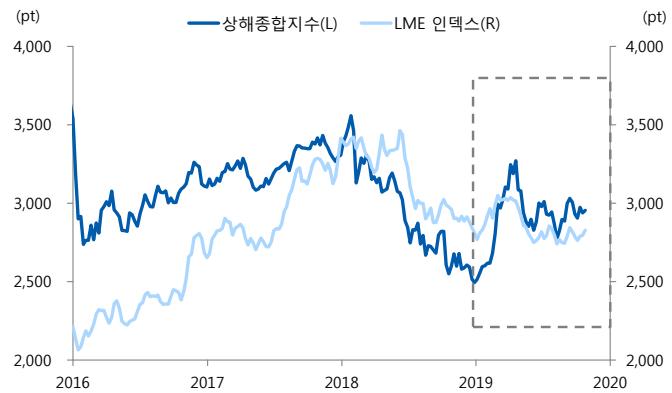
자료: 유안타증권

[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 TC는 주간 평균값

[그림-4] 연가격과 연정광 제련수수료



자료: 유안타증권, Bloomberg, 주: Spot TC는 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	67,005	72,395	74,136
매출원가	55,279	59,793	57,365	61,920	63,090
매출총이익	10,687	9,040	9,640	10,475	11,046
판관비	1,740	1,393	1,452	1,568	1,606
영업이익	8,948	7,647	8,188	8,907	9,440
EBITDA	11,225	10,232	11,027	11,739	12,347
영업외순익	310	40	807	941	1,184
외환관련순익	-257	-53	-14	0	0
이자순익	369	513	516	706	949
관계기업관련순익	5	-23	4	0	0
기타	193	-397	301	235	235
법인세비용차감전순순익	9,257	7,687	8,996	9,848	10,624
법인세비용	2,917	2,339	2,540	2,659	2,869
계속사업순순익	6,340	5,348	6,456	7,189	7,756
중단사업순순익	0	0	0	0	0
당기순이익	6,340	5,348	6,456	7,189	7,756
지배지분순이익	6,290	5,274	6,400	7,122	7,683
포괄순이익	6,015	4,485	6,717	7,201	7,767
지배지분포괄이익	5,952	4,665	6,707	7,210	7,777

주: 영업이익의 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	36,699	39,659	44,029	49,216	55,194
현금및현금성자산	5,969	6,561	9,178	13,165	18,693
매출채권 및 기타채권	3,640	3,191	4,275	4,535	4,625
재고자산	13,553	12,880	14,060	14,999	15,360
비유동자산	33,683	32,600	33,351	33,319	33,212
유형자산	27,025	27,851	28,162	28,132	28,028
관계기업등 지분관련자산	198	206	309	309	309
기타투자자산	5,031	3,126	3,484	3,484	3,484
자산총계	70,381	72,259	77,380	82,534	88,406
유동부채	6,065	5,384	5,573	5,765	6,408
매입채무 및 기타채무	4,391	3,867	3,925	4,117	4,759
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	8,802	8,994	9,637
지배지분	59,603	62,500	67,235	72,104	77,334
자본금	944	944	944	944	944
자본잉여금	561	560	560	560	560
이익잉여금	57,818	61,381	65,837	70,694	75,924
비지배지분	1,453	1,245	1,343	1,436	1,436
자본총계	61,057	63,745	68,578	73,540	78,770
순차입금	-18,974	-22,831	-24,994	-28,981	-34,509
총차입금	338	305	306	306	306

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	7,968	8,883	6,852	8,703	10,542
당기순이익	6,340	5,348	6,456	7,189	7,756
감가상각비	2,277	2,584	2,836	2,830	2,904
외환순익	251	12	-69	0	0
증속,관계기업관련순익	-5	23	-4	0	0
자산부채의 증감	-1,240	-28	-2,380	-1,363	-164
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	-2,303	-2,492
단기차입금	-76	18	3	0	0
사채 및 장기차입금	-64	-51	-24	0	0
자본금	0	0	0	0	0
현금배당	-1,518	-1,783	-1,975	-2,295	-2,484
기타현금흐름	-68	-13	-9	-8	-8
연결범위변동 등 기타	-130	36	257	190	80
현금의 증감	2,876	592	2,617	3,987	5,528
기초 현금	3,093	5,969	6,561	9,178	13,165
기말 현금	5,969	6,561	9,178	13,165	18,693
NOPLAT	8,948	7,647	8,188	8,907	9,440
FCF	2,196	4,715	3,541	5,172	6,834

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

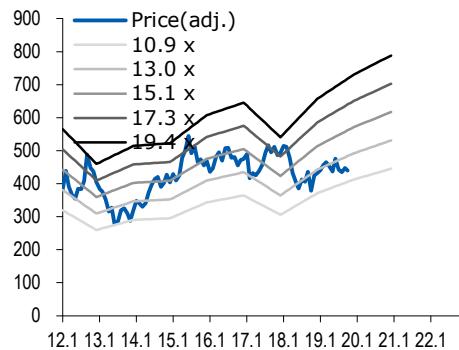
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE,ROA의경우, 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	33,916	37,741	40,715
BPS	337,232	353,622	356,307	382,108	409,823
EBITDAPS	59,487	54,225	58,434	62,212	65,430
SPS	349,585	364,776	355,086	383,653	392,879
DPS	10,000	11,000	12,000	13,000	14,000
PER	14.0	15.6	13.1	11.8	10.9
PBR	1.4	1.2	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	6.3	5.9	5.4	4.7	4.0
PSR	1.3	1.2	1.2	1.2	1.1
재무비율					
	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	12.8	4.3	-2.7	8.0	2.4
영업이익 증가율 (%)	17.0	-14.5	7.1	8.8	6.0
지배순이익 증가율 (%)	6.2	-16.2	21.3	11.3	7.9
매출총이익률 (%)	16.2	13.1	14.4	14.5	14.9
영업이익률 (%)	13.6	11.1	12.2	12.3	12.7
지배순이익률 (%)	9.5	7.7	9.6	9.8	10.4
EBITDA 마진 (%)	17.0	14.9	16.5	16.2	16.7
ROIC	16.2	13.4	14.2	15.1	15.9
ROA	9.3	7.4	8.6	8.9	9.0
ROE	11.0	8.6	9.9	10.2	10.3
부채비율 (%)	15.3	13.4	12.8	12.2	12.2
순차입금/자기자본 (%)	-31.8	-36.5	-37.2	-40.2	-44.6
영업이익/금융비용 (배)	1,122.6	726.2	1,284.1	1,458.3	1,545.6

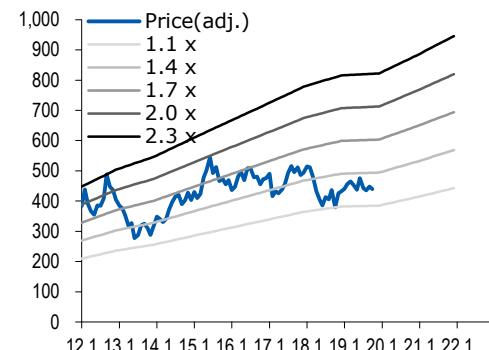
## P/E band chart

(천원)

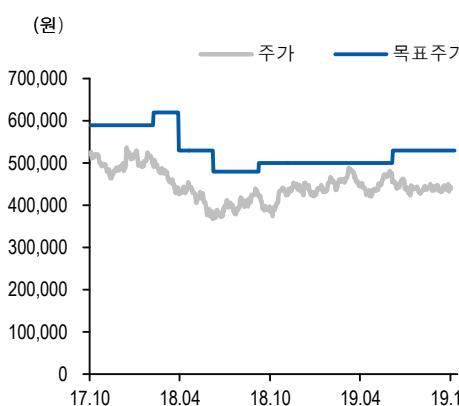


## P/B band chart

(천원)



## 고려이연 (010130) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-10-29	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

자료: 유안타증권

주: 괴리를  $= (\text{실제주가} - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$ 

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	85.2
Hold(중립)	14.2
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-10-26

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 입력이나 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 기준 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 투자 의사결정은 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.