

2016. 3. 20

# Company Update



백재승

Analyst

jaeseung.baek@samsung.com

02 2020 7794

## AT A GLANCE

SELL	HOLD	BUY
목표주가	600,000원	(22.4%)
현재주가	490,000원	
시가총액	9.2조원	
Shares (float)	18,870,000주 (42.9%)	
52주 최저/최고	409,000원/560,000원	
60일 평균거래대금	209.1억원	

## ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
고려아연 (%)	7.1	-2.4	17.5
Kospi 지수 대비 (%pts)	2.6	-2.2	19.6

## KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	600,000	600,000	0.0%
2016E EPS	27,024	29,646	13.1%
2017E EPS	33,528	33,254	11.5%

## SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	16
Target price	555,000
Recommendation	3.9

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

## 고려아연 (010130)

### 실적 모멘텀 부각될 것

- Commodity 가격 반등과 원/달러 환율 상승이 한데 어우러져 동사의 1Q16 실적은 전분기 부진에서 벗어날 것으로 기대. 동사에 대해 제기되었던 우려는 1) 신규 생산시설의 가동률 회복 여부 및 2) 아연 TC 하락에 따른 실적 둔화 가능성 등이 존재. 하지만, 전자는 이미 1분기부터 예년 수준으로 회복된 것으로 보이며, 후자는 아연 TC 하락에도 불구하고 base 가격 또한 하락하여 시장 예상대비 실적에 미치는 영향은 제한적일 것으로 예상.
- 광산 폐쇄로 인한 아연의 우호적인 수급 상황과 미국 금리 인상 횡수 하향 조정 등으로 인해 우호적인 비철금속 가격 흐름이 당분간 지속될 수 있을 것. 이는 증설 효과와 더불어 동사 실적에 우호적일 것으로 판단되는 바, 동사에 대해 BUY 투자의견 및 목표주가 600,000원 유지.

## WHAT'S THE STORY

**실적 기대감이 점증할 것:** 올해 들어 아연 가격이 9% 상승하는 등 고려아연의 주요 4가지 금속 평균 가격 상승률이 10%에 달하고 있다. 한편, 원/달러 평균 환율 또한 전분기 대비 2.8% 상승할 것으로 예상됨에 따라 동사의 단기 실적에 기대감이 증가할 것이다. 동사에 대해 제기되었던 우려는 1) 4Q15 실적 부진의 원인으로 작용했던 신규 생산시설 증설 이후 가동률 회복 속도와 2) 아연 TC 하락에 따른 실적 둔화 가능성 등이 있다. 하지만, 이미 1분기부터 가동률은 예년 수준으로 회복된 것으로 보여 전분기 대비 수익성 개선이 두드러질 것으로 기대되는 한편, 아연 TC 또한 base 가격의 하락으로 인해 실질적으로는 실적에 큰 영향을 주지 않을 것으로 예상된다. 2015년 대비 2016년 아연 TC는 29% 하락한 175달러/톤으로 결정된 것으로 보이나, 1) 아연 base 가격 또한 전년 대비 25% 하락한 1,500달러/톤으로 결정되었고, 2) 원/달러 환율이 전년 대비 우호적이기에 아연 TC 하락이 전체 영업이익에 미치는 영향은 미미할 것으로 보인다 (올해 당사 평균 아연가격 추정치인 1,724달러/톤 적용 시 TC 하락으로 인한 이익 하락은 90억 원 수준으로, 이는 올해 전체 영업이익의 1% 수준에 불과한 수준). 특히, 이번 아연 TC 하락은 아연정광 공급 감소로 인한 광산업체들의 협상력 증대에 기인하고 있음을 고려할 때, 아연 TC 하락보다는 실제 아연 가격 상승에 더 주목해야 할 필요가 있다.

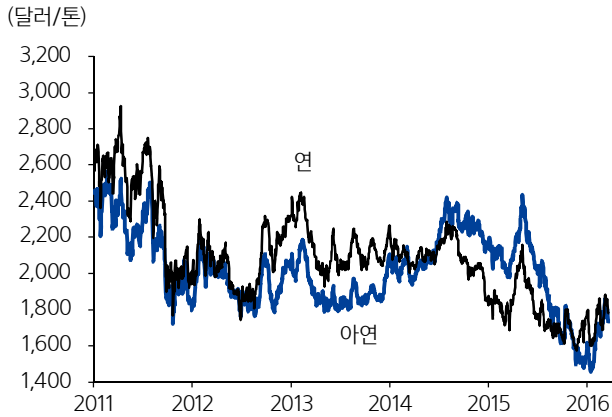
**BUY 투자의견 유지:** 글로벌 아연 생산량의 4%를 차지하는 Century 광산 (50만 톤) 및 15만 톤 규모의 Lisheen 광산이 모두 1월말 폐쇄됨에 따라 아연 수급은 가격에 우호적인 상황이 당분간 이어질 것으로 예상된다. 또한, 미국 금리 인상이 기존 예상과 달리 지연되는 모습이 나타나고 있다는 점도 당분간 비철금속 가격에는 우호적으로 작용할 것이다. 이는 증설 효과와 더불어 고려아연의 실적에 우호적인 요인으로 작용할 수 있어 실적 개선 기대감은 점차 증대될 것으로 판단된다. 따라서, 동사에 대해 BUY 투자의견과 목표주가 600,000원을 유지한다. 업종 내에서 상대적으로 주가 상승률이 크지 않았다는 점도 동사에 대한 시장의 관심이 재차 증대되는 요소로 작용할 것으로 기대한다.

## SUMMARY FINANCIAL DATA

	2014	2015	2016E	2017E
매출액 (십억원)	4,939	4,771	5,474	5,757
순이익 (십억원)	505	514	615	692
EPS (adj) (원)	27,090	27,024	33,528	37,069
EPS (adj) growth (%)	12.8	(0.2)	24.1	10.6
EBITDA margin (%)	17.0	17.7	19.1	20.3
ROE (%)	11.2	10.2	11.6	11.7
P/E (adj) (배)	18.1	18.1	14.6	13.2
P/B (배)	2.0	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA (배)	10.0	9.8	8.1	7.3
Dividend yield (%)	1.3	1.7	1.7	1.7

자료: 삼성증권 추정

그림 1. 비철금속 가격: 아연 vs 연



자료: 블룸버그

그림 2. 비철금속 가격: 금 vs 은



자료: 블룸버그

그림 3. 귀금속 가격 vs 달러 인덱스



자료: 블룸버그

그림 4. 원/달러 환율 추이



자료: 블룸버그

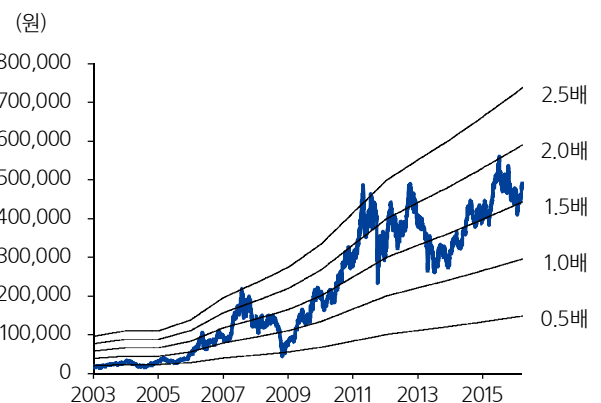
표 1. 아연 TC 이익 추정

	2013	2014	2015	2016E
<b>아연 TC (달러/톤)</b>				
Base 가격	2,000	2,000	2,000	1,500
Base TC	211	223	245	175
Up Scale (%)*	6	8	9	9
Down Scale (%)*	(2)	(3)	(3)	(3)
평균 가격	1,911	2,160	1,933	1,724
실제 T/C	209	235	243	195
<b>아연정광 구매량 (천톤)</b>	<b>881</b>	<b>910</b>	<b>857</b>	<b>950</b>
<b>아연 TC 이익 (백만달러)</b>	<b>184</b>	<b>214</b>	<b>208</b>	<b>185</b>
환율 (원/달러)	1,095	1,053	1,131	1,223
<b>원화 환산 이익 (십억원)</b>	<b>201</b>	<b>225</b>	<b>235</b>	<b>227</b>
증가율 (전년대비, %)	7.1	11.7	4.6	(3.7)

참고: \* 2015년과 동일 수준 가정

자료: 산업자료, 삼성증권 추정

그림 5. 고려아연: P/B 밴드



자료: 삼성증권 추정

표 2 고려아연: 모회사 실적 추정

(십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2015	2016E	2017E
매출	1,149.9	1,191.7	1,223.3	1,262.9	1,267.1	1,275.9	1,285.4	1,301.1	4,087.0	4,827.7	5,129.5
아연	353.3	368.5	384.7	396.9	402.0	404.9	407.8	409.2	1,454.6	1,503.4	1,623.9
연	246.0	253.8	261.7	280.9	271.9	274.1	277.1	290.2	700.5	1,042.4	1,113.2
은	345.9	358.7	365.4	372.7	377.9	380.8	383.7	385.2	1,116.4	1,442.7	1,527.6
금	129.3	134.9	137.4	140.2	142.1	143.3	144.4	144.9	411.0	541.8	574.7
기타	75.4	75.7	74.2	72.1	73.2	72.9	72.5	71.5	404.5	297.4	290.1
증가율 (전년대비, %)	16.7	16.0	19.1	20.5	10.2	7.1	5.1	3.0	(3.0)	18.1	6.3
아연	0.4	1.5	(1.0)	12.9	13.8	9.9	6.0	3.1	13.8	3.4	8.0
연	68.3	31.1	60.1	42.4	10.5	8.0	5.9	3.3	(2.8)	48.8	6.8
은	24.6	30.0	29.2	33.1	9.3	6.2	5.0	3.4	(19.9)	29.2	5.9
금	36.5	50.5	38.5	10.1	9.9	6.2	5.1	3.4	17.0	31.8	6.1
기타	(34.3)	(27.8)	(20.1)	(21.7)	(2.9)	(3.8)	(2.3)	(0.8)	(14.1)	(26.5)	(2.5)
판매량 (톤)	273,994	274,098	274,503	279,180	274,259	274,363	274,768	279,445	919,501	1,101,774	1,102,836
아연	162,389	162,389	162,389	162,389	162,389	162,389	162,389	162,389	590,317	649,556	649,556
연	106,268	106,372	106,777	111,454	106,534	106,638	107,043	111,720	305,173	430,872	431,934
은	614	614	614	614	614	614	614	614	1,937	2,458	2,458
금	3	3	3	3	3	3	3	3	10	12	12
ASP (천원/톤)	4,196.7	4,347.5	4,456.4	4,523.6	4,620.1	4,650.4	4,678.3	4,656.0	4,444.8	4,381.8	4,651.2
아연	2,175.5	2,269.1	2,369.1	2,444.4	2,475.6	2,493.4	2,511.2	2,520.1	2,464.2	2,314.5	2,500.1
연	2,315.1	2,386.2	2,450.6	2,520.5	2,552.2	2,570.3	2,588.4	2,597.4	2,295.5	2,419.4	2,577.3
은 (천원/kg)	562.9	583.9	594.7	606.6	615.0	619.8	624.6	627.0	576.4	587.0	621.6
금 (천원/kg)	44,878.7	46,804.3	47,674.8	48,642.1	49,319.2	49,706.1	50,093.0	50,286.5	41,982.5	47,000.0	49,851.2
매출총이익	211.6	226.0	233.7	242.2	246.3	250.2	253.6	257.1	732.0	913.6	1,007.2
매출총이익률 (%)	18.4	19.0	19.1	19.2	19.4	19.6	19.7	19.8	17.9	18.9	19.6
증가율 (전년대비, %)	14.8	15.0	19.9	55.1	16.4	10.7	8.5	6.1	2.1	24.8	10.2
영업이익	180.9	198.5	205.0	210.9	214.0	221.3	223.4	224.2	637.0	795.3	882.9
영업이익률 (%)	15.7	16.7	16.8	16.7	16.9	17.3	17.4	17.2	15.6	16.5	17.2
증가율 (전년대비, %)	12.0	12.7	18.1	67.5	18.4	11.5	9.0	6.3	0.5	24.8	11.0
세전이익	174.4	189.7	195.3	207.6	210.0	214.7	215.7	225.6	635.1	767.0	866.0
세전이익률 (%)	15.2	15.9	16.0	16.4	16.6	16.8	16.8	17.3	15.5	15.9	16.9
증가율 (전년대비, %)	2.6	4.0	15.4	83.1	20.4	13.2	10.5	8.7	4.0	20.8	12.9
순이익	132.6	144.2	148.4	157.8	159.6	163.2	163.9	171.5	490.1	582.9	658.2
순이익률 (%)	11.5	12.1	12.1	12.5	12.6	12.8	12.8	13.2	12.0	12.1	12.8
증가율 (전년대비, %)	3.1	0.6	15.7	75.3	20.4	13.2	10.5	8.7	6.0	18.9	12.9

자료: 삼성증권 추정

표 3 고려아연: 연결기준 실적 추정

(십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2015	2016E	2017E
매출	1,135.6	1,200.6	1,202.9	1,232.4	1,300.0	1,354.0	1,383.7	1,436.0	4,771.4	5,473.7	5,757.2
모회사	985.1	1,027.0	1,026.8	1,048.2	1,149.9	1,191.7	1,223.3	1,262.9	4,087.0	4,827.7	5,129.5
자회사	150.5	173.6	176.1	184.2	150.1	162.4	160.4	173.1	684.4	646.0	627.7
매출총이익	216.0	230.0	216.9	179.0	237.2	254.1	261.8	272.3	842.0	1,025.4	1,117.5
모회사	184.4	196.6	194.9	156.2	211.6	226.0	233.7	242.2	732.0	913.6	1,007.2
자회사	31.7	33.5	22.0	22.8	25.6	28.1	28.1	30.1	109.9	111.8	110.3
영업이익	172.8	192.5	178.7	128.3	189.9	208.7	217.1	223.6	672.2	839.3	936.8
모회사	161.5	176.1	173.5	125.9	180.9	198.5	205.0	210.9	637.0	795.3	882.9
자회사	11.2	16.4	5.2	2.4	9.1	10.2	12.0	12.8	35.2	44.1	53.8
세전이익	180.4	202.4	173.3	128.4	186.5	203.1	208.9	222.1	684.5	820.7	923.0
모회사	170.0	182.4	169.3	113.4	174.4	189.7	195.3	207.6	635.1	767.0	866.0
자회사	10.4	19.9	4.1	15.0	12.1	13.4	13.6	14.5	49.4	53.7	57.0
순이익	131.9	153.8	129.7	98.5	139.8	152.2	156.6	166.5	514.0	615.1	692.3
모회사	128.5	143.3	128.3	90.0	132.6	144.2	148.4	157.8	490.1	582.9	658.2
자회사	3.4	10.6	1.5	8.5	7.3	8.1	8.2	8.7	23.9	32.2	34.2
지배주주 순이익	131.0	151.7	128.8	97.9	139.0	151.3	155.7	165.5	509.4	611.5	688.2
<b>증가율 (전년대비, %)</b>											
매출	(2.5)	(2.3)	(5.7)	(2.8)	14.5	12.8	15.0	16.5	(3.4)	14.7	5.2
영업이익	8.9	28.3	(0.7)	(33.9)	9.9	8.4	21.4	74.3	(1.5)	24.9	11.6
순이익	5.9	41.1	(3.7)	(27.8)	6.0	(1.1)	20.7	69.0	1.8	19.7	12.6
지배주주 순이익	5.8	40.6	(3.9)	(27.8)	6.1	(0.2)	20.8	69.0	1.6	20.0	12.6
<b>이익률 (%)</b>											
매출총이익률	19.0	19.2	18.0	14.5	18.2	18.8	18.9	19.0	17.6	18.7	19.4
영업이익률	15.2	16.0	14.9	10.4	14.6	15.4	15.7	15.6	14.1	15.3	16.3
순이익률	11.6	12.8	10.8	8.0	10.8	11.2	11.3	11.6	10.8	11.2	12.0

자료: 삼성증권 추정

## 포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
매출액	4,818	4,939	4,771	5,474	5,757
매출원가	4,082	4,113	3,929	4,448	4,640
매출총이익	736	826	842	1,025	1,118
(매출총이익률, %)	15.3	16.7	17.6	18.7	19.4
판매 및 일반관리비	137	143	170	186	181
영업이익	599	683	672	839	937
(영업이익률, %)	12.4	13.8	14.1	15.3	16.3
영업외손익	(3)	0	12	(19)	(14)
금융수익	71	63	61	(28)	(7)
금융비용	49	53	44	3	3
지분법손익	(9)	(4)	(9)	(6)	(6)
기타	(16)	(6)	4	19	3
세전이익	596	683	685	821	923
법인세	143	178	171	206	231
(법인세율, %)	24.0	26.1	24.9	25.0	25.0
계속사업이익	453	505	514	615	692
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	453	505	514	615	692
(순이익률, %)	9.4	10.2	10.8	11.2	12.0
지배주주순이익	448	501	514	615	692
비지배주주순이익	5	4	0	0	0
EBITDA	745	839	846	1,043	1,167
(EBITDA 이익률, %)	15.5	17.0	17.7	19.1	20.3
EPS (지배주주)	23,745	26,565	27,238	32,598	36,690
EPS (연결기준)	23,994	26,755	27,238	32,598	36,690
수정 EPS (원)*	24,022	27,090	27,024	33,528	37,069

## 현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
영업활동에서의 현금흐름	729	404	954	679	726
당기순이익	453	505	514	615	692
현금유출입이없는 비용 및 수익	299	344	143	161	166
유형자산 감가상각비	145	156	174	204	230
무형자산 상각비	2	0	0	0	0
기타	152	188	(31)	(42)	(65)
영업활동 자산부채 변동	73	(348)	297	(97)	(132)
투자활동에서의 현금흐름	(530)	(564)	(681)	(474)	(511)
유형자산 증감	(290)	(388)	(324)	(244)	(238)
장단기금융자산의 증감	(209)	(191)	(353)	(226)	(271)
기타	(31)	15	(4)	(4)	(3)
재무활동에서의 현금흐름	(252)	(87)	(232)	(150)	(150)
차입금의 증가(감소)	(164)	7	(117)	0	0
자본금의 증가(감소)	(1)	0	0	0	0
배당금	(90)	(90)	0	0	0
기타	3	(4)	(115)	(150)	(150)
현금증감	(56)	(244)	43	57	67
기초현금	475	420	175	219	276
기말현금	420	175	219	276	342
Gross cash flow	752	849	657	776	858
Free cash flow	439	12	629	433	486

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외, \*\* 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

\*\*\* P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 고려아연, 삼성증권 추정

## 재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
유동자산	2,524	2,674	2,520	2,728	2,969
현금 및 현금등가물	420	175	219	276	342
매출채권	224	230	210	250	288
재고자산	987	1,278	1,016	1,111	1,230
기타	893	991	1,075	1,091	1,108
비유동자산	2,597	2,968	3,378	3,672	3,985
투자자산	633	745	878	890	922
유형자산	1,852	2,112	2,429	2,711	2,991
무형자산	67	65	71	71	71
기타	45	46	(0)	(0)	(0)
자산총계	5,121	5,642	5,898	6,399	6,953
유동부채	483	551	390	471	531
매입채무	227	150	160	193	220
단기차입금	103	122	22	22	22
기타 유동부채	153	280	209	256	289
비유동부채	306	308	282	238	190
사채 및 장기차입금	50	39	24	24	24
기타 비유동부채	256	269	258	214	166
부채총계	789	859	672	709	720
지배주주지분	4,183	4,634	5,084	5,549	6,091
자본금	94	94	94	94	94
자본잉여금	57	57	57	57	57
이익잉여금	4,069	4,474	4,873	5,338	5,880
기타	(38)	8	59	59	59
비지배주주지분	149	149	142	142	142
자본총계	4,332	4,783	5,226	5,691	6,233
순부채	(1,057)	(880)	(1,124)	(1,181)	(1,248)

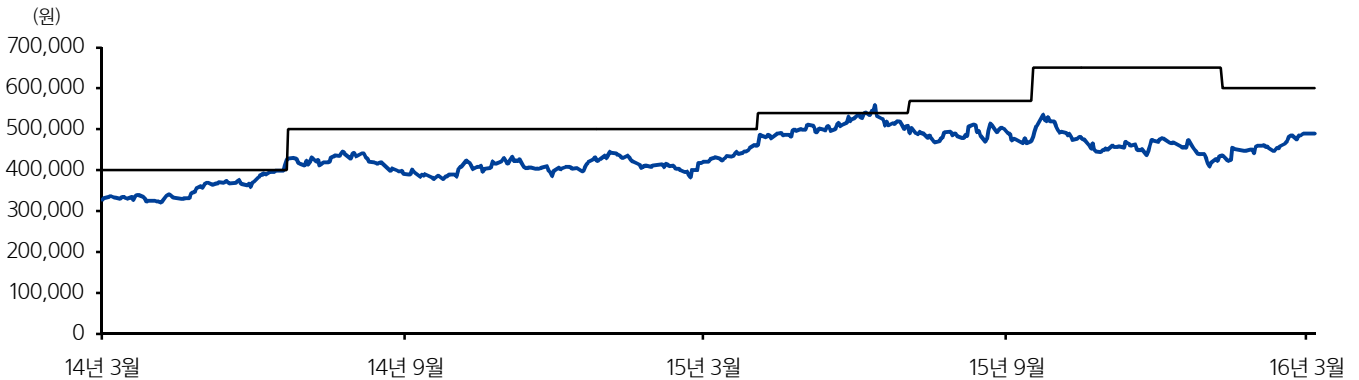
## 재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2013	2014	2015	2016E	2017E
증감률 (%)					
매출액	(12.4)	2.5	(3.4)	14.7	5.2
영업이익	(21.0)	14.0	(1.5)	24.9	11.6
순이익	(20.3)	11.5	1.8	19.7	12.6
수정 EPS**	(20.3)	12.8	(0.2)	24.1	10.6
주당지표					
EPS (지배주주)	23,745	26,565	27,238	32,598	36,690
EPS (연결기준)	23,994	26,755	27,238	32,598	36,690
수정 EPS**	24,022	27,090	27,024	33,528	37,069
BPS	220,403	241,523	265,204	289,253	315,943
DPS (보통주)	5,000	6,500	8,500	8,500	8,500
Valuations (배)					
P/E***	20.4	18.1	18.1	14.6	13.2
P/B***	2.2	2.0	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	11.0	10.0	9.8	8.1	7.3
비율					
ROE (%)	10.9	11.2	10.2	11.6	11.7
ROA (%)	9.0	9.4	8.9	10.0	10.4
ROIC (%)	15.9	16.1	14.7	17.2	17.4
배당성향 (%)	19.5	22.8	29.2	24.4	21.7
배당수익률 (보통주, %)	1.0	1.3	1.7	1.7	1.7
순부채비용 (%)	(24.4)	(18.4)	(21.5)	(20.8)	(20.0)
이자보상배율 (배)	76.7	271.8	313.8	391.8	437.3

## Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 3월 18일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 3월 18일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

## 2년간 목표주가 변경 추이



## 최근 2년간 투자의견 및 목표주가(TP) 변경

일 자	2014/3/20	7/11	2015/4/22	7/23	10/6	2016/1/29
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	400,000	500,000	540,000	570,000	650,000	600,000

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업		산업	
BUY★★★★ (매수★★★★)	향후 12개월간 예상 절대수익률 30% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준	OVERWEIGHT(비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 10% ~ 30%	NEUTRAL(중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ 10% 내외	UNDERWEIGHT(비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ -30%		
SELL★★★★ (매도★★★★)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -30% 이하		

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2015년 12월 31일 기준

매수 (69.8%) | 중립 (30.2%) | 매도 (0%)