

고려아연(010130)

Above

In line

Below

중립(유지)

낮아진 제련수수료가 일부만 반영된 실적

Stock Data

KOSPI(4/25)	2,197
주가(4/25)	430,000
시가총액(십억원)	8,114
발행주식수(백만)	19
52주 최고/최저가(원)	559,000/392,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	26,027
유동주식비율/외국인지분율(%)	43.9/18.5
주요주주(%)	영풍 외 38 인 42.5
국민연금	8.1

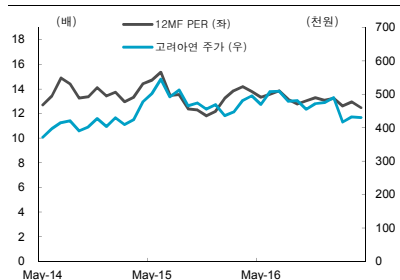
Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	14.2	11.5	10.0
PBR(x)	1.6	1.3	1.2
ROE(%)	11.2	11.5	12.1
DY(%)	1.8	2.6	2.8
EV/EBITDA(x)	7.9	6.1	5.1
EPS(원)	33,519	37,278	42,875
BPS(원)	295,176	319,768	348,614

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	4.0	(3.0)	(13.8)
상대주가(%p)	2.7	(10.9)	(22.9)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

What's new : 예상을 상회한 건 맞으나...

1분기 연결 영업이익이 2,363억원으로 우리 추정치를 10.8%, 컨센서스를 13% 상회했다. 생산량에 비해 출하량이 적어 매출액은 예상에 못 미쳤지만 영업이익률이 15%로 높았다(표1). 그런데 2017년 제련수수료가 3월말에 결정되어 1월과 2월은 2016년 제련수수료를 기준으로 원재료 원가가 계상된 것으로 파악된다. 즉 원재료 원가가 과소 계상되었고 금액은 100억원 수준으로 추산된다. 이를 제거하고 보면 1분기 연결 영업이익은 우리 추정치를 6.2%, 컨센서스를 8.2% 상회한 셈이다. 한편 과소 계상된 원재료비 100억원은 2분기에 반영된다.

Positives : 2분기 판매량은 늘어날 전망

1분기 아연과 연 판매량이 생산량보다 적다. 1분기 가격이 강세다 보니 구매 활동이 위축된 결과로 보인다. 3월부터 아연 가격이 하락해 2분기 판매 가격은 하락이 예상된다. 구매 활동을 자극해 판매량이 늘어날 것이다. 가격 하락에도 불구하고 판매량이 늘면서 2분기 연결 매출액은 1분기 대비 11.9% 증가한 1조 7,615억원으로 예상된다.

Negatives : 1분기가 peak

아연 가격이 3월 이후 약세를 보이고 있다. 2017년은 아연 가격이 하락해도 제련수수료가 하락하지 않는다. 제련수수료만 보면 가격 약세가 부정적이지 않다. 그러나 free metal 측면에서는 부정적이다. Free metal은 제련사가 광산으로부터 정광을 구매할 때 정상 가격의 85%(payable)만 지불하기 때문에 발생한다. 즉 제련사는 정광을 15%(free metal) 할인한 가격으로 구매한다. 아연 가격이 하락하면 그 만큼 free metal이 감소한다. 그리고 1분기는 낮아진 제련수수료가 3분의 1만 반영되었다. 아연 가격이 다시 1분기 수준으로 상승한다해도 이익률이 1분기보다 낮을 것이다. 게다가 1분기는 원/달러 환율이 상승해 실적에 우호적이었다. 1분기보다 영업이익률이 높게 나오려면 아연 가격과 원/달러 환율이 동시에 1분기보다 높아야 한다.

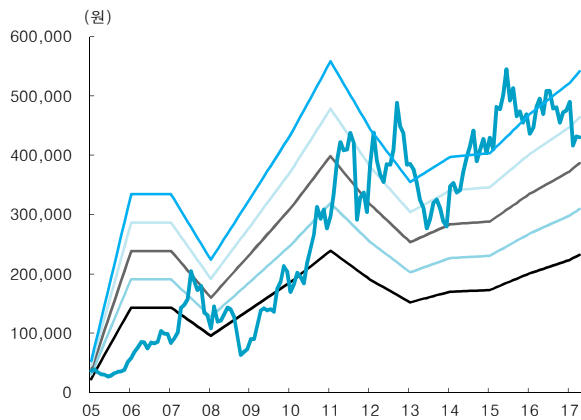
결론 : 상승여력 제한적, '중립' 투자 의견 유지

우리의 실적 전망은 부정적이지 않다. 2017년 연결 영업이익이 13.7% 늘어날 것으로 예상된다. 고려아연은 세계 최고의 기술력을 기반으로 다른 제련사보다 높은 이익률을 기록할 것이다. 그러나 비철 시장이 제련사에 불리한 'Miner market'이라는 물줄기를 거스를 수는 없다. ROE가 개선되기 어려운 환경이어서 과거보다 PER과 PBR이 낮아진 현재 상황이 합리적이다. 상승 여력이 제한적이며 투자 의견 '중립'을 유지한다.

(단위: 십억원, %, %p)

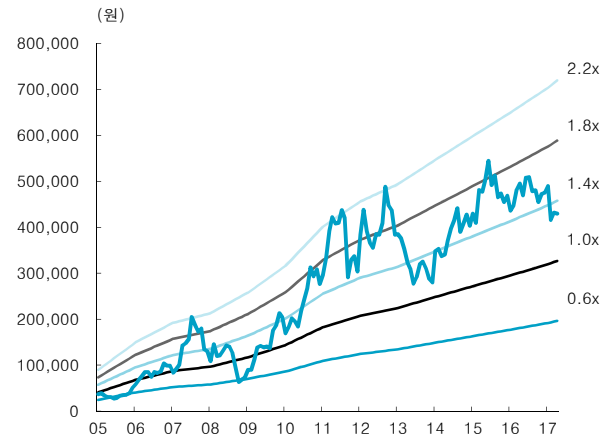
	1Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	1,779	1,574	(11.5%)	1,595	(3.3%)	16.4%	6,671	6,425
영업이익	213	236	10.8%	209	(0.0%)	26.2%	871	812
영업이익률	12.0%	15.0%	3.0%p	13.1%	0.5%p	1.2%p	13.0%	12.6%
세전이익	220	230	4.5%	212	(4.2%)	16.5%	885	840
순이익	165	167	0.9%	160	(7.6%)	15.1%	659	627

[그림 1] PER band



자료: Datastream, 한국투자증권

[그림 2] PBR band



자료: Datastream, 한국투자증권

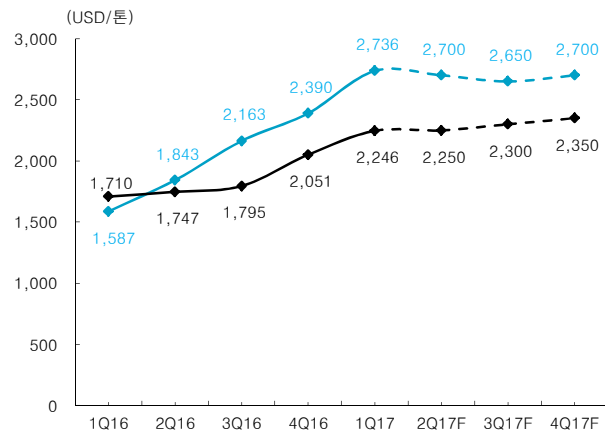
〈표 1〉 연결기준 1분기 실적 비교

(단위: 십억원)

	1Q17			QoQ		YoY		컨센서스		
	잠정	실적	추정치	차이(%)	4Q16	차이(%)	1Q16	차이(%)	1Q17	차이(%)
매출액	1,574	1,779		(11.5)	1,627	(3.3)	1,352	16.4	1,595	(1.4)
- 고려아연	1,339	1,529		(12.5)	1,387	(3.5)	1,166	14.8	1,373	(2.5)
- 자회사	235	250		(5.9)	239	(1.7)	186	26.3	222	5.8
영업이익	236	213		10.8	236	(0.0)	187	26.2	209	13.0
- 고려아연	208	182		14.3	211	(1.3)	176	18.1	187	11.2
- 자회사	28.3	31.2		(9.4)	26	10.2	11.2	153.6	22	28.1
영업이익률	15.0	12.0		3.0%p	14.5	0.5%p	13.9	1.2%p	13.1	1.9%p
- 고려아연	15.5	11.9		3.6%p	15.2	0.4%p	15.1	0.4%p	13.6	1.9%p
- 자회사	12.0	12.5		(0.5%p)	10.7	1.3%p	6.0	6.0%p	9.9	2.1%p
지배지분순이익	167	165		0.9	181	(7.6)	145	15.1	160	4.3

자료: 한국투자증권

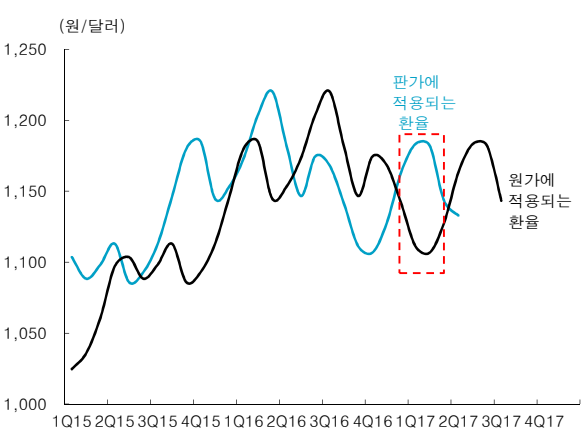
[그림 3] 아연과 연 가격 전망 - 횡보 전망



주: 전월 평균 가격을 기초 한 분기 가격

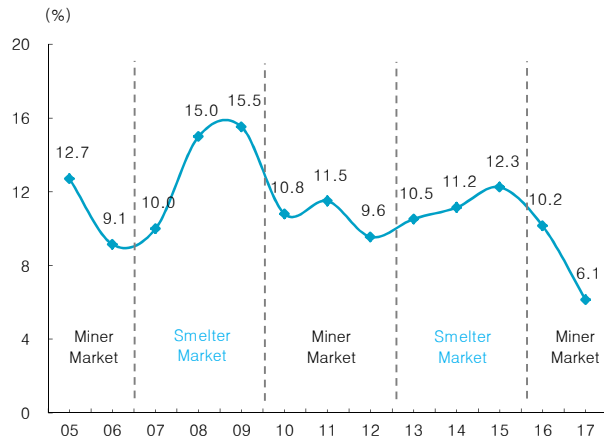
자료: 한국투자증권

[그림 4] 판가와 원가 적용 환율 - 1분기 우호적

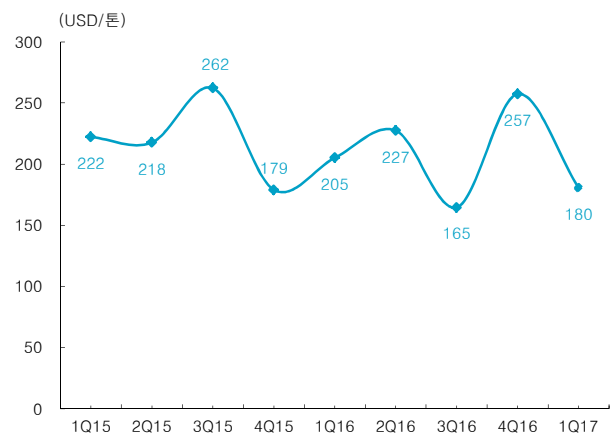


자료: 한국투자증권

[그림 5] 기본 제련수수료를 추이



[그림 6] 아연과 연 프리미엄 - 1분기 하락



주: 기본 제련 수수료율 = 기본 제련 수수료 / 기준 아연 가격

자료: 한국투자증권

자료: 한국투자증권

<표 2> 별도기준 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	1,166	1,227	1,264	1,387	1,339	1,502	1,403	1,443	5,045	5,686	6,605
- 아연	356	388	402	497	469	566	503	532	1,644	2,070	2,431
- 연	218	217	248	311	281	306	309	310	994	1,207	1,381
- 금	164	173	140	103	130	154	147	155	580	586	605
- 은	339	367	380	382	352	372	343	345	1,467	1,412	1,714
- 동	31	30	37	33	34	34	36	35	131	139	214
- 기타	58	52	58	61	71	70	65	65	229	271	260
영업이익	176	163	138	211	208	186	182	189	688	765	878
영업이익률	15.1%	13.3%	10.9%	15.2%	15.5%	12.4%	13.0%	13.1%	13.6%	13.5%	13.3%
세전이익	188	168	145	211	196	190	186	193	712	765	900
순이익	143	127	107	160	148	145	141	147	537	582	684
기본 가정											
원/달러 환율	1,199	1,168	1,140	1,133	1,170	1,130	1,155	1,145	1,160	1,145	1,155
아연 제련수수료(달러/톤)	245	245	245	245	245	245	245	245	203	173	180
아연 프리미엄(달러/톤)	205	227	165	257	180	250	250	250	214	233	250
연 프리미엄(달러/톤)	209	197	185	236	192	230	230	230	207	221	230
가격 전망											
아연 (달러/톤)	1,587	1,843	2,163	2,390	2,736	2,700	2,650	2,700	1,996	2,697	2,900
연 (달러/톤)	1,710	1,747	1,795	2,051	2,246	2,250	2,300	2,350	1,826	2,287	2,550
금 (달러/oz)	1,123	1,247	1,318	1,276	1,193	1,200	1,150	1,200	1,241	1,186	1,100
은 (달러/oz)	14.5	16.2	18.9	18.1	17.1	17.0	16.5	17.0	16.9	16.9	16.5
동 (달러/톤)	4,575	4,847	4,751	4,968	5,776	5,800	6,100	6,000	4,785	5,919	6,300
출하량 전망											
아연(천톤)	166	161	151	166	138	170	150	158	644	615	650
연(천톤)	95	96	110	120	99	109	106	105	420	419	430
금(천 oz)	3.6	3.7	2.9	2.3	2.9	3.2	3.1	3.2	12.4	12.5	13.5
은(천 oz)	606	613	566	564	559	609	569	559	2,349	2,296	2,550
동(천톤)	5.7	5.4	6.8	5.4	4.9	5.0	5.0	5.0	23.2	19.9	30.0

자료: 한국투자증권

<표 3> 연결기준 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	1,352	1,410	1,459	1,627	1,574	1,762	1,653	1,683	5,848	6,671	7,605
- 고려아연	1,166	1,227	1,264	1,387	1,339	1,502	1,403	1,443	5,045	5,686	6,605
- 자회사	186	182	195	239	235	260	250	240	803	985	1,000
영업이익	187	180	161	236	236	211	208	215	765	870	985
- 고려아연	176	163	138	211	208	186	182	189	688	765	878
- 자회사	11	17	23	26	28	25	26	25	76	104	107
영업이익률	13.9%	12.8%	11.0%	14.5%	15.0%	12.0%	12.6%	12.8%	13.1%	13.0%	13.0%
- 고려아연	15.1%	13.3%	10.9%	15.2%	15.5%	12.4%	13.0%	13.1%	13.6%	13.5%	13.3%
- 자회사	6.0%	9.2%	11.7%	10.7%	12.0%	9.5%	10.5%	10.5%	9.5%	10.6%	10.7%
세전이익	197	185	179	240	230	218	215	221	802	884	1,007
지배지분순이익	145	137	129	181	167	164	162	167	592	659	758

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

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

- 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

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	2,538	2,895	3,413	4,196	4,565
현금성자산	239	309	600	913	1,118
매출채권및기타채권	308	358	467	608	639
재고자산	1,015	1,204	1,334	1,521	1,597
비유동자산	3,370	3,588	3,680	3,946	4,083
투자자산	823	992	997	1,175	1,234
유형자산	2,428	2,484	2,555	2,625	2,696
무형자산	71	74	84	96	101
자산총계	5,908	6,483	7,093	8,142	8,648
유동부채	390	537	713	1,201	1,125
매입채무및기타채무	250	368	420	479	503
단기차입금및단기사채	20	24	28	32	36
유동성장기부채	9	6	4	1	0
비유동부채	299	283	251	265	276
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	24	17	7	2	0
부채총계	689	820	964	1,465	1,401
지배주주지분	5,077	5,516	5,981	6,525	7,092
자본금	94	94	94	94	94
자본잉여금	57	57	57	57	57
기타자본	(54)	(54)	(54)	(54)	(54)
이익잉여금	4,865	5,300	5,771	6,321	6,895
비지배주주지분	142	146	149	151	154
자본총계	5,219	5,663	6,129	6,676	7,247

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	945	681	800	1,166	865
당기순이익	514	595	667	765	806
유형자산감가상각비	174	219	220	225	230
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	216	(184)	(94)	167	(177)
기타	41	51	7	9	6
투자활동현금흐름	(651)	(459)	(307)	(639)	(431)
유형자산투자	(480)	(184)	(295)	(298)	(303)
유형자산매각	6	3	4	2	2
투자자산순증	(178)	(279)	(16)	(188)	(67)
무형자산순증	(0)	(0)	(10)	(12)	(5)
기타	1	1	10	(143)	(58)
재무활동현금흐름	(236)	(157)	(202)	(215)	(229)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(120)	(5)	(6)	(1)	4
배당금지급	(116)	(152)	(150)	(194)	(212)
기타	0	0	(46)	(20)	(21)
기타현금흐름	6	5	0	0	0
현금의증가	64	70	291	312	205

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

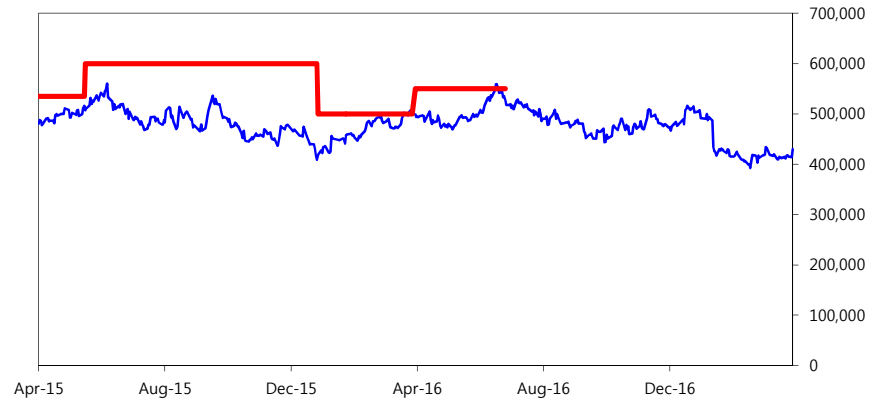
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	4,771	5,848	6,671	7,605	7,985
매출원가	3,929	4,905	5,599	6,398	6,708
매출총이익	842	943	1,072	1,207	1,278
판매관리비	170	178	201	222	243
영업이익	672	765	871	985	1,035
금융수익	61	92	73	70	110
이자수익	25	25	29	37	44
금융비용	44	46	42	44	46
이자비용	2	1	1	1	1
기타영업외손익	4	(7)	(13)	0	(10)
관계기업관련손익	(9)	(2)	(4)	(4)	(2)
세전계속사업이익	685	802	885	1,007	1,087
법인세비용	171	207	218	242	281
연결당기순이익	514	595	667	765	806
지배주주지분순이익	509	592	659	758	803
기타포괄이익	39	(6)	(6)	(6)	(6)
총포괄이익	553	588	661	759	800
지배주주지분포괄이익	558	590	658	756	797
EBITDA	846	983	1,091	1,210	1,265

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	28,820	33,519	37,278	42,875	45,462
BPS	271,901	295,176	319,768	348,614	378,688
DPS	8,500	8,500	11,000	12,000	13,000
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(3.4)	22.6	14.1	14.0	5.0
영업이익증가율	(1.5)	13.8	13.9	13.1	5.0
순이익증가율	1.6	16.3	11.2	15.0	6.0
EPS증가율	1.6	16.3	11.2	15.0	6.0
EBITDA증가율	0.9	16.2	11.0	10.9	4.5
수익성(%)					
영업이익률	14.1	13.1	13.1	13.0	13.0
순이익률	10.7	10.1	9.9	10.0	10.1
EBITDA Margin	17.7	16.8	16.4	15.9	15.8
ROA	8.9	9.6	9.8	10.0	9.6
ROE	10.5	11.2	11.5	12.1	11.8
배당수익률	1.8	1.8	2.6	2.8	3.0
배당성향	29.5	25.4	29.5	28.0	28.6
안정성					
순차입금(십억원)	(1,155)	(1,271)	(1,562)	(2,018)	(2,279)
차입금/자본총계비율(%)	1.0	0.9	0.6	0.5	0.5
Valuation(X)					
PER	16.3	14.2	11.5	10.0	9.5
PBR	1.7	1.6	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	9.2	7.9	6.1	5.1	4.7

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
고려아연(010130)	2015.06.11	매수	600,000 원
	2016.01.22	매수	500,000 원
	2016.04.25	매수	550,000 원
	2016.07.22	중립	-



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 4월 25일 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.
- 당사는 고려아연 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 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 (2017.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	0.9%

※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 높이 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.