

고려아연(010130)

Above

In line

Below

매수(유지)

목표주가: 640,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(10/25)	2,493
주가(10/25)	522,000
시가총액(십억원)	9,850
발행주식수(백만)	19
52주 최고/최저가(원)	546,000/392,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	22,963
유동주식비율/외국인지분율(%)	43.9/23.1
주요주주(%)	최창길 외 38인 42.5
국민연금	8.1

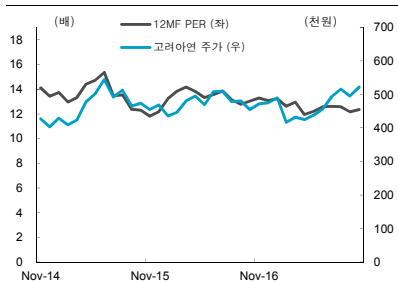
Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	14.2	13.5	10.3
PBR(x)	1.6	1.6	1.5
ROE(%)	11.2	11.8	14.1
DY(%)	1.8	1.9	2.3
EV/EBITDA(x)	7.9	7.3	5.6
EPS(원)	33,519	38,647	50,736
BPS(원)	295,176	321,718	357,974

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	8.4	21.4	17.7
상대주가(%p)	3.7	7.9	(4.7)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

가격 급등의 부작용

What's new : 어닝 쇼크

연결 매출액이 1조 6,169억원으로 컨센서스와 유사했으나 영업이익은 1,873억원으로 컨센서스를 20.2%나 하회했다. 은을 제외한 모든 금속 가격이 상승했는데도 영업이익률이 11.6%로 전분기 대비 3.4%p나 하락했다. 원인은 가격 급등에 있다. 주지하는 바와 같이 판매 가격은 LME(London Metal Exchange) 전월 평균 가격이 적용된다. 반면 원재료는 월말 가격으로 원가에 반영된 것으로 파악된다. 판매가격은 평균인 반면 원가는 고가가 반영되니 가격이 상승하는 국면에서는 원가율이 높아질 수 밖에 없다. 아연 가격이 급등했던 작년 2분기와 3분기에 연속해서 원가율이 상승해 영업이익률이 하락한 것과 동일한 상황이다. 어닝 쇼크나 구조적인 문제에 의한 것이 아니라 일시적인 현상이다.

Positives : 4분기 수익성 정상화 전망

4분기에도 3분기와 같이 금속 가격이 급등할 경우에는 수익성이 정상화되기 어려울 것이다. 그러나 4분기는 금속 가격이 안정되면서 3분기와 같이 원가와 판매가격의 차이가 발생하지 않을 것으로 예상된다. 이에 이익률이 정상화될 것이다. 4분기 연결 영업이익은 2,556억원, 영업이익률은 15%로 상반기 수준으로 회복될 것으로 판단된다.

Negatives : 높아진 이익 변동성

수익성이 정상화될 것으로 예상되지만 시장이 이를 신뢰하는 데에는 시간이 걸릴 것으로 보인다. 과거에도 유사한 사례가 있음에도 불구하고 표면적으로는 이익률이 크게 하락했기 때문에 실제로 이익률이 회복하는 것을 확인하려 할 것이기 때문이다. 또한 조산화아연을 통한 아연 생산의 수익성도 아직 미지수로 남아 있다. 높아진 이익의 변동성의 요인이라고 의심을 받을 수 있다.

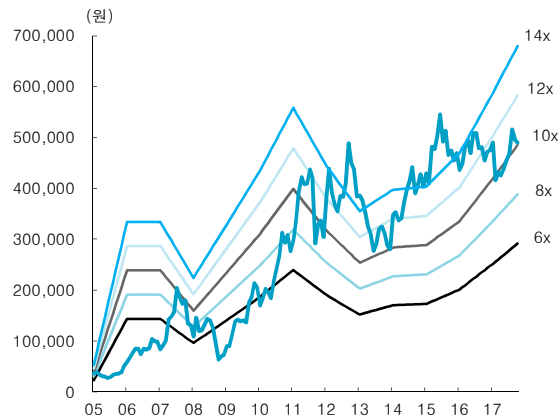
결론 : 장기투자 관점에서 진입하기 좋은 가격

2017년은 유례없는 'Miner market'이다. 아연 가격이 3,000달러를 넘는 초강세에도 2,000달러 초반에 불과했던 2015년 상반기보다 영업이익률이 낮다. 2016년부터 아연정광 시장이 'Smelter market'에서 'Miner market'으로 전환되었기 때문이다. 그러나 가격이 상승하면서 아연 정광 생산량이 늘면서 향후 'Miner market'의 강도가 완화될 전망이다. 제련업의 수익성이 개선되는 구간이 펼쳐질 것으로 판단한다. 이익의 변동성이 높아져 단기간에 주가가 빠르게 상승하기는 어렵겠지만 장기적으로 상승 국면이 나타날 것이다. 12개월 forward EPS 47,714원에 목표 PER 14배(아연 가격 상승기 평균)를 적용한 목표주가 640,000원을 유지한다.

(단위: 십억원, %, %p)

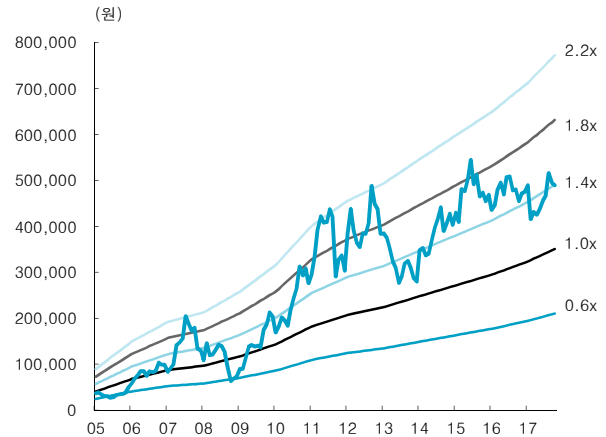
	3Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	1,697	1,617	(4.7)	1,621	(3.3)	10.8	6,568	6,560
영업이익	270	187	(30.6)	235	(24.6)	15.5	929	971
영업이익률	15.9	11.6	(4.3)	14.5	(3.3)	0.5	14.1	14.8
세전이익	277	200	(27.6)	248	(27)	11.7	968	1,005
순이익	208	149	(28.4)	180	(11.5)	15.2	683	709

[그림 1] PER band



자료: Datastream, 한국투자증권

[그림 2] PBR band



자료: Datastream, 한국투자증권

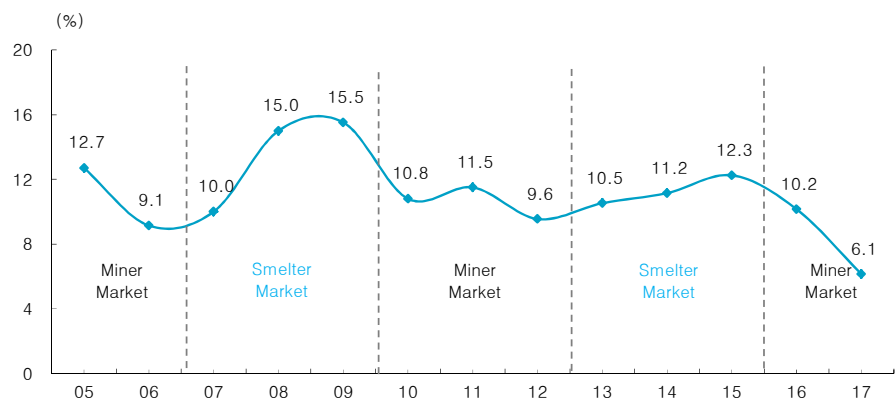
<표 1> 3분기 실적 비교

(단위: 십억원)

	3Q17			QoQ		YoY		컨센서스	
	잠정실적	추정치	차이(%)	2Q17	차이(%)	3Q16	차이(%)	3Q17	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	7.1	167	0.9	137	22.8	165	2.2

자료: 한국투자증권

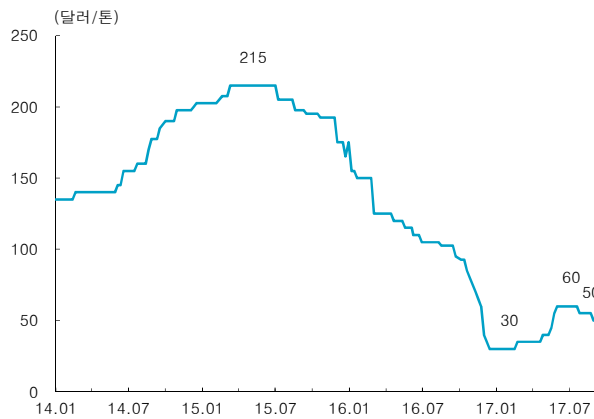
[그림 3] 기본 제련 수수료율 - 2016년부터 'Miner market'으로 전환



주: 기본 제련 수수료율 = 기본 제련 수수료 / 기준 아연 가격

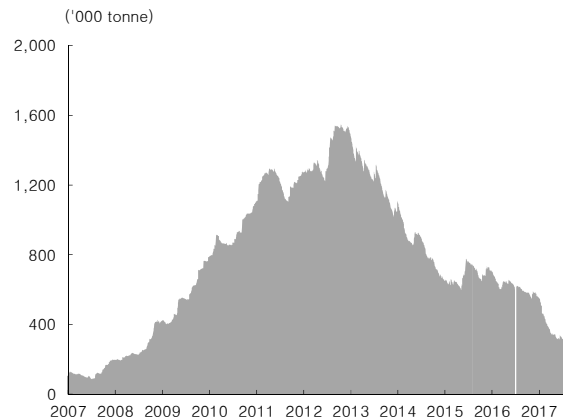
자료: 한국투자증권

[그림 4] 중국 spot 아연 제련 수수료



자료: Wind, 한국투자증권

[그림 5] LME와 SHFE 합계 아연 재고



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 2> 별도기준 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	1,166	1,227	1,264	1,387	1,339	1,388	1,342	1,421	5,045	5,490	6,516
- 아연	356	388	402	497	469	528	527	532	1,644	2,056	2,356
- 연	218	217	248	311	281	302	279	298	994	1,161	1,281
- 금	164	173	140	103	130	125	123	155	580	534	660
- 은	339	367	380	382	352	325	295	330	1,467	1,302	1,714
- 동	31	30	37	33	34	38	39	36	131	147	214
- 기타	58	52	58	61	71	71	79	70	229	291	290
영업이익	176	163	138	211	208	218	164	224	688	815	1,018
영업이익률	15.1%	13.3%	10.9%	15.2%	15.5%	15.7%	12.3%	15.8%	13.6%	14.8%	15.6%
세전이익	188	168	145	211	196	243	180	228	712	847	1,040
순이익	143	127	107	160	148	151	136	173	537	607	790
기본 가정											
원/달러 환율	1,199	1,168	1,140	1,133	1,170	1,130	1,132	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	234	250	214	210	250
연 프리미엄(달러/톤)	209	197	185	236	192	208	200	230	207	207	230
가격 전망											
아연 (달러/톤)	1,587	1,843	2,163	2,390	2,736	2,662	2,782	2,700	1,996	2,720	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	1,261	1,200	1,241	1,226	1,200
은 (달러/oz)	14.5	16.2	18.9	18.1	17.1	17.5	16.7	16.0	16.9	16.8	16.5
동 (달러/톤)	4,575	4,847	4,751	4,968	5,776	5,704	6,066	6,000	4,785	5,886	6,300
출하량 전망											
아연(천톤)	166	161	151	166	138	165	154	158	644	614	650
연(천톤)	95	96	110	120	99	110	101	105	420	415	430
금(천 oz)	3.6	3.7	2.9	2.3	2.9	2.7	2.6	3.2	12.4	11.5	13.5
은(천 oz)	606	613	566	564	559	508	485	559	2,349	2,110	2,550
동(천톤)	5.7	5.4	6.8	5.4	4.9	5.9	5.4	5.0	23.2	21.3	30.0

자료: 한국투자증권

<표 3> 연결기준 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	1,352	1,410	1,459	1,627	1,574	1,672	1,617	1,706	5,848	6,568	7,819
- 고려아연	1,166	1,227	1,264	1,387	1,339	1,388	1,342	1,421	5,045	5,490	6,516
- 자회사	186	182	195	239	235	284	268	284	803	1,072	1,303
영업이익	187	180	161	236	236	248	187	257	765	929	1,170
- 고려아연	176	163	138	211	208	218	164	224	688	815	1,018
- 자회사	11	17	23	26	28	31	23	33	76	114	152
영업이익률	13.9%	12.8%	11.0%	14.5%	15.0%	14.9%	11.6%	15.1%	13.1%	14.1%	15.0%
- 고려아연	15.1%	13.3%	10.9%	15.2%	15.5%	15.7%	12.3%	15.8%	13.6%	14.8%	15.6%
- 자회사	6.0%	9.2%	11.7%	10.7%	12.0%	10.8%	8.5%	11.5%	9.5%	10.7%	11.7%
세전이익	197	185	179	240	230	274	200	264	802	968	1,192
지배지분순이익	145	137	129	181	167	168	149	199	592	683	897

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	3,361	4,313	4,693
현금성자산	239	309	591	938	1,149
매출채권및기타채권	308	358	460	626	657
재고자산	1,015	1,204	1,314	1,564	1,642
비유동자산	3,370	3,588	3,663	3,983	4,122
투자자산	823	992	982	1,208	1,268
유형자산	2,428	2,484	2,555	2,625	2,696
무형자산	71	74	83	99	103
자산총계	5,908	6,483	7,023	8,297	8,815
유동부채	390	537	610	1,171	1,025
매입채무및기타채무	250	368	413	492	517
단기차입금및단기사채	20	24	28	32	36
유동성장기부채	9	6	4	1	0
비유동부채	299	283	247	272	283
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	24	17	7	2	0
부채총계	689	820	857	1,443	1,308
지배주주지분	5,077	5,516	6,017	6,701	7,352
자본금	94	94	94	94	94
자본잉여금	57	57	57	57	57
기타자본	(54)	(54)	(54)	(54)	(54)
이익잉여금	4,865	5,300	5,807	6,498	7,154
비지배주주지분	142	146	149	152	155
자본총계	5,219	5,663	6,166	6,853	7,507

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	945	681	741	1,302	875
당기순이익	514	595	686	906	890
유형자산감가상각비	174	219	220	225	230
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	216	(184)	(173)	162	(251)
기타	41	51	8	9	6
투자활동현금흐름	(651)	(459)	(275)	(739)	(434)
유형자산투자	(480)	(184)	(295)	(298)	(303)
유형자산매각	6	3	4	2	2
투자자산순증	(178)	(279)	(1)	(236)	(69)
무형자산순증	(0)	(0)	(9)	(16)	(5)
기타	1	1	26	(191)	(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	282	347	211

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

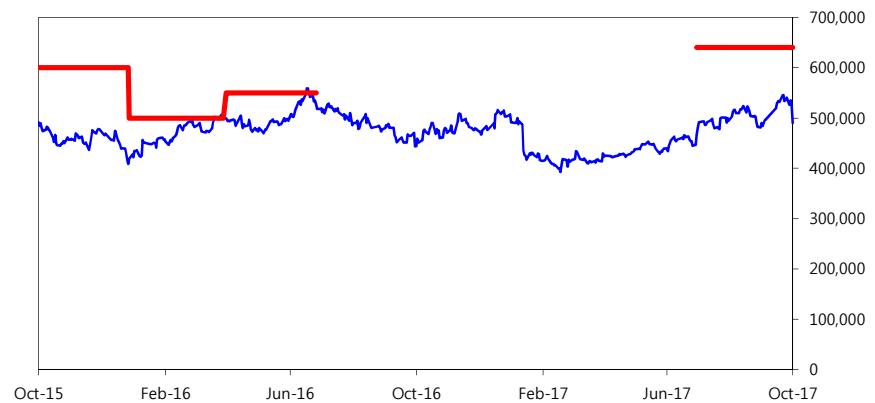
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	4,771	5,848	6,568	7,819	8,210
매출원가	3,929	4,905	5,453	6,400	6,814
매출총이익	842	943	1,115	1,419	1,396
판매관리비	170	178	186	249	250
영업이익	672	765	929	1,170	1,146
금융수익	61	92	90	70	111
이자수익	25	25	29	37	45
금융비용	44	46	51	44	46
이자비용	2	1	1	1	1
기타영업외손익	4	(7)	2	0	(10)
관계기업관련손익	(9)	(2)	(4)	(4)	(2)
세전계속사업이익	685	802	966	1,192	1,199
법인세비용	171	207	280	286	310
연결당기순이익	514	595	686	906	890
지배주주지분순이익	509	592	683	897	886
기타포괄이익	39	(6)	(6)	(6)	(6)
총포괄이익	553	588	680	900	883
지배주주지분포괄이익	558	590	678	896	880
EBITDA	846	983	1,149	1,395	1,376

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	28,820	33,519	38,647	50,736	50,148
BPS	271,901	295,176	321,718	357,974	392,438
DPS	8,500	8,500	10,000	12,000	13,000
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(3.4)	22.6	12.3	19.0	5.0
영업이익증가율	(1.5)	13.8	21.5	25.9	(2.0)
순이익증가율	1.6	16.3	15.3	31.3	(1.2)
EPS증가율	1.6	16.3	15.3	31.3	(1.2)
EBITDA증가율	0.9	16.2	16.9	21.4	(1.3)
수익성(%)					
영업이익률	14.1	13.1	14.1	15.0	14.0
순이익률	10.7	10.1	10.4	11.5	10.8
EBITDA Margin	17.7	16.8	17.5	17.8	16.8
ROA	8.9	9.6	10.2	11.8	10.4
ROE	10.5	11.2	11.8	14.1	12.6
배당수익률	1.8	1.8	1.9	2.3	2.5
배당성향	29.5	25.4	25.9	23.7	25.9
안정성					
순차입금(십억원)	(1,155)	(1,271)	(1,537)	(2,075)	(2,344)
차입금/자본총계비율(%)	1.0	0.9	0.6	0.5	0.5
Valuation(X)					
PER	16.3	14.2	13.5	10.3	10.4
PBR	1.7	1.6	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	9.2	7.9	7.3	5.6	5.5

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
고려아연(010130)	2015.10.22	매수	600,000원	-23.3	-17.7
	2016.01.22	매수	500,000원	-6.3	1.2
	2016.04.25	매수	550,000원	-8.9	1.6
	2016.07.22	중립	-	-	-
	2017.07.22	1년경과	-	-	-
	2017.07.25	매수	640,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 10월 26일 현재 고려아연 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 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 (2017.9.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.6%	20.4%	1.0%

※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 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.