

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	88,217 억원
주요주주	
(주)영풍(외46)	49.89%
국민연금공단	8.02%
외국인지분률	20.70%
배당수익률	1.80%

Stock Data

주가(17/07/25)	467,500 원
KOSPI	2439.9 pt
52주 Beta	0.63
52주 최고가	529,000 원
52주 최저가	392,500 원
60일 평균 거래대금	224 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	6.5%	3.8%
6개월	-7.8%	-21.9%
12개월	-9.8%	-25.6%

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

가격상승과 원가개선, 점차 높아질 협상력

2Q17 Review - 1)아연과 연의 판매량 증가와 2)원가개선활동, 3)자회사의 호실적 지속 등에 힘입어 1 분기에 이어 시장 예상치 연속 상회

17 년 3 분기 연결 실적 매출액 1 조 5,976 억원(YoY 9.5%), 영업이익 2,311 억원 (YoY 43.7%, OPM 14.5%)으로 실적 개선 지속 전망

가격상승과 원가개선, 점차 높아질 협상력이 주가에 반영될 시점

2Q17 Review - 예상치 연속 상회

17 년 2 분기 연결실적은 매출액 1 조 6,717 억원(YoY 18.6%), 영업이익 2,483 억원 (YoY 37.8%, OPM 14.9%), 당기순이익 1,700 억원(YoY 22.8%, NIM 10.2%), 별도실 적은 매출액 1 조 3,880 억원(YoY 13.1%), 영업이익 2,177 억원(YoY 33.2%, OPM 15.7%), 당기순이익 1,507 억원(YoY 18.3%, NIM 10.9%)을 기록하였다. 금번 분기는 1)낮아진 TC 의 온기반영과 1,2 월 소급 적용, 2)YoY/QoQ 로 감소한 생산량과 3)금속 가격 하락이 실적에 부정적으로 작용하였다. 하지만 1)아연과 연의 판매량 증가와 2)원 가개선활동, 3)SMC, 징크옥사이드 등 자회사의 호실적 지속 등이 이를 상쇄하며 1 분기 에 이어 시장 예상치를 상회하였다.

가격상승과 원가개선, 점차 높아질 협상력이 주가에 반영될 시점

17 년 3 분기 연결 실적은 매출액 1 조 5,976 억원(YoY 9.5%), 영업이익 2,311 억원 (YoY 43.7%, OPM 14.5%), 당기순이익 1,799 억원(YoY 39.0%, NIM 11.3%)으로 전 년 동기 대비 실적 개선은 지속될 것으로 전망한다. 우려요인이었던 아연과 연 가격은 2 분기 조정을 보인 이후 최근 반등하였고, 금, 은의 귀금속 가격 역시 안정된 흐름을 이 어가고 있다. 아연과 연의 안정적인 수요와 최근 LME 재고 축소를 감안한다면 가격의 우상향은 당분간 지속될 전망이다. 또한 세컨더리 비중 확대와 광산업체의 공급능력 증 가, 연말 완료될 전해 및 조액공정 합리화 완료 등은 원가개선과 함께 향후 TC 협상력 을 높일 것으로 기대한다. 투자의견 매수, 목표주가 550,000 원을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	49,385	47,714	58,475	65,157	67,973	72,455
yoy	%	2.5	-3.4	22.6	11.4	4.3	6.6
영업이익	억원	6,827	6,722	7,647	9,589	10,012	10,702
yoy	%	14.0	-1.5	13.8	25.4	4.4	6.9
EBITDA	억원	8,386	8,463	9,832	11,978	12,372	13,026
세전이익	억원	6,830	6,845	8,017	9,972	10,467	11,187
순이익(지배주주)	억원	5,013	5,094	5,924	7,027	7,794	8,441
영업이익률%	%	13.8	14.1	13.1	14.7	14.7	14.8
EBITDA%	%	17.0	17.7	16.8	18.4	18.2	18.0
순이익률	%	10.2	10.8	10.2	10.9	11.6	11.7
EPS	원	26,565	26,994	31,395	37,239	41,305	44,735
PER	배	15.2	17.4	15.1	12.6	11.3	10.5
PBR	배	1.6	1.7	1.6	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	배	8.2	9.3	8.0	6.0	5.5	4.8
ROE	%	11.4	10.5	11.2	12.2	12.3	12.1
순차입금	억원	-8,797	-11,551	-12,713	-17,335	-21,352	-26,606
부채비율	%	18.0	13.2	14.5	13.3	12.8	12.6

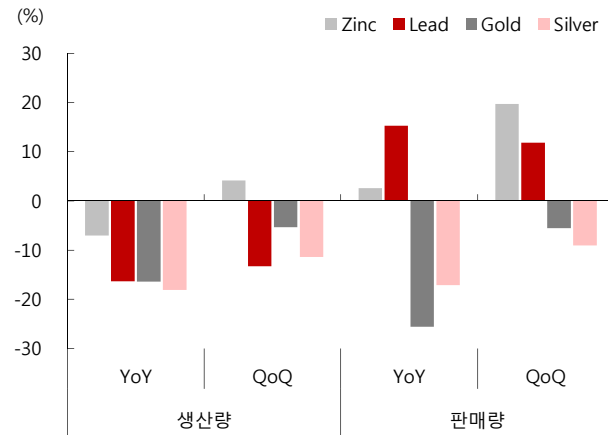
<표 1> 고려아연 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	16.1Q	16.2Q	16.3Q	16.4Q	17.1Q	17.2Q	17.3Q(F)	17.4Q(F)	2016	2017(F)
판매량										
아연(톤)	165,690	160,515	151,443	165,871	137,554	164,641	152,021	153,388	643,519	607,604
연(톤)	94,597	95,718	109,879	120,027	98,679	110,333	101,125	113,382	420,221	423,519
금(kg)	3,582	3,681	2,906	2,272	2,900	2,739	2,926	2,932	12,441	11,497
은(톤)	606	613	566	564	559	508	528	536	2,349	2,132
구리(톤)	5,671	5,383	6,822	5,357	4,946	5,882	6,479	5,334	23,233	22,641
생산매출										
아연	3,561	3,881	4,021	4,973	4,693	5,282	5,077	5,154	16,437	20,205
연	2,176	2,173	2,481	3,109	2,814	3,016	2,806	3,167	9,939	11,803
금	1,637	1,731	1,399	1,031	1,304	1,253	1,340	1,353	5,798	5,250
은	3,385	3,666	3,797	3,818	3,522	3,246	3,191	3,287	14,665	13,247
구리	314	302	370	329	339	378	436	372	1,315	1,525
합계	11,074	11,753	12,068	13,260	12,672	13,175	12,850	13,333	48,154	52,030
매출액	13,519	14,097	14,590	16,269	15,738	16,717	15,976	16,726	58,475	65,157
고려아연	11,656	12,275	12,643	13,875	13,385	13,880	13,250	13,733	50,448	54,249
자회사	1,864	1,822	1,947	2,394	2,353	2,837	2,725	2,993	8,027	10,908
영업이익	1,873	1,802	1,608	2,364	2,363	2,483	2,311	2,432	7,647	9,589
%	13.9	12.8	11.0	14.5	15.0	14.9	14.5	14.5	13.1	14.7
고려아연	1,761	1,634	1,381	2,108	2,080	2,177	2,001	2,087	6,884	8,346
%	15.1	13.3	10.9	15.2	15.5	15.7	15.1	15.2	13.6	15.4
자회사	112	168	227	257	283	306	311	344	763	1,243
%	6.0	9.2	11.7	10.7	12.0	10.8	11.4	11.5	9.5	11.4
세전이익	1,973	1,851	1,793	2,400	2,299	2,742	2,416	2,516	8,017	9,972
%	14.6	13.1	12.3	14.7	14.6	16.4	15.1	15.0	13.7	15.3
당기순이익	1,470	1,374	1,306	1,795	1,692	1,700	1,812	1,887	5,946	7,091
%	10.9	9.7	9.0	11.0	10.8	10.2	11.3	11.3	10.2	10.9
지배순이익	1,451	1,371	1,295	1,807	1,670	1,684	1,799	1,873	5,924	7,027
%	10.7	9.7	8.9	11.1	10.6	10.1	11.3	11.2	10.1	10.8

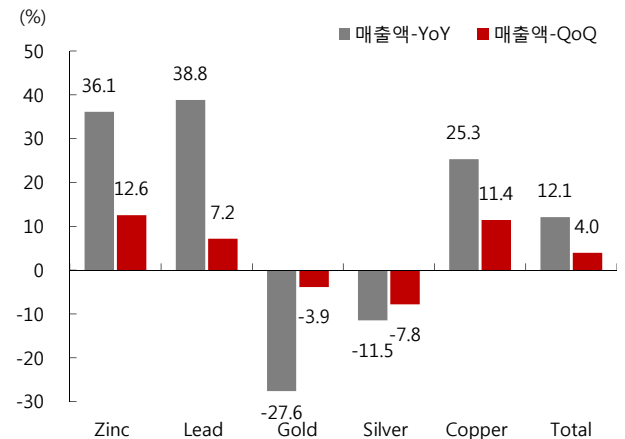
자료: 고려아연 SK 증권 추정

<그림 1> 생산량/판매량 증감 YoY / QoQ



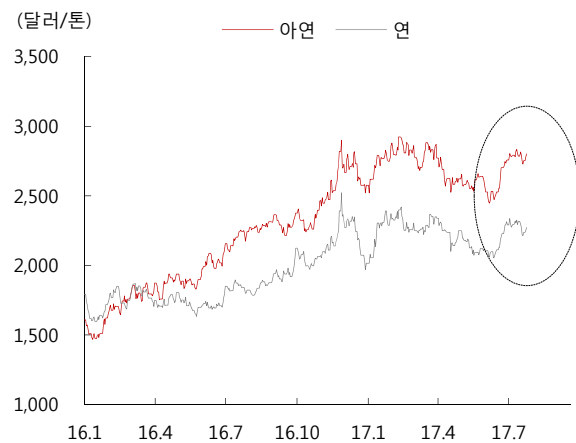
자료: 고려아연 SK 증권

<그림 2> 매출액 증감 YoY / QoQ

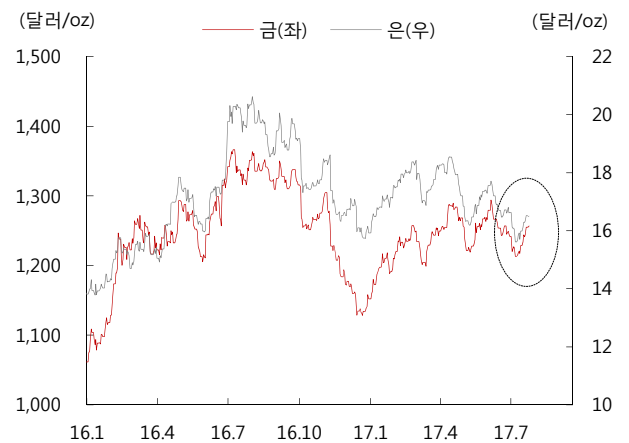


자료: 고려아연 SK 증권

<그림 3> 주요 금속 가격 추이 - 아연/연 2분기 조정 이후 반등, 금/은은 안정적인 흐름 지속

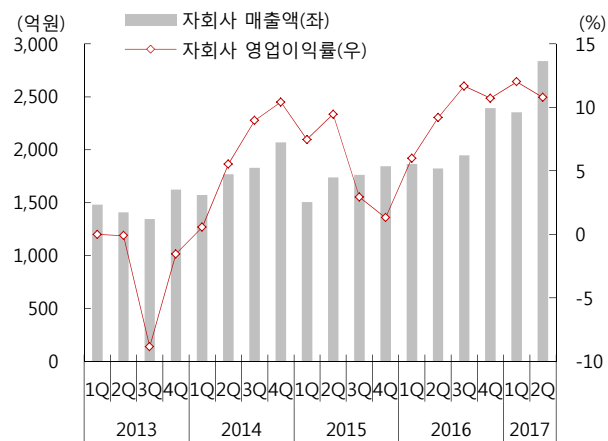


자료: Bloomberg, SK 증권



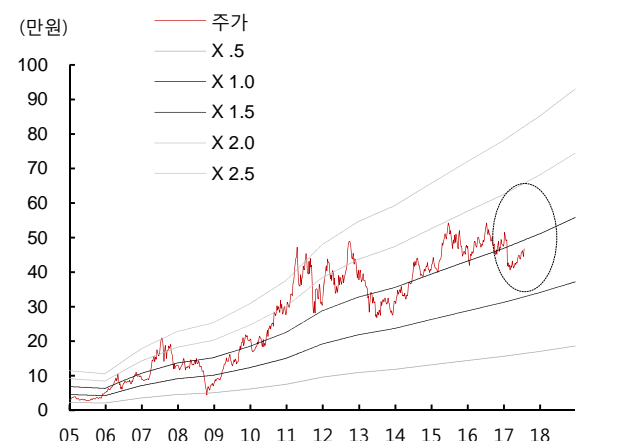
자료: Bloomberg, SK 증권

<그림 4> 자회사 실적 추이



자료: 고려아연 SK 증권

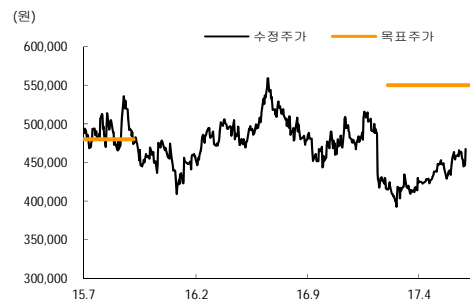
<그림 5> PBR 밴드차트 - 고려아연



자료: Quantwise, SK 증권

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2017.07.26	매수	550,000원
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 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 (2017년 7월 26일 기준)

매수	93.63%	중립	6.37%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	25,379	28,946	37,586	42,373	48,956
현금및현금성자산	2,395	3,093	7,512	10,939	15,653
매출채권및기타채권	3,065	3,579	4,155	4,335	4,620
재고자산	10,152	12,040	15,638	16,313	17,389
비유동자산	33,700	35,881	32,424	33,985	34,665
장기금융자산	8,019	9,779	6,611	7,611	8,611
유형자산	24,281	24,843	24,390	25,031	24,707
무형자산	708	737	797	799	800
자산총계	59,079	64,826	70,009	76,358	83,622
유동부채	3,900	5,368	5,423	5,609	5,949
단기금융부채	295	338	189	149	129
매입채무 및 기타채무	2,245	3,294	3,300	3,442	3,669
단기충당부채	95	177	198	206	220
비유동부채	2,985	2,832	2,815	3,060	3,414
장기금융부채	236	173	155	105	85
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	85	79	79	79	79
부채총계	6,886	8,199	8,238	8,669	9,363
지배주주지분	50,773	55,165	60,335	66,273	72,858
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	58,527	64,819	71,758
비지배주주지분	1,421	1,463	1,436	1,416	1,401
자본총계	52,194	56,627	61,771	67,689	74,259
부채외자본총계	59,079	64,826	70,009	76,358	83,622

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	9,203	6,487	5,057	9,114	9,320
당기순이익(손실)	5,140	5,946	7,091	7,850	8,502
비현금성항목등	3,505	4,231	4,949	4,522	4,524
유형자산감가상각비	1,740	2,185	2,388	2,360	2,323
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	256	359	142	146	162
운전자본감소(증가)	2,163	-1,838	-4,208	-641	-1,021
매출채권및기타채권의 감소(증가)	293	-484	-669	-180	-286
재고자산감소(증가)	2,368	-1,830	-3,692	-676	-1,076
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	197	847	86	143	227
기타	-694	-371	66	72	114
법인세납부	-1,605	-1,852	-2,775	-2,617	-2,685
투자활동현금흐름	-6,242	-4,256	1,335	-3,700	-2,646
금융자산감소(증가)	-2,135	-2,761	2,837	-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	682	802	856
재무활동현금흐름	-2,383	-1,579	-1,887	-1,987	-1,960
단기금융부채증가(감소)	-1,132	-47	-142	-40	-20
장기금융부채증가(감소)	-67	0	0	-50	-20
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-1,164	-1,518	-1,502	-1,502	-1,502
기타	-20	-14	-227	-395	-418
현금의 증가(감소)	641	698	4,419	3,427	4,714
기초현금	1,754	2,395	3,093	7,512	10,939
기말현금	2,395	3,093	7,512	10,939	15,653
FCF	4,405	5,058	3,039	6,226	7,434

자료 : 고려아연 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	47,714	58,475	65,157	67,973	72,455
매출원가	39,295	49,048	53,535	55,824	59,486
매출총이익	8,420	9,427	11,622	12,148	12,969
매출총이익률 (%)	17.7	16.1	17.8	17.9	17.9
판매비와관리비	1,697	1,780	2,033	2,136	2,267
영업이익	6,722	7,647	9,589	10,012	10,702
영업이익률 (%)	14.1	13.1	14.7	14.7	14.8
비영업손익	123	370	383	455	485
순금융비용	-228	-244	-423	-407	-438
외환관련손익	13	143	-10	204	219
관계기업투자등 관련손익	-90	-17	-7	-9	-10
세전계속사업이익	6,845	8,017	9,972	10,467	11,187
세전계속사업이익률 (%)	14.4	13.7	15.3	15.4	15.4
계속사업법인세	1,705	2,071	2,881	2,617	2,685
계속사업이익	5,140	5,946	7,091	7,850	8,502
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	5,140	5,946	7,091	7,850	8,502
순이익률 (%)	10.8	10.2	10.9	11.6	11.7
지배주주	5,094	5,924	7,027	7,794	8,441
지배주주귀속 순이익률(%)	10.68	10.13	10.78	11.47	11.65
비지배주주	46	22	64	56	61
총포괄이익	5,527	5,883	6,661	7,420	8,072
지배주주	5,582	5,896	6,673	7,440	8,087
비지배주주	-55	-12	-12	-20	-15
EBITDA	8,463	9,832	11,978	12,372	13,026

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	-3.4	22.6	11.4	4.3	6.6
영업이익	-1.5	13.8	25.4	4.4	6.9
세전계속사업이익	0.2	17.1	24.4	5.0	6.9
EBITDA	0.9	16.2	21.8	3.3	5.3
EPS(계속사업)	1.6	16.3	18.6	10.9	8.3
수익성 (%)					
ROE	10.5	11.2	12.2	12.3	12.1
ROA	8.9	9.6	10.5	10.7	10.6
EBITDA마진	17.7	16.8	18.4	18.2	18.0
안정성 (%)					
유동비율	650.7	539.3	693.1	755.5	822.9
부채비율	13.2	14.5	13.3	12.8	12.6
순차입금/자기자본	-22.1	-22.5	-28.1	-31.5	-35.8
EBITDA/이자비용(배)	483.4	1,044.8	52.4	31.3	31.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	26,994	31,395	37,239	41,305	44,735
BPS	269,065	292,340	319,742	351,209	386,107
CFPS	36,218	42,976	49,897	53,811	57,048
주당 현금배당금	8,500	8,500	8,500	8,500	8,500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	20.8	17.8	13.9	12.5	11.5
PER(최저)	14.2	13.0	10.5	9.5	8.8
PBR(최고)	2.1	1.9	1.6	1.5	1.3
PBR(최저)	1.4	1.4	1.2	1.1	1.0
PCR	13.0	11.1	9.4	8.7	8.2
EV/EBITDA(최고)	11.3	9.6	6.8	6.3	5.6
EV/EBITDA(최저)	7.3	6.7	4.9	4.4	3.8