

고려아연(010130)

Above

In line

Below

중립(유지)

오해와 진실

Stock Data

KOSPI(2/7)	2,075
주가(2/7)	435,500
시가총액(십억원)	8,218
발행주식수(백만)	19
52주 최고/최저가(원)	559,000/435,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	18,485
유동주식비율/외국인지분율(%)	43.9/20.6
주요주주(%)	영풍 외 38 인 42.5
국민연금	8.0

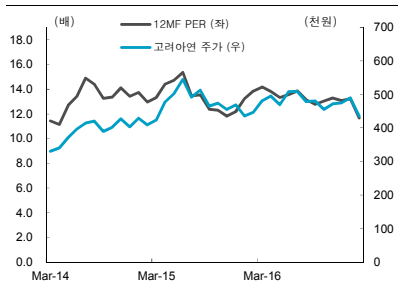
Valuation 지표

	2015A	2016F	2017F
PER(x)	16.3	14.2	14.0
PBR(x)	1.7	1.6	1.5
ROE(%)	10.5	11.1	10.6
DY(%)	1.8	1.9	2.3
EV/EBITDA(x)	9.2	7.8	7.7
EPS(원)	28,820	33,350	34,790
BPS(원)	271,901	296,730	321,079

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(9.6)	(16.7)	(3.5)
상대주가(%p)	(10.9)	(19.6)	(11.8)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

What's new : 2017년 시장 기대보다 낮은 가이던스

2016년 4분기 연결 영업이익은 2,364억원으로 컨센서스를 4.9% 상회했고, 우리 추정치에는 8.1% 못 미쳤다(표1). 예상을 벗어나지 않았다. 그런데 2017년에 대한 가이던스가 시장 기대에 못 미친다. 2017년 별도기준 매출액과 영업이익이 각각 4조 8,193억원과 5,709억원으로 2016년보다 매출액은 4%, 영업이익은 17% 감소하는 것으로 제시했다. 또한 2017년 아연, 연, 그리고 은 판매량도 공시했다. 아연과 은이 2016년보다 각각 6.8%와 9.9% 감소하고, 연 출하량은 1.1% 증가에 그친다고 밝혔다.

Positives : 오해 - 낮은 가격에 기초한 실적 가이던스

고려아연이 제시한 2017년 별도기준 실적 전망은 아연과 연 가격을 각각 2,400달러와 2,000달러를 기준으로 한 것이다. 현재 아연 가격은 2,700달러와 2,300달러를 상회하고 있다. 지나치게 낮은 가격 전망을 기초로 실적 전망을 제시한 것이다. 우리는 2017년 아연과 연 가격이 2,800달러와 2,450달러일 것으로 예상한다. 여기에 출하량 전망도 보수적이라고 판단한다. 우리는 2017년 별도기준 매출액과 영업이익이 5조 8,840억원과 6,850억원일 것으로 예상한다. 가이던스에 비해 매출액은 22.1%, 영업이익은 20% 상회하는 것으로 추정한다(표2).

Negatives : 진실 - 출하량 전망의 높은 신뢰성, 프리미엄 하락

2010년 이후 고려아연이 연간 출하량 전망의 신뢰성은 높다(그림 3, 5, 7). 반면 가격 전망은 실제와 괴리가 나타난다(그림 4, 6, 8). 가격은 외부의 다양한 변수에 의해 결정되어 예측이 어렵지만 출하량은 고려아연 내부 계획이기 때문일 것이다. 이를 감안해 2017년 아연, 금, 은 출하량 전망을 각각 1.8%, 6.7%, 8% 하향했다. 그리고 4분기 아연과 연 프리미엄이 각각 70달러와 86달러로 전분기대비 모두 40% 하락했다. 이를 반영해 2017년 아연과 연 프리미엄을 200달러에서 100달러로 변경했다. 위의 두 가지 가정 변경으로 2017년 연결 영업이익 전망을 9,140억원에서 7,900억원으로 13.6% 하향했다(표3).

결론 : 저가 매수에 나서는 아직 이른 시기, '중립' 의견 유지

2017년 실적 기준 PER 12.5배, PBR 1.5배로 2014년 이후 re-rating된 PER과 PBR 밴드의 하단 수치에 해당한다. 그러나 우리는 아직 매수에 나설 시기가 아니라고 판단한다. 1) 성장 기대가 낮아져 re-rating된 valuation을 그대로 적용해선 안 되고, 2) 제련수수료, 프리미엄, 출하량(우리 가정이 가이던스보다 높음) 등 실적 전망에 영향을 줄 수 있는 변수들의 개선 여부 확인이 필요하다. 투자의견 '중립'을 유지한다.

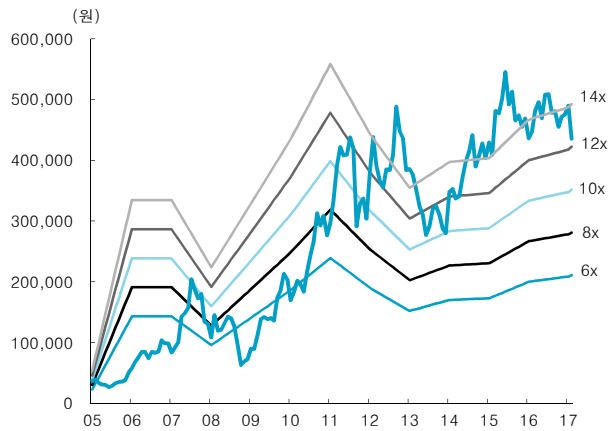
(단위: 십억원, %, %p)

	4Q16P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	1,681	1,627	(3.2%)	1,669	11.5%	32.0%	6,724	6,880
영업이익	257	236	(8.1%)	225	47.0%	84.3%	790	921
영업이익률	15.3%	14.5%	(0.8%p)	13.5%	3.5%p	4.1%p	11.8%	13.4%
세전이익	264	240	(9.1%)	228	33.8%	86.8%	817	943
순이익	204	180	(12.0%)	170	38.7%	83.4%	621	698

최문선 3276-6182
moonsun@truefriend.com

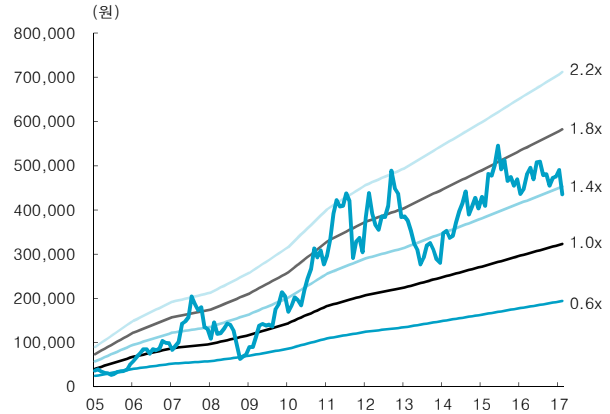
홍희주 3276-6582
heejoohong@truefriend.com

[그림 1] PER band



자료: Datastream, 한국투자증권

[그림 2] PBR band



자료: Datastream, 한국투자증권

<표 1> 연결기준 4분기 실적 비교

(단위: 십억원)

	4Q16			QoQ		YoY		컨센서스
	잠정	실적	추정치	차이(%)	3Q16	차이(%)	4Q15	차이(%)
매출액	1,627	1,681		(3.2)	1,459	11.5	1,232	32.0
- 고려아연	1,387	1,481		(6.3)	1,264	9.7	1,048	32.4
- 자회사	239	200		19.7	195	23.0	184	30.0
영업이익	236	257		(8.1)	161	47.0	128	84.3
- 고려아연	211	232		(9.3)	138	52.6	126	67.5
- 자회사	25.7	25.0		2.7	23	12.9	2.4	963.6
영업이익률	14.5	15.3		(0.8%p)	11.0	3.5%p	10.4	4.1%p
- 고려아연	15.2	15.7		(0.5%p)	10.9	4.3%p	12.0	3.2%p
- 자회사	10.7	12.5		(1.8%p)	11.7	(1.0%p)	1.3	9.4%p
지배지분순이익	178	204		(12.8)	129	37.3	98	81.5

자료: 한국투자증권

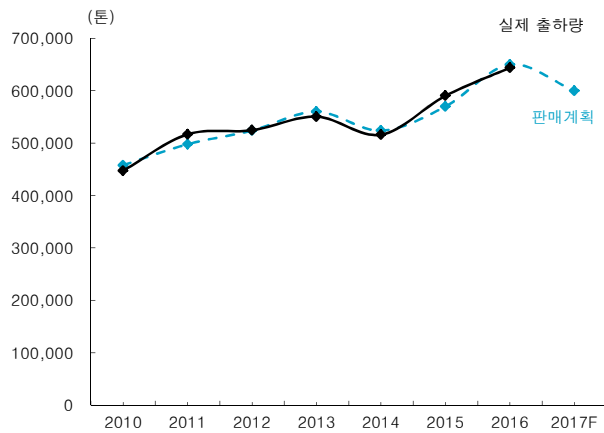
<표 2> 2017년 별도기준 실적 전망과 가이드نس 비교

(단위: 십억원)

	한국증권 전망	가이드نس	차이(%)
매출액(십억원)	5,884	4,819	22.1%
영업이익(십억원)	685	571	20.0%
주요 가정			
원/달러 환율(원/USD)	1,145	1,140	0.4%
아연 가격(USD/톤)	2,800	2,200	27.3%
연 가격(USD/톤)	2,450	2,000	22.5%
은 가격(USD/oz)	17	17	0.0%
아연 출하량(톤)	638,000	599,937	6.3%
연 출하량(톤)	425,000	425,000	0.0%
은 출하량(톤)	2,346	2,116	10.9%

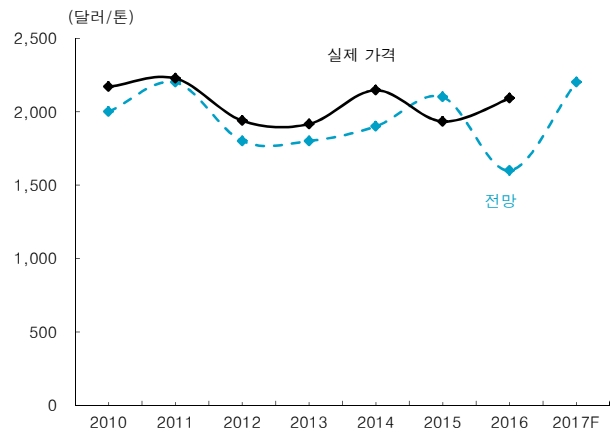
자료: 한국투자증권

[그림 3] 아연 출하량 가이드선과 실제 출하량



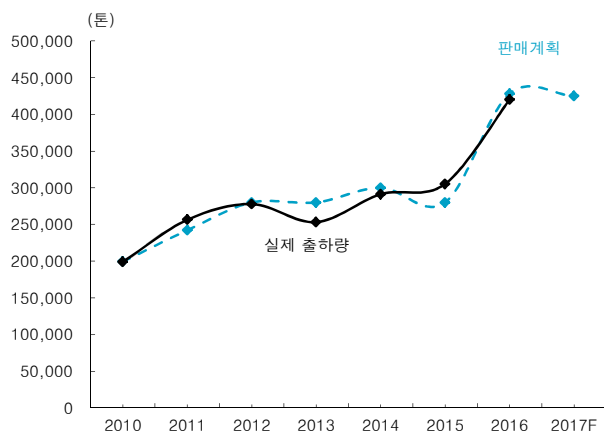
자료: 한국투자증권

[그림 4] 아연 가격 전망과 실제 가격



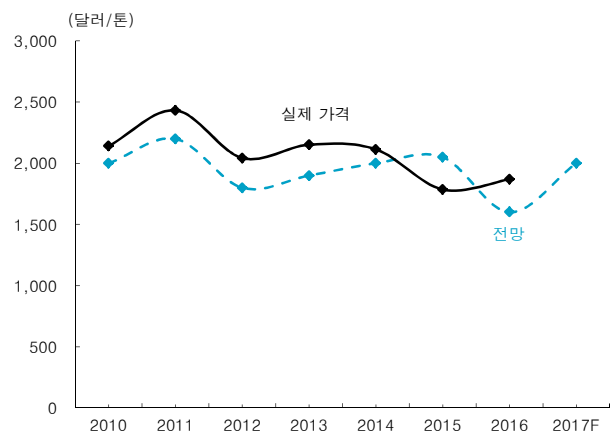
자료: 한국투자증권

[그림 5] 연 출하량 가이드선과 실제 출하량



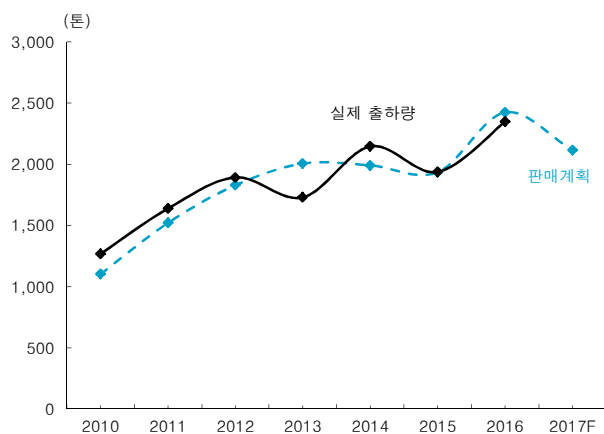
자료: 한국투자증권

[그림 6] 연 가격 전망과 실제 가격



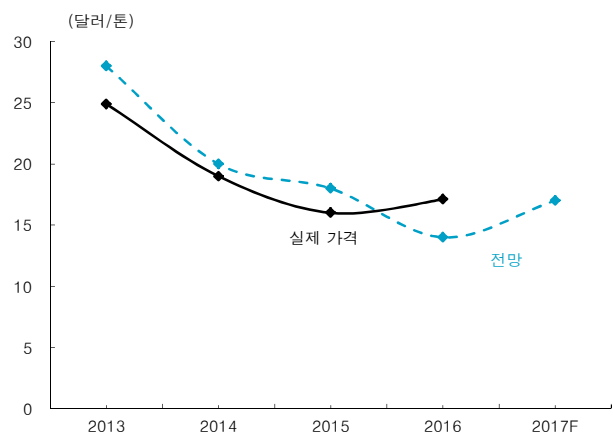
자료: 한국투자증권

[그림 7] 은 출하량 가이드선과 실제 출하량



자료: 한국투자증권

[그림 8] 은 가격 전망과 실제 가격



주: 2013년 이전은 은 가격 가이드선이 없었음

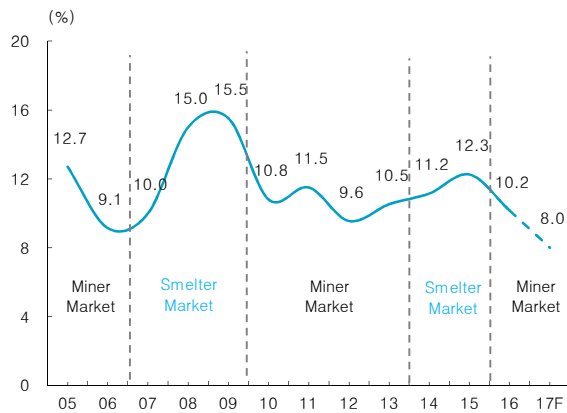
자료: 한국투자증권

〈표 3〉 실적 변경 내역

		수정 후		수정 전		% change	
		2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F
연 평균	원/달러	1,145	1,155	1,180	1,180	(3.0%)	(2.1%)
가격 전망	아연	2,800	2,900	2,800	2,900	0.0%	0.0%
(USD/톤)	연	2,450	2,550	2,450	2,550	0.0%	0.0%
	금(USD/oz)	1,100	1,100	1,100	1,100	0.0%	0.0%
	은(USD/oz)	17	17	17	17	0.0%	0.0%
	동	6,000	6,300	6,000	6,300	0.0%	0.0%
출하량전망	아연	638,000	650,000	650,000	750,000	(1.8%)	(13.3%)
(톤)	연	425,000	430,000	420,000	500,000	1.2%	(14.0%)
	금	12.6	13.5	13.5	13.5	(6.7%)	0.0%
	은	2,346	2,550	2,550	3,050	(8.0%)	(16.4%)
	동	30,000	30,000	30,000	30,000	0.0%	0.0%
기본가정	아연 제련수수료(USD/t)	200	200	200	200	0.0%	0.0%
	아연 프리미엄(USD/t)	100	150	200	220	(50.0%)	(31.8%)
	연 프리미엄(USD/t)	120	180	200	210	(40.0%)	(14.3%)
연결 실적	매출액	6,724	7,379	7,429	8,561	(9.5%)	(13.8%)
(십억원)	영업이익	790	907	914	991	(13.6%)	(8.5%)
	지배지분순이익	615	699	706	762	(12.8%)	(8.3%)
	EPS (원)	34,790	39,550	39,920	43,138	(12.8%)	(8.3%)

자료: 한국투자증권

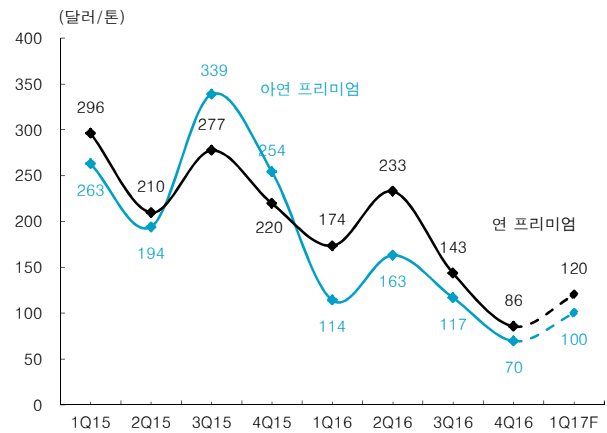
[그림 9] 기본 제련수수료를 추이 및 전망



주: 기본 제련 수수료율 = 기본 제련 수수료 / 기준 아연 가격

자료: 한국투자증권

[그림 10] 아연과 연 프리미엄 - 4분기 급락



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 Xtrata(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. 2015년 기준 매출비중은 은 27%, 아연 36%, 연 17%, 동 3%, 금 10%, 기타 7%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)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	2,674	2,538	3,192	3,438	4,068
현금성자산	175	239	643	605	885
매출채권및기타채권	337	308	378	471	590
재고자산	1,278	1,015	1,286	1,345	1,476
비유동자산	2,968	3,370	3,796	3,736	3,955
투자자산	745	823	1,009	842	961
유형자산	2,112	2,428	2,642	2,726	2,810
무형자산	65	71	87	100	109
자산총계	5,642	5,908	6,989	7,174	8,024
유동부채	551	390	1,005	760	1,067
매입채무및기타채무	270	250	306	352	387
단기차입금및단기사채	122	20	0	0	0
유동성장기부채	11	9	7	5	3
비유동부채	308	299	291	255	265
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	39	24	11	1	0
부채총계	859	689	1,295	1,015	1,332
지배주주지분	4,634	5,077	5,546	6,005	6,531
자본금	94	94	94	94	94
자본잉여금	57	57	57	57	57
기타자본	(54)	(54)	(54)	(54)	(54)
이익잉여금	4,474	4,865	5,295	5,716	6,204
비지배주주지분	149	142	148	154	160
자본총계	4,783	5,219	5,694	6,159	6,692

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	404	945	1,098	414	994
당기순이익	505	514	595	621	706
유형자산감가상각비	156	174	202	209	214
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(348)	216	291	(428)	62
기타	91	41	10	12	12
투자활동현금흐름	(564)	(651)	(494)	(240)	(493)
유형자산투자	(392)	(480)	(419)	(297)	(300)
유형자산매각	4	6	3	4	2
투자자산순증	(178)	(178)	(149)	201	(85)
무형자산순증	(0)	(0)	(16)	(13)	(10)
기타	2	1	87	(135)	(100)
재무활동현금흐름	(87)	(236)	(200)	(212)	(221)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	3	(120)	(36)	(12)	(3)
배당금지급	(90)	(116)	(150)	(159)	(194)
기타	0	0	(14)	(41)	(24)
기타현금흐름	2	6	0	0	0
현금의증가	(244)	64	404	(38)	280

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

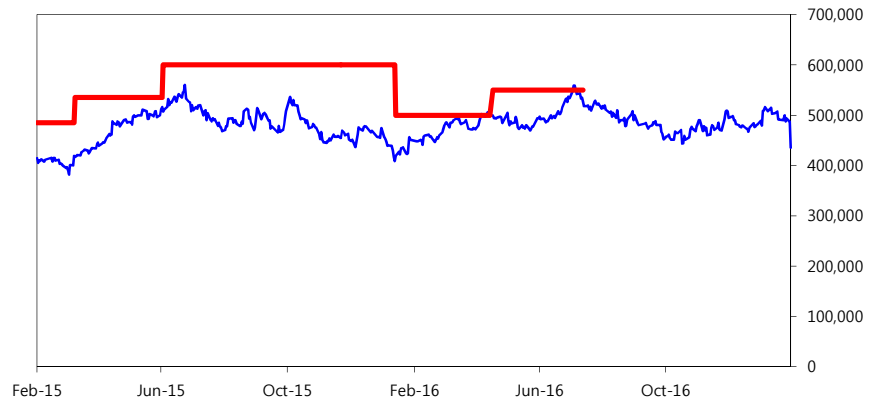
	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	4,939	4,771	5,848	6,724	7,379
매출원가	4,113	3,929	4,906	5,742	6,262
매출총이익	826	842	942	981	1,117
판매관리비	143	170	177	191	210
영업이익	683	672	765	790	907
금융수익	63	61	74	73	70
이자수익	40	25	23	34	39
금융비용	53	44	44	42	44
이자비용	3	2	1	0	0
기타영업외손익	(6)	4	9	0	0
관계기업관련손익	(4)	(9)	(2)	(4)	(4)
세전계속사업이익	683	685	802	817	929
법인세비용	178	171	207	196	223
연결당기순이익	505	514	595	621	706
지배주주지분순이익	501	509	589	615	699
기타포괄이익	36	39	39	39	39
총포괄이익	541	553	633	660	745
지배주주지분포괄이익	540	558	628	654	738
EBITDA	839	846	967	999	1,120

주요 투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	28,362	28,820	33,350	34,790	39,550
BPS	248,406	271,901	296,730	321,079	348,953
DPS	6,500	8,500	9,000	11,000	12,000
성장성(%, YoY)					
매출증가율	2.5	(3.4)	22.6	15.0	9.7
영업이익증가율	14.0	(1.5)	13.8	3.3	14.7
순이익증가율	11.9	1.6	15.7	4.3	13.7
EPS증가율	11.9	1.6	15.7	4.3	13.7
EBITDA증가율	12.5	0.9	14.2	3.4	12.1
수익성(%)					
영업이익률	13.8	14.1	13.1	11.8	12.3
순이익률	10.2	10.7	10.1	9.1	9.5
EBITDA Margin	17.0	17.7	16.5	14.9	15.2
ROA	9.4	8.9	9.2	8.8	9.3
ROE	11.4	10.5	11.1	10.6	11.2
배당수익률	1.6	1.8	1.9	2.5	2.8
배당성향	22.9	29.5	27.0	31.6	30.3
안정성					
순차입금(십억원)	(880)	(1,155)	(1,503)	(1,608)	(1,990)
차입금/자본총계비율(%)	3.6	1.0	0.3	0.1	0.0
Valuation(X)					
PER	14.2	16.3	14.2	12.5	11.0
PBR	1.6	1.7	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	8.1	9.2	7.8	6.7	5.7

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
고려아연(010130)	2015.03.18	매수	535,000 원
	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 2월 7일 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 (2016.12.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.6%	21.1%	1.3%

※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.