

고려아연(010130)

Above

In line

Below

매수(상향)

목표주가: 640,000원

Stock Data

KOSPI(7/25)	2,440
주가(7/25)	467,500
시가총액(십억원)	8,822
발행주식수(백만)	19
52주 최고/최저가(원)	529,000/392,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	28,188
유동주식비율/외국인지분율(%)	43.9/20.7
주요주주(%)	영풍 외 38 인 42.5
국민연금	8.1

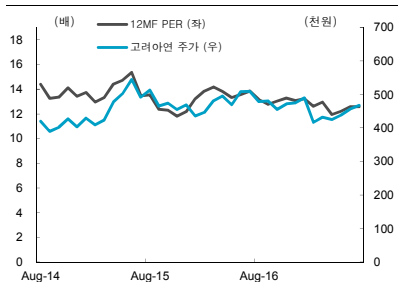
Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	14.2	11.5	9.2
PBR(x)	1.6	1.4	1.3
ROE(%)	11.2	12.5	14.0
DY(%)	1.8	2.1	2.6
EV/EBITDA(x)	7.9	6.1	4.9
EPS(원)	33,519	40,774	50,736
BPS(원)	295,176	323,882	360,138

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	6.5	(7.8)	(9.7)
상대주가(%)	3.9	(25.8)	(31.0)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

시장을 이기는 힘

What's new : 투자 의견 '매수'로 상향, 목표주가 640,000원

투자의견을 1년 만에 '중립'에서 '매수'로 상향하며 목표주가 640,000원(12개월 forward EPS 45,755원에 목표 PER 14배 적용)을 제시한다. 현재 제련시장은 제련사에게 불리한 Miner market임에는 틀림없다. 그러나 고려아연은 이를 기술력으로 극복하고 있음을 실적으로 증명했다. 2분기 연결 영업이익이 2,483억원(QoQ +5.1%, YoY +37.8%)으로 우리 추정치를 22.7%, 컨센서스를 13.2% 상회했다. 대외적인 시장 환경은 비철금속 가격이 하락한데다 원/달러 환율이 하락해 비우호적이었다. 그럼에도 불구하고 1) 판매량 증가로 free metal에 의한 이익(아연 가격×free metal 15%×판매량)이 늘었고, 2) 2차 원료(조산화아연) 투입을 늘려 원가가 개선되었으며, 3) SMC(지분율 100%, 호주)와 징크옥사이드 코퍼레이션(지분율 91.3%, 한국)의 이익이 늘어 예상을 뛰어 넘는 실적을 달성했다.

Positives : 개선된 펀더멘털을 반영해 실적 전망 상향

연결 영업이익률이 11.6%로 1분기 15% 대비 낮아질 것으로 예상했다. 그러나 실재는 14.9%로 1분기와 유사했다. 예상보다 2차 원료 투입에 따른 원가 개선 효과가 큰 것으로 추정된다. 여기에 2차 원료를 생산하는 징크옥사이드코퍼레이션의 수익성 개선도 지속 가능하다고 판단된다. 이를 반영해 2017년과 2018년 EPS를 각각 9.4%와 18.3% 상향한다. 이에 따라 2017년과 2018년 ROE도 12.5%와 14%로 각각 1%p와 1.9%p 상승했다(표1).

Negatives : 하반기 아연 공급 증가

상반기에는 낮아진 제련수수료 영향으로(그림3) 중국 제련사들이 감산을 했고(그림4), 중국의 아연 수입량이 증가했다(그림5). 그리고 이는 상반기 아연 가격 강세의 요인으로 작용했다. 아연 가격 상승이 상승해 중국 제련사들의 수익성이 개선되다보니 중국 제련사가 가동을 정상화해 공급이 늘어날 것으로 예상된다. 그런데 LME(London Metal Exchange)와 SHFE(Shanghai Futures Exchange) 함께 아연 재고가 2017년 들어 가파르게 감소했다(그림6). 게다가 달러 약세 기조가 이어지고 있어 가격이 하락할 가능성은 낮다.

결론 : 시장을 이기는 힘, valuation 부담 해소

우리가 지난 1년간 투자의견을 '중립'으로 제시한 핵심 이유는 중국의 제련 투자 확대로 제련시장이 광산에 유리한 Miner market이라는 것과 valuation 부담이었다. 그런데 고려아연은 이를 자체 기술력으로 돌파하고 있다. 시장을 이기는 힘을 가졌다는 점을 인정하지 않을 수 없다. 이를 반영해 실적 전망을 상향한 것이며, ROE의 상승으로 valuation 부담도 해소되었다.

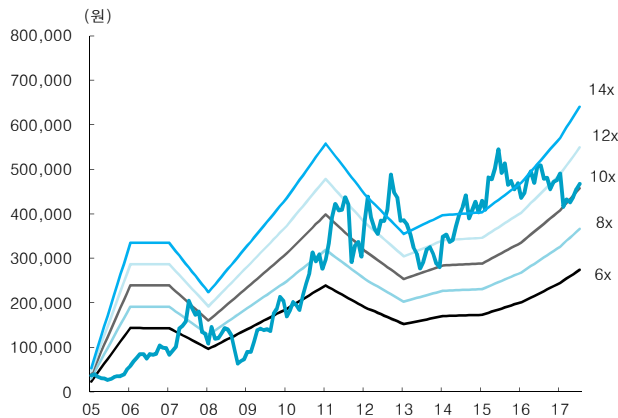
(단위: 십억원, %, %p)

	2Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	1,737	1,672	(3.8%)	1,630	6.2%	18.6%	6,665	6,440
영업이익	202	248	22.7%	219	5.1%	37.8%	983	893
영업이익률	11.6%	14.9%	3.2%p	13.5%	(0.2%p)	2.1%p	14.8%	13.9%
세전이익	209	274	31.1%	224	19.3%	48.1%	1,016	905
순이익	157	168	7.1%	165	0.9%	22.8%	721	667

최문선 3276-6182
moonsun@truefriend.com

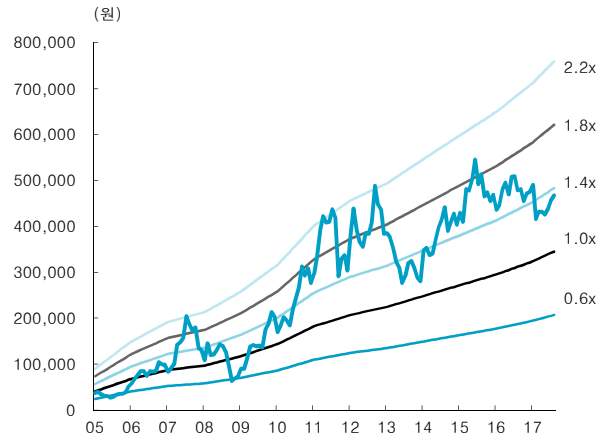
홍희주 3276-6582
heejoohong@truefriend.com

[그림 1] PER band



자료: Datastream, 한국투자증권

[그림 2] PBR band



자료: Datastream, 한국투자증권

<표 1> 실적 변경 내역

		수정 후		수정 전		% change	
		2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F
연 평균	원/달러	1,145	1,155	1,145	1,155	0.0%	0.0%
가격 전망	아연	2,712	2,800	2,800	2,900	(3.1%)	(3.4%)
(USD/톤)	연	2,239	2,350	2,450	2,550	(8.6%)	(7.8%)
	금(USD/oz)	1,223	1,200	1,100	1,100	11.2%	9.1%
	은(USD/oz)	17	17	17	17	(1.4%)	0.0%
	동	5,895	6,300	6,000	6,300	(1.8%)	0.0%
출하량전망	아연	609,895	650,000	638,000	650,000	(4.4%)	0.0%
(톤)	연	419,812	430,000	425,000	430,000	(1.2%)	0.0%
	금	12.0	13.5	12.6	13.5	(4.9%)	0.0%
	은	2,194	2,550	2,346	2,550	(6.5%)	0.0%
	동	20,828	30,000	25,000	30,000	(16.7%)	0.0%
기본가정	아연 제련수수료(USD/t)	172	180	172	180	0.0%	0.0%
	아연 프리미엄(USD/t)	214	250	250	250	(14.2%)	0.0%
	연 프리미엄(USD/t)	215	230	230	230	(6.6%)	0.0%
연결 실적	매출액	6,665	7,819	6,671	7,605	(0.1%)	2.8%
(십억원)	영업이익	983	1,170	870	985	13.0%	18.7%
	지배지분순이익	721	897	659	758	9.4%	18.3%
	EPS (원)	40,774	50,736	37,278	42,875	9.4%	18.3%
	ROE (%)	12.5	14.0	11.5	12.1	1.0%p	1.9%p

자료: 한국투자증권

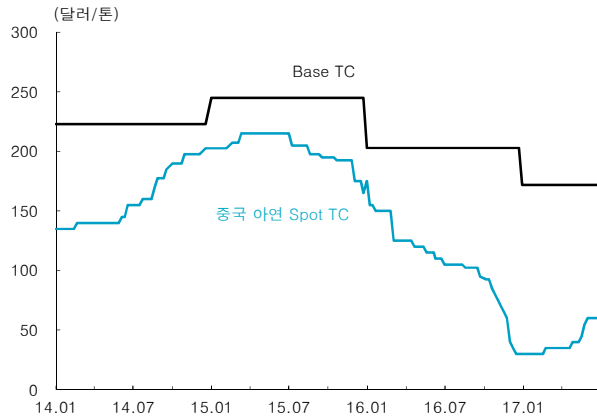
<표 2> 연결기준 2분기 실적 변경 내역 및 비교

(단위: 십억원)

2Q17				QoQ		YoY		컨센서스	
	잠정실적	추정치	차이(%)	1Q17	차이(%)	2Q16	차이(%)	2Q17	차이(%)
매출액	1,672	1,737	(3.8)	1,574	6.2	1,410	18.6	1,630	2.6
- 고려아연	1,388	1,507	(7.9)	1,339	3.7	1,227	13.1	1,389	(0.1)
- 자회사	284	230	23.3	235	20.6	182	55.7	241	17.8
영업이익	248	202	22.7	236	5.1	180	37.8	219	13.2
- 고려아연	218	181	20.6	208	4.6	163	33.2	192	13.2
- 자회사	30.6	21.8	40.3	28	8.2	16.8	82.5	27	13.4
영업이익률	14.9	11.6	3.2%p	15.0	(0.2%p)	12.8	2.1%p	13.5	1.4%p
- 고려아연	15.7	12.0	3.7%p	15.5	0.1%p	13.3	2.4%p	13.9	1.8%p
- 자회사	10.8	9.5	1.3%p	12.0	(1.2%p)	9.2	1.6%p	11.2	(0.4%p)
지배지분순이익	168	157	7.0	167	0.8	137	22.7	165	2.1

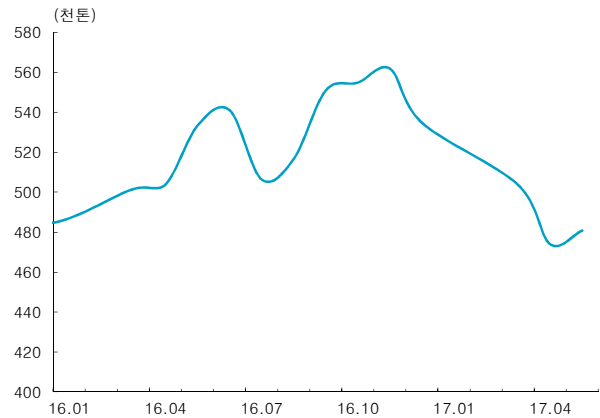
자료: 한국투자증권

[그림 3] 중국 spot 아연 TC



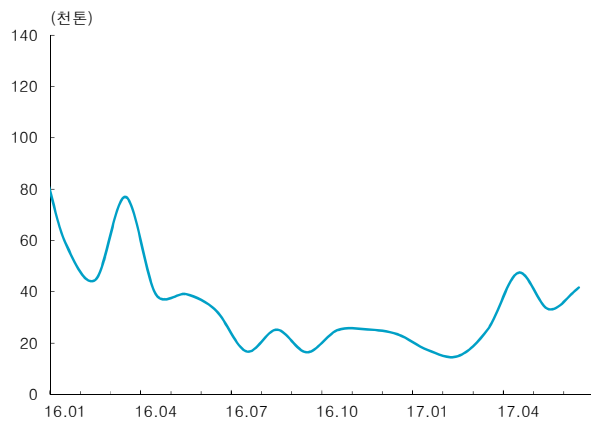
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 4] 중국 아연 생산량



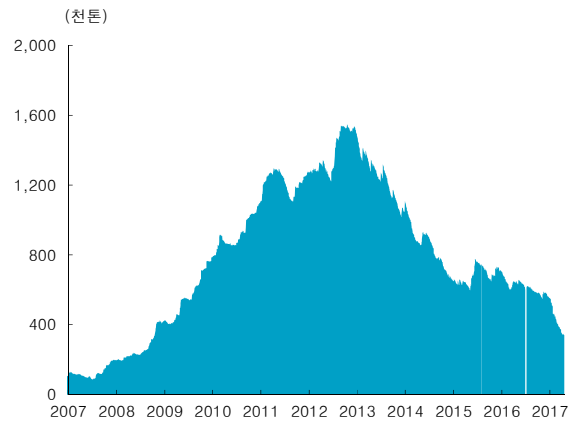
자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 5] 중국 아연 수입량



자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 6] LME와 SHFE 합계 아연 재고



주: SHFE 재고는 2007년부터 수치 발표

자료: Datastream, 한국투자증권

<표 3> 연결기준 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	1,352	1,410	1,459	1,627	1,574	1,672	1,716	1,703	5,848	6,665	7,819
- 고려아연	1,166	1,227	1,264	1,387	1,339	1,388	1,430	1,419	5,045	5,576	6,516
- 자회사	186	182	195	239	235	284	286	284	803	1,089	1,303
영업이익	187	180	161	236	236	248	259	240	765	983	1,170
- 고려아연	176	163	138	211	208	218	226	207	688	859	1,018
- 자회사	11	17	23	26	28	31	33	33	76	124	152
영업이익률	13.9%	12.8%	11.0%	14.5%	15.0%	14.9%	15.1%	14.1%	13.1%	14.8%	15.0%
- 고려아연	15.1%	13.3%	10.9%	15.2%	15.5%	15.7%	15.8%	14.6%	13.6%	15.4%	15.6%
- 자회사	6.0%	9.2%	11.7%	10.7%	12.0%	10.8%	11.5%	11.5%	9.5%	11.4%	11.7%
세전이익	197	185	179	240	230	274	265	247	802	1,016	1,192
지배지분순이익	145	137	129	181	167	168	200	186	592	721	897

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 별도기준 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	1,166	1,227	1,264	1,387	1,339	1,388	1,430	1,419	5,045	5,576	6,516
- 아연	356	388	402	497	469	528	520	532	1,644	2,050	2,356
- 연	218	217	248	311	281	302	303	298	994	1,184	1,281
- 금	164	173	140	103	130	125	160	155	580	571	660
- 은	339	367	380	382	352	325	343	330	1,467	1,350	1,714
- 동	31	30	37	33	34	38	34	34	131	140	214
- 기타	58	52	58	61	71	71	70	70	229	282	290
영업이익	176	163	138	211	208	218	226	207	688	859	1,018
영업이익률	15.1%	13.3%	10.9%	15.2%	15.5%	15.7%	15.8%	14.6%	13.6%	15.4%	15.6%
세전이익	188	168	145	211	196	243	229	211	712	880	1,040
순이익	143	127	107	160	148	151	174	161	537	633	790
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	200	200
아연 프리미엄(달러/톤)	205	227	165	257	180	177	250	250	214	214	250
연 프리미엄(달러/톤)	209	197	185	236	192	208	230	230	207	215	230
가격 전망											
아연 (달러/톤)	1,587	1,843	2,163	2,390	2,736	2,662	2,750	2,700	1,996	2,712	2,800
연 (달러/톤)	1,710	1,747	1,795	2,051	2,246	2,212	2,250	2,250	1,826	2,239	2,350
금 (달러/oz)	1,123	1,247	1,318	1,276	1,193	1,249	1,250	1,200	1,241	1,223	1,200
은 (달러/oz)	14.5	16.2	18.9	18.1	17.1	17.5	16.5	16.0	16.9	16.8	16.5
동 (달러/톤)	4,575	4,847	4,751	4,968	5,776	5,704	6,100	6,000	4,785	5,895	6,300
출하량 전망											
아연(천톤)	166	161	151	166	138	165	150	158	644	610	650
연(천톤)	95	96	110	120	99	110	106	105	420	420	430
금(천 oz)	3.6	3.7	2.9	2.3	2.9	2.7	3.1	3.2	12.4	12.0	13.5
은(천 oz)	606	613	566	564	559	508	569	559	2,349	2,194	2,550
동(천톤)	5.7	5.4	6.8	5.4	4.9	5.9	5.0	5.0	23.2	20.8	30.0

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(글로브기업), Hindustan Zinc(인도)에 이어 세계 4위 규모(영동과 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
- Free metal: 제련사가 광산으로부터 정광을 구매할 때 일정 비율만큼 할인하는 것

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	2,538	2,895	3,410	4,313	4,693
현금성자산	239	309	600	938	1,149
매출채권및기타채권	308	358	467	626	657
재고자산	1,015	1,204	1,333	1,564	1,642
비유동자산	3,370	3,588	3,679	3,983	4,122
투자자산	823	992	996	1,208	1,268
유형자산	2,428	2,484	2,555	2,625	2,696
무형자산	71	74	84	99	103
자산총계	5,908	6,483	7,090	8,297	8,815
유동부채	390	537	632	1,130	984
매입채무및기타채무	250	368	420	492	517
단기차입금및단기사채	20	24	28	32	36
유동성장기부채	9	6	4	1	0
비유동부채	299	283	251	272	283
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	24	17	7	2	0
부채총계	689	820	883	1,402	1,267
지배주주지분	5,077	5,516	6,058	6,742	7,393
자본금	94	94	94	94	94
자본잉여금	57	57	57	57	57
기타자본	(54)	(54)	(54)	(54)	(54)
이익잉여금	4,865	5,300	5,848	6,539	7,195
비지배주주지분	142	146	149	152	155
자본총계	5,219	5,663	6,207	6,894	7,548

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	945	681	781	1,263	875
당기순이익	514	595	727	906	890
유형자산감가상각비	174	219	220	225	230
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	216	(184)	(174)	123	(251)
기타	41	51	8	9	6
투자활동현금흐름	(651)	(459)	(305)	(709)	(434)
유형자산투자	(480)	(184)	(295)	(298)	(303)
유형자산매각	6	3	4	2	2
투자자산순증	(178)	(279)	(15)	(222)	(69)
무형자산순증	(0)	(0)	(10)	(15)	(5)
기타	1	1	11	(176)	(59)
재무활동현금흐름	(236)	(157)	(185)	(216)	(229)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(120)	(5)	(6)	(1)	4
배당금지급	(116)	(152)	(150)	(177)	(212)
기타	0	0	(29)	(38)	(21)
기타현금흐름	6	5	0	0	0
현금의증가	64	70	291	338	211

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

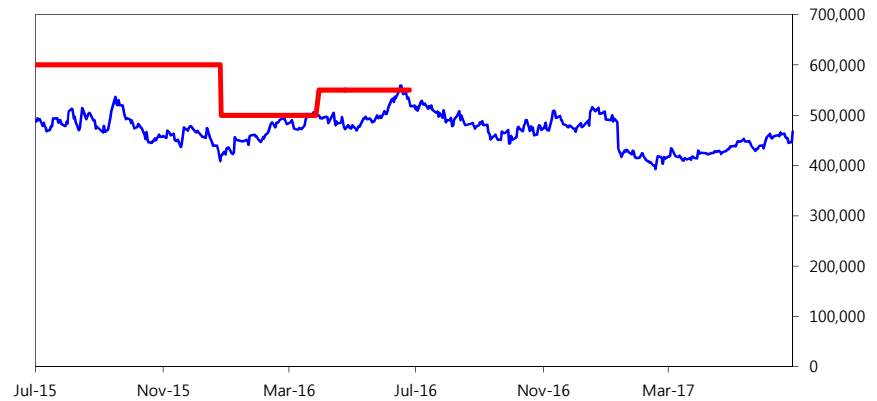
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	4,771	5,848	6,665	7,819	8,210
매출원가	3,929	4,905	5,479	6,400	6,814
매출총이익	842	943	1,186	1,419	1,396
판매관리비	170	178	203	249	250
영업이익	672	765	983	1,170	1,146
금융수익	61	92	87	70	111
이자수익	25	25	29	37	45
금융비용	44	46	60	44	46
이자비용	2	1	1	1	1
기타영업외손익	4	(7)	10	0	(10)
관계기업관련손익	(9)	(2)	(4)	(4)	(2)
세전계속사업이익	685	802	1,015	1,192	1,199
법인세비용	171	207	288	286	310
연결당기순이익	514	595	727	906	890
지배주주지분순이익	509	592	721	897	886
기타포괄이익	39	(6)	(6)	(6)	(6)
총포괄이익	553	588	721	900	883
지배주주지분포괄이익	558	590	718	896	880
EBITDA	846	983	1,203	1,395	1,376

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	28,820	33,519	40,774	50,736	50,148
BPS	271,901	295,176	323,882	360,138	394,602
DPS	8,500	8,500	10,000	12,000	13,000
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(3.4)	22.6	14.0	17.3	5.0
영업이익증가율	(1.5)	13.8	28.6	18.9	(2.0)
순이익증가율	1.6	16.3	21.6	24.4	(1.2)
EPS증가율	1.6	16.3	21.6	24.4	(1.2)
EBITDA증가율	0.9	16.2	22.4	15.9	(1.3)
수익성(%)					
영업이익률	14.1	13.1	14.8	15.0	14.0
순이익률	10.7	10.1	10.8	11.5	10.8
EBITDA Margin	17.7	16.8	18.1	17.8	16.8
ROA	8.9	9.6	10.7	11.8	10.4
ROE	10.5	11.2	12.5	14.0	12.5
배당수익률	1.8	1.8	2.1	2.6	2.8
배당성향	29.5	25.4	24.5	23.7	25.9
안정성					
순차입금(십억원)	(1,155)	(1,271)	(1,560)	(2,075)	(2,344)
차입금/자본총계비율(%)	1.0	0.9	0.6	0.5	0.5
Valuation(X)					
PER	16.3	14.2	11.5	9.2	9.3
PBR	1.7	1.6	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	9.2	7.9	6.1	4.9	4.8

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
고려아연(010130)	2015.09.14	매수	600,000 원
	2016.01.22	매수	500,000 원
	2016.04.25	매수	550,000 원
	2016.07.22	중립	-
	2017.07.25	매수	640,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 7월 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 (2017.6.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.9%	20.3%	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.