

# SK COMPANY Analysis



Analyst

권순우

soonwoo@sk.com

02-3773-8882

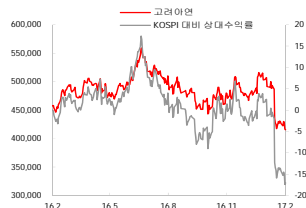
## Company Data

자본금	944 억원
발행주식수	1,887 만주
자사주	120 만주
액면가	5,000 원
시가총액	78,405 억원
주요주주	
(주)영풍(외46)	49.89%
국민연금공단	8.02%
외국인지분률	19.60%
배당수익률	2.00%

## Stock Data

주가(17/02/25)	415,500 원
KOSPI	2094.12 pt
52주 Beta	0.74
52주 최고가	559,000 원
52주 최저가	415,500 원
60일 평균 거래대금	246 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-17.9%	-19.0%
6개월	-16.9%	-18.9%
12개월	-9.2%	-17.1%

고려아연 (010130/KS | 매수 | T.P 550,000 원)

## 보수적이었던 가정, 그리고 변화된 환경

가이던스 보수적으로 발표, 하지만 과거 매출액과 영업이익 실제치 모두 가이던스 상회  
17 년 이후 주요 제품가격 상승, 아연은 공급부족 심화로 인해 추가 상승예상

보수적이었던 가정보다는 이후 변화된 환경에 주목해야 할 시점

17 년 연결기준 매출액 6 조 4,640 억원, 영업이익 8,553 억원(OPM 13.2%) 전망  
투자의견 매수, 목표주가 550,000 원으로 커버리지 개시

## 보수적이었던 가정, 그리고 변화된 환경

동사의 주가는 2016 년 4 분기 실적 이후 제시된 가이던스로 인해 큰 폭의 하락을 경험하였다. 하지만 과거에도 진행되었던 가이던스와 실제 실적을 비교하면, 매출액은 13 년을 제외하고 모두 예상치를 상회하는 실적을 기록하였음을 확인할 수 있다. 영업이익의 경우에도 16 년은 2,3 분기 향산누출 등과 같은 비영업적 손실이 포함된 것을 감안한다면 가이던스를 상회하였음을 알 수 있다. 현재 주요 제품가격은 17 년 이후 가이던스보다 높은 수준에 위치하고 있으며, 연의 경우 공급우위의 상황은 당분간 지속될 것으로 예상되지만 아연공급은 공급부족이 심화됨에 따라 추가적인 가격상승이 예상된다. 보수적이었던 가정보다는 이후 변화된 환경에 주목해야 할 시점이다.

## 2017 Preview

2017 년 실적은 연결기준 매출액 6 조 4,640 억원, 영업이익 8,553 억원(OPM 13.2%), 당기순이익 6,717 억원(NIM 10.4%), 별도기준 매출액 5 조 6,365 억원, 영업이익 7,711 억원(OPM 13.7%)으로 전망한다. 제련수수료(TC) 계약의 불확실성은 남아있지만 변화된 제품가격을 감안한다면 가이던스 대비 호실적을 기록할 것으로 예상된다.

## 투자의견 매수, 목표주가 550,000 원으로 커버리지 개시

투자의견 매수, 목표주가는 550,000 원으로 커버리지를 시작한다. 목표주가는 12 개월 예상 BPS 에 Target multiple 은 1.7 배를 적용하였다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	48,177	49,385	47,714	58,475	64,640	65,767
yoy	%	-12.4	2.5	-3.4	22.6	10.5	1.7
영업이익	억원	5,986	6,827	6,722	7,647	8,553	8,711
yoy	%	-21.0	14.0	-1.5	13.8	11.9	1.9
EBITDA	억원	7,452	8,386	8,463	10,120	11,025	11,133
세전이익	억원	5,957	6,830	6,845	8,017	8,956	9,116
순이익(지배주주)	억원	4,481	5,013	5,094	5,900	6,669	6,788
영업이익률%	%	12.4	13.8	14.1	13.1	13.2	13.3
EBITDA%	%	15.5	17.0	17.7	17.3	17.1	16.9
순이익률	%	9.4	10.2	10.8	10.2	10.4	10.4
EPS	원	23,745	26,565	26,994	31,264	35,342	35,973
PER	배	13.4	15.2	17.4	15.2	11.8	11.6
PBR	배	1.4	1.6	1.7	1.6	1.3	1.2
EV/EBITDA	배	6.9	8.2	9.3	7.3	5.4	5.0
ROE	%	11.1	11.4	10.5	11.2	11.7	11.0
순차입금	억원	-10,569	-8,797	-11,551	-17,131	-20,049	-24,690
부채비율	%	18.2	18.0	13.2	13.8	13.9	13.5

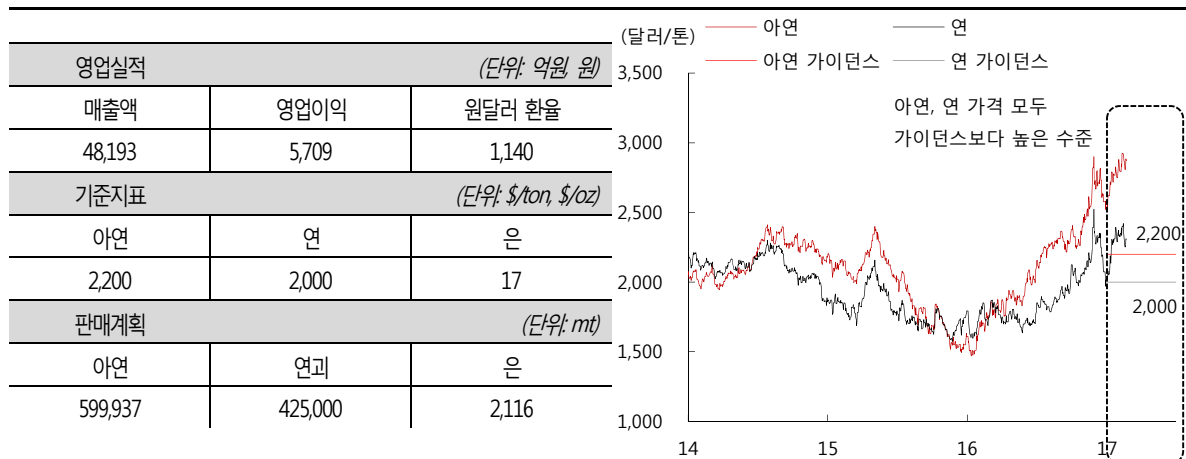
## 고려아연 실적 추이 및 전망 - 연결기준 매출액 6 조 4,640 억원, 영업이익 8,553 억원(OPM 13.2%)

	16.1Q	16.2Q	16.3Q	16.4Q	17.1Q(F)	17.2Q(F)	17.3Q(F)	17.4Q(F)	2015	2016	2017(F)
매출액	13,519	14,097	14,590	16,269	15,892	15,605	16,191	16,952	47,714	58,475	64,640
고려아연	11,656	12,275	12,643	13,875	13,936	13,710	14,186	14,534	40,870	50,448	56,365
자회사	1,864	1,822	1,947	2,394	1,957	1,895	2,005	2,418	6,844	8,027	8,275
매출원가	11,217	11,887	12,540	13,178	13,084	13,140	13,953	13,670	39,295	48,822	53,848
%	83.0	84.3	86.0	81.0	82.3	84.2	86.2	80.6	82.4	83.5	83.3
영업이익	1,873	1,802	1,608	2,364	2,135	2,037	2,098	2,283	6,722	7,647	8,553
%	13.9	12.8	11.0	14.5	13.4	13.1	13.0	13.5	14.1	13.1	13.2
고려아연	1,761	1,634	1,381	2,108	1,951	1,839	1,887	2,035	6,370	6,884	7,711
%	15.1	13.3	10.9	15.2	14.0	13.4	13.3	14.0	15.6	13.6	13.7
자회사	112	168	227	257	184	198	212	249	352	763	842
%	6.0	9.2	11.7	10.7	9.4	10.4	10.6	10.3	5.1	9.5	10.2
세전이익	1,973	1,851	1,793	2,400	2,237	2,134	2,210	2,375	6,845	8,017	8,956
%	14.6	13.1	12.3	14.8	14.1	13.7	13.6	14.0	14.3	13.7	13.9
당기순이익	1,470	1,374	1,306	1,795	1,678	1,600	1,657	1,781	5,140	5,946	6,717
%	10.9	9.7	9.0	11.0	10.6	10.3	10.2	10.5	10.8	10.2	10.4
지배순이익	1,451	1,371	1,295	1,783	1,666	1,589	1,645	1,769	5,094	5,900	6,669
%	10.7	9.7	8.9	11.0	10.5	10.2	10.2	10.4	10.7	10.1	10.3

자료: 고려아연 SK 증권 추정

## 2017 년 고려아연 가이던스

## 아연 / 연 가격 추이

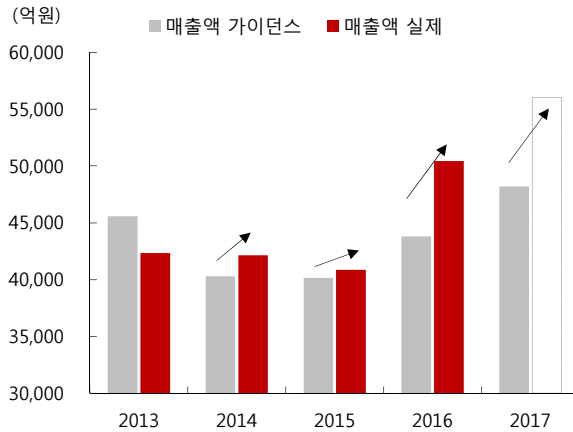


자료: 고려아연 SK 증권

자료: 고려아연 Bloomberg, SK 증권

## 고려아연 가이던스/실제치.

- 13년을 제외하면 매출액 실제치는 가이던스 대비 높은 수준 기록

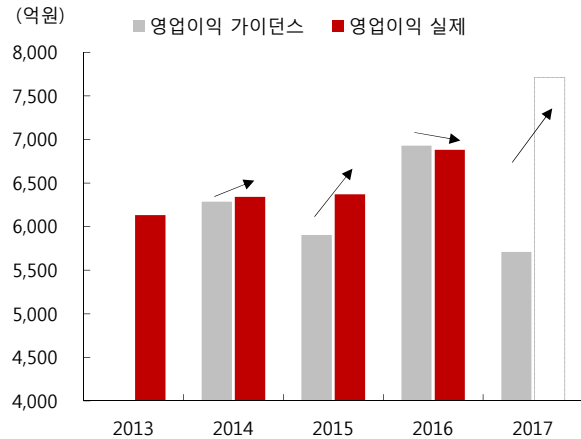


주: 2017년 매출액 SK 증권 추정치

자료: SK 증권

## 고려아연 가이던스/실제치, 영업이익도 가이던스 대비 양호

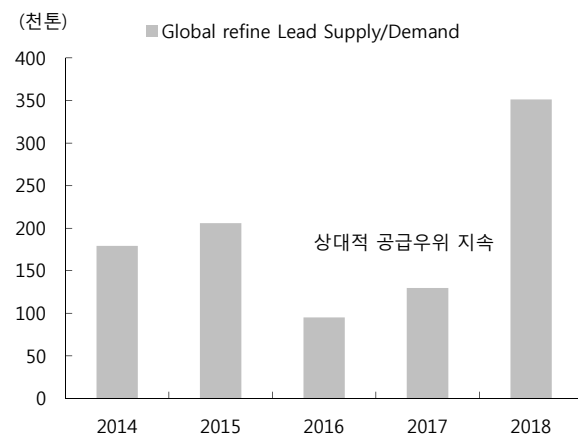
- 16년도 2,3분기 비영업적 요인 감안할 필요



주: 2017년 영업이익 SK 증권 추정치

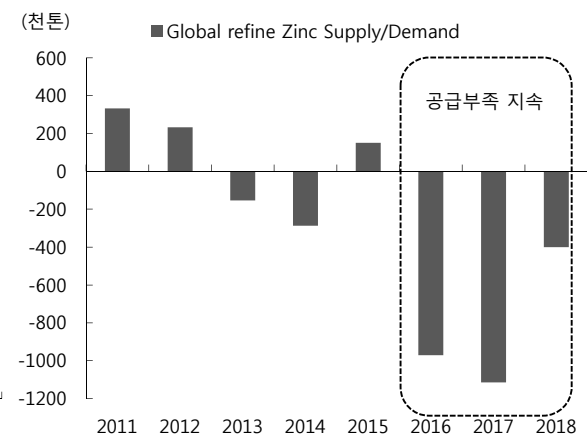
자료: SK 증권

## 연의 공급우위 상황은 지속될 것으로 예상되나



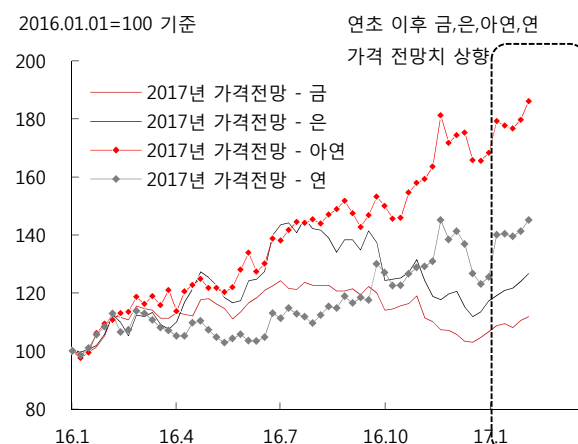
자료: Bloomberg, SK 증권

## 아연 공급부족은 지속 전망



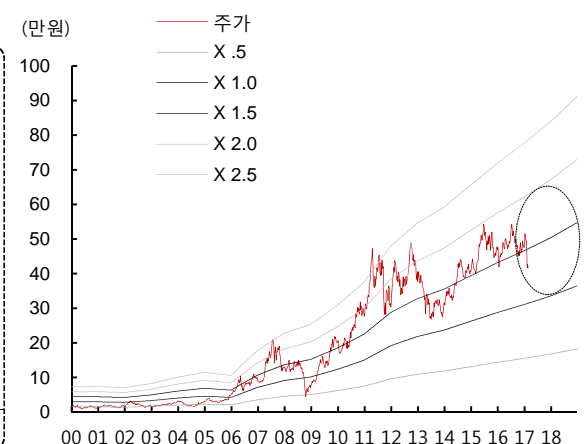
자료: Bloomberg, SK 증권

## 2017년 가격전망치 추이 - 금/은/아연/연



자료: Bloomberg, SK 증권

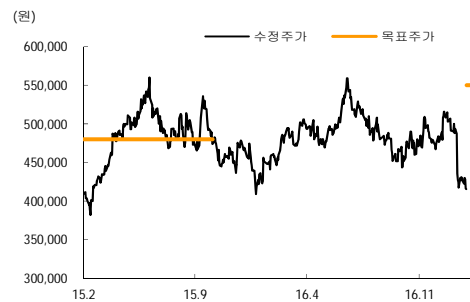
## 고려아연 PBR 밴드차트



자료: Quantwise, SK 증권

## 투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
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 (2017년 2월 27일 기준)

매수	95.65%	중립	4.35%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	26,741	25,379	33,918	39,672	45,331
현금및현금성자산	1,754	2,395	6,175	9,023	13,624
매출채권및기타채권	3,334	3,065	3,756	4,227	4,367
재고자산	12,782	10,152	12,442	14,867	15,784
<b>비유동자산</b>	29,683	33,700	30,004	29,705	29,271
장기금융자산	7,144	8,019	4,334	4,334	4,334
유형자산	21,117	24,281	24,245	23,955	23,533
무형자산	650	708	762	765	767
<b>자산총계</b>	56,424	59,079	63,922	69,377	74,601
<b>유동부채</b>	5,512	3,900	4,778	5,228	5,274
단기금융부채	1,343	295	322	302	262
매입채무 및 기타채무	2,066	2,245	2,788	3,082	3,136
단기충당부채	17	95	116	128	131
<b>비유동부채</b>	3,081	2,985	2,949	3,233	3,572
장기금융부채	389	236	168	118	118
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	93	85	85	85	85
<b>부채총계</b>	8,593	6,886	7,727	8,461	8,845
<b>지배주주지분</b>	46,339	50,773	54,711	59,420	64,248
자본금	944	944	944	944	944
자본잉여금	573	573	572	572	572
기타자본구성요소	-535	-535	-535	-535	-535
자기주식	-535	-535	-535	-535	-535
이익잉여금	44,739	48,649	53,046	58,213	63,499
비지배주주지분	1,492	1,421	1,485	1,496	1,508
<b>자본총계</b>	47,831	52,194	56,195	60,916	65,756
<b>부채외자본총계</b>	56,424	59,079	63,922	69,377	74,601

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	3,663	9,203	5,900	6,343	7,878
당기순이익(손실)	5,049	5,140	5,946	6,717	6,837
비현금성항목등	3,439	3,505	4,467	4,308	4,296
유형자산감가상각비	1,557	1,740	2,473	2,472	2,422
무형자산감가상각비	2	0	0	0	0
기타	396	256	181	-31	-23
운전자본감소(증가)	-3,483	2,163	-2,158	-2,443	-976
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-301	293	-735	-471	-139
재고자산감소(증가)	-2,979	2,368	-2,356	-2,426	-917
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-708	197	527	294	54
기타	506	-694	405	159	26
법인세납부	-1,343	-1,605	-2,354	-2,239	-2,279
<b>투자활동현금흐름</b>	-5,236	-6,242	-328	-1,606	-1,415
금융자산감소(증가)	-2,039	-2,135	1,183	0	0
유형자산감소(증가)	-3,877	-4,735	-1,800	-2,182	-2,000
무형자산감소(증가)	-1	-3	-3	-3	-3
기타	681	631	292	580	588
<b>재무활동현금흐름</b>	-889	-2,383	-1,677	-1,891	-1,862
단기금융부채증가(감소)	34	-1,132	-54	-20	-40
장기금융부채증가(감소)	0	-67	-15	-50	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-899	-1,164	-1,502	-1,502	-1,502
기타	-24	-20	-90	-318	-319
<b>현금의 증가(감소)</b>	-2,444	641	3,780	2,847	4,601
기초현금	4,197	1,754	2,395	6,175	9,023
기말현금	1,754	2,395	6,175	9,023	13,624
FCF	34	4,405	4,214	4,259	5,976

자료: 고려아연 SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	49,385	47,714	58,475	64,640	65,767
<b>매출원가</b>	41,126	39,295	48,822	53,848	54,754
<b>매출총이익</b>	8,260	8,420	9,653	10,793	11,013
매출총이익률 (%)	16.7	17.7	16.5	16.7	16.8
<b>판매비와관리비</b>	1,433	1,697	2,006	2,239	2,302
영업이익	6,827	6,722	7,647	8,553	8,711
영업이익률 (%)	13.8	14.1	13.1	13.2	13.3
비영업손익	4	123	357	403	405
<b>순금융비용</b>	-373	-228	-210	-261	-268
외환관련손익	14	13	87	131	134
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-63	-90	-18	-20	-21
세전계속사업이익	6,830	6,845	8,017	8,956	9,116
세전계속사업이익률 (%)	13.8	14.4	13.7	13.9	13.9
계속사업법인세	1,782	1,705	2,071	2,239	2,279
<b>계속사업이익</b>	5,049	5,140	5,946	6,717	6,837
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	5,049	5,140	5,946	6,717	6,837
<b>순이익률 (%)</b>	10.2	10.8	10.2	10.4	10.4
지배주주	5,013	5,094	5,900	6,669	6,788
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	10.15	10.68	10.09	10.32	10.32
비지배주주	36	46	46	48	49
<b>총포괄이익</b>	5,411	5,527	5,452	6,223	6,343
<b>지배주주</b>	5,396	5,582	5,442	6,211	6,330
<b>비지배주주</b>	15	-55	10	11	12
EBITDA	8,386	8,463	10,120	11,025	11,133

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	2.5	-3.4	22.6	10.5	1.7
영업이익	14.0	-1.5	13.8	11.9	1.9
세전계속사업이익	14.7	0.2	17.1	11.7	1.8
EBITDA	12.5	0.9	19.6	8.9	1.0
EPS(계속사업)	11.9	1.6	15.8	13.0	1.8
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	11.4	10.5	11.2	11.7	11.0
ROA	9.4	8.9	9.7	10.1	9.5
EBITDA마진	17.0	17.7	17.3	17.1	16.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	485.2	650.7	709.9	758.9	859.6
부채비율	18.0	13.2	13.8	13.9	13.5
순차입금/자기자본	-18.4	-22.1	-30.5	-32.9	-37.6
EBITDA/이자비용(배)	333.8	483.4	113.5	34.7	34.9
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	26,565	26,994	31,264	35,342	35,973
BPS	245,570	269,065	289,935	314,890	340,476
CFPS	34,828	36,218	44,372	48,442	48,808
주당 현금배당금	6,500	8,500	8,500	8,500	8,500
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	16.8	20.8	17.9	14.6	14.3
PER(최저)	11.6	14.2	13.1	11.8	11.6
PBR(최고)	1.8	2.1	1.9	1.6	1.5
PBR(최저)	1.3	1.4	1.4	1.3	1.2
PCR	11.6	13.0	10.7	8.6	8.5
EV/EBITDA(최고)	9.2	11.3	8.9	7.2	6.7
EV/EBITDA(최저)	6.1	7.3	6.1	5.4	5.0