



2017/04/26

고려아연(010130)

2월 대소동 그 후, 결국 『아무 일』도 없었다

■ 17.1Q 실적 시장 기대치 상회. 2Q 실적도 양호할 전망

동사의 연결 영업이익 [2,363억원, +0% q-q]은 시장 컨센서스 [2,082억원]을 큰 폭으로 상회했다. <표 1> 아연 및 연 판매량은 전분기 대비 큰 폭으로 감소했으나, <그림 1,2> 큰 폭의 비철금속 가격 상승이 이를 상쇄했다.

17.2Q는 TC [Treatment Charge, 제련 수수료] 측면에서 1Q 대비 실적 감익 요인이 있다. 16년 대비 '악화'된 조건으로 타결된 TC가 분기 전체에 반영되고, 16년 조건으로 1Q 실적에 반영된 1,2월 TC를 2Q에 소급하여 정산해야 하기 때문이다. 17.2Q TC 관련 실적 감익 폭은 300억원 내외로 추정한다.

그러나 당사는 2Q 판매량 증가 <그림1,2> 효과가 최근 『월/달러 환율 하락 및 비철금속 가격 하락 영향』은 물론, 전술한 TC 관련 감익 효과도 일정 상쇄할 것으로 예상한다. <그림3> 결론적으로 동사의 17.2Q 연결 기준 영업이익은 2,140억원 [-9.5% q-q]으로, 양호한 흐름을 이어갈 것이다.

■ 불확실성 해소로 주가는 우상향 흐름 보일 전망

최근 인플레이션 지표 둔화 등 비철금속 가격 전반의 환경은 딱히 우호적이지 않다. <그림4> 그럼에도 2월 주가 급락이 비철금속 가격과는 '무관'한 이유로 발생한 만큼, 주가 반등 요인은 충분하다고 판단한다. <그림5> 그 외에 동사 주가를 지지하는 요인은 다음과 같다.

첫째, 상반기 Tight한 수급으로 아연 가격은 견조한 흐름을 보일 것이다. 이는 현재 아연 제련 업체 수익성이 생산량을 늘릴 만큼 좋지가 않기 때문이다. 중국 아연 제련 업체의 경우 이미 급락한 Spot TC 하에서 17년 Benchmark TC가 (당초 예상보다는 좋았지만) 16년 대비 악화된 조건으로 타결됨에 따라, 수익성이 더 악화된 상황이다. <그림6,7> 따라서 최근 아연 '정광' 생산량 증가에도 실제 아연 '메탈' 생산량 증가 폭은 크지 않을 것이다.

철강/비철금속 김윤상

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

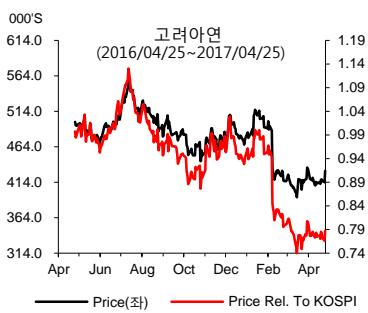
Buy (Maintain)

목표주가(6M)	550,000원
종가(2017/04/25)	430,000원

Stock Indicator

자본금	94십억원
발행주식수	1,887만주
시가총액	8,114십억원
외국인지분율	18.5%
배당금(2016)	8,500원
EPS(2017E)	34,940원
BPS(2017E)	318,987원
ROE(2017E)	11.4%
52주 주가	392,500~559,000원
60일평균거래량	80,394주
60일평균거래대금	34.0십억원

Price Trend



둘째, 매크로 변수와는 별도로 자체적인 수익성 개선 요인이 있다. (상대적으로 마진이 낮은) 정광을 이용한 아연 생산을 줄이고, (상대적으로 마진이 높은) 『조산화 아연 및 residue를 활용한 아연 생산량 증가』가 수익성 개선의 핵심 이유이다. 동사는 정광 구매를 통한 아연 생산 비중을 17년 30% 수준에서 향후 50% 수준으로 늘려나갈 계획이다. 또한 (인듐을 제외한) 최근 상당 수의 Rare Metal [희소 금속] 가격 반등 역시 주목해야 한다. <그림8,9> 동사의 Rare Metal 매출은 절대 금액은 크지 않으나, 구매 대금을 지불하지 않기 때문에 마진율이 매우 높다. 가격 반등과 더불어 동사의 Rare Metal 매출은 완만히 증가하고 있고, 동사의 수익성 역시 점진적으로 개선되고 있다. <그림10,11>

■ 투자의견 Buy, 목표주가 55만원. 비철금속 업종 중 최선호주

동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하고, 수익 예상 조정 [원/달러 환율 기준 1,150원 → 1,134원 및 17년 Benchmark TC 조정]을 반영, 목표주가를 기존 57만원에서 55만원으로 하향 조정한다. <표 5> 목표주가는 12개월 Forward 예상 BPS 326,008원에 Target PBR 1.71x [12개월 Forward ROE 11.2%, COE 6.6%]를 적용하여 산출했다. 상반기 비철금속 업종 중 최선호주를 유지한다.

〈표 1〉 고려아연 17.1Q Review

(단위: 십억원)

	1Q15	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17(a)	y-y	q-q	하이(b)	컨센서스	차이(a-b)
매출액	1,352	1,410	1,459	1,627	1,574	16.4%	-3.3%	1,585	1,607	-0.7%
영업이익	187	180	161	236	236	26.2%	0.0%	237	208	-0.3%
세전이익	197	185	179	240	230	16.5%	-4.2%	247	215	-7.1%
지배주주순이익	145	137	129	181	167	15.1%	-7.6%	182	161	-8.1%
영업이익률	13.9%	12.8%	11.0%	14.5%	15.0%			15.0%	13.0%	0.1%p
세전이익률	14.6%	13.1%	12.3%	14.7%	14.6%			15.6%	13.4%	-1.0%p
지배주주순이익률	10.7%	9.7%	8.9%	11.1%	10.6%			11.5%	10.0%	-0.9%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	1,418	1,296	1,345	5,398
영업이익	176	163	138	211	688	208	196	194	201	798
영업이익률	15.1%	13.3%	10.9%	15.2%	13.6%	15.5%	13.8%	14.9%	14.9%	14.8%

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	1,667	1,523	1,582	6,347
영업이익	187	180	161	236	765	236	214	217	224	891
세전이익	197	185	179	240	802	230	221	224	232	906
지배주주순이익	145	137	129	181	592	167	161	163	169	659
영업이익률	13.9%	12.8%	11.0%	14.5%	13.1%	15.0%	12.8%	14.2%	14.2%	14.0%
세전이익률	14.6%	13.1%	12.3%	14.7%	13.7%	14.6%	13.3%	14.7%	14.6%	14.3%
지배주주순이익률	10.7%	9.7%	8.9%	11.1%	10.1%	10.6%	9.6%	10.7%	10.7%	10.4%

자료: 고려아연, 하이투자증권 리서치

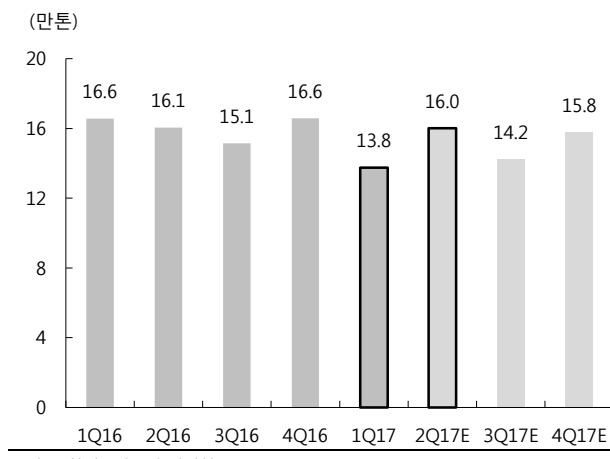
〈표 4〉 고려아연 수익추정 변경 요약 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

항목	신규추정(a)		기존추정(b)		GAP(a/b-1)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	6,347	6,414	6,206	6,313	2.3%	1.6%
영업이익	891	917	906	927	-1.6%	-1.0%
세전이익	906	943	940	968	-3.6%	-2.6%
지배주주순이익	659	686	690	711	-4.5%	-3.5%
영업이익률	14.0%	14.3%	14.6%	14.7%	-0.6%p	-0.4%p
세전이익률	14.3%	14.7%	15.1%	15.3%	-0.9%p	-0.6%p
지배주주순이익률	10.4%	10.7%	11.1%	11.3%	-0.7%p	-0.6%p

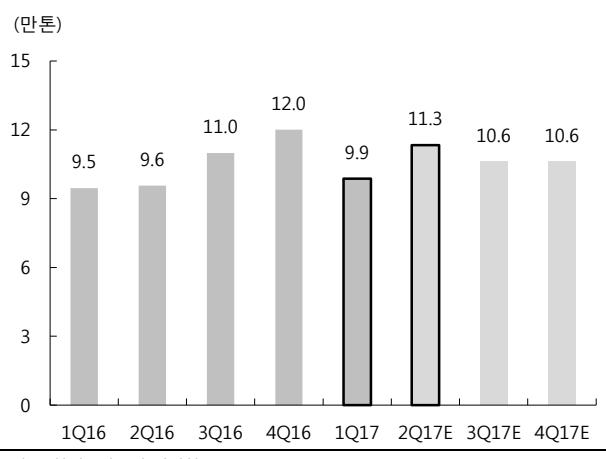
자료: 고려아연, 하이투자증권 리서치

<그림 1> 17.1Q 아연 판매량이 16.4Q 대비 큰 폭으로 감소했음에도 아연 가격 강세로 양호한 실적 시현. 2Q 판매량은 재고 판매 효과로 큰 폭으로 증가할 것이다.



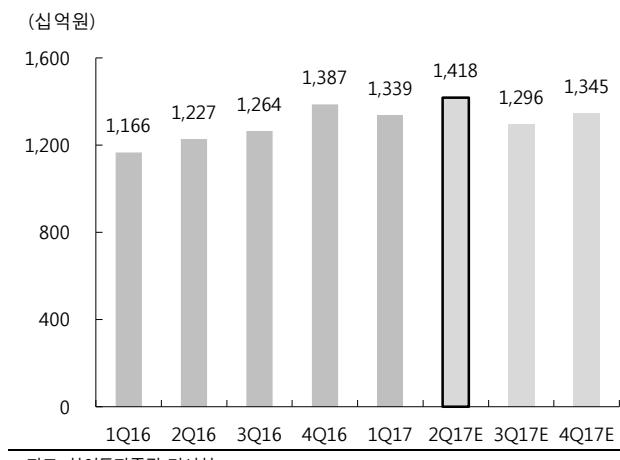
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 2> 17.1Q 연 판매량이 16.4Q 대비 큰 폭으로 감소했음에도 연 가격 강세로 양호한 실적 시현. 2Q 판매량 역시 사업 계획을 감안하면 큰 폭으로 증가할 것이다.



자료: 하이투자증권 리서치

<그림 3> 17.2Q 원/달러 환율 하락 및 비철금속 가격 약세를 감안하더라도 17.2Q 매출액은 17.1Q 대비 늘어난다. 이는 판매량 증가 효과가 전술한 부정적 요인을 상쇄한다는 의미이다.



자료: 하이투자증권 리서치

<그림 4> 최근 인플레이션을 지표가 둔화 국면에 진입하면서 비철금속 가격 상승 모멘텀은 둔화되고 있다.



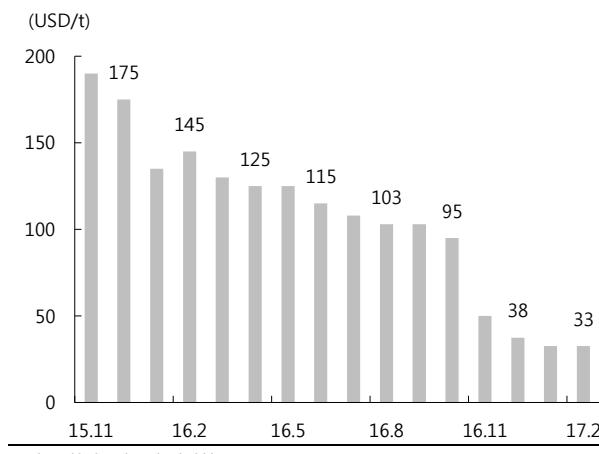
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 5> 고려아연 시가총액과 [가중평균 판매가격 X 판매량 추이] : 2월 주가 하락은 비철금속 가격과는 무관한 요인으로 발생했으므로, 급락 전 수준의 주가 회복은 큰 문제가 없어 보인다.



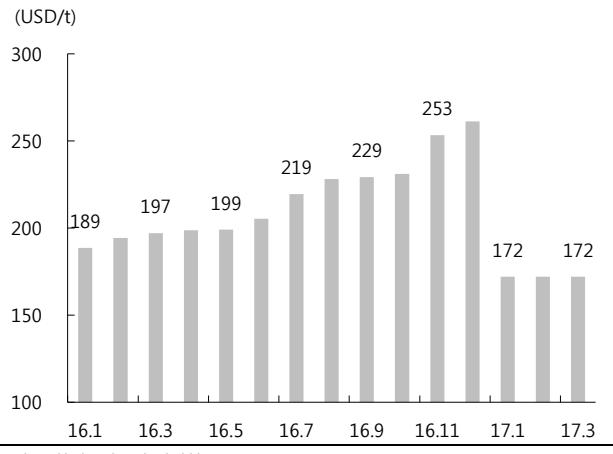
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 6> 아연 Spot TC 추이 : 이미 Spot TC 급락으로도 중국 제련업체 수익성은 대규모 감산을 시행할 정도로 충분히 악화되었다



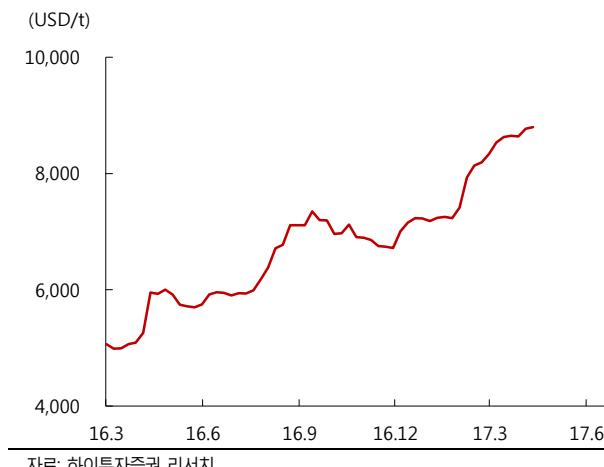
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 7> 아연 Benchmark 기준 Actual TC 추이 : 17년 Benchmark TC 조건이 16년 대비 나빠지면서 중국 제련업체 수익성은 단기적으로 더 악화되었다



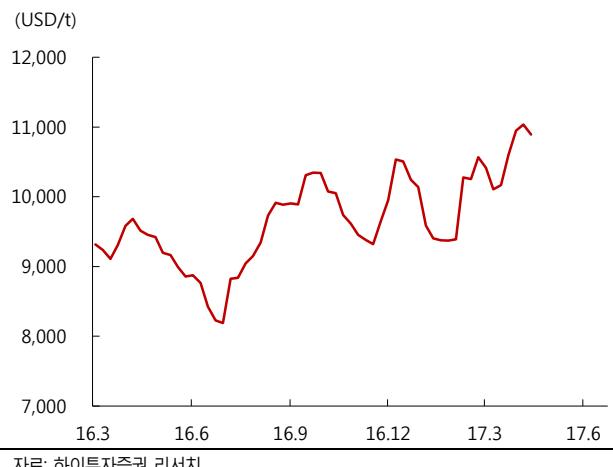
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 8> Antimony 가격 추이



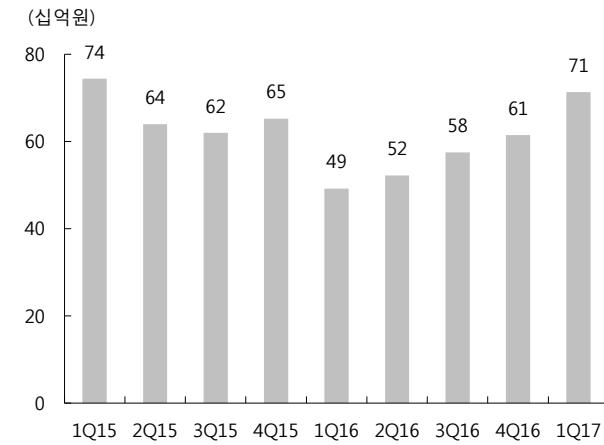
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 9> Bismuth 가격 추이



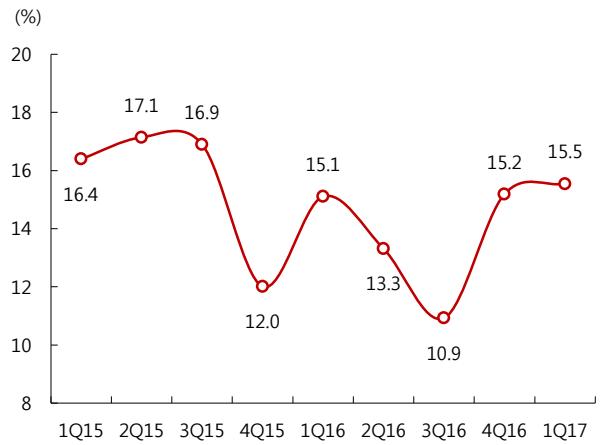
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 10> 비중은 크지 않으나 최근 가격 반등과 더불어 고려아연 Rare Metal 매출액은 점진적으로 증가하고 있다.



자료: 하이투자증권 리서치

<그림 11> 고려아연 별도 기준 영업이익률 추이: 최근 점진적으로 개선되고 있다.



자료: 하이투자증권 리서치

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
	(단위:십억원)					(단위:십억원%)			
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	2,895	3,243	3,840	4,486	매출액	5,848	6,347	6,414	6,570
현금 및 현금성자산	309	519	1,091	1,684	증가율(%)	22.6	8.5	1.1	2.4
단기금융자산	1,013	1,013	1,013	1,013	매출원가	4,905	5,285	5,325	5,433
매출채권	374	404	409	418	매출총이익	943	1,062	1,089	1,137
재고자산	1,204	1,307	1,321	1,353	판매비와관리비	178	170	172	176
비유동자산	3,588	3,731	3,667	3,598	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	2,484	2,624	2,557	2,486	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	74	74	74	74	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	6,483	6,974	7,507	8,085	영업이익	765	891	917	961
유동부채	537	525	527	526	증가율(%)	13.8	16.6	2.9	4.8
매입채무	267	254	257	263	영업이익률(%)	13.1	14.0	14.3	14.6
단기차입금	24	24	24	24	이자수익	25	29	40	52
유동성장기부채	6	8	7	-	이자비용	1	1	1	1
비유동부채	283	275	268	268	지분법이익(손실)	-2	-2	-2	-2
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-7	-11	-11	-11
장기차입금	17	9	2	2	세전계속사업이익	802	906	943	999
부채총계	820	800	795	794	법인세비용	207	239	249	263
지배주주지분	5,516	6,019	6,549	7,119	세전계속이익률(%)	13.7	14.3	14.7	15.2
자본금	94	94	94	94	당기순이익	595	667	695	735
자본잉여금	57	57	57	57	순이익률(%)	10.2	10.5	10.8	11.2
이익잉여금	5,300	5,809	6,346	6,922	지배주주귀속 순이익	592	659	686	727
기타자본항목	65	58	52	46	기타포괄이익	-6	-6	-6	-6
비지배주주지분	146	154	162	171	총포괄이익	588	661	688	729
자본총계	5,663	6,173	6,712	7,290	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	681	668	890	898	주당지표(원)				
당기순이익	595	667	695	735	EPS	31,395	34,940	36,375	38,511
유형자산감가상각비	219	233	237	241	BPS	292,340	318,987	347,069	377,287
무형자산상각비	0	0	0	0	CFPS	42,976	47,310	48,948	51,292
지분법관련손실(이익)	-2	-2	-2	-2	DPS	8,500	8,500	8,500	8,500
투자활동 현금흐름	-459	-440	-237	-237	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-182	-373	-170	-170	PER	15.1	12.3	11.8	11.2
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-	PBR	1.6	1.3	1.2	1.1
금융상품의 증감	-170	-5	-5	-5	PCR	11.1	9.1	8.8	8.4
재무활동 현금흐름	-157	-157	-158	-157	EV/EBITDA	7.8	5.9	5.2	4.5
단기금융부채의증감	-5	2	-1	-7	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-8	-7	-	ROE	11.2	11.4	10.9	10.6
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA 이익률	16.8	17.7	18.0	18.3
배당금지급	-7	-7	-7	-7	부채비율	14.5	13.0	11.8	10.9
현금및현금성자산의증감	70	210	572	593	순부채비율	-22.5	-24.1	-30.8	-36.6
기초현금및현금성자산	239	309	519	1,091	매출채권회전율(x)	16.7	16.3	15.8	15.9
기말현금및현금성자산	309	519	1,091	1,684	재고자산회전율(x)	5.3	5.1	4.9	4.9

자료 : 고려아연, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가와의 추이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자의견	목표주가
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
2015-06-05(담당자변경)	Buy	630,000

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 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 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 돋기 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 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2014년 5월 12일부터 적용)

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

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

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

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2017-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	87.3 %	12.7 %	-