기업브리프

BUY(Maintain)

목표주가: 650,000원
주가(02/06): 496,000원

시가총액: 93,595억원

철강
Analyst 박종국
02) 3787-5152
jkpark@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (02/06)		2,545.31
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	546,000원	392,500원
등락률	-9.16%	26.37%
수익률	절대	상대
1M	1.3%	1.6%
6M	0.9%	-3.0%
1Y	0.5%	-16.4%

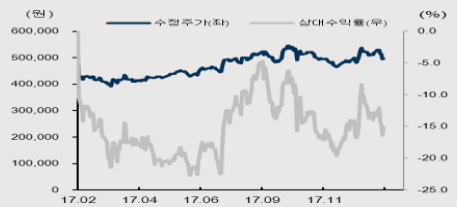
Company Data

발행주식수		18,870천주
일평균 거래량(3M)		37천주
외국인 지분율		25.50%
배당수익률(17E)		1.79%
BPS(17E)		318,329원
주요 주주	영풍	26.91%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	47,714	58,475	65,967	71,376
보고영업이익	6,722	7,647	8,948	10,146
핵심영업이익	6,722	7,647	8,948	10,146
EBITDA	8,463	9,832	10,956	12,138
세전이익	6,845	8,017	9,258	10,520
순이익	5,140	5,946	6,401	7,575
지배주주지분순이익	5,094	5,924	6,368	7,575
EPS(원)	26,994	31,395	33,745	40,141
증감률(%YoY	1.6	16.3	7.5	19.0
PER(배)	17.4	15.1	14.7	12.4
PBR(배)	1.7	1.6	1.6	1.4
EV/EBITDA(배)	9.2	7.9	7.2	6.1
보고영업이익률(%)	14.1	13.1	13.6	14.2
핵심영업이익률(%)	14.1	13.1	13.6	14.2
ROE(%)	10.3	10.9	10.8	11.7
순부채비율(%)	-22.1	-22.5	-25.2	-29.7

Price Trend



키움증권
2018.02.07

고려아연 (010130)

올해의 주식

당사 추정치와 부합한 연결 영업이익을 시현하였다. 별도 실적은 전망보다 소폭 낮은 아연 판매량과 부정적인 환율 여건으로 시장기대치를 하회하였다. 지나간 4분기보다 2018년을 주목해야 한다. 동사가 2018년 가이던스를 통해서 밝혔듯이 아연 등 주요 제품의 판매량이 늘어날 것으로 전망되며, 비철금속의 견조한 가격흐름도 지속되고 있어서, 2018년 동사의 실적 개선은 가능성은 어느때보다 크다. 벨류에이션도 밴드 하단이라 부담없는 상황이다.

>>> 예상한 수준의 연결 영업이익

4분기 별도 매출액 1조 3,839억원(QoQ 3.1%, YoY -0.3%), 영업이익 1,710억원(QoQ 4.0%, YoY -18.9%), 연결 매출액 1조 7,342억원(QoQ 7.3%, YoY 6.6%), 영업이익 2,228억원(QoQ 18.9%, YoY -5.8%)을 기록하였다. 별도 기준 영업이익은 당사 전망과 시장기대치를 각각 -14.5%, -22.6% 하회하며 부진하였지만, 연결 기준 영업이익은 당사 전망을 -2.3% 소폭 하회한 수준에 그쳤다.

별도 기준 부진의 원인은 당사 전망대로 아연과 연의 판매단가가 개선되었지만, 아연 판매량이 생각보다 적은 것과 분기말 예상보다 강했던 환율 영향이 컸던 것이 이익개선을 제한했을 것으로 추정된다. 4Q17 아연과 연의 판매단가는 각각 3,802천원/톤(QoQ 11%), 2,925천원/톤(QoQ 5%)로 당사 전망과(아연 3,800천원/톤, 연 3,000천원/톤)에 부합하였다. 반면, 판매량의 경우 연은 11.2만톤으로 11.7만톤과 큰 차이가 없었으나, 아연은 수요처의 요구로 이월되는 물량이 있어서 당사 전망 15.9만톤 대비 1.8만톤 적은 14.1만톤(QoQ -8%, YoY -15%)을 기록하였다. 또한 환율(분기평균)은 4Q17 1,106원/$로 3Q17 1,132원/$보다 -2% 하락하며 실적에 부정적인 영향을 미친 것으로 판단된다.

>>> 1Q18 영업이익 2,453억원, QoQ 10.1%

1Q18 매출액 1조 7,285억원(QoQ -0.3%, YoY 9.8%), 영업이익 2,453억원(QoQ 10.1%, YoY 3.8%)으로 개선될 것으로 판단한다. 실적 개선의 배경은 기존 동사의 핵심포인트인 아연과 연 판매량과 판매단가 개선이 여전히 유효하다. 판매량의 경우 전날 공시를 통해 동사는 2018년 판매량 가이던스를 제시했다. 아연과 연 판매량이 YoY 4%(아연 65만톤, 연 판매량 41만톤) 증가할 것으로 제시했는데, 동사의 보수적인 가이던스 제시 특성상 상회할 가능성이 크다. 또한, 글로벌 경기 회복 추세 지속으로 비철금속 가격의 견조한 우상향이 지속되고 있어서(LME 현물 기준 1월 아연가격 MoM 7.9%, 연 가격 MoM 3.2%) 판매단가 상승을 견인하고 있다.

투자의견 Buy, 목표주가 650,000원 유지한다. 현재 주가 수준은 2018년 BPS기준 1.4배로 밴드 하단에 있어서 벨류에이션 부담 없으며, 실적이 개선되는 추세에 있어서 매수관점에서의 접근이 바람직해 보인다.

4Q17 잠정실적

(단위: 억원, %, %p)

	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P			차이		YoY (%,%p)	QoQ (%,%p)
					실제치	당사추정	컨센서스	당사추정	컨센서스		
별도											
매출액(억원)	13,875	13,385	13,880	13,419	13,839	14,188	14,776	-2.5	-6.3	-0.3	3.1
영업이익(억원)	2,108	2,080	2,177	1,644	1,710	2,000	2,210	-14.5	-22.6	-18.9	4.0
영업이익률(%)	15.2	15.5	15.7	12.3	12.4	14.1	15.0	-1.7	-2.6	-2.8	0.1
연결											
매출액(억원)	16,269	15,738	16,717	16,169	17,342	16,988	17,656	2.1	-1.8	6.6	7.3
영업이익(억원)	2,364	2,363	2,483	1,873	2,228	2,280	2,482	-2.3	-10.2	-5.8	18.9
영업이익률(%)	14.5	15.0	14.9	11.6	12.8	13.4	14.1	-0.6	-1.2	-1.7	1.3

자료: 고려아연, 키움증권

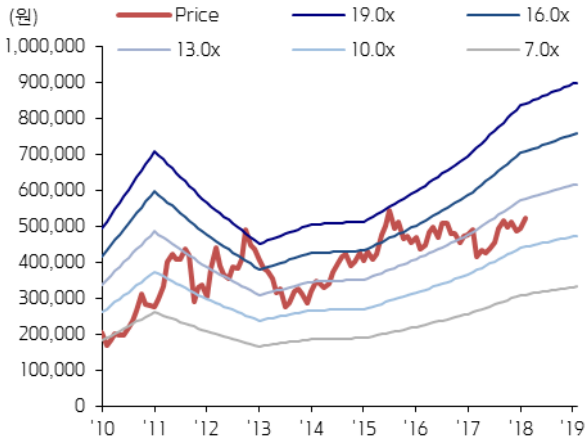
연간 실적 추정치 변경

(단위: 억원, %, %p)

	2016	변경전		변경후		변경률(%,%p)		YoY(%,%p)	
		2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	58,475	65,613	71,627	65,967	71,376	0.5	-0.3	12.8	8.2
영업이익	7,647	8,999	10,486	8,948	10,146	-0.6	-3.2	17.0	13.4
영업이익률(%)	13.1	13.7	14.6	13.6	14.2	-0.2	-0.4	0.5	0.7

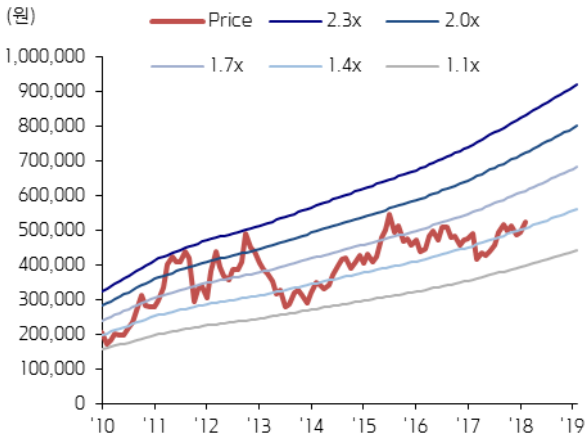
자료: 고려아연, 키움증권

고려아연 12m fwd PER 밴드



자료: 고려아연, 키움증권 주: 연결 기준

고려아연 12m fwd PBR 밴드



자료: 고려아연, 키움증권 주: 연결 기준

고려아연 분기 실적 추정 (단위: 억원,%)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017P	2018E
별도기준											
매출액(억원)	13,385	13,880	13,419	13,839	14,485	15,768	15,039	14,884	50,448	54,524	60,176
아연	4,692	5,282	5,266	5,376	5,632	6,785	6,400	5,903	16,437	20,616	24,720
연	2,814	3,016	2,793	3,273	3,069	3,488	3,236	3,652	9,939	11,897	13,445
은	3,522	3,246	2,949	2,825	3,384	3,095	3,003	2,929	14,665	12,543	12,411
기타	2,357	2,336	2,411	2,365	2,400	2,400	2,400	2,400	9,407	9,468	9,600
YoY(%)											
매출액	14.8	13.1	6.1	-0.3	8.2	13.6	12.1	7.6	23.4	8.1	10.4
아연	31.8	37.3	29.9	8.1	20.0	28.5	21.5	9.8	13.0	25.4	19.9
연	29.3	38.8	12.6	5.3	9.1	15.6	15.8	11.6	41.9	19.7	13.0
은	4.0	-11.5	-22.3	-26.0	-3.9	-4.6	1.8	3.7	31.3	-14.5	-1.1
판매량(톤)											
아연	137,556	164,639	154,303	141,409	147,240	176,230	165,166	151,364	643,518	597,907	640,000
연	98,680	110,332	100,740	111,901	100,633	112,516	102,734	114,116	420,220	421,653	430,000
은	559	508	485	470	553	502	480	465	2,349	2,022	2,000
YoY(%)											
아연	-17.0	2.6	1.9	-14.7	7.0	7.0	7.0	7.0	9.1	-7.1	7.0
연	4.3	15.3	-8.3	-6.8	2.0	2.0	2.0	2.0	39.1	0.3	2.0
은	-7.8	-17.1	-14.3	-16.6	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1	21.3	-13.9	-1.1
판매단가(천원/톤)											
아연	3,411	3,208	3,412	3,802	3,825	3,850	3,875	3,900	2,554	3,448	3,863
연	2,852	2,734	2,773	2,925	3,050	3,100	3,150	3,200	2,365	2,822	3,127
은(천원/kg)	630	639	608	601	612	616	626	630	624	620	621
YoY(%)											
아연	58.7	33.8	27.5	26.8	12.1	20.0	13.6	2.6	3.6	35.0	12.0
연	24.0	20.4	22.8	12.9	6.9	13.4	13.6	9.4	2.0	19.3	10.8
은	12.8	6.9	-9.3	-11.2	-2.9	-3.6	2.9	4.8	8.3	-0.6	0.0
매출액대비 비중(%)											
아연	35.1	38.1	39.2	38.8	38.9	43.0	42.6	39.7	32.6	37.8	41.1
연	21.0	21.7	20.8	23.7	21.2	22.1	21.5	24.5	19.7	21.8	22.3
은	26.3	23.4	22.0	20.4	23.4	19.6	20.0	19.7	29.1	23.0	20.6
기타	17.6	16.8	18.0	17.1	16.6	15.2	16.0	16.1	18.6	17.4	16.0
영업이익	2,080	2,177	1,644	1,710	2,173	2,365	2,256	2,233	6,884	7,612	9,026
영업이익률(%)	15.5	15.7	12.3	12.4	15.0	15.0	15.0	15.0	13.6	14.0	15.0
연결 기준											
매출액	15,738	16,717	16,169	17,342	17,285	18,568	17,839	17,684	58,475	65,967	71,376
본사	13,385	13,880	13,419	13,839	14,485	15,768	15,039	14,884	50,448	54,524	60,176
자회사	2,353	2,837	2,750	3,503	2,800	2,800	2,800	2,800	8,027	11,443	11,200
영업이익	2,363	2,483	1,873	2,228	2,453	2,645	2,536	2,513	7,647	8,948	10,146
본사	2,080	2,177	1,644	1,710	2,173	2,365	2,256	2,233	6,884	7,612	9,026
자회사	283	306	229	518	280	280	280	280	763	1,336	1,120
영업이익률	15.0	14.9	11.6	12.8	14.2	14.2	14.2	14.2	13.1	13.6	14.2
본사	15.5	15.7	12.3	12.4	15.0	15.0	15.0	15.0	13.6	14.0	15.0
자회사	12.0	10.8	8.3	14.8	10.0	10.0	10.0	10.0	9.5	11.7	10.0
YoY(%)											
매출액	16.4	18.6	10.8	6.6	9.8	11.1	10.3	2.0	22.6	12.8	8.2
본사	14.8	13.1	6.1	-0.3	8.2	13.6	12.1	7.6	23.4	8.1	10.4
자회사	26.3	55.7	41.3	46.3	19.0	-1.3	1.8	-20.1	17.3	42.6	-2.1
영업이익	27.1	37.8	15.5	-5.8	3.8	6.5	35.4	12.8	13.8	17.0	13.4
본사	18.1	33.2	19.1	-18.9	4.4	8.6	37.2	30.6	8.1	10.6	18.6
자회사	186.9	82.5	-4.6	101.8	-1.0	-8.5	22.2	-45.9	116.5	75.1	-16.1

자료: 고려아연, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	47,714	58,475	65,967	71,376	75,865
매출원가	39,295	49,048	55,326	59,397	62,818
매출총이익	8,420	9,427	10,641	11,979	13,047
판매비및일반관리비	1,697	1,780	1,694	1,832	1,948
영업이익(보고)	6,722	7,647	8,948	10,146	11,099
영업이익(핵심)	6,722	7,647	8,948	10,146	11,099
영업외손익	123	370	310	374	350
이자수익	245	254	382	378	329
배당금수익	23	27	25	0	35
외환이익	492	793	421	0	0
이자비용	18	9	7	4	13
외환손실	479	650	536	0	0
관계기업지분법손익	-90	-17	5	0	0
투자및기타자산처분손익	54	-8	-41	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-137	-37	177	0	0
기타	32	18	-116	0	0
법인세차감전이익	6,845	8,017	9,258	10,520	11,450
법인세비용	1,705	2,071	2,857	2,946	3,206
유효법인세율 (%)	24.9%	25.8%	30.9%	28.0%	28.0%
당기순이익	5,140	5,946	6,401	7,575	8,244
지배주주지분순이익(억원)	5,094	5,924	6,368	7,575	8,244
EBITDA	8,463	9,832	10,956	12,138	13,075
현금순이익(Cash Earnings)	6,880	8,131	8,409	9,566	10,220
수정당기순이익	5,202	5,979	6,310	7,575	8,244
증감율(%, YoY)					
매출액	-3.4	22.6	12.8	8.2	6.3
영업이익(보고)	-1.5	13.8	17.0	13.4	9.4
영업이익(핵심)	-1.5	13.8	17.0	13.4	9.4
EBITDA	0.9	16.2	11.4	10.8	7.7
지배주주지분 당기순이익	1.6	16.3	7.5	19.0	8.8
EPS	1.6	16.3	7.5	19.0	8.8
수정순이익	-1.7	14.9	5.5	20.0	8.8

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	25,379	28,946	33,714	39,732	46,466
현금및현금성자산	2,395	3,093	4,549	8,175	12,925
유동금융자산	9,687	10,132	11,430	12,368	13,145
매출채권및유동채권	3,145	3,677	4,148	4,488	4,770
재고자산	10,152	12,040	13,582	14,696	15,620
기타유동비금융자산	0	4	5	5	5
비유동자산	33,700	35,881	36,977	37,729	38,315
장기매출채권및기타비유동채권	202	156	176	190	202
투자자산	8,407	10,097	11,381	12,311	13,062
유형자산	24,281	24,843	24,635	24,443	24,267
무형자산	708	737	737	737	737
기타비유동자산	102	48	48	48	48
자산총계	59,079	64,826	70,691	77,461	84,781
유동부채	3,900	5,368	5,993	6,445	6,820
매입채무및기타유동채무	2,522	3,698	4,172	4,514	4,797
단기차입금	203	243	243	243	243
유동성장기차입금	90	64	64	64	64
기타유동부채	1,085	1,363	1,514	1,624	1,715
비유동부채	2,985	2,832	3,172	3,418	3,622
장기매입채무및비유동채무	36	10	11	12	13
사채및장기차입금	236	173	173	173	173
기타비유동부채	2,714	2,648	2,988	3,233	3,436
부채총계	6,886	8,199	9,166	9,863	10,442
자본금	944	944	944	944	944
주식발행초과금	416	416	416	416	416
이익잉여금	48,649	53,003	57,907	64,015	70,788
기타자본	764	802	802	802	802
지배주주지분자본총계	50,773	55,165	60,069	66,177	72,950
비지배주주지분자본총계	1,421	1,463	1,457	1,421	1,389
자본총계	52,194	56,627	61,525	67,598	74,339
순차입금	-11,553	-12,745	-15,499	-20,063	-25,590
총차입금	529	480	480	480	480

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	9,449	6,807	7,011	8,525	9,377
당기순이익	5,140	5,946	6,401	7,575	8,244
감가상각비	1,740	2,185	2,009	1,992	1,976
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	-36	-131	115	0	0
자산처분손익	245	245	41	0	0
지분법손익	90	17	-5	0	0
영업활동자산부채 증감	2,163	-1,838	-1,407	-1,016	-843
기타	107	383	-142	-25	0
투자활동현금흐름	-6,508	-4,590	-4,392	-3,642	-3,328
투자자산의 처분	-1,790	-2,806	-2,596	-1,842	-1,528
유형자산의 처분	64	27	0	0	0
유형자산의 취득	-4,799	-1,845	-1,800	-1,800	-1,800
무형자산의 처분	-3	-2	0	0	0
기타	21	36	4	0	0
재무활동현금흐름	-2,363	-1,565	-1,163	-1,257	-1,299
단기차입금의 증가	-1,132	-47	0	0	0
장기차입금의 증가	-67	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-1,164	-1,518	-1,502	-1,502	-1,502
기타	0	-1	339	245	203
현금및현금성자산의순증가	641	698	1,456	3,626	4,749
기초현금및현금성자산	1,754	2,395	3,093	4,549	8,175
기말현금및현금성자산	2,395	3,093	4,549	8,175	12,925
Gross Cash Flow	7,286	8,645	8,418	9,541	10,220
Op Free Cash Flow	4,149	4,172	4,743	7,090	7,325

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	26,994	31,395	33,745	40,141	43,687
BPS	269,065	292,340	318,329	350,697	386,590
주당EBITDA	44,848	52,105	58,061	64,326	69,292
CFPS	36,462	43,090	44,564	50,696	54,160
DPS	8,500	8,500	8,500	8,500	8,500
주가배수(배)					
PER	17.4	15.1	14.7	12.4	11.4
PBR	1.7	1.6	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	9.2	7.9	7.2	6.1	5.2
PCFR	12.9	11.0	11.1	9.8	9.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	14.1	13.1	13.6	14.2	14.6
영업이익률(핵심)	14.1	13.1	13.6	14.2	14.6
EBITDA margin	17.7	16.8	16.6	17.0	17.2
순이익률	10.8	10.2	9.7	10.6	10.9
자기자본이익률(ROE)	10.3	10.9	10.8	11.7	11.6
투하자본이익률(ROIC)	14.7	16.0	16.2	20.9	20.7
안정성(%)					
부채비율	13.2	14.5	14.9	14.6	14.0
순차입금비율	-22.1	-22.5	-25.2	-29.7	-34.4
이자보상배율(배)	384.0	812.6	1,242.1	2,570.4	825.2
활동성(배)					
매출채권회전율	14.5	17.1	16.9	16.5	16.4
재고자산회전율	4.2	5.3	5.1	5.0	5.0
매입채무회전율	16.5	18.8	16.8	16.4	16.3

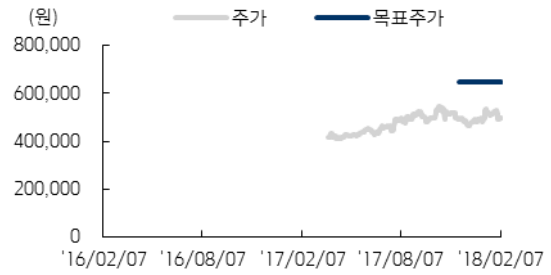
Compliance Notice

- 당사는 2월 06일 현재 '고려아연(010130)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가 격대상 시점	괴리율(%) 평균 주가대비	괴리율(%) 최고 주가대비
고려아연 (010130)	2017-11-20	BUY(Initiate)	650,000원	6개월	-24.17	-17.38
	2018-01-23	BUY(Maintain)	650,000원	6개월	-23.60	-17.38
	2018-02-07	BUY(Maintain)	650,000원	6개월		

목표주가 추이



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2017/01/01~2017/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	95.21%
중립	7	4.19%
매도	0	0.61%