

SK COMPANY Analysis



Analyst

권순우

soonwoo@sk.com

02-3773-8882

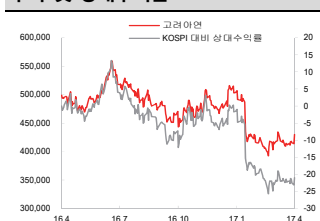
Company Data

자본금	944 억원
발행주식수	1,887 만주
자사주	120 만주
액면가	5,000 원
시가총액	81,141 억원
주요주주	
(주)영풍(외46)	49.89%
국민연금공단	8.02%
외국인지분률	18.50%
배당수익률	2.00%

Stock Data

주가(17/04/25)	430,000 원
KOSPI	2196.85 pt
52주 Beta	0.71
52주 최고가	559,000 원
52주 최저가	392,500 원
60일 평균 거래대금	340 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	4.0%	2.7%
6개월	-3.0%	-10.1%
12개월	-13.8%	-21.0%

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

1Q17 Review - 우려를 넘다

17 년도 1 분기 실적 주요 원자재 가격 상승과 자회사 실적개선으로 시장 예상치 상회
2 분기부터 온기 반영되는 제련수수료, 비우호적 원/달러 환율, 최근 상품가격은 부담요인
하지만 전년 대비 높은 원자재 가격, 2 분기 실현 예정인 아연 판매, 중장기 관점에서 프
리미엄 회복까지 감안한다면 우려의 시기를 지나가고 있다는 판단

투자 의견 매수, 목표주가 55 만원 유지

1Q17 Review - 시장 예상치 상회

17 년 1 분기 연결실적은 매출액 1 조 5,738 억원(YoY 16.5%), 영업이익 2,363 억원
(YoY 26.2%, OPM 15.0%), 당기순이익 1,692 억원(YoY 15.1%, NIM 10.8%), 별도실
적은 매출액 1 조 3,385 억원(YoY 14.8%), 영업이익 2,080 억원(YoY 18.1%, OPM
15.5%), 당기순이익 1,477 억원(YoY 3.5%, NIM 11.0%)을 기록하며 연결과 별도 실적
모두 시장 예상치를 상회하였다. 전년 동기 대비 연을 제외한 아연/금/은 등의 생산량과
판매량은 감소하였지만 16 년 말부터 진행된 원자재 가격 상승에 힘입어 매출액과 수익
성은 개선되었다. 또한 SMC, 징크옥사이드코리아와 같은 자회사들의 실적개선도 지속
되는 모습이다.

우려의 시기를 넘어간다

17 년 2 분기 연결 실적은 매출액 1 조 6,077 억원(YoY 14.0%), 영업이익 2,233 억원
(YoY 23.9%, OPM 13.9%), 당기순이익 1,706 억원(YoY 24.4%, NIM 10.6%)으로
전년 동기 대비 실적 개선은 지속될 것으로 예상된다. 비우호적인 원/달러 환율과 지난
연말부터 상승 랠리를 펼친 이후 조정을 보이고 있는 원자재 가격, 2 분기부터 온기
적용되는 낮아진 제련수수료(TC) 등은 여전히 부담요인이다. 하지만 전년 동기 대비
상품가격은 높은 수준을 유지하고 있고, 1 분기 중국 춘절로 인해 지연되었던 아연 판매의
경우, 2 분기에 실현되며 실적에 기여할 전망이다. 중장기적인 관점에서 광산업체들의
증산 진행과 이로 인한 프리미엄 회복까지 감안한다면, 우려의 시기를 넘어가고 있다는
판단이다. 투자 의견 매수, 목표주가 55 만원을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	49,385	47,714	58,475	64,548	66,032	70,529
yoy	%	2.5	-3.4	22.6	10.4	2.3	6.8
영업이익	억원	6,827	6,722	7,647	9,183	9,389	10,048
yoy	%	14.0	-1.5	13.8	20.1	2.2	7.0
EBITDA	억원	8,386	8,463	9,832	11,572	11,840	12,453
세전이익	억원	6,830	6,845	8,017	9,255	9,510	10,182
순이익(지배주주)	억원	5,013	5,094	5,924	6,850	7,081	7,683
영업이익률%	%	13.8	14.1	13.1	14.2	14.2	14.3
EBITDA%	%	17.0	17.7	16.8	17.9	17.9	17.7
순이익률	%	10.2	10.8	10.2	10.7	10.8	11.0
EPS	원	26,565	26,994	31,395	36,303	37,527	40,716
PER	배	15.2	17.4	15.1	11.8	11.5	10.6
PBR	배	1.6	1.7	1.6	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	배	8.2	9.3	8.0	6.0	5.5	4.8
ROE	%	11.4	10.5	11.2	11.9	11.2	11.1
순차입금	억원	-8,797	-11,551	-12,713	-13,705	-17,668	-22,519
부채비율	%	18.0	13.2	14.5	13.5	12.9	12.6

<표 1> 고려아연 실적 추이 및 전망

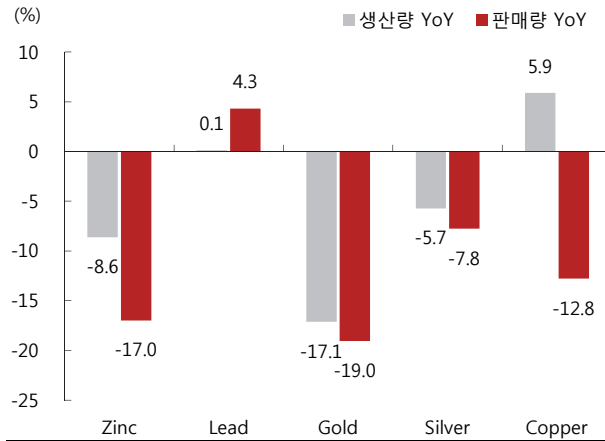
(단위: 억원)

	16.1Q	16.2Q	16.3Q	16.4Q	17.1Q(F)	17.2Q(F)	17.3Q(F)	17.4Q(F)
별도기준								
생산량								
아연(톤)	163,776	167,674	148,922	165,233	149,666	151,125	152,750	154,375
연(톤)	109,682	113,838	108,729	108,770	109,835	107,500	107,500	107,500
금(kg)	3,620	3,396	2,830	2,220	3,000	2,700	2,700	2,700
은(kg)	599,842	611,556	584,058	540,063	565,487	562,500	562,500	562,500
구리(톤)	5,368	6,475	5,968	5,648	5,684	5,625	5,625	5,625
판매량								
아연(톤)	165,690	160,515	151,443	165,871	137,554	152,125	155,271	155,013
연(톤)	94,597	95,718	109,879	120,027	98,679	102,500	108,650	118,757
금(kg)	3,582	3,681	2,906	2,272	2,900	2,985	2,776	2,752
은(kg)	605,781	613,200	566,200	563,600	558,700	564,144	552,500	572,500
구리(톤)	5,671	5,383	6,822	5,357	4,946	6,625	6,479	5,334
생산매출								
아연	3,561	3,881	4,021	4,973	4,693	4,903	4,941	4,947
연	2,176	2,173	2,481	3,109	2,814	2,778	2,927	3,209
금	1,637	1,731	1,399	1,031	1,304	1,403	1,312	1,307
은	3,385	3,666	3,797	3,818	3,522	3,777	3,716	3,878
구리	2,773	2,918	3,029	3,514	3,556	3,274	3,217	3,360
합계	11,074	11,753	12,068	13,260	12,672	13,299	13,330	13,701
매출액								
고려아연	13,519	14,097	14,590	16,269	15,738	16,077	16,166	16,567
자회사	11,656	12,275	12,643	13,875	13,385	13,799	13,830	14,101
영업이익	1,873	1,802	1,608	2,364	2,363	2,233	2,273	2,314
%	13.9	12.8	11.0	14.5	15.0	13.9	14.1	14.0
고려아연	1,761	1,634	1,381	2,108	2,080	1,973	2,005	2,030
%	15.1	13.3	10.9	15.2	15.5	14.3	14.5	14.4
자회사	112	168	227	257	283	260	268	284
%	6.0	9.2	11.7	10.7	12.0	11.4	11.5	11.5
세전이익	1,973	1,851	1,793	2,400	2,299	2,290	2,331	2,336
%	14.6	13.1	12.3	14.7	14.6	14.2	14.4	14.1
당기순이익	1,470	1,374	1,306	1,795	1,692	1,718	1,748	1,752
%	10.9	9.7	9.0	11.0	10.8	10.7	10.8	10.6
지배순이익	1,451	1,371	1,295	1,807	1,670	1,706	1,736	1,739
%	10.7	9.7	8.9	11.1	10.6	10.6	10.7	10.5

자료: 고려아연 SK 증권 추정

<그림 1> 전년 동기 대비 생산량/판매량 증감

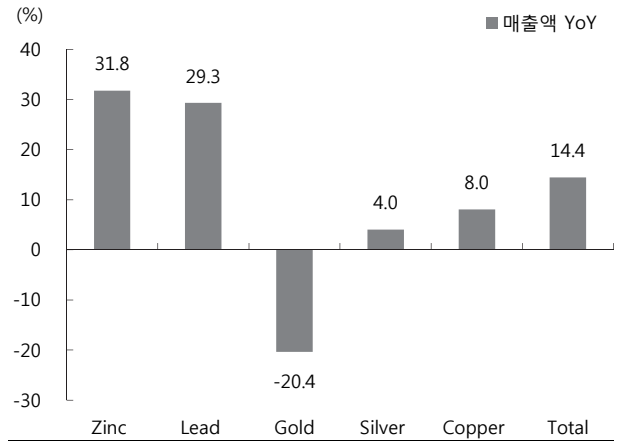
- 연을 제외한 아연/금/은/구리는 전년 동기 대비 감소하였으나



자료: 고려아연 SK 증권

<그림 2> 전년 동기 대비 매출액 증감

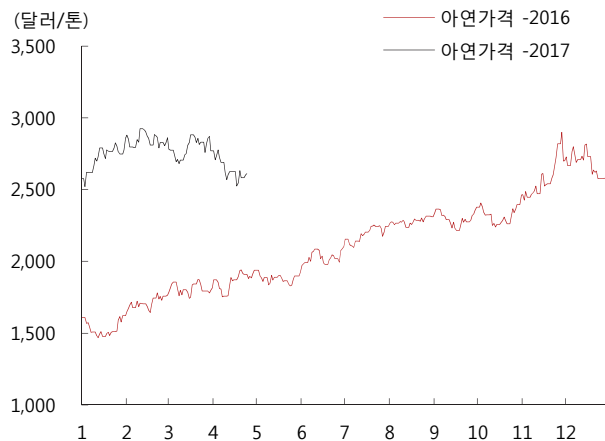
- 원자재 가격 상승에 힘입어 매출액은 증가



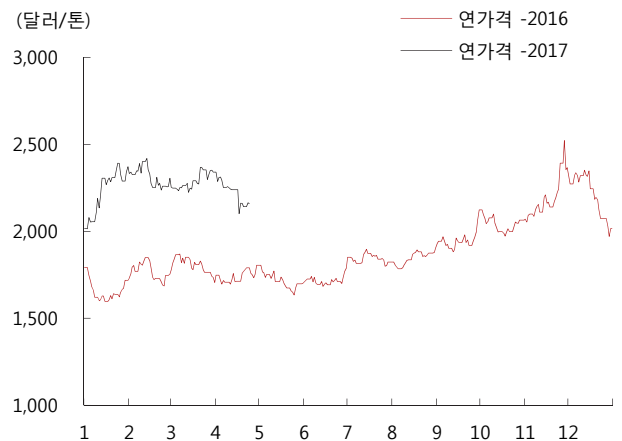
자료: 고려아연 SK 증권

<그림 3> 아연/연 가격 추이 - 2 분기부터 낮아진 TC 가격이 본격 반영되며, 전년 대비 원/달러 환율에 대한 부담이 존재하지만

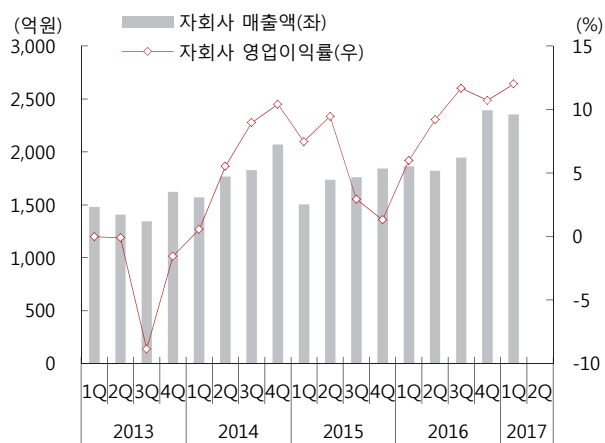
전년 동기 대비 높은 수준을 유지하고 있는 아연/연 가격에도 주목할 필요. 가격 상승에 따라 프리미엄도 점차 회복될 것으로 전망



자료: Bloomberg, SK 증권

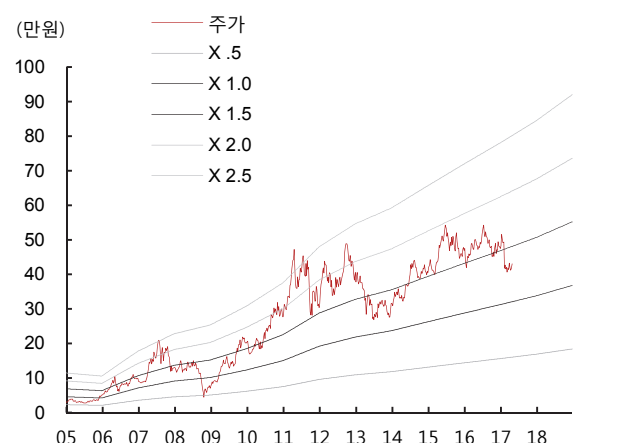


<그림 4> 자회사 실적 추이



자료: 고려아연 SK 증권

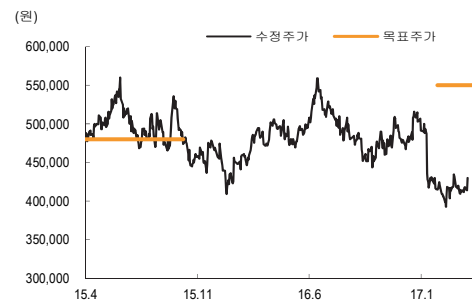
<그림 5> PBR 밴드차트 - 고려아연



자료: Quantwise, SK 증권

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2017.04.26	매수	550,000원
2017.02.27	매수	550,000원
2015.11.01	담당자 변경	



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 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017 년 4 월 26 일 기준)

매수	95.21%	중립	4.79%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	25,379	28,946	33,687	38,013	44,198
현금및현금성자산	2,395	3,093	3,334	6,707	11,018
매출채권및기타채권	3,065	3,579	4,116	4,211	4,498
재고자산	10,152	12,040	15,491	15,848	16,927
비유동자산	33,700	35,881	36,678	38,214	38,803
장기금융자산	8,019	9,779	10,779	11,779	12,779
유형자산	24,281	24,843	24,637	25,186	24,782
무형자산	708	737	739	741	743
자산총계	59,079	64,826	70,366	76,228	83,001
유동부채	3,900	5,368	5,323	5,403	5,744
단기금융부채	295	338	138	98	78
매입채무 및 기타채무	2,245	3,294	3,269	3,344	3,572
단기충당부채	95	177	196	200	214
비유동부채	2,985	2,832	3,070	3,286	3,544
장기금융부채	236	173	123	73	53
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	85	79	79	79	79
부채총계	6,886	8,199	8,394	8,688	9,288
지배주주지분	50,773	55,165	60,484	66,035	72,187
자본금	944	944	944	944	944
자본잉여금	573	572	572	572	572
기타자본구성요소	-535	-535	-535	-535	-535
자기주식	-535	-535	-535	-535	-535
이익잉여금	48,649	53,003	58,351	63,930	70,111
비지배주주지분	1,421	1,463	1,488	1,504	1,525
자본총계	52,194	56,627	61,972	67,539	73,713
부채외자본총계	59,079	64,826	70,366	76,228	83,001

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	9,203	6,487	5,363	9,124	8,985
당기순이익(손실)	5,140	5,946	6,910	7,132	7,738
비현금성항목등	3,505	4,231	4,662	4,707	4,715
유형자산감가상각비	1,740	2,185	2,388	2,450	2,405
무형자산감각비	0	0	0	0	0
기타	256	359	382	374	400
운전자본감소(증가)	2,163	-1,838	-3,864	-338	-1,024
매출채권및기타채권의 감소(증가)	293	-484	-537	-95	-287
재고자산감소(증가)	2,368	-1,830	-3,452	-356	-1,079
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	197	847	-25	75	228
기타	-694	-371	150	38	114
법인세납부	-1,605	-1,852	-2,345	-2,377	-2,444
투자활동현금흐름	-6,242	-4,256	-3,051	-3,838	-2,790
금융자산감소(증가)	-2,135	-2,761	-1,500	-1,500	-1,500
유형자산감소(증가)	-4,735	-1,818	-2,182	-3,000	-2,000
무형자산감소(증가)	-3	-2	-2	-2	-2
기타	631	324	633	663	712
재무활동현금흐름	-2,383	-1,579	-2,070	-1,913	-1,884
단기금융부채증가(감소)	-1,132	-47	-200	-40	-20
장기금융부채증가(감소)	-67	0	-50	-50	-20
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-1,164	-1,518	-1,502	-1,502	-1,502
기타	-20	-14	-318	-321	-342
현금의 증가(감소)	641	698	242	3,373	4,311
기초현금	1,754	2,395	3,093	3,334	6,707
기말현금	2,395	3,093	3,334	6,707	11,018
FCF	4,405	5,058	3,196	6,153	7,015

자료 : 고려아연 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	47,714	58,475	64,548	66,032	70,529
매출원가	39,295	49,048	53,032	54,217	57,887
매출총이익	8,420	9,427	11,516	11,815	12,642
매출총이익률 (%)	17.7	16.1	17.8	17.9	17.9
판매비와관리비	1,697	1,780	2,333	2,426	2,594
영업이익	6,722	7,647	9,183	9,389	10,048
영업이익률 (%)	14.1	13.1	14.2	14.2	14.3
비영업손익	123	370	72	121	134
순금융비용	-228	-244	-315	-343	-370
외환관련손익	13	143	158	171	185
관계기업투자등 관련손익	-90	-17	-19	-19	-21
세전계속사업이익	6,845	8,017	9,255	9,510	10,182
세전계속사업이익률 (%)	14.4	13.7	14.3	14.4	14.4
계속사업법인세	1,705	2,071	2,345	2,377	2,444
계속사업이익	5,140	5,946	6,910	7,132	7,738
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	5,140	5,946	6,910	7,132	7,738
순이익률 (%)	10.8	10.2	10.7	10.8	11.0
지배주주	5,094	5,924	6,850	7,081	7,683
지배주주귀속 순이익률(%)	10.68	10.13	10.61	10.72	10.89
비지배주주	46	22	59	51	55
총포괄이익	5,527	5,883	6,847	7,070	7,676
지배주주	5,582	5,896	6,822	7,053	7,655
비지배주주	-55	-12	25	17	21
EBITDA	8,463	9,832	11,572	11,840	12,453

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	-3.4	22.6	10.4	2.3	6.8
영업이익	-1.5	13.8	20.1	2.2	7.0
세전계속사업이익	0.2	17.1	15.5	2.8	7.1
EBITDA	0.9	16.2	17.7	2.3	5.2
EPS(계속사업)	1.6	16.3	15.6	3.4	8.5
수익성 (%)					
ROE	10.5	11.2	11.9	11.2	11.1
ROA	8.9	9.6	10.2	9.7	9.7
EBITDA마진	17.7	16.8	17.9	17.9	17.7
안정성 (%)					
유동비율	650.7	539.3	632.8	703.6	769.5
부채비율	13.2	14.5	13.5	12.9	12.6
순차입금/자기자본	-22.1	-22.5	-22.1	-26.2	-30.6
EBITDA/이자비용(배)	483.4	1,044.8	36.4	36.9	36.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	26,994	31,395	36,303	37,527	40,716
BPS	269,065	292,340	320,531	349,947	382,551
CFPS	36,218	42,976	48,961	50,514	53,461
주당 현금배당금	8,500	8,500	8,500	8,500	8,500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	20.8	17.8	14.2	13.8	12.7
PER(최저)	14.2	13.0	10.8	10.5	9.6
PBR(최고)	2.1	1.9	1.6	1.5	1.4
PBR(최저)	1.4	1.4	1.2	1.1	1.0
PCR	13.0	11.1	8.8	8.5	8.0
EV/EBITDA(최고)	11.3	9.6	7.4	6.9	6.1
EV/EBITDA(최저)	7.3	6.7	5.4	4.9	4.3