

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	72,933 억원
주요주주	
(주)영풍(외47)	48.53%
국민연금공단	8.02%
외국인지분률	22.40%
배당수익률	2.60%

Stock Data

주가(18/10/30)	386,500 원
KOSPI	2014.69 pt
52주 Beta	0.68
52주 최고가	537,000 원
52주 최저가	367,500 원
60일 평균 거래대금	154 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-11.4%	3.1%
6개월	-10.8%	11.3%
12개월	-26.5%	-8.8%

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

3Q18 Review- 사라져가는 걱정거리

18 년 3 분기 연결실적 매출액 1 조 7,734 억원(YoY +9.7%), 영업이익 1,951 억원 (YoY +4.2%, OPM 11.9%), 당기순이익 1,409 억원(YoY -5.2%, NIM 8.7%) 기록. 주요 금속가격 하락은 부담요인이었으나, 아연/연 판매량 확대로 만회. 연초 이후 주가 하락, 하지만 현 시점에서 우려요인은 사라져간다는 판단. 낮은 PBR, 반등한 금속가격, 높은 제련수수료 협상력, 우호적인 원/달러 환경은 향후 주가 상승으로 이어질 전망

3Q18 Review - 불리했던 환경 < 증가한 판매량

18 년 3 분기 연결실적은 매출액 1 조 7,734 억원(YoY +9.7%), 영업이익 1,951 억원 (YoY +4.2%, OPM 11.9%), 당기순이익 1,409 억원(YoY -5.2%, NIM 8.7%), 별도실적은 매출액 1 조 4,287 억원(YoY +6.5%), 영업이익 1,642 억원(YoY -0.2%, OPM 11.5%), 당기순이익 1,209 억원(YoY -10.8%, NIM 8.5%)을 기록하였다. 주요 금속가격의 하락이 3 분기에도 이어지며 외형에 부담으로 작용하였지만, 아연과 연의 판매량 확대를 통해 시장기대치를 상회하는 매출을 기록하였다. 수익성은 판매량 증가와 원가 개선활동이 우호적으로 작용하였으나 금속가격 하락과 부산물 감소가 이를 상쇄하였다.

사라져가는 걱정거리 - 환율, 제련수수료, 금속가격

동사는 연초 이후 지속적으로 하락한 주요 가격과 상반기까지 이어진 불리한 원/달러 환율, 제련업체보다 우위에 있었던 광산업체의 협상력과 제련수수료의 하락 등이 실적과 주가에 부담으로 작용하였다. PBR 기준으로 13 년 이후 가장 낮은 valuation 을 기록하기도 하였다. 하지만 우려요인은 점차 해소되는 중이라는 판단이다. 금속가격은 3 분기말부터 조금씩 반등하는 모습을 보이고 있고, 원/달러 환경도 현재까지는 전년 동기보다 우호적인 상황이다. 광산업체의 증산과 경쟁업체의 부진이 동반됨에 따라 차년도 제련수수료 결정에서 협상력을 확보할 전망이다. 7 월 이후 Spot 기준의 아연제련수수료는 꾸준히 상승하며 19 년 협상에 대한 기대감을 높이고 있다. 투자 의견 매수, 목표주가 55 만원을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

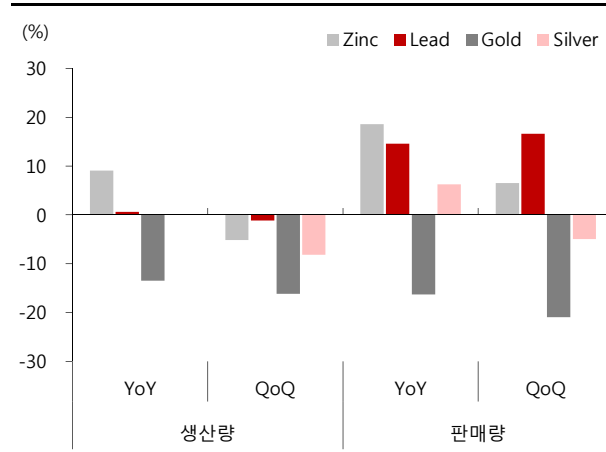
구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	47,714	58,475	65,967	68,852	69,447	71,869
yoy	%	-3.4	22.6	12.8	4.4	0.9	3.5
영업이익	억원	6,722	7,647	8,948	8,173	8,241	8,533
yoy	%	-1.5	13.8	17.0	-8.7	0.8	3.5
EBITDA	억원	8,463	9,832	11,225	10,796	10,875	11,206
세전이익	억원	6,845	8,017	9,257	8,393	8,438	8,733
순이익(지배주주)	억원	5,094	5,924	6,290	5,915	6,367	6,590
영업이익률%	%	14.1	13.1	13.6	11.9	11.9	11.9
EBITDA%	%	17.7	16.8	17.0	15.7	15.7	15.6
순이익률	%	10.8	10.2	9.6	8.7	9.2	9.2
EPS	원	26,994	31,395	33,336	31,347	33,742	34,924
PER	배	17.4	15.1	14.8	12.3	11.5	11.1
PBR	배	1.7	1.6	1.6	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	배	9.3	8.0	6.7	4.9	4.6	4.2
ROE	%	10.5	11.2	11.0	9.6	9.7	9.4
순차입금	억원	-11,551	-12,713	-18,968	-21,092	-24,417	-26,810
부채비율	%	13.2	14.5	15.3	13.3	13.0	12.6

<표 1> 고려아연 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)										
	17.1Q	17.2Q	17.3Q	17.4Q	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q(F)	2017	2018(F)
판매량										
아연(톤)	137,554	164,641	154,302	141,409	150,659	171,754	182,972	159,500	597,906	664,885
연(톤)	98,679	110,333	100,739	111,902	86,917	98,994	115,457	107,500	421,653	400,868
금(kg)	2,900	2,739	2,641	2,591	2,082	2,798	2,211	2,375	10,871	9,466
은(톤)	559	508	485	471	443	542	515	468	2,023	1,969
구리(톤)	4,946	5,882	5,439	5,199	4,705	6,819	6,088	5,192	21,466	22,804
생산매출										
아연	4,693	5,282	5,267	5,376	5,867	6,198	5,998	5,124	20,618	23,186
연	2,814	3,016	2,793	3,273	2,582	2,794	3,172	2,645	11,897	11,193
금	1,304	1,253	1,233	1,177	956	1,272	968	1,091	4,966	4,288
은	3,522	3,246	2,949	2,850	2,556	3,130	2,926	2,550	12,567	11,162
구리	339	378	393	394	353	506	420	374	1,503	1,654
합계	12,672	13,175	12,636	13,069	12,315	13,900	13,485	11,784	51,552	51,483
매출액	15,738	16,717	16,169	17,342	16,834	17,876	17,735	16,406	65,967	68,852
고려아연	13,385	13,880	13,419	13,839	13,183	14,829	14,287	12,763	54,524	55,062
자회사	2,353	2,837	2,750	3,503	3,652	3,047	3,448	3,643	11,443	13,790
영업이익	2,363	2,483	1,873	2,228	2,001	2,181	1,951	2,040	8,948	8,173
%	15.0	14.9	11.6	12.8	11.9	12.2	11.0	12.4	13.6	11.9
고려아연	2,081	2,177	1,644	1,710	1,600	1,839	1,642	1,621	7,612	6,701
%	15.5	15.7	12.3	12.4	12.1	12.4	11.5	12.7	14.0	12.2
자회사	283	306	229	518	402	342	310	419	1,336	1,472
%	12.0	10.8	8.3	14.8	11.0	11.2	9.0	11.5	11.7	10.7
세전이익	2,299	2,742	2,002	2,215	2,104	2,197	2,023	2,080	9,257	8,396
%	14.6	16.4	12.4	12.8	12.5	12.3	11.4	12.7	14.0	12.2
당기순이익	606	1,042	516	753	1,474	1,527	1,409	1,560	6,340	5,971
%	26.4	38.0	25.8	34.0	8.8	8.5	7.9	9.5	9.6	8.7
지배순이익	1,692	1,700	1,486	1,462	1,456	1,514	1,404	1,549	6,291	5,923
%	10.8	10.2	9.2	8.4	8.6	8.5	7.9	9.4	9.5	8.6

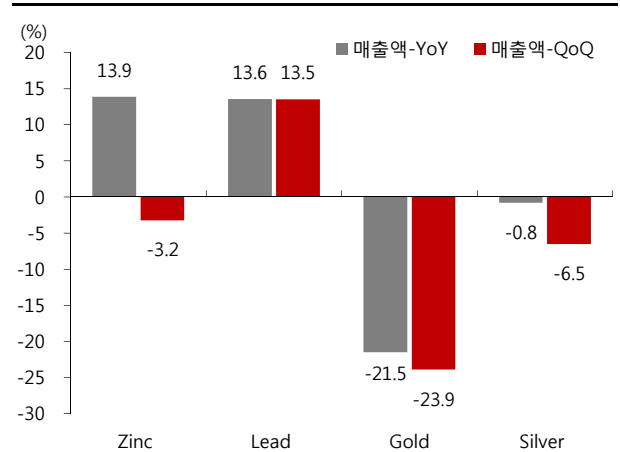
자료: 고려아연 SK 증권 추정

<그림 1> 생산량/판매량 증감 YoY / QoQ



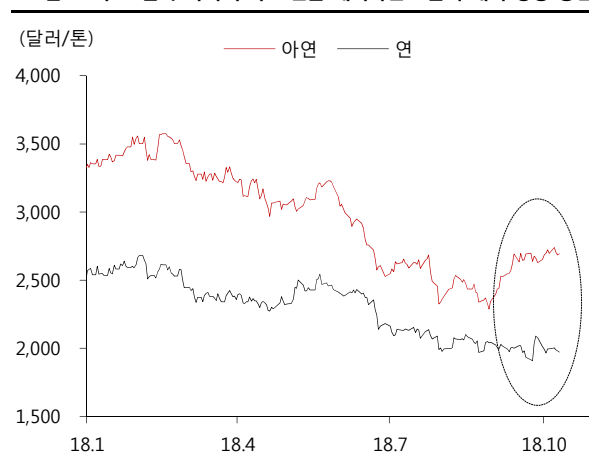
자료: 고려아연 SK 증권

<그림 2> 매출액 증감 YoY / QoQ

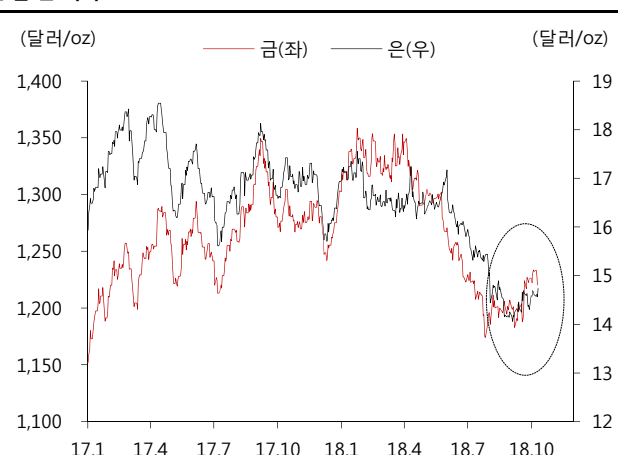


자료: 고려아연 SK 증권

<그림 3> 주요 금속 가격 추이 - 연을 제외하면 3분기 대비 상승 중인 아연/금/은 가격



자료: Bloomberg, SK 증권



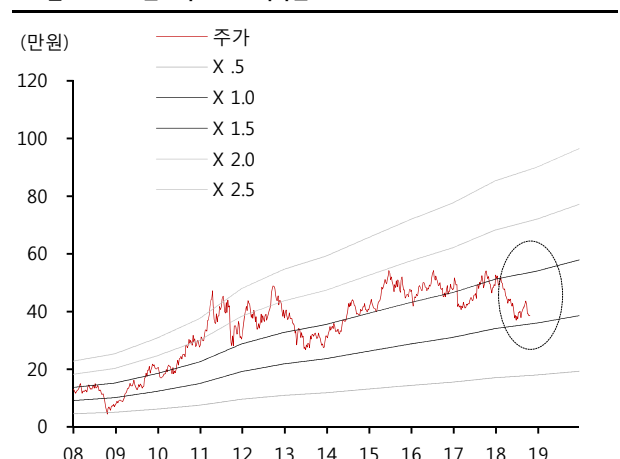
자료: Bloomberg, SK 증권

<그림 4> 원/달러 환율 - 4분기부터는 전년 동기 대비 우호적 환율



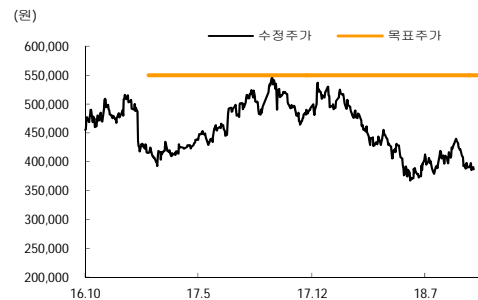
자료: Bloomberg, SK 증권

<그림 5> PBR 밴드차트 - 고려아연



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.10.31	매수	550,000원	6개월		
2018.04.25	매수	550,000원	6개월	-17.69%	-0.73%
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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018 년 10 월 31 일 기준)

매수	92.48%	중립	7.52%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	28,946	36,699	40,374	44,507	48,817
현금및현금성자산	3,093	5,969	6,610	9,385	11,568
매출채권및기타채권	3,579	3,595	4,192	4,228	4,376
재고자산	12,040	13,553	14,459	15,278	17,249
비유동자산	35,881	33,683	32,982	33,349	33,709
장기금융자산	9,779	5,190	3,815	4,815	4,815
유형자산	24,843	27,025	27,625	26,992	27,319
무형자산	737	797	786	814	842
자산총계	64,826	70,381	73,356	77,855	82,526
유동부채	5,368	6,065	5,378	5,382	5,289
단기금융부채	338	225	286	246	46
매입채무 및 기타채무	3,294	4,055	4,235	4,272	4,493
단기충당부채	177	161	168	170	176
비유동부채	2,832	3,260	3,237	3,569	3,945
장기금융부채	173	118	95	85	75
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	79	91	91	91	91
부채총계	8,199	9,325	8,615	8,951	9,234
지배주주지분	55,165	59,603	63,472	67,794	72,338
자본금	944	944	944	944	944
자본잉여금	572	561	560	560	560
기타자본구성요소	-535	-535	-535	-535	-535
자기주식	-535	-535	-535	-535	-535
이익잉여금	53,003	57,818	62,101	66,701	71,524
비지배주주지분	1,463	1,453	1,269	1,111	953
자본총계	56,627	61,057	64,741	68,904	73,292
부채외자본총계	64,826	70,381	73,356	77,855	82,526

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	6,487	7,583	6,670	8,022	7,089
당기순이익(손실)	5,946	6,340	5,964	6,413	6,637
비현금성항목등	4,231	5,094	5,039	4,462	4,568
유형자산감가상각비	2,185	2,277	2,623	2,634	2,673
무형자산감각비	0	0	0	0	0
기타	359	48	407	-45	-47
운전자본감소(증가)	-1,838	-1,240	-2,079	-828	-2,021
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-484	-134	-515	-36	-147
재고자산감소(증가)	-1,830	-1,704	-835	-819	-1,970
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	847	954	82	37	221
기타	-371	-356	-810	-9	-124
법인세납부	-1,852	-2,611	-2,254	-2,025	-2,096
투자활동현금흐름	-4,256	-2,843	-4,070	-2,981	-2,466
금융자산감소(증가)	-2,761	489	-1,450	-1,500	0
유형자산감소(증가)	-1,818	-4,958	-3,000	-2,000	-3,000
무형자산감소(증가)	-2	-28	-28	-28	-28
기타	324	1,654	408	547	563
재무활동현금흐름	-1,579	-1,733	-1,999	-2,266	-2,440
단기금융부채증가(감소)	-47	-139	19	-40	-200
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	-10	-10
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-1,518	-1,518	-1,767	-1,767	-1,767
기타	-14	-76	-235	-449	-463
현금의 증가(감소)	698	2,876	641	2,775	2,183
기초현금	2,395	3,093	5,969	6,610	9,385
기말현금	3,093	5,969	6,610	9,385	11,568
FCF	5,058	2,550	3,142	6,041	4,109

자료 : 고려아연 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	58,475	65,967	68,852	69,447	71,869
매출원가	49,048	55,279	59,337	59,834	61,906
매출총이익	9,427	10,687	9,515	9,613	9,963
매출총이익률 (%)	16.1	16.2	13.8	13.8	13.9
판매비와관리비	1,780	1,740	1,342	1,371	1,430
영업이익	7,647	8,948	8,173	8,241	8,533
영업이익률 (%)	13.1	13.6	11.9	11.9	11.9
비영업손익	370	310	220	197	200
순금융비용	-244	-369	-346	-99	-100
외환관련손익	143	-257	52	49	50
관계기업투자등 관련손익	-17	5	7	4	4
세전계속사업이익	8,017	9,257	8,393	8,438	8,733
세전계속사업이익률 (%)	13.7	14.0	12.2	12.2	12.2
계속사업법인세	2,071	2,917	2,430	2,025	2,096
계속사업이익	5,946	6,340	5,964	6,413	6,637
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	5,946	6,340	5,964	6,413	6,637
순이익률 (%)	10.2	9.6	8.7	9.2	9.2
지배주주	5,924	6,290	5,915	6,367	6,590
지배주주귀속 순이익률(%)	10.13	9.54	8.59	9.17	9.17
비지배주주	22	50	49	46	47
총포괄이익	5,883	6,015	5,481	5,930	6,155
지배주주	5,896	5,952	5,637	6,089	6,312
비지배주주	-12	63	-156	-159	-157
EBITDA	9,832	11,225	10,796	10,875	11,206

주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	22.6	12.8	4.4	0.9	3.5
영업이익	13.8	17.0	-8.7	0.8	3.5
세전계속사업이익	17.1	15.5	-9.3	0.5	3.5
EBITDA	16.2	14.2	-3.8	0.7	3.0
EPS(계속사업)	16.3	6.2	-6.0	7.6	3.5
수익성 (%)					
ROE	11.2	11.0	9.6	9.7	9.4
ROA	9.6	9.4	8.3	8.5	8.3
EBITDA마진	16.8	17.0	15.7	15.7	15.6
안정성 (%)					
유동비율	539.3	605.1	750.8	827.0	923.0
부채비율	14.5	15.3	13.3	13.0	12.6
순차입금/자기자본	-22.5	-31.1	-32.6	-35.4	-36.6
EBITDA/이자비용(배)	1,044.8	1,408.3	48.7	24.2	24.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	31,395	33,336	31,347	33,742	34,924
BPS	292,340	315,862	336,366	359,267	383,350
CFPS	42,976	45,406	45,250	47,699	49,088
주당 현금배당금	8,500	10,000	10,000	10,000	10,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	17.8	16.4	17.1	15.9	15.4
PER(최저)	13.0	11.8	11.7	10.9	10.5
PBR(최고)	1.9	1.7	1.6	1.5	1.4
PBR(최저)	1.4	1.2	1.1	1.0	1.0
PCR	11.1	10.9	8.5	8.1	7.9
EV/EBITDA(최고)	9.6	7.6	7.6	7.2	6.7
EV/EBITDA(최저)	6.7	5.1	4.6	4.2	3.9