

고려아연 (010130.KS)

Company Comment | 2015. 7. 10

금속가격 약세로 기간조정 예상

2016년 중철과 안정적인 수익구조는 매력적. 다만, 밸류에이션 부담과 최근의 비철금속 가격 약세로 주가는 기간 조정을 거칠 것으로 예상

목표주가 530,000원 유지, 투자의견 'Hold'로 하향

- 2016년 생산능력 확대와 안정적인 이익구조를 고려해 동사에 대한 목표주가 530,000원을 유지하나, 최근 주가 상승으로 인해 현 주가에서 추가 상승여력이 크지 않고, 비철금속 가격 조정으로 인해 단기 모멘텀이 약해진 점을 고려해 투자의견은 'Hold'로 하향
- 그리스 위기 확대와 중국 주식시장 급락 등의 부정적 요인들이 부각되며 비철금속 가격 하락. 아연과 연, 구리 가격은 최근 고점대비 각각 -18.6%, -17.6%, -14.1% 하락했고, 금과 은 가격도 -5.4%, -13.6% 하락
- 비철금속가격은 낮은 수준으로 하락했고, 원/달러 환율도 안정적인 흐름을 보이고 있어 올 해와 내년 이익 전망에 대해서는 기존 전망치를 유지. 다만, 주가가 2016년 당사 추정실적 대비 PER 13.5배, PBR 1.7배(ROE 12.9%) 수준으로 상승해 일정기간 기간조정을 겪을 것으로 예상

2015년 2분기 실적은 시장기대치에 부합, 안정적인 분기별 영업이익률 전망

- 2015년 2분기 연결기준 실적은 매출액 1조1,725억원(-4.6% y-y), 영업이익 1,925억원(+28.4% y-y), 당기순이익 1,420억원(+31.6% y-y) 추정. 시장 컨센서스(매출액 1조2,139억원, 영업이익 1,862억원, 순이익 1,433억원)대비 매출액, 순이익은 각각 3.4%, 0.9% 하회, 영업이익은 3.4% 상회 추정
- 2분기 판매에 적용된 비철금속가격은 대체로 전분기와 유사하거나 소폭 상승. 아연과 연 가격은 전분기대비 각각 1.8%, 3.7% 상승했고, 금과 은 가격은 -2.7%, -1.4% 하락. 원/달러 평균환율은 전분기와 같아 실적에 미치는 영향이 없었을 것으로 추정
- 연결기준 분기별 영업이익은 1분기 1,728억원(+8.9% y-y), 2분기 1,925억원(+28.4% y-y)에서 3분기 1,758억원(-2.4% y-y), 4분기 1,853억원(-4.4% y-y)으로 전망. 영업이익률은 15.2%, 16.4%, 16.0%, 16.3%로 안정적인 수준 유지될 전망

고려아연 2분기 실적 Preview

(단위: 십억원, %)

	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15E					3Q15F
					수정후	y-y	q-q	수정전	Consen	
매출액	1,229	1,276	1,268	1,136	1,173	-4.6	3.3	1,172	1,214	1,100
영업이익	150	180	194	173	193	28.4	11.4	178	186	176
영업이익률	12.2	14.1	15.3	15.2	16.4			15.2	15.3	16.0
세전이익	148	184	182	180	188	27.1	4.2	165	181	178
(지배지분)순이익	108	134	136	131	142	31.6	8.4	125	143	134

주: K-IFRS 연결 기준; 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터 전망

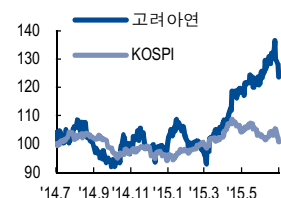
Hold (하향)

목표주가 530,000원 (유지)

현재가 ('15/07/09) 520,000원

업종	철강금속
KOSPI	2,027.81
KOSDAQ	726.01
시가총액(보통주)	9,812.4십억원
발행주식수(보통주)	18.9백만주
52주 최고가('15/07/02)	560,000원
최저가('14/04/24)	378,000원
평균거래대금(60일)	19.2십억원
배당수익률(2013)	1.61%
외국인지분율	15.0%

Price Trend



Analyst 변종만, CFA
02)768-7597, will.byun@woorim.com

고려아연 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2014	2015E	2016F	2017F
매출액	- 수정 후	4,938.5	4,544.7	5,552.4	5,718.9
	- 수정 전	4,938.5	4,688.0	5,922.1	6,099.7
	- 변동률	0.0	-3.1	-6.2	-6.2
영업이익	- 수정 후	682.7	726.4	919.7	939.2
	- 수정 전	682.7	712.0	904.8	924.3
	- 변동률	0.0	2.0	1.6	1.6
영업이익률(수정 후)		13.8	16.0	16.6	16.4
EBITDA		838.6	888.2	1,080.7	1,105.1
(지배지분)순이익		501.3	549.5	709.8	724.6
EPS	- 수정 후	26,565	29,119	37,613	38,400
	- 수정 전	26,565	27,597	35,295	36,533
	- 변동률	0.0	5.5	6.6	5.1
PER		15.2	17.9	13.8	13.5
PBR		1.6	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA		8.2	9.9	7.9	7.4
ROE		11.4	11.3	13.2	12.1

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

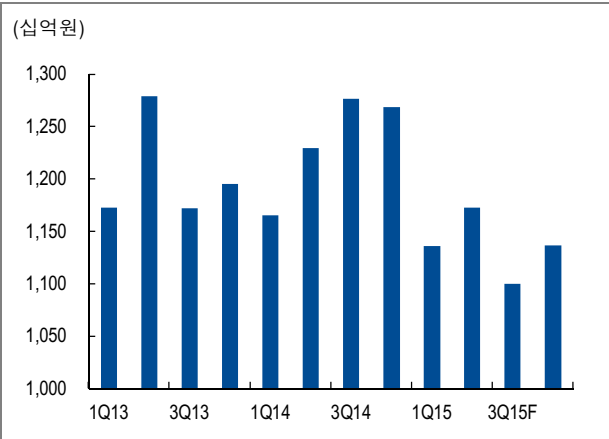
고려아연 분기별 실적 추정

(단위: 십억원, %)

		2014					2015E				
		1Q	2Q	3Q	4Q	연간	1Q	2Q	3Q	4Q	연간
연결 실적	매출액(십억원)	1,165	1,229	1,276	1,268	4,939	1,136	1,173	1,100	1,137	4,545
	영업이익	159	150	180	194	683	173	193	176	185	726
	영업이익률(%)	13.6	12.2	14.1	15.3	13.8	15.2	16.4	16.0	16.3	16.0
	세전이익	169	148	184	182	683	180	188	178	189	736
	순이익	124	108	134	136	501	131	142	134	142	549
개별 실적	매출액(십억원)	1,008	1,052	1,093	1,061	4,215	985	1,013	956	982	3,936
	영업이익	158	140	164	172	634	162	168	158	165	653
	영업이익률(%)	15.7	13.3	15	16.2	15	16.4	16.6	16.5	16.8	16.6
	세전이익	162	127	171	151	611	170	179	171	181	701
	순이익	121	97	130	115	462	129	136	130	138	532
금속 가격	아연(달러/톤)	2,017	2,032	2,254	2,275	2,145	2,131	2,170	2,018	2,038	2,089
	연(달러/톤)	2,135	2,081	2,176	2,061	2,113	1,858	1,927	1,792	1,810	1,847
	금(달러/온스)	1,254	1,309	1,298	1,213	1,269	1,226	1,193	1,169	1,146	1,183
	은(달러/온스)	20.1	19.9	20.2	17.2	19.4	16.7	16.5	15.7	15.4	16.1
	동(달러/톤)	7,229	6,743	6,981	6,774	6,932	6,014	6,090	5,968	5,849	5,980
환율	(원/달러)	1,064	1,046	1,021	1,065	1,049	1,097	1,098	1,110	1,095	1,100

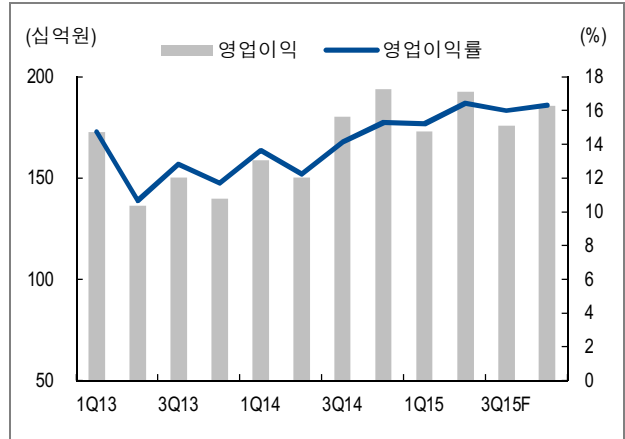
자료: NH 투자증권 리서치센터 전망

고려아연 분기별 연결 매출액 추이



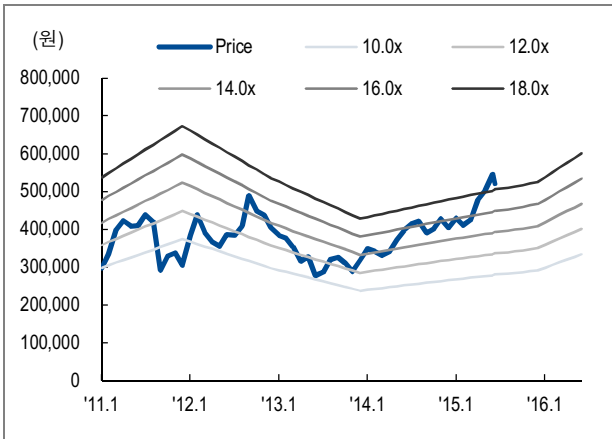
자료: NH투자증권 리서치센터

고려아연 분기별 연결 영업이익 추이



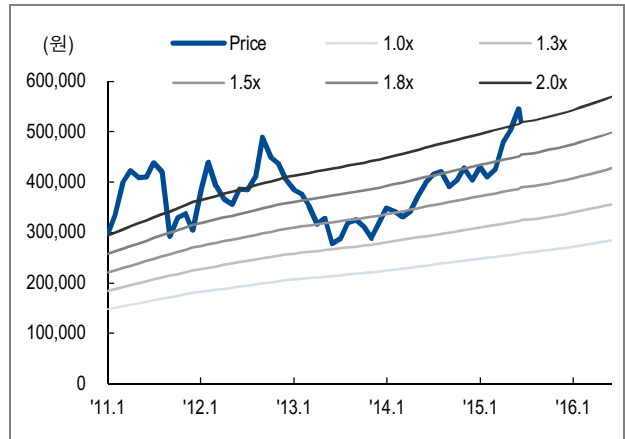
자료: NH투자증권 리서치센터

고려아연 PER 밴드차트



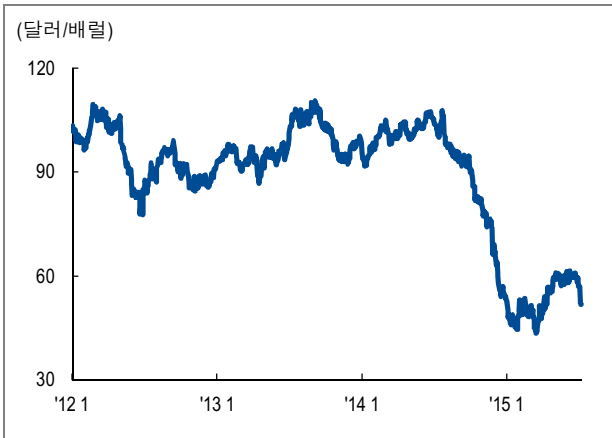
자료: NH투자증권 리서치센터

고려아연 PBR 밴드차트



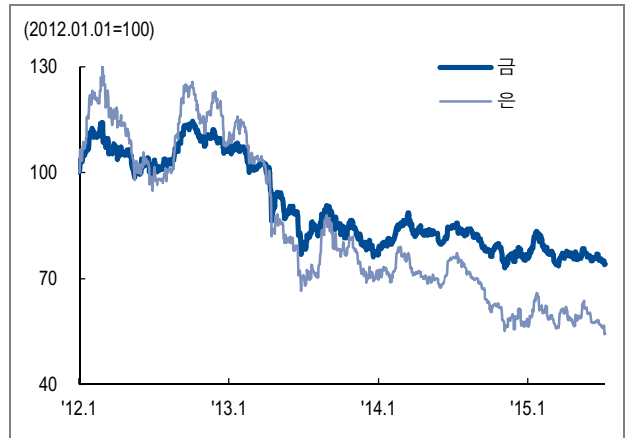
자료: NH투자증권 리서치센터

WTI 유가 최근 고점대비 15.4% 하락



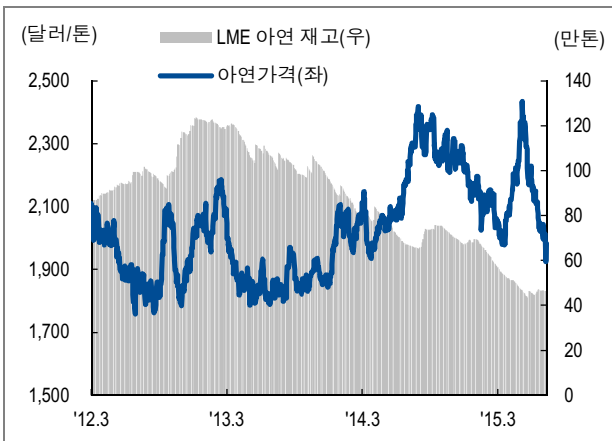
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

금, 은 가격 연초대비 각각 2.0%, 3.5% 하락



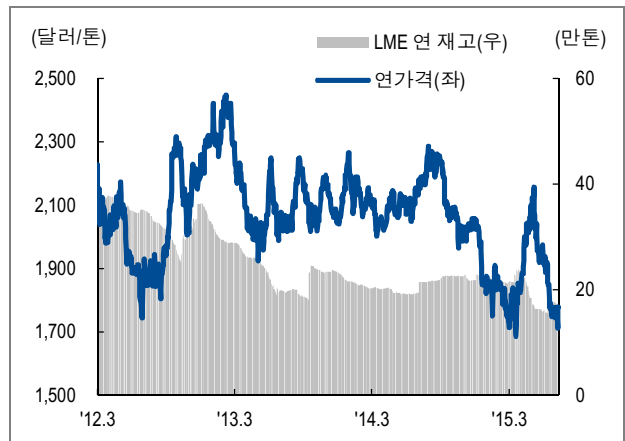
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

아연가격 고점대비 18.6% 하락



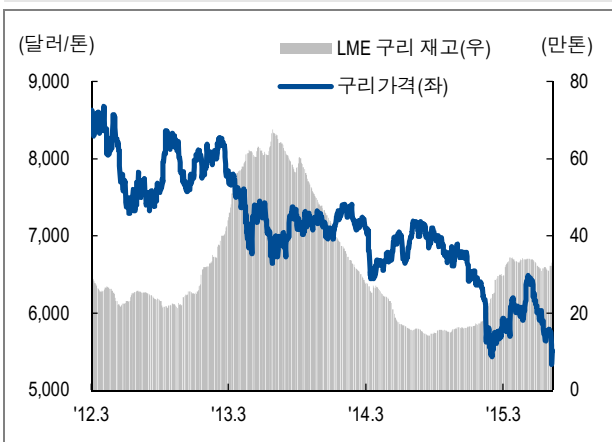
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

연가격 고점대비 17.6% 하락



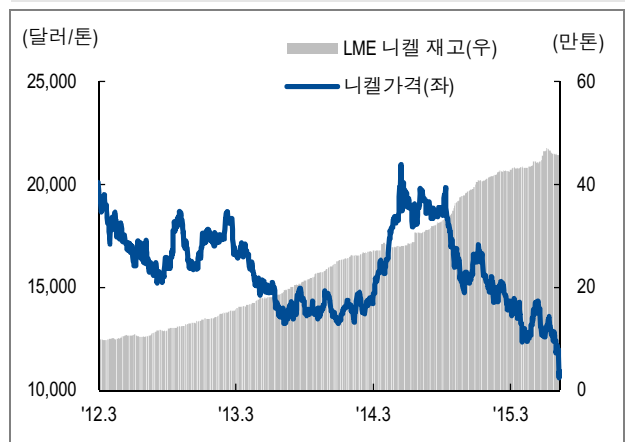
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

구리가격 고점대비 14.1% 하락



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

니켈가격 고점대비 23.5% 하락



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

(십억원)	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
매출액	4,939	4,545	5,552	5,719
증감률 (%)	2.5	-8.0	22.2	3.0
매출원가	4,113	3,660	4,466	4,600
매출총이익	826	885	1,087	1,119
Gross 마진 (%)	16.7	19.5	19.6	19.6
판매비와 일반관리비	143	158	167	180
영업이익 (GP-SG&A)	683	726	920	939
증감률 (%)	14.0	6.4	26.6	2.1
OP 마진 (%)	13.8	16.0	16.6	16.4
EBITDA	839	888	1,081	1,105
영업외손익	0	15	35	46
금융수익(비용)	10	15	35	46
기타영업외손익	-6	0	0	0
중속 및 관계기업관련손익	-4	0	0	0
세전계속사업이익	683	736	947	967
법인세비용	178	183	232	237
계속사업이익	505	553	715	730
당기순이익	505	553	715	730
증감률 (%)	11.5	9.6	29.2	2.1
Net 마진 (%)	10.2	12.2	12.9	12.8
지배주주지분 순이익	501	549	710	725
비지배주주지분 순이익	4	4	5	5
기타포괄이익	36	0	0	0
총포괄이익	541	553	715	730

CASH FLOW STATEMENT

(십억원)	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
영업활동 현금흐름	404	790	685	864
당기순이익	505	553	715	730
+ 유/무형자산상각비	156	162	161	166
+ 중속, 관계기업관련손실(이익)	6	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	3	0	0	0
+ 자산처분손실(이익)	4	0	0	0
Gross Cash Flow	849	856	1,055	1,069
- 운전자본의증가(감소)	-348	75	-191	-32
투자활동 현금흐름	-564	-637	-591	-559
+ 유형자산의감소	4	0	0	0
- 유형자산의증가(CAPEX)	-392	-188	-175	-149
+ 투자자산의매각(취득)	-90	-186	-188	-205
Free Cash Flow	12	602	510	715
Net Cash Flow	-160	153	94	305
재무활동 현금흐름	-87	-125	-40	-211
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	-87	-125	-40	-211
현금의증가	-244	28	54	94
기말현금 및 현금성자산	175	203	257	352
기말 순부채(순현금)	-881	-1,182	-1,389	-1,785

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

(십억원)	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
현금및현금성자산	175	203	257	352
매출채권	230	212	259	266
유동자산	2,674	2,836	3,449	3,803
유형자산	2,112	2,138	2,152	2,136
투자자산	745	931	1,119	1,324
비유동자산	2,968	3,180	3,382	3,570
자산총계	5,642	6,016	6,831	7,374
단기성부채	134	124	161	143
매입채무	150	138	168	173
유동부채	551	508	629	625
장기성부채	39	39	78	0
장기충당부채	11	10	12	12
비유동부채	308	287	380	312
부채총계	859	795	1,010	937
자본금	94	94	94	94
자본잉여금	57	57	57	57
이익잉여금	4,474	4,908	5,503	6,113
비지배주주지분	149	153	158	163
자본총계	4,783	5,222	5,822	6,437

VALUATION INDEX

	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
PER (X)	15.2	17.9	13.8	13.5
PER (High,X)	16.9	19.2	14.9	14.6
PER (Low,X)	11.4	13.0	10.1	9.9
PBR (X)	1.6	1.9	1.7	1.6
PBR (High,X)	1.8	2.1	1.9	1.7
PBR (Low,X)	1.2	1.4	1.3	1.1
PCR (X)	9.0	11.5	9.3	9.2
PSR (X)	1.5	2.2	1.8	1.7
PEG (X)	1.2	1.7	5.5	3.7
PER/ 주당EBIT 증감률 (X)	1.4	1.8	5.1	4.5
PER/ 주당EBITDA 증감률 (X)	1.6	2.1	5.8	5.5
EV/EBITDA (X)	8.2	9.9	7.9	7.4
EV/EBIT (X)	10.1	12.1	9.3	8.7
Enterprise Value	6,882	8,784	8,581	8,191
EPS CAGR (3년) (%)	13.1	10.3	2.5	3.6
EBITPS CAGR (3년) (%)	11.2	10.0	2.7	3.0
EBITDAPS CAGR (3년) (%)	9.6	8.4	2.4	2.5
주당EBIT (W)	36,178	38,495	48,737	49,771
주당EBITDA (W)	44,441	47,069	57,273	58,564
EPS (W)	26,565	29,119	37,613	38,400
BPS (W)	245,570	268,601	300,126	332,438
CFPS (W)	44,982	45,354	55,924	56,658
SPS (W)	261,713	240,842	294,244	303,071
DPS (W)	6,500	6,500	6,500	6,500

RIM & EVA

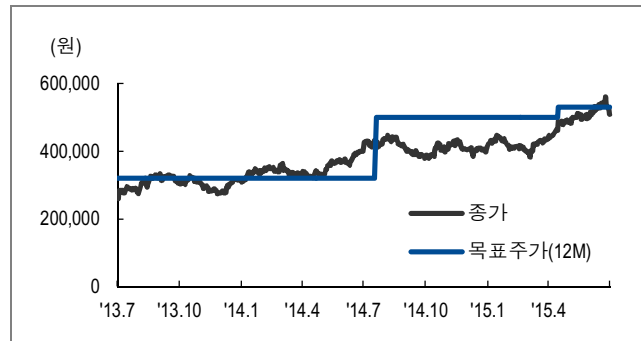
	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
RIM				
Spread (FROE-COE) (%)	6.1	5.3	8.8	7.7
Residual Income	266.8	259.4	388.9	367.8
12M RIM Target Price (W)	589,781			
EVA				
투자자본	3,149.6	3,026.0	3,265.0	3,353.8
세후영업이익	527.5	525.9	746.5	717.6
투자자본이익률 (%)	17.8	17.0	23.7	21.7
투자자본이익률 - WACC (%)	12.9	11.6	19.7	17.5
EVA	407.2	351.1	643.3	588.5
DCF				
EBIT	682.7	726.4	919.7	939.2
+ 유/무형자산상각비	156	162	161	166
- CAPEX	-391.6	-188.0	-175.0	-149.0
- 운전자본증가(감소)	-270.2	96.2	-246.1	-40.7
Free Cash Flow for Firm	539.1	423.6	926.6	766.6
WACC				
타인자본비용 (COD)	2.7	1.8	2.0	2.1
자기자본비용 (COE)	5.3	6.0	4.4	4.4
WACC(%)	4.9	5.4	4.0	4.1

PROFITABILITY & STABILITY

	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
자기자본이익률 (ROE) (%)	11.4	11.3	13.2	12.1
총자산이익률 (ROA) (%)	9.4	9.5	11.1	10.3
투자자본이익률 (ROIC) (%)	17.8	17.0	23.7	21.7
EBITDA/ 자기자본 (%)	17.5	17.0	18.6	17.2
EBITDA/ 총자산 (%)	14.9	14.8	15.8	15.0
배당수익률 (%)	1.6	1.3	1.3	1.3
배당성향 (%)	22.9	20.9	16.2	15.9
총현금배당금 (십억원)	115	115	115	115
보통주 주당현금배당금(W)	6,500	6,500	6,500	6,500
순부채(현금)/ 자기자본 (%)	-18.4	-22.6	-23.9	-27.7
중부채/ 자기자본 (%)	18.0	15.2	17.3	14.6
순이자비용/ 매출액 (%)	173	163	238	143
EBIT/ 순이자비용 (X)	0.1	0.1	0.1	0.0
유동비율 (%)	271.8	291.6	309.0	333.1
당좌비율 (%)	485.2	558.2	548.0	608.1
총발행주식수 (mn)	19	19	19	19
액면가 (W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가 (W)	403,500	520,000	520,000	520,000
시가총액 (십억원)	7,614	9,812	9,812	9,812

투자이전 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자이전	목표가
고려아연	010130.KS	2015.07.10	Hold	530,000원(12개월)
		2015.04.23	Buy	530,000원(12개월)
		2014.07.28	Buy	500,000원(12개월)
		2013.04.22	Hold	320,000원(12개월)
		2013.01.22	Hold	450,000원(12개월)
		2012.10.16	Hold	470,000원(12개월)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy : 15% 초과
- Hold : -15% ~ 15%
- Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자이전 분포는 다음과 같습니다. (2015년 7월 3일 기준)

- 투자이전 분포

Buy	Hold	Sell
70.4%	28.0%	1.6%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자이전은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자이전 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 "고려아연"의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 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 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhwm.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.