

고려아연(010130)

재고 판매로 시장 예상 부합

연결 영업이익 1,951억원(-10.5% QoQ, +4.2% YoY)으로 시장 예상 부합
영업이익률 11%로 시장 예상 12.6%, 우리 추정 11.6%를 하회했으나
재고 판매로 매출액이 상회하며 컨센서스에 부합하는 실적 달성

Facts : 예상대로 이익률 하락

3분기 실적은 표면적으로 무난하다. 연결 영업이익이 1,951억원으로 시장 예상인 2,066억원과 유사하다. 그런데 영업이익률은 11%로 시장 예상 12.6% 대비 1.6%p 하회했다. 매출액이 예상보다 커 이익률이 하회했지만 영업이익은 예상만큼 나온 것이다. 매출액이 상회한 이유는 재고판매에 있다. 3분기 아연과 연 판매량은 생산량을 상회한다. 아연과 연이 생산량보다 각각 14.4%와 9.5%나 더 많이 판매되었다(그림 3). 한편 연결 영업이익률 11%는 2016년 3분기 이후 가장 낮은 것이다(그림 4).

Pros & cons : 중국 아연 spot 제련수수료 급등, 4분기 출하량 감소

하반기 들어 중국 아연 spot 제련수수료가 급등했다. 상반기말 30달러에 불과했지만 지난주에 140달러까지 상승했다. 세계 최대 단일 제련사인 Nyrstar의 파산 가능성이 제기되며 아연 정광 공급 부족이 완화될 수 있다는 전망과 중국 아연 생산 감소로 정광 수요가 감소한 것이 원인이다(그림 5). 그러나 중국 아연 spot 제련 수수료가 상승해도 고려아연에 직접적인 영향이 전혀 없으며, 아직 올해 벤치마크 제련수수료보다는 낮다(그림 6). 중국 아연 생산이 정상화되면 다시 하락할 가능성도 높다. 한편 4분기 출하량은 3분기 대비 감소할 전망이다. 3분기에 제품 재고가 소진되면서 4분기에 3분기처럼 생산량을 상회하는 판매가 어려울 것이라 판단된다.

Action : 투자 매력 높지 않아, '중립' 투자의견 유지

2018년 들어 PBR이 1.2배까지 하락했다. 우리는 2018년 ROE를 9.8%로 전망한다. 지난해 11% 대비 1.2%p 하락하는 것이며, 2005년 이후 처음으로 ROE가 한 자릿수로 떨어지는 것이다. 과거처럼 1.5배가 넘는 PBR이 정당화되기는 어렵다. PBR이 하락한 만큼 추가 하락 위험이 크지는 않지만 반대로 주가가 상승할 만한 상황도 아니다. 비철금속 가격이나 귀금속 가격의 상승을 가정하기 쉽지 않다. '중립' 의견을 유지한다.

하회	부합	상회
----	----	----

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

중립(유지)

Stock Data

KOSPI(10/29)	1,996
주가(10/29)	390,500
시가총액(십억원)	7,369
발행주식수(백만)	19
52주 최고/최저가(원)	537,000/367,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	14,731
유동주식비율/외국인지분율(%)	45.1/22.4
주요주주(%)	최창걸 외 40 인 42.5
	국민연금 8.1

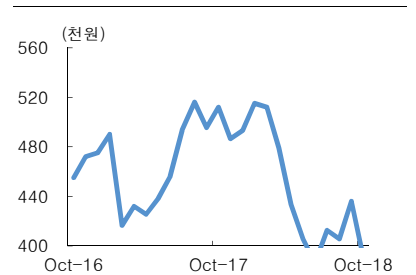
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	13.9	11.5	10.6
PBR(x)	1.5	1.2	1.1
ROE(%)	11.0	9.8	10.0
DY(%)	2.0	3.0	3.2
EV/EBITDA(x)	6.7	5.3	5.1
EPS(원)	35,591	33,872	36,846
BPS(원)	318,698	337,507	358,132

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(10.4)	(8.9)	(25.5)
KOSPI 대비(%p)	4.4	11.0	(5.4)

주가추이

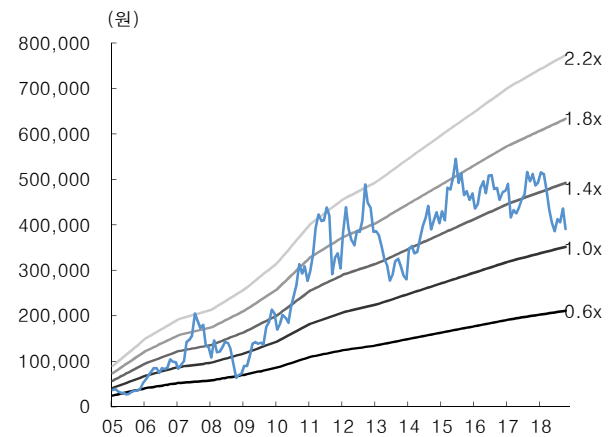


자료: WISEfn

최문선

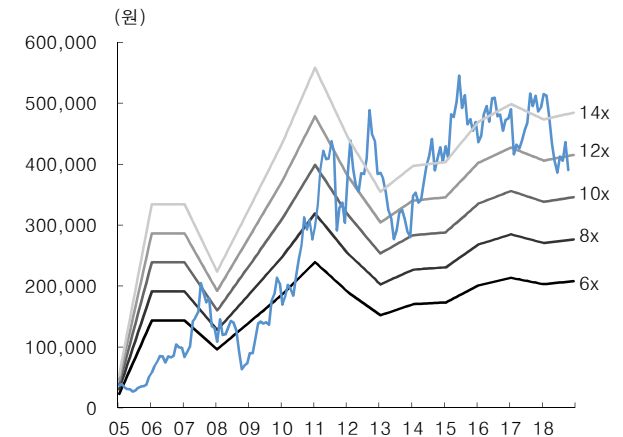
moonsun@truefriend.com

[그림 1] PBR band



자료: 한국투자증권

[그림 2] PER band



자료: 한국투자증권

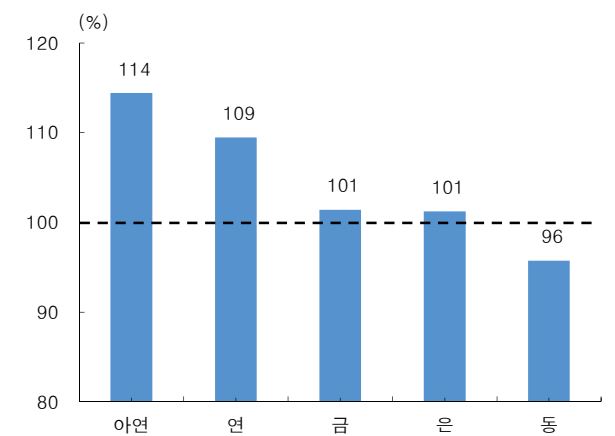
〈표 1〉 연결기준 3분기 실적 비교

(단위: 십억원)

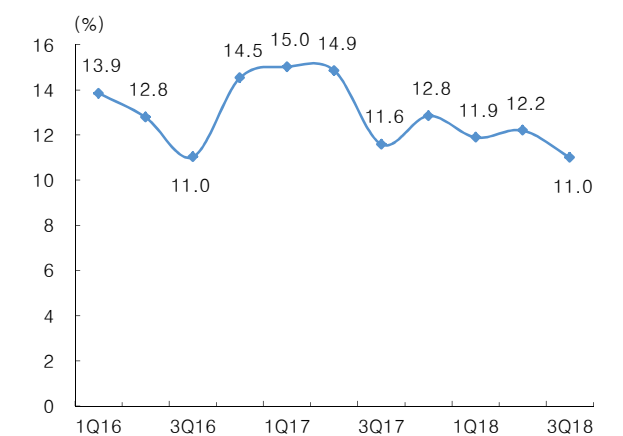
	3Q18			QoQ		YoY		컨센서스	
	잠정 실적	추정치	차이(%)	2Q18	차이(%)	3Q17	차이(%)	3Q18	차이(%)
매출액	1,773	1,632	8.7	1,788	(0.8)	1,617	9.7	1,638	8.3
– 고려아연	1,429	1,327	7.7	1,483	(3.7)	1,342	6.5	1,344	6.3
– 자회사	329	305	7.7	305	7.8	275	19.5	294	11.8
영업이익	195	190	2.8	218	(10.5)	187	4.2	207	(5.6)
– 고려아연	164	153	7.5	184	(10.7)	164	(0.2)	173	(5.2)
– 자회사	31	37	(16.5)	34	(9.4)	22.9	35.2	33	(7.2)
영업이익률(%)	11.0	11.6	(0.6%p)	12.2	(1.2%p)	11.6	(0.6%p)	12.6	(1.6%p)
– 고려아연	11.5	11.5	(0.0%p)	12.4	(0.9%p)	12.3	(0.8%p)	12.9	(1.4%p)
– 자회사	9.4	12.2	(2.7%p)	11.2	(1.8%p)	8.3	1.1%p	11.4	(1.9%p)
지배지분순이익	140	148	(4.9)	151	(7.3)	149	(5.9)	156	(10.1)

자료: 한국투자증권

[그림 3] 3분기 금속별 생산량 대비 판매량 비율

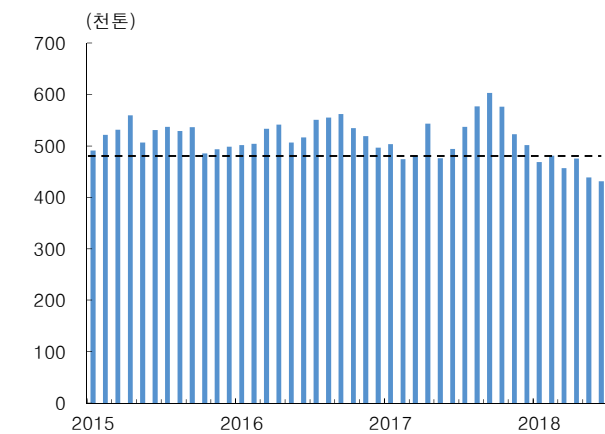
주: 3분기 판매량 / 3분기 생산량
자료: 한국투자증권

[그림 4] 분기별 연결 영업이익률 – 2년 만에 최저



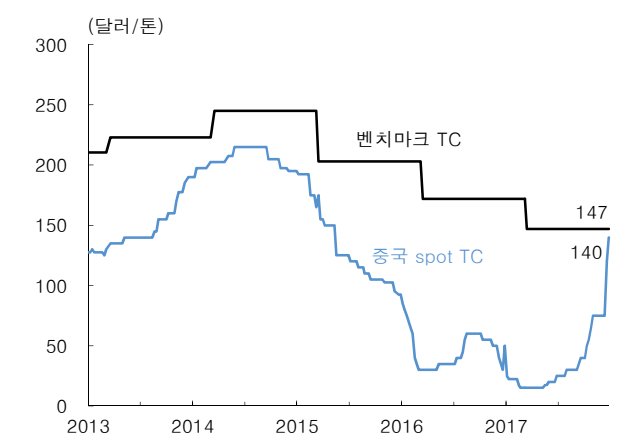
자료: 한국투자증권

[그림 5] 중국 아연 생산량 - 18년 하반기 급감



자료: 한국투자증권

[그림 6] 아연 제련수수료, 중국 아연 spot vs 벤치마크



자료: 한국투자증권

〈표 2〉 별도기준 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18F	2017A	2018F	2019F
매출액	1,339	1,388	1,342	1,384	1,318	1,483	1,429	1,414	5,452	5,644	5,962
- 아연	469	528	527	538	587	620	600	557	2,062	2,363	2,514
- 연	281	302	279	327	258	279	317	323	1,190	1,178	1,187
- 금	130	125	123	118	96	127	97	138	496	458	546
- 은	352	325	295	285	256	313	293	279	1,257	1,140	1,195
- 동	34	38	39	39	35	51	42	37	150	165	180
- 기타	71	71	79	77	87	93	80	80	298	340	340
영업이익	208	218	164	171	160	184	164	174	761	682	661
영업이익률	15.5%	15.7%	12.3%	12.4%	12.1%	12.4%	11.5%	12.3%	14.0%	12.1%	11.1%
세전이익	196	243	179	149	170	185	169	180	767	718	683
순이익	148	151	136	97	125	133	121	135	531	514	512
기본 가정											
원/달러 환율	1,170	1,130	1,132	1,104	1,072	1,079	1,122	1,120	1,134	1,060	1,100
아연 기본 제련수수료(USD/tonne)	172	172	172	172	147	147	147	147	172	147	160
아연 프리미엄(USD/tonne)	180	177	234	240	241	171	170	200	208	195	210
연 프리미엄(USD/tonne)	192	208	200	204	214	247	217	200	201	220	200
가격 전망											
아연 가격(달러/톤)	2,736	2,662	2,782	3,204	3,391	3,174	2,753	2,800	2,846	3,029	3,000
연 가격(달러/톤)	2,246	2,212	2,250	2,445	2,556	2,369	2,233	2,300	2,288	2,364	2,200
금 가격(달러/oz)	1,193	1,249	1,261	1,293	1,310	1,322	1,239	1,250	1,249	1,280	1,200
은 가격(달러/oz)	17.1	17.5	16.7	17.1	16.6	16.5	15.8	16.5	17.1	16.4	16.0
동 가격(달러/톤)	5,776	5,704	6,066	6,737	7,100	6,821	6,423	6,500	6,071	6,711	7,000
출하량 전망											
아연(천톤)	138	165	154	141	151	172	183	167	598	672	650
연(천톤)	99	110	101	112	87	99	115	114	422	416	410
금(톤)	2.9	2.7	2.6	2.6	2.1	2.8	2.2	3.0	10.9	10.1	11.0
은(톤)	559	508	485	471	444	542	515	470	2,022	1,970	1,925
동(천톤)	4.9	5.9	5.4	5.2	4.7	6.8	6.1	5.4	21.5	24.0	24.0

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 연결기준 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18F	2017A	2018F	2019F
매출액	1,574	1,672	1,617	1,734	1,683	1,788	1,773	1,739	6,597	6,984	7,154
－ 고려아연	1,339	1,388	1,342	1,384	1,318	1,483	1,429	1,414	5,452	5,644	5,962
－ 자회사	235	284	275	350	365	305	345	325	1,144	1,129	1,192
영업이익	236	248	187	223	200	218	195	208	895	821	818
－ 고려아연	208	218	164	171	160	184	164	174	761	682	661
－ 자회사	28	31	23	52	40	34	31	34	134	140	157
영업이익률	15.0%	14.9%	11.6%	12.8%	11.9%	12.2%	11.0%	12.0%	13.6%	11.8%	11.4%
－ 고려아연	15.5%	15.7%	12.3%	12.4%	12.1%	12.4%	11.5%	12.3%	14.0%	12.1%	11.1%
－ 자회사	12.0%	10.8%	8.3%	14.8%	11.0%	11.2%	9.0%	10.6%	11.7%	12.4%	13.2%
세전이익	230	274	200	221	210	220	202	214	802	847	840
지배주주순이익	167	168	149	145	146	151	140	161	629	599	651

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

고려아연은 1978년 아연제련공장을 시작으로 아연, 연, 금, 은, 동, 인듐, 갈륨 및 황산 등을 생산하는 종합비철금속 제련회사로 성장. 아연 생산량 기준으로 Nyrstar(벨기에), Glencore Xstrata(글로벌기업), Hindustan Zinc(인도)에 이어 세계 4위 규모(영풍과 합산할 경우 세계 1위). 아연과 연 정광을 광산으로부터 매입하여 제련함으로써 아연, 연을 생산. 뿐만 아니라 부산물 재처리를 통해 금, 은, 동 등 기타 유가금속까지 회수. 특히 QSL 공법과 독자적인 fumer 기술을 통해 세계 제련사 중 가장 높은 금속회수율. 2016년 기준 매출비중은 은 29%, 아연 33%, 연 20%, 동 3%, 금 12%, 기타 5%.

- 기본 제련 수수료: 제련사가 광산으로부터 정광을 구매할 때 정광 가격에서 차감. 높을수록 제련사가 유리
- 아연 프리미엄: 기준 가격과 판매 가격의 차이. 금속의 수급 상황, 지리적 위치 등에 의해 변동
- Free metal: 제련사가 광산으로부터 정광을 구매할 때 일정 비율만큼 할인하는 것

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	2,895	3,670	3,862	4,099	4,263
현금성자산	309	597	838	1,002	1,042
매출채권및기타채권	358	364	559	572	595
재고자산	1,204	1,355	1,397	1,431	1,488
비유동자산	3,588	3,368	3,739	3,839	3,956
투자자산	992	523	808	828	861
유형자산	2,484	2,703	2,780	2,857	2,934
무형자산	74	80	84	86	90
자산총계	6,483	7,038	7,601	7,938	8,219
유동부채	537	607	888	830	712
매입채무및기타채무	368	439	465	476	495
단기차입금및단기사채	24	17	9	2	0
유동성장기부채	6	5	4	2	1
비유동부채	283	326	248	249	257
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	17	12	7	2	0
부채총계	820	932	1,136	1,079	969
지배주주지분	5,516	5,960	6,315	6,704	7,090
자본금	94	94	94	94	94
자본잉여금	57	56	56	56	56
기타자본	(54)	(54)	(54)	(54)	(54)
이익잉여금	5,300	5,782	6,169	6,590	7,008
비지배주주지분	146	145	150	155	160
자본총계	5,663	6,106	6,465	6,859	7,250

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	681	797	819	802	705
당기순이익	595	634	604	656	653
유형자산감가상각비	219	228	230	233	236
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(184)	(124)	(22)	(92)	(188)
기타	51	59	7	5	4
투자활동현금흐름	(459)	(324)	(346)	(390)	(425)
유형자산투자	(184)	(497)	(309)	(312)	(315)
유형자산매각	3	1	2	2	2
투자자산순증	(279)	175	(319)	(51)	(65)
무형자산순증	(0)	(3)	(5)	(2)	(3)
기타	1	0	285	(27)	(44)
재무활동현금흐름	(157)	(173)	(231)	(249)	(240)
자본의증가	0	1	0	0	0
차입금의순증	(5)	(14)	(14)	(14)	(5)
배당금지급	(152)	(152)	(177)	(212)	(230)
기타	0	(8)	(40)	(23)	(5)
기타현금흐름	5	(13)	0	0	0
현금의증가	70	288	241	163	40

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

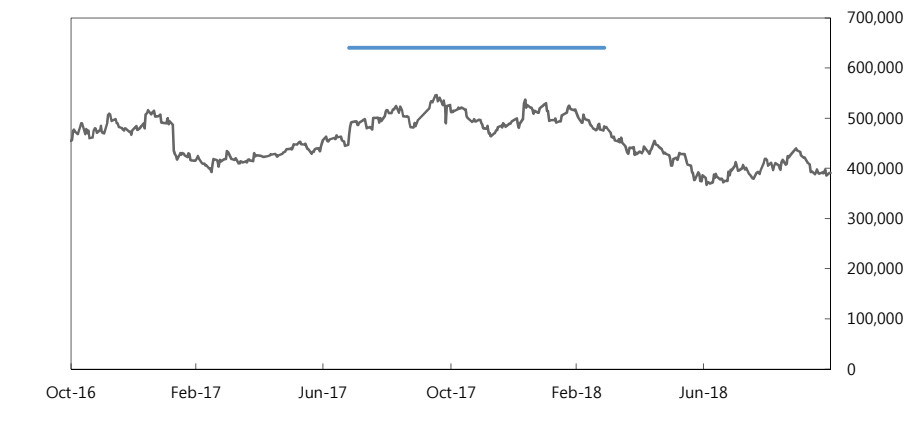
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	5,848	6,597	6,984	7,154	7,440
매출원가	4,905	5,528	6,029	6,128	6,373
매출총이익	943	1,069	955	1,027	1,068
판매관리비	178	174	133	209	196
영업이익	765	895	821	818	871
금융수익	92	81	83	90	93
이자수익	25	38	44	46	49
금융비용	46	54	58	54	53
이자비용	1	1	1	0	0
기타영업외손익	(7)	3	2	4	4
관계기업관련손익	(2)	1	(1)	1	1
세전계속사업이익	802	926	847	858	915
법인세비용	207	292	243	202	262
연결당기순이익	595	634	604	656	653
지배주주지분순이익	592	629	599	651	648
기타포괄이익	(6)	(33)	(33)	(33)	(33)
총포괄이익	588	602	572	624	620
지배주주지분포괄이익	590	595	567	619	615
EBITDA	983	1,123	1,052	1,051	1,107

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	33,519	35,591	33,872	36,846	36,642
BPS	295,176	318,698	337,507	358,132	378,565
DPS	8,500	10,000	12,000	13,000	13,000
성장성(% , YoY)					
매출증가율	22.6	12.8	5.9	2.4	4.0
영업이익증가율	13.8	17.0	(8.2)	(0.4)	6.5
순이익증가율	16.3	6.2	(4.8)	8.8	(0.6)
EPS증가율	16.3	6.2	(4.8)	8.8	(0.6)
EBITDA증가율	16.2	14.2	(6.3)	(0.1)	5.3
수익성(%)					
영업이익률	13.1	13.6	11.8	11.4	11.7
순이익률	10.1	9.5	8.6	9.1	8.7
EBITDA Margin	16.8	17.0	15.1	14.7	14.9
ROA	9.6	9.4	8.3	8.4	8.1
ROE	11.2	11.0	9.8	10.0	9.4
배당수익률	1.8	2.0	3.0	3.2	3.2
배당성향	25.4	28.1	35.4	35.3	35.5
안정성					
순차입금(십억원)	(1,271)	(1,897)	(1,866)	(2,068)	(2,157)
차입금/자본총계비율(%)	0.9	0.6	0.3	0.1	0.0
Valuation(X)					
PER	14.2	13.9	11.5	10.6	10.7
PBR	1.6	1.5	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.9	6.7	5.3	5.1	4.8

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
고려아연(010130)	2016.10.25	중립	-	-	-
	2017.07.25	매수	640,000원	-21.5	-14.7
	2018.03.28	중립	-	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 10월 30일 현재 고려아연 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018.9.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0.0%

* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.