

2017/07/26

고려아연(010130)

3분기 연속 어닝 서프라이즈

■ 3분기 연속 어닝 서프라이즈. 연초 우려는 완전 불식

동사의 17.2Q 연결기준 영업이익은 2,483억원(+5.1%, q-q)으로 3분기 연속 시장 예상치 [2,210억원]을 상회했다. <표1> 『17.2Q 아연/연 판매량 증가 및 Secondary 원료 사용 비중 확대』의 긍정적 효과가 『1) 원/달러 환율 약세, 2) 비철금속 가격 둔화, 3) 아연 TC [Treatment Charge, 제련 수수료] 하락 및 1Q 소급 비용 인식』의 부정적 효과를 압도했다. 동사는 아연 메탈 생산시 Secondary 원료 [조산화아연 및 Residue] 사용 비중을 17년 30%에서 향후 50%까지 확대시킬 계획이다. 아연 생산시 정광 대신 Secondary 원료를 사용할 경우, 지불율이 현저히 떨어지기 때문에 마진율이 큰 폭으로 개선된다. 금번 실적은 연초 실적 우려를 완전히 해소함과 동시에, 자체적인 수익성 개선 노력이 결실을 맺고 있음을 입증했다.

17.3Q 연결기준 영업이익은 2,380억원 [-4.0%, q-q]으로 양호할 전망이다. 아연 정기 보수에 따른 판매량 감소에도 불구하고, 『1) 최근 비철금속 반등에 따른 판매 가격 상승, 2) 17.2Q에 인식한 아연 TC 소급 효과 [약 100~200억원] 인식 종료』가 양호한 실적을 견인할 것이다.

■ 8월 양호한 흐름. 이후 조정에 대비해야.

8월 중 동사 주가는 양호한 흐름을 보일 것이다. 부담없는 유가 수준 등 우호적인 매크로 환경은 물론이거니와, 중국 제련업체의 감산이 길어지면서 동기간 당초 예상 대비 Tight한 아연 수급이 예상된다.

가격 강세 및 타 지역[인도] 생산량 급증에도 최근 글로벌 아연 메탈 생산량이 정체되고 있는 것은 중국 제련업체의 감산 때문이다. <그림1> 당사는 중국 제련업체의 감산 기조가 당분간 지속될 것으로 전망한다. 이는 『1) 중국 아연 정광 생산량 전년비 감소 → 중국 내수 아연 정광 수급 Tight, 2) 이에 따른 정광 수입량 급증 → Spot TC 상승폭 둔화로 수익성 부진 지속』 때문이다. <그림2> 이같은 Tight한 수급은 7~8월 비철금속 강보합 국면에서 아연 가격이 상대적으로 양호할 것임을 시사한다. 참고로 동사는 Spot TC 조건하의 아연 정광 구매량이 미미하기 때문에 최근 Spot TC 하락에 대해 우려할 이유는 전혀 없다.

철강/비철금속 김윤상

(2122-9205) yoonsang.kim@hi-ib.com

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	580,000원
종가(2017/07/25)	467,500원

Stock Indicator

자본금	94십억원
발행주식수	1,887만주
시가총액	8,425십억원
외국인지분율	20.7%
배당금(2016)	8,500원
EPS(2017E)	36,525원
BPS(2017E)	320,572원
ROE(2017E)	11.9%
52주 주가	392,500~529,000원
60일평균거래량	50,669주
60일평균거래대금	22.3십억원

Price Trend



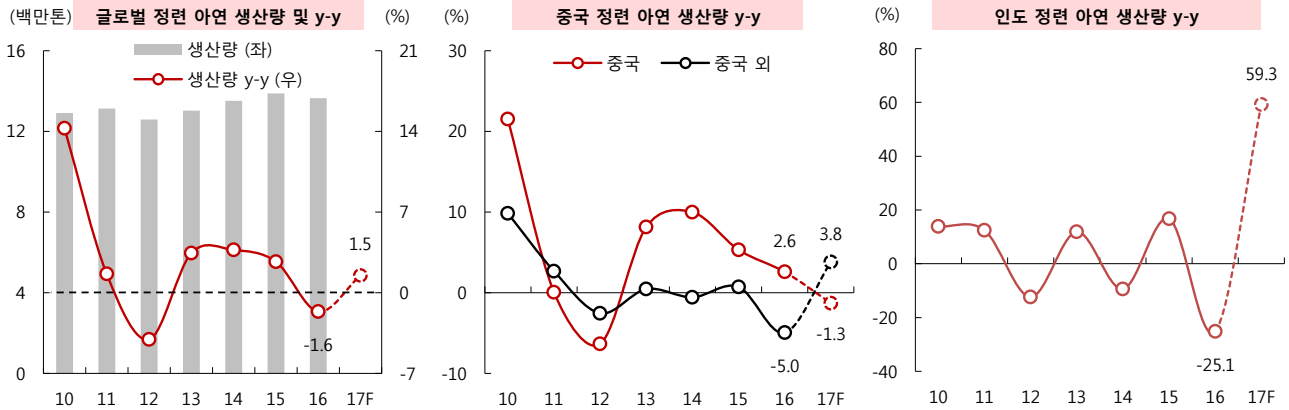
귀금속 가격은 최근 부진하나 저점 수준에 근접한 투기적 순매수 position 수준을 감안하면, 추가 급락 가능성은 제한적이다.<그림3>

다만 8월 이후에는 조정 가능성에 대비해야 한다. 전반적인 인플레이션 모멘텀이 둔화되는 시기이며, 이 시기 전고점 수준에 도달한 아연 / 연 등 주요 비철금속 투기적 매수 position 역시 감소할 가능성이 높다.<그림4>

■ 투자 의견 Buy, 목표주가 58만원

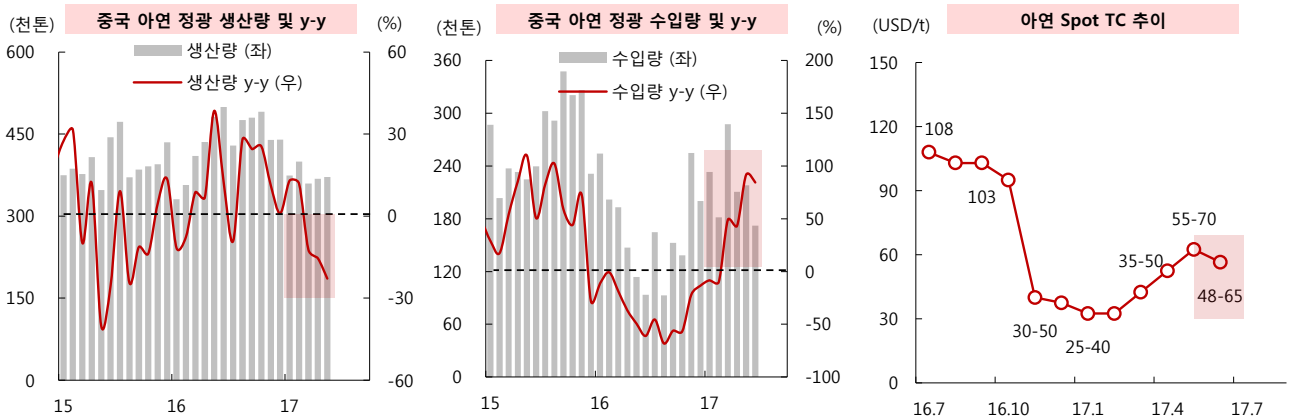
동사에 대해 투자 의견 Buy를 유지하고, 자회사 실적 조정 등에 따른 수익 예상 조정을 반영, 목표주가를 기존 56만원에서 58만원으로 상향 조정한다. <표 5> 목표주가는 12개월 Forward 예상 BPS 335,969원에 Target PBR 1.71x [12개월 Forward ROE 12.1%, COE 7.0%]를 적용하여 산출했다. 『1) 아연 / 연의 추가 증산 여력, 2) 전해 공장 증설 [본사] 및 태양광 설치 [SMC]에 따른 18년 600억원의 전력비 절감, 3) 아연 조액 공정 합리화 및 전술한 Secondary 원료 비중 확대 등을 통한 비철금속 마진율 개선』등 동사의 자체적인 경쟁력을 기반으로 한 중장기 접근은 여전히 유효하다

<그림 1> 최근 가격 강세 및 인도의 생산량 급증에도 글로벌 아연 메탈 생산량이 정체되고 있는 이유는 중국 제련업체의 감산 때문이다. 중국의 감산이 예상보다 더 길어지면서 글로벌 아연 메탈 수급 역시 Tight 하게 지속되고 있다.



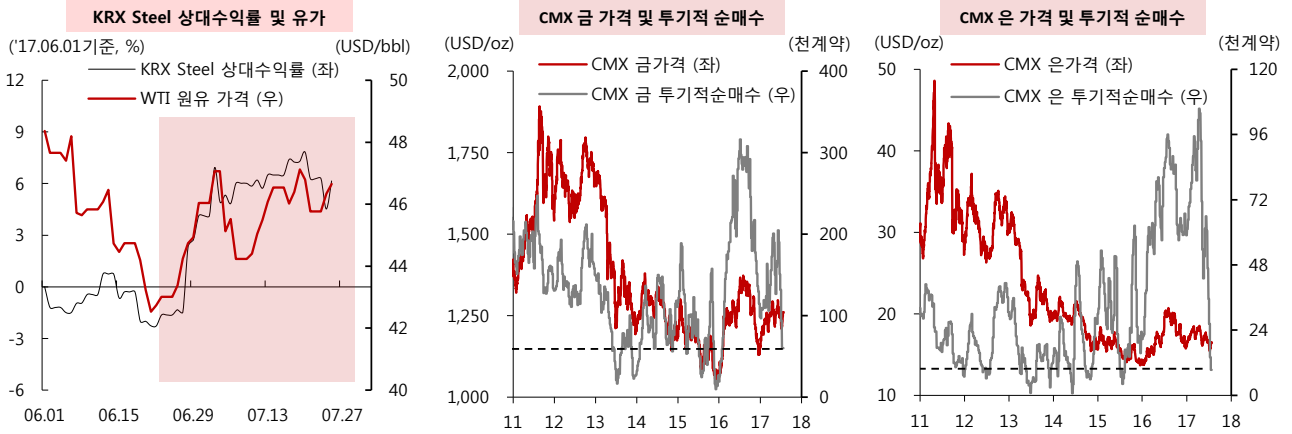
자료: 하이투자증권 라서치

<그림 2> 당사는 중국 제련업체 감산이 당분간 지속될 것으로 전망한다. 먼저 중국 내수 정광 생산량 감소로 내수 정광 수급이 원활치 못하다. 이로 인해 정광 수입 물량을 큰 폭으로 늘리면서, Spot TC 역시 최근 하락했다. 내수 정광 수급 악화에 따른 TC 약세 전환은 중국 아연 제련업체의 수익성 부진이 당분간 지속될 것임을 시사한다.



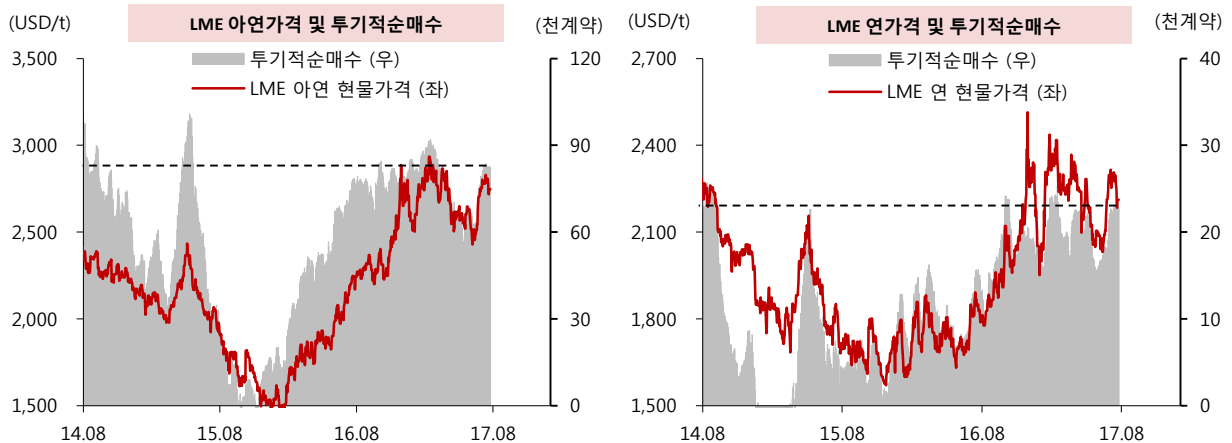
자료: 하이투자증권 라서치

<그림 3> 8월까지 유가 등 매크로 측면에서의 모멘텀은 살아있다. 귀금속 가격 역시 현재 바닥 수준인 투기적 순매수 position 을 고려하면, 추가 급락 가능성은 낮아 보인다.



자료: 하이투자증권 리서치

<그림 4> 8월 이후 매크로 모멘텀 둔화시 이미 전고점 수준에 근접한 LME 아연 / 연 투기적 순매수 position 은 감소할 것이다



자료: 하이투자증권 리서치

〈표 1〉 고려아연 17.2Q Preview

(단위: 십억원)

	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17(a)	y-y	q-q	하이(b)	컨센서스	차이(a-b)
매출액	1,410	1,459	1,627	1,574	1,618	14.8%	2.8%	1,645	1,628	-1.6%
영업이익	180	161	236	236	248	37.5%	4.8%	222	221	11.8%
세전이익	185	179	240	230	274	48.2%	19.3%	234	225	17.2%
지배주주순이익	137	129	181	167	168	22.7%	0.8%	170	167	-1.1%
영업이익률	12.8%	11.0%	14.5%	15.0%	15.3%			13.5%	13.6%	1.8%p
세전이익률	13.1%	12.3%	14.7%	14.6%	17.0%			14.2%	13.8%	2.7%p
지배주주순이익률	9.7%	8.9%	11.1%	10.6%	10.4%			10.4%	10.3%	0.1%p

자료: 고려아연 하이투자증권 리서치

〈표 2〉 고려아연 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 별도 기준)

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2017E
매출액	1,166	1,227	1,264	1,387	5,045	1,339	1,388	1,301	1,309	5,336
영업이익	176	163	138	211	688	208	218	210	215	850
영업이익률	15.1%	13.3%	10.9%	15.2%	13.6%	15.5%	15.7%	16.1%	16.4%	15.9%

자료: 고려아연 하이투자증권 리서치

〈표 3〉 고려아연 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2017E
매출액	1,352	1,410	1,459	1,627	5,848	1,574	1,618	1,516	1,525	6,233
영업이익	187	180	161	236	764	236	248	238	238	960
세전이익	197	185	179	240	802	230	274	246	244	994
지배주주순이익	145	137	129	181	592	167	168	178	176	689
영업이익률	13.9%	12.8%	11.0%	14.5%	13.1%	15.0%	15.3%	15.7%	15.6%	15.4%
세전이익률	14.6%	13.1%	12.3%	14.7%	13.7%	14.6%	17.0%	16.2%	16.0%	15.9%
지배주주순이익률	10.7%	9.7%	8.9%	11.1%	10.1%	10.6%	10.4%	11.7%	11.5%	11.1%

자료: 고려아연 하이투자증권 리서치

〈표 4〉 고려아연 수익추정 변경 요약 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

항목	신규추정(a)		기존추정(b)		GAP(a/b-1)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	6,233	6,072	6,250	6,156	-0.3%	-1.4%
영업이익	960	982	886	917	8.3%	7.1%
세전이익	994	1,022	902	946	10.2%	8.1%
지배주주순이익	689	738	656	688	5.0%	7.2%
영업이익률	15.4%	16.2%	14.2%	14.9%	1.2%p	1.3%p
세전이익률	15.9%	16.8%	14.4%	15.4%	1.5%p	1.5%p
지배주주순이익률	11.1%	12.1%	10.5%	11.2%	0.6%p	1.0%p

자료: 고려아연 하이투자증권 리서치

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	2,895	3,291	3,974	4,696
현금 및 현금성자산	309	597	1,316	1,977
단기금융자산	1,013	1,013	1,013	1,013
매출채권	374	398	388	399
재고자산	1,204	1,283	1,250	1,289
비유동자산	3,588	3,733	3,655	3,573
유형자산	2,484	2,624	2,540	2,453
무형자산	74	74	74	74
자산총계	6,483	7,024	7,629	8,269
유동부채	537	545	568	606
매입채무	267	249	243	250
단기차입금	24	24	24	24
유동성장기부채	6	8	7	-
비유동부채	283	275	268	268
사채	-	-	-	-
장기차입금	17	9	2	2
부채총계	820	820	836	874
지배주주지분	5,516	6,049	6,630	7,223
자본금	94	94	94	94
자본잉여금	57	57	57	57
이익잉여금	5,300	5,839	6,427	7,026
기타자본항목	65	58	52	46
비지배주주지분	146	154	163	171
자본총계	5,663	6,203	6,793	7,395

포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	5,848	6,233	6,072	6,259
증가율(%)	22.6	6.6	-2.6	3.1
매출원가	4,905	5,106	4,926	5,105
매출총이익	943	1,127	1,146	1,154
판매비와관리비	178	167	163	168
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	765	960	982	986
증가율(%)	13.8	25.5	2.4	0.4
영업이익률(%)	13.1	15.4	16.2	15.8
이자수익	25	31	45	57
이자비용	1	1	1	1
지분법이익(손실)	-2	1	1	1
기타영업외손익	-7	-1	6	6
세전계속사업이익	802	994	1,022	1,039
법인세비용	207	297	276	280
세전계속이익률(%)	13.7	15.9	16.8	16.6
당기순이익	595	697	746	758
순이익률(%)	10.2	11.2	12.3	12.1
지배주주귀속 순이익	592	689	738	750
기타포괄이익	-6	-6	-6	-6
총포괄이익	588	691	740	752
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	681	762	1,070	961
당기순이익	595	697	746	758
유형자산감가상각비	219	234	253	258
무형자산상각비	0	0	0	0
지분법관련손실(이익)	-2	1	1	1
투자활동 현금흐름	-459	-440	-237	-237
유형자산의 처분(취득)	-182	-373	-170	-170
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
금융상품의 증감	-170	-5	-5	-5
재무활동 현금흐름	-157	-157	-158	-157
단기금융부채의 증감	-5	2	-1	-7
장기금융부채의 증감	-	-8	-7	-
자본의 증감	-	-	-	-
배당금지급	-7	-7	-7	-7
현금및현금성자산의증감	70	288	719	661
기초현금및현금성자산	239	309	597	1,316
기말현금및현금성자산	309	597	1,316	1,977

주요투자지표	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	31,395	36,525	39,087	39,728
BPS	292,340	320,572	351,367	382,802
CFPS	42,976	48,932	52,514	53,379
DPS	8,500	8,500	8,500	8,500
Valuation(배)				
PER	15.1	12.2	11.4	11.2
PBR	1.6	1.4	1.3	1.2
PCR	11.1	9.1	8.5	8.4
EV/EBITDA	7.8	5.7	5.0	4.4
Key Financial Ratio(%)				
ROE	11.2	11.9	11.6	10.8
EBITDA 이익률	16.8	19.2	20.4	19.9
부채비율	14.5	13.2	12.3	11.8
순부채비율	-22.5	-25.3	-33.8	-40.1
매출채권회전율(x)	16.7	16.2	15.5	15.9
재고자산회전율(x)	5.3	5.0	4.8	4.9

자료 : 고려아연, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 추이



투자이전 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자이전	목표주가
2017-07-26	Buy	580,000
2017-07-14	Buy	560,000
2017-06-12	Buy	540,000
2017-04-26	Buy	550,000
2017-02-08	Buy	570,000
2017-01-17	Buy	610,000
2016-11-30	Buy	580,000
2016-10-26	Hold	510,000
2016-09-21(담당자변경)	Hold	540,000

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자 : 김윤상\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이전 비율(%)	89.2 %	10.8 %	-