

2017/07/14

고려아연(010130)

비철금속 가격 : 향후 상승 '폭'에 대한 고민

■ 연초 우려는 일단락. 양호한 실적 기초 지속

동사의 17.2Q 연결기준 영업이익은 2,220억원 [-6.2%, q-q]으로 예상된다.<표 1> 양호한 실적 배경은 17.2Q 아연/연 판매량 증가 <그림1,2> 효과가 『원/달러 환율 하락 및 비철금속 가격 하락 영향』은 물론, 아연 TC [Treatment Charge, 제련 수수료] 관련 감익 효과(약 300억원)도 일정 상쇄했기 때문이다. 또한 아연 생산에 있어 정광 대신 조산화 아연 및 Residue 사용 비중을 늘린 것 역시 실적 호조의 또다른 배경이다.

17.3Q 실적 역시 나쁘지 않다. 아연 정기 보수에 따른 판매량 감소에도 불구하고, 『1) 최근 비철금속 반등에 따른 판매 가격 상승, 2) 17.2Q에 인식한 아연 TC 소급 효과 [약 100~200억원] 인식 종료』 효과가 양호한 실적을 견인할 것이다.

■ 우호적인 환경. 그러나 8월 이후 가격 상단에 대한 고민이 필요

최근 철강금속업종 주가 및 상품 가격 강세의 본질은 1) 6/22 유가 반등에 따른 재개된 단기 인플레이션 모멘텀, 2) 달러 약세 영향이다. <그림2> 중국 구조 조정과 같은 업종 내 이슈는 부차적 이유이다.

현 매크로 환경에서 비철금속 업종을 나쁘게 볼 이유는 전혀 없다. 7/12 열린 의장의 '점진적 금리 인상' 발언으로 달러 약세 기조는 당분간 유지될 것이며, 이에 상품 가격을 주도하는 유가 역시 견조한 흐름을 보일 것이다. 특히 지금은 원유 재고가 감소하는 드라이빙 시즌이다.

다만 8월 이후에는 가격 조정 가능성에 대비해야 한다.

첫째, 최근 단기 반등에도 불구하고, 17년 하반기는 전체적으로 인플레이션 모멘텀이 둔화되는 시기이다. <그림 3> 유가 y-y가 지속적으로 상승했던 『16년 ~ 17년 1분기』의 상황과는 다름을 상기할 필요가 있다.

둘째, 아연 / 연 등 주요 비철금속 투기적 매수 Position은 이미 전고점 수준에 근접했다.<그림3> 가격 상단에 대한 고민이 필요하다. 또한 아연 급등 이후 실물 시장의 차익 실현 움직임에 유의해야 한다. [아연 출하 예정 물량 (Cancelled Warrants) 급증 → 재고 감소 → Premium 하락]은 LME 창고 증권 소유자들이 Position 청산, 즉 실물 매도에 나서고 있다는 증거이다. <그림4>

철강/비철금속 김윤상

(2122-9205) yoonsang.kim@hi-ib.com

Buy (Maintain)

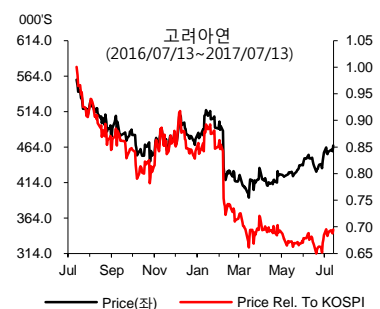
목표주가(12M) 560,000원

종가(2017/07/13) 466,000원

Stock Indicator

자본금	94십억원
발행주식수	1,887만주
시가총액	8,793십억원
외국인지분율	20.7%
배당금(2016)	8,500원
EPS(2017E)	34,779원
BPS(2017E)	318,826원
ROE(2017E)	11.4%
52주 주가	392,500~559,000원
60일평균거래량	49,466주
60일평균거래대금	21.6십억원

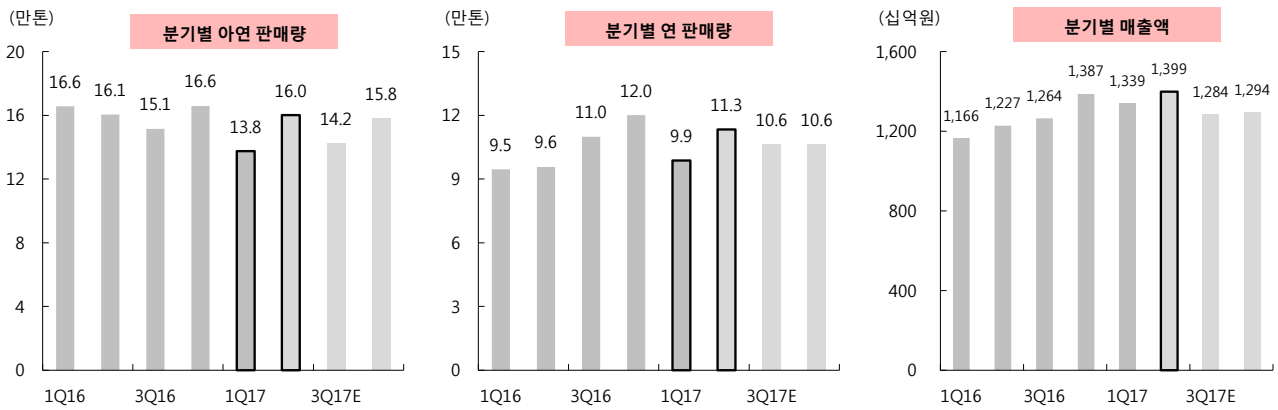
Price Trend



■ 투자의견 Buy, 목표주가 56만원

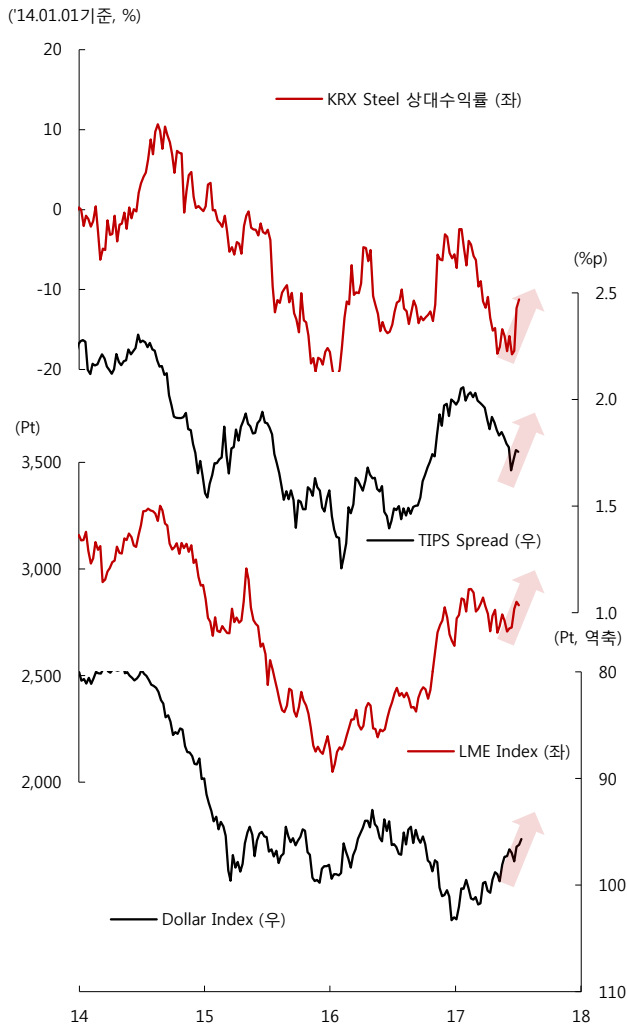
동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하고, 수익 예상 조정 [아연 / 연 가격 하반기 전망치 상향: 아연 2,650달러 / 연 2,150달러]을 반영, 목표주가를 기존 54만원에서 56만원으로 상향 조정한다. <표 5> 목표주가는 12개월 Forward 예상 BPS 325,866원에 Target PBR 1.71x [12개월 Forward ROE 11.3%, COE 6.6%]를 적용하여 산출했다.

<그림 1> 고려아연 분기별 아연 / 연 판매량 및 매출액 추이



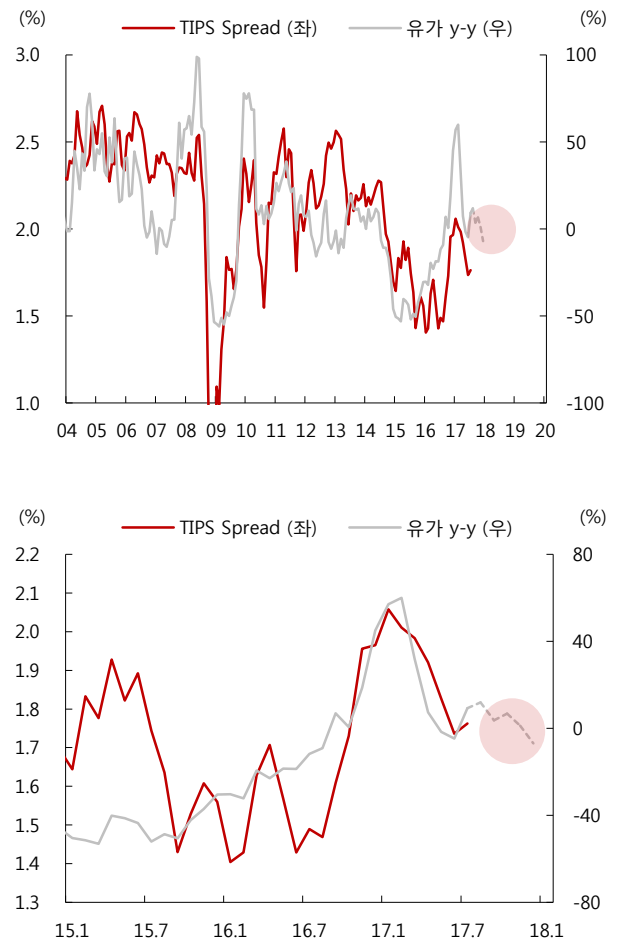
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 2> 최근 철강/비철금속 업종 주가 및 상품 가격 강세의 핵심은 『유가 반등에 따른 인플레이션 모멘텀 재개 및 달러 약세』 등 우호적 매크로 환경이 견인했다



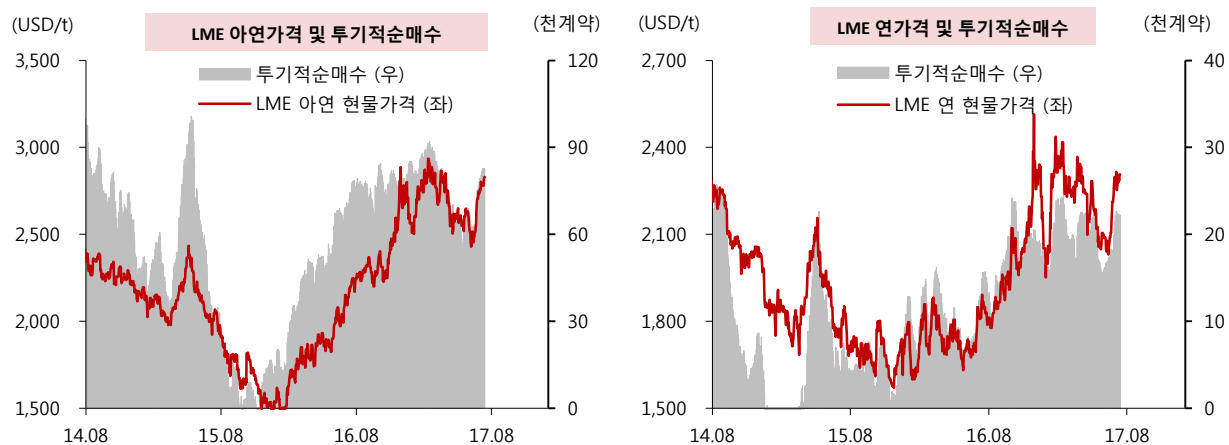
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 3> 단기 유가 강세가 예상됨에도, 17년 하반기는 전체적으로 인플레이션 모멘텀이 둔화되는 시기이다.



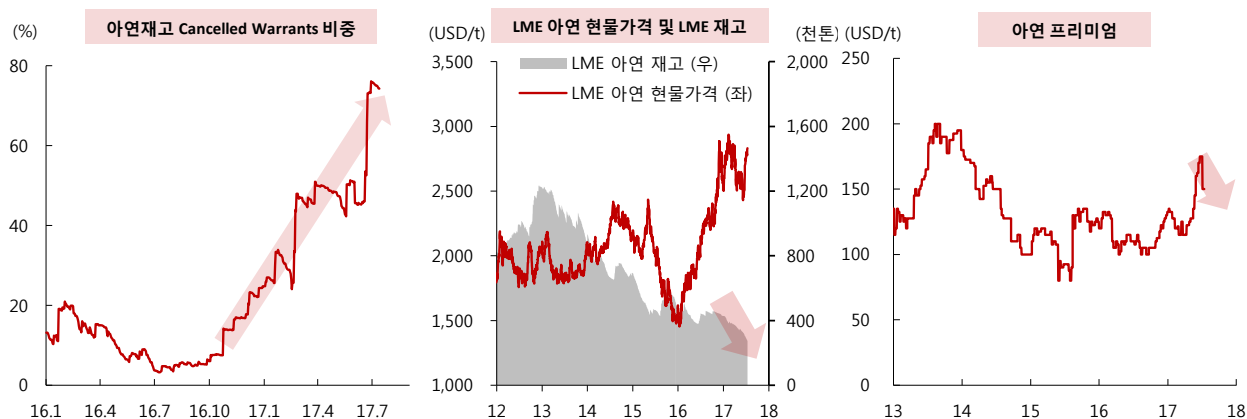
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 4> LME 아연/연 가격 및 투기적 순매수 position 추이 : 아연 및 연의 투기적 순매수 position 은 이미 전고점 수준에 도달했다



자료: 하이투자증권 리서치

<그림 5> [아연 출하 예정 물량(Cancelled Warrants) 급증 → 재고 감소 → premium 하락]은 LME 창고 증권 소유자들이 대규모 차익 실현, 즉 실물 매도에 나서고 있다는 반증이다.



자료: 하이투자증권 리서치

〈표 1〉 고려아연 17.2Q Preview

(단위: 십억원)

	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E(a)	y-y	q-q	컨센서스(b)	차이(a-b)
매출액	1,410	1,459	1,627	1,574	1,645	16.7%	4.5%	1,632	0.8%
영업이익	180	161	236	236	222	23.0%	-6.2%	219	1.1%
세전이익	185	179	240	230	234	26.4%	1.8%	224	4.6%
지배주주순이익	137	129	181	167	170	24.2%	1.9%	166	2.7%
영업이익률	12.8%	11.0%	14.5%	15.0%	13.5%			13.4%	0.0%p
세전이익률	13.1%	12.3%	14.7%	14.6%	14.2%			13.7%	0.5%p
지배주주순이익률	9.7%	8.9%	11.1%	10.6%	10.4%			10.2%	0.2%p

자료: 고려아연 하이투자증권 리서치

〈표 2〉 고려아연 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 별도 기준)

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E
매출액	1,166	1,227	1,264	1,387	5,045	1,339	1,399	1,284	1,294	5,315
영업이익	176	163	138	211	688	208	201	193	197	799
영업이익률	15.1%	13.3%	10.9%	15.2%	13.6%	15.5%	14.4%	15.0%	15.2%	15.0%

자료: 고려아연 하이투자증권 리서치

〈표 3〉 고려아연 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E
매출액	1,352	1,410	1,459	1,627	5,848	1,574	1,645	1,510	1,522	6,250
영업이익	187	180	161	236	764	236	222	211	217	886
세전이익	197	185	179	240	802	230	234	224	214	902
지배주주순이익	145	137	129	181	592	167	170	163	156	656
영업이익률	13.9%	12.8%	11.0%	14.5%	13.1%	15.0%	13.5%	14.0%	14.3%	14.2%
세전이익률	14.6%	13.1%	12.3%	14.7%	13.7%	14.6%	14.2%	14.8%	14.1%	14.4%
지배주주순이익률	10.7%	9.7%	8.9%	11.1%	10.1%	10.6%	10.4%	10.8%	10.3%	10.5%

자료: 고려아연 하이투자증권 리서치

〈표 4〉 고려아연 수익추정 변경 요약 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

항목	신규추정(a)		기존추정(b)		GAP(a/b-1)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	6,250	6,156	6,187	6,149	1.0%	0.1%
영업이익	886	917	823	871	7.6%	5.2%
세전이익	902	946	838	897	7.6%	5.4%
지배주주순이익	656	688	610	653	7.6%	5.4%
영업이익률	14.2%	14.9%	13.3%	14.2%	0.9%p	0.7%p
세전이익률	14.4%	15.4%	13.5%	14.6%	0.9%p	0.8%p
지배주주순이익률	10.5%	11.2%	9.9%	10.6%	0.6%p	0.6%p

자료: 고려아연 하이투자증권 리서치

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)

	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	2,895	3,261	3,900	4,596
현금 및 현금성자산	309	563	1,219	1,864
단기금융자산	1,013	1,013	1,013	1,013
매출채권	374	399	393	402
재고자산	1,204	1,287	1,267	1,299
비유동자산	3,588	3,730	3,650	3,565
유형자산	2,484	2,624	2,540	2,453
무형자산	74	74	74	74
자산총계	6,483	6,991	7,549	8,161
유동부채	537	546	571	608
매입채무	267	250	246	252
단기차입금	24	24	24	24
유동성장기부채	6	8	7	-
비유동부채	283	275	268	268
사채	-	-	-	-
장기차입금	17	9	2	2
부채총계	820	821	839	876
지배주주지분	5,516	6,016	6,548	7,114
자본금	94	94	94	94
자본잉여금	57	57	57	57
이익잉여금	5,300	5,806	6,344	6,917
기타자본항목	65	58	52	46
비지배주주지분	146	154	162	171
자본총계	5,663	6,170	6,710	7,285

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)

	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	5,848	6,250	6,156	6,309
증가율(%)	22.6	6.9	-1.5	2.5
매출원가	4,905	5,196	5,074	5,188
매출총이익	943	1,053	1,081	1,121
판매비와관리비	178	167	164	168
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	765	886	917	953
증가율(%)	13.8	15.9	3.5	3.9
영업이익률(%)	13.1	14.2	14.9	15.1
이자수익	25	30	43	55
이자비용	1	1	1	1
지분법이익(손실)	-2	-2	-2	-2
기타영업외손익	-7	-11	-11	-11
세전계속사업이익	802	902	946	994
법인세비용	207	238	249	262
세전계속이익률(%)	13.7	14.4	15.4	15.8
당기순이익	595	664	696	732
순이익률(%)	10.2	10.6	11.3	11.6
지배주주귀속 순이익	592	656	688	723
기타포괄이익	-6	-6	-6	-6
총포괄이익	588	658	690	725
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(단위:십억원)

	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	681	726	998	949
당기순이익	595	664	696	732
유형자산감가상각비	219	234	253	258
무형자산상각비	0	0	0	0
지분법관련손실(이익)	-2	-2	-2	-2
투자활동 현금흐름	-459	-440	-237	-237
유형자산의 처분(취득)	-182	-373	-170	-170
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
금융상품의 증감	-170	-5	-5	-5
재무활동 현금흐름	-157	-157	-158	-157
단기금융부채의증감	-5	2	-1	-7
장기금융부채의증감	-	-8	-7	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-7	-7	-7	-7
현금및현금성자산의증감	70	254	656	644
기초현금및현금성자산	239	309	563	1,219
기말현금및현금성자산	309	563	1,219	1,864

주요투자지표

	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	31,395	34,779	36,456	38,320
BPS	292,340	318,826	346,989	377,016
CFPS	42,976	47,186	49,883	51,971
DPS	8,500	8,500	8,500	8,500
Valuation(배)				
PER	15.1	13.4	12.8	12.2
PBR	1.6	1.5	1.3	1.2
PCR	11.1	9.9	9.3	9.0
EV/EBITDA	7.8	6.5	5.6	4.9
Key Financial Ratio(%)				
ROE	11.2	11.4	11.0	10.6
EBITDA 이익률	16.8	17.9	19.0	19.2
부채비율	14.5	13.3	12.5	12.0
순부채비율	-22.5	-24.9	-32.8	-39.1
매출채권회전율(x)	16.7	16.2	15.6	15.9
재고자산회전율(x)	5.3	5.0	4.8	4.9

자료 : 고려아연, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 추이



투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자 의견	목표주가
2017-07-14	Buy	560,000
2017-06-12	Buy	540,000
2017-04-26	Buy	550,000
2017-02-08	Buy	570,000
2017-01-17	Buy	610,000
2016-11-30	Buy	580,000
2016-10-26	Hold	510,000
2016-09-21(담당자변경)	Hold	540,000

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. **(작성자 : 김윤상)**

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2017-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자 의견 비율(%)	89.2 %	10.8 %	-