

SK COMPANY Analysis



Analyst

권순우

soonwoo@sk.com

02-3773-8882

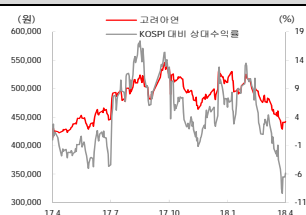
Company Data

자본금	944 억원
발행주식수	1,887 만주
자사주	120 만주
액면가	5,000 원
시가총액	83,405 억원
주요주주	
(주)영풍(외46)	48.79%
국민연금공단	8.02%
외국인지분률	25.30%
배당수익률	2.30%

Stock Data

주가(18/04/24)	442,000 원
KOSPI	2464.14 pt
52주 Beta	0.50
52주 최고가	546,000 원
52주 최저가	422,500 원
60일 평균 거래대금	189 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-7.3%	-9.1%
6개월	-17.4%	-16.5%
12개월	6.8%	-5.8%

고려아연 (010130/KS | 매수(유지) | T.P 550,000 원(유지))

1Q18 Review - Valuation 매력 vs 제한적 모멘텀

18 년 1 분기 실적 연결기준 매출액 1 조 6,834 억원(YoY +7.0%), 영업이익 2,001 억원(YoY -15.3%, OPM 11.9%), 당기순이익 1,464 억원(YoY -12.4%, NIM 8.7%)을 기록. 실적 부진의 주요인은 1)연공장 보수에 따른 생산량 감소, 2)부산물 감소, 3)판매부진, 4)비우호적인 원/달러 환율 환경 등. 18 년 기준 PBR 1.3 배로 valuation 매력 존재하지만 제련수수료협상, 금속가격, 원/달러 환율을 감안하면 당분간 모멘텀은 제한적

1Q18 Review - 생산/판매 감소와 불리했던 환율

18 년 1 분기 연결실적은 매출액 1 조 6,834 억원(YoY +7.0%), 영업이익 2,001 억원(YoY -15.3%, OPM 11.9%), 당기순이익 1,464 억원(YoY -12.4%, NIM 8.7%), 별도실적은 매출액 1 조 3,183 억원(YoY -1.5%), 영업이익 1,599 억원(YoY -23.1%, OPM 12.1%), 당기순이익 1,249 억원(YoY -15.4%, NIM 9.5%)을 기록하며 시장기대치를 하회하였다. 실적 부진의 주요인은 1)연공장 보수에 따른 생산량 감소, 2)감산에 따른 금/은 등 부산물 감소, 3)판매부진과 증가한 재고, 4)전년 동기 대비 비우호적이었던 원/달러 환율 환경 등을 꼽을 수 있다.

Valuation 매력 vs 제한적 모멘텀

2 분기부터 재고판매에 따른 매출증가와 전해 및 조액공정 합리화를 통한 지속적인 원가 및 수익성 개선이 나고 있어 긍정적이나 아직까지 광산업체의 협상력이 제련업체를 상회함에 따라 주요 투자포인트인 제련수수료(TC) 측면에서는 불리한 상황이다. 연의 제련수수료는 전년 대비 하락하였으며, 아연 역시 하락할 가능성이 높을 것으로 예상된다. 또한 연초 이후 하락한 아연, 연 가격과 2 분기까지 이어지는 불리한 원/달러 환율 환경도 실적과 주가에 부담이다. 18 년 예상 기준 동사의 PBR 은 13 년 이후 가장 낮은 수준인 1.3 배로 valuation 매력이 존재하는 것은 사실이나 아연/연 등의 Spot TC 의 상승이나 외생변수로 인한 귀금속 가격의 반등 등을 제외한다면 모멘텀은 당분간 제한적이라는 판단이다.

영업실적 및 투자지표

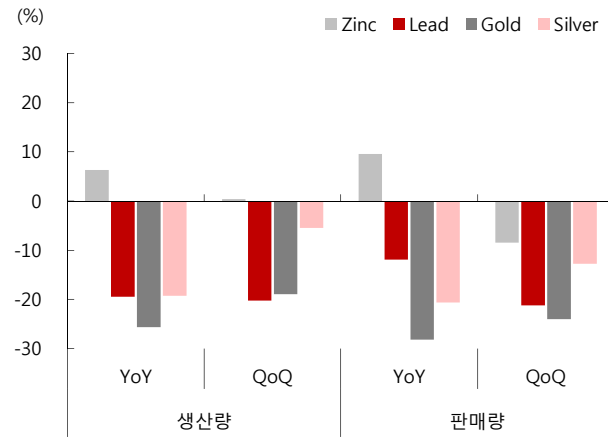
구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	47,714	58,475	65,967	68,424	74,536	77,749
yoy	%	-3.4	22.6	12.8	3.7	8.9	4.3
영업이익	억원	6,722	7,647	8,948	8,412	9,187	9,593
yoy	%	-1.5	13.8	17.0	-6.0	9.2	4.4
EBITDA	억원	8,463	9,832	11,225	11,036	11,744	12,091
세전이익	억원	6,845	8,017	9,257	8,802	9,592	10,009
순이익(지배주주)	억원	5,094	5,924	6,290	6,451	7,238	7,553
영업이익률%	%	14.1	13.1	13.6	12.3	12.3	12.3
EBITDA%	%	17.7	16.8	17.0	16.1	15.8	15.6
순이익률	%	10.8	10.2	9.6	9.5	9.8	9.8
EPS	원	26,994	31,395	33,336	34,188	38,357	40,026
PER	배	17.4	15.1	14.8	12.9	11.5	11.0
PBR	배	1.7	1.6	1.6	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	배	9.3	8.0	6.7	6.0	5.4	4.8
ROE	%	10.5	11.2	11.0	10.4	10.9	10.5
순차입금	억원	-11,551	-12,713	-18,968	-18,523	-22,013	-27,401
부채비율	%	13.2	14.5	15.3	14.7	14.5	14.0

<표 1> 고려아연 실적 추이 및 전망

										(단위: 억원)
	17.1Q	17.2Q	17.3Q	17.4Q	18.1Q	18.2Q(F)	18.3Q(F)	18.4Q(F)	2017	2018(F)
판매량										
아연(톤)	137,554	164,641	154,302	141,409	150,659	168,050	166,910	151,250	597,906	636,869
연(톤)	98,679	110,333	100,739	111,902	86,917	95,323	90,219	101,363	421,653	373,822
금(kg)	2,900	2,739	2,641	2,591	2,082	2,080	2,302	2,022	10,871	8,485
은(톤)	559	508	485	471	444	453	449	454	2,023	1,799
구리(톤)	4,946	5,882	5,439	5,199	4,705	5,608	5,358	4,667	21,466	20,338
생산매출										
아연	4,693	5,282	5,267	5,376	5,867	6,217	6,361	5,759	20,618	24,204
연	2,814	3,016	2,793	3,273	2,582	2,543	2,487	2,820	11,897	10,431
금	1,304	1,253	1,233	1,177	956	959	1,095	978	4,966	3,988
은	3,522	3,246	2,949	2,850	2,556	2,635	2,701	2,792	12,567	10,684
구리	339	378	393	394	353	417	437	366	1,503	1,574
합계	12,672	13,175	12,636	13,069	12,315	12,772	13,081	12,715	51,552	50,882
매출액	15,738	16,717	16,169	17,342	16,834	17,082	17,471	17,037	65,967	68,424
고려아연	13,385	13,880	13,419	13,839	13,183	13,394	13,841	13,394	54,524	53,812
자회사	2,353	2,837	2,750	3,503	3,652	3,688	3,630	3,643	11,443	14,613
영업이익	2,363	2,483	1,873	2,228	2,001	2,069	2,209	2,133	8,948	8,412
%	15.0	14.9	11.6	12.8	11.9	12.1	12.6	12.5	13.6	12.3
고려아연	2,081	2,177	1,644	1,710	1,599	1,647	1,799	1,714	7,612	6,761
%	15.5	15.7	12.3	12.4	12.1	12.3	13.0	12.8	14.0	12.6
자회사	283	306	229	518	402	421	410	419	1,336	1,652
%	12.0	10.8	8.3	14.8	11.0	11.4	11.3	11.5	11.7	11.3
세전이익	2,299	2,742	2,002	2,215	2,104	2,192	2,299	2,209	9,257	8,803
%	14.6	16.4	12.4	12.8	12.5	12.8	13.2	13.0	14.0	12.9
당기순이익	606	1,042	516	753	630	548	575	552	2,917	2,305
%	26.4	38.0	25.8	34.0	29.9	25.0	25.0	25.0	31.5	26.2
지배순이익	1,692	1,700	1,486	1,462	1,474	1,644	1,724	1,656	6,340	6,499
%	10.8	10.2	9.2	8.4	8.8	9.6	9.9	9.7	9.6	9.5

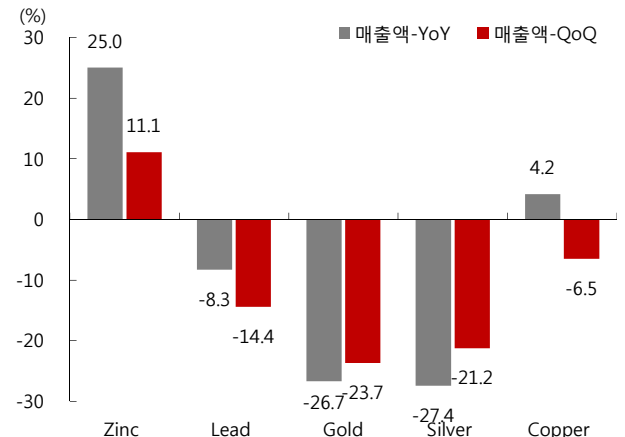
자료: 고려아연 SK 증권 추정

<그림 1> 생산량/판매량 증감 YoY / QoQ



자료: 고려아연 SK 증권

<그림 2> 매출액 증감 YoY / QoQ

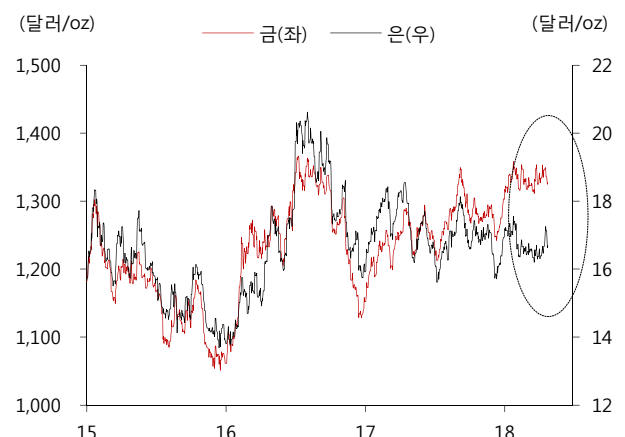


자료: 고려아연 SK 증권

<그림 3> 주요 금속 가격 추이 - 아연/연 연초 이후 하향, 금/은은 횡보

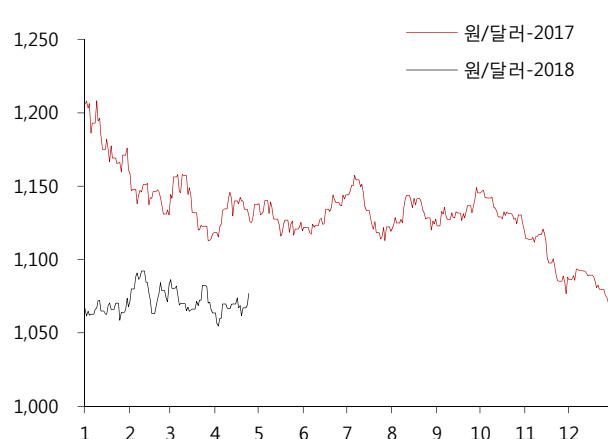


자료: Bloomberg, SK 증권



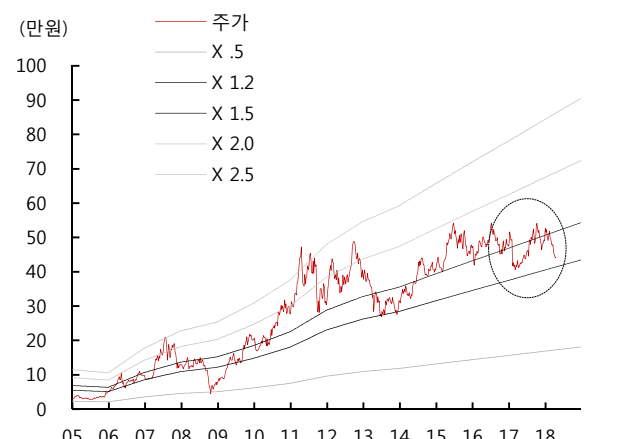
자료: Bloomberg, SK 증권

<그림 4> 원/달러 환율 - 2분기까지는 외형에 높은 기저로 작용 전망



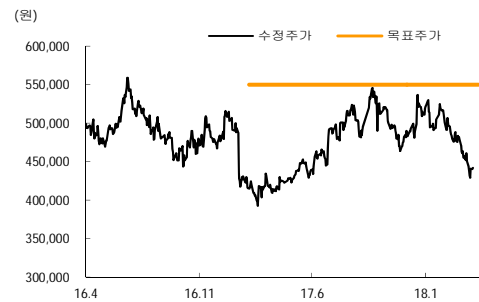
자료: Bloomberg, SK 증권

<그림 5> PBR 밴드차트 - 고려아연



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.04.25	매수	550,000원	6개월		
2017.07.26	매수	550,000원	6개월	-13.92%	-0.73%
2017.04.26	매수	550,000원	6개월	-21.66%	-15.00%
2017.02.27	매수	550,000원	6개월	-24.64%	-21.00%



Compliance Notice

- 작성자(권순우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 4월 25일 기준)

매수	90.6%	중립	9.4%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	28,946	36,699	39,955	45,297	51,679
현금및현금성자산	3,093	5,969	4,934	7,884	13,272
매출채권및기타채권	3,579	3,595	4,508	4,911	5,123
재고자산	12,040	13,553	16,422	17,889	18,660
비유동자산	35,881	33,683	35,098	35,589	35,133
장기금융자산	9,779	5,190	6,190	7,190	7,190
유형자산	24,843	27,025	27,402	26,846	26,348
무형자산	737	797	825	853	881
자산총계	64,826	70,381	75,053	80,886	86,813
유동부채	5,368	6,065	6,243	6,764	7,048
단기금융부채	338	225	185	165	165
매입채무 및 기타채무	3,294	4,055	4,206	4,582	4,779
단기충당부채	177	161	167	182	190
비유동부채	2,832	3,260	3,349	3,463	3,592
장기금융부채	173	118	68	48	48
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	79	91	91	91	91
부채총계	8,199	9,325	9,592	10,227	10,640
지배주주지분	55,165	59,603	63,949	69,081	74,528
자본금	944	944	944	944	944
자본잉여금	572	561	561	561	561
기타자본구성요소	-535	-535	-535	-535	-535
자기주식	-535	-535	-535	-535	-535
이익잉여금	53,003	57,818	62,501	67,972	73,758
비지배주주지분	1,463	1,453	1,513	1,578	1,645
자본총계	56,627	61,057	65,461	70,658	76,173
부채외자본총계	64,826	70,381	75,053	80,886	86,813

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	6,487	7,583	5,152	8,078	8,970
당기순이익(손실)	5,946	6,340	6,498	7,290	7,607
비현금성항목등	4,231	5,094	4,538	4,455	4,484
유형자산감가상각비	2,185	2,277	2,623	2,557	2,497
무형자산감각비	0	0	0	0	0
기타	359	48	-87	-88	-90
운전자본감소(증가)	-1,838	-1,240	-3,579	-1,365	-718
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-484	-134	-913	-403	-212
재고자산감소(증가)	-1,830	-1,704	-2,869	-1,467	-771
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	847	954	151	376	198
기타	-371	-356	52	129	67
법인세납부	-1,852	-2,611	-2,304	-2,302	-2,402
투자활동현금흐름	-4,256	-2,843	-4,000	-2,963	-1,441
금융자산감소(증가)	-2,761	489	-1,500	-1,500	0
유형자산감소(증가)	-1,818	-4,958	-3,000	-2,000	-2,000
무형자산감소(증가)	-2	-28	-28	-28	-28
기타	324	1,654	528	565	587
재무활동현금흐름	-1,579	-1,733	-2,187	-2,164	-2,141
단기금융부채증가(감소)	-47	-139	-40	-20	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	-50	-20	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-1,518	-1,518	-1,767	-1,767	-1,767
기타	-14	-76	-330	-357	-373
현금의 증가(감소)	698	2,876	-1,035	2,950	5,388
기초현금	2,395	3,093	5,969	4,934	7,884
기말현금	3,093	5,969	4,934	7,884	13,272
FCF	5,058	2,550	2,226	6,147	7,042

자료 : 고려아연 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	58,475	65,967	68,424	74,536	77,749
매출원가	49,048	55,279	58,394	63,582	66,303
매출총이익	9,427	10,687	10,031	10,954	11,446
매출총이익률 (%)	16.1	16.2	14.7	14.7	14.7
판매비와관리비	1,780	1,740	1,618	1,766	1,853
영업이익	7,647	8,948	8,412	9,187	9,593
영업이익률 (%)	13.1	13.6	12.3	12.3	12.3
비영업손익	370	310	389	404	416
순금융비용	-244	-369	-198	-208	-214
외환관련손익	143	-257	99	104	107
관계기업투자등 관련손익	-17	5	4	5	5
세전계속사업이익	8,017	9,257	8,802	9,592	10,009
세전계속사업이익률 (%)	13.7	14.0	12.9	12.9	12.9
계속사업법인세	2,071	2,917	2,304	2,302	2,402
계속사업이익	5,946	6,340	6,498	7,290	7,607
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	5,946	6,340	6,498	7,290	7,607
순이익률 (%)	10.2	9.6	9.5	9.8	9.8
지배주주	5,924	6,290	6,451	7,238	7,553
지배주주귀속 순이익률(%)	10.13	9.54	9.43	9.71	9.71
비지배주주	22	50	46	52	54
총포괄이익	5,883	6,015	6,172	6,965	7,282
지배주주	5,896	5,952	6,113	6,900	7,215
비지배주주	-12	63	59	65	67
EBITDA	9,832	11,225	11,036	11,744	12,091

주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	22.6	12.8	3.7	8.9	4.3
영업이익	13.8	17.0	-6.0	9.2	4.4
세전계속사업이익	17.1	15.5	-4.9	9.0	4.4
EBITDA	16.2	14.2	-1.7	6.4	3.0
EPS(계속사업)	16.3	6.2	2.6	12.2	4.4
수익성 (%)					
ROE	11.2	11.0	10.4	10.9	10.5
ROA	9.6	9.4	8.9	9.4	9.1
EBITDA마진	16.8	17.0	16.1	15.8	15.6
안정성 (%)					
유동비율	539.3	605.1	640.0	669.7	733.2
부채비율	14.5	15.3	14.7	14.5	14.0
순차입금/자기자본	-22.5	-31.1	-28.3	-31.2	-36.0
EBITDA/이자비용(배)	1,044.8	1,408.3	33.5	32.9	32.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	31,395	33,336	34,188	38,357	40,026
BPS	292,340	315,862	338,891	366,088	394,955
CFPS	42,976	45,406	48,090	51,907	53,262
주당 현금배당금	8,500	10,000	10,000	10,000	10,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	17.8	16.4	15.7	14.0	13.4
PER(최저)	13.0	11.8	12.6	11.2	10.7
PBR(최고)	1.9	1.7	1.6	1.5	1.4
PBR(최저)	1.4	1.2	1.3	1.2	1.1
PCR	11.1	10.9	9.2	8.5	8.3
EV/EBITDA(최고)	9.6	7.6	7.7	6.9	6.3
EV/EBITDA(최저)	6.7	5.1	5.8	5.2	4.6