



1Q20 프리뷰

고려아연 (010130)

탄탄한 이익체력



1분기 영업이익은 1,979억원으로 키움증권 기준추정치와 컨센서스를 상회할 것으로 예상합니다. 2Q이후 실적은 비철금속가격 하락으로 매출액은 1Q보다 축소 되겠지만 최근 타결된 올해 아연/연 계약 제련수수료가 본격적으로 반영되면서 1Q보다 개선될 것으로 전망합니다. 안정성, 성장성, 배당 매력 3박자를 모두 겸비한 동사에 대해 투자 의견 BUY와 업종 Top pick을 유지하며 매수를 강조합니다.

BUY(Maintain)

목표주가: 580,000원

주가(4/8): 386,000원

시가총액: 72,838억원

철강금속/유틸리티

Analyst 이종형

02) 3787-5023

leejh@kiwoom.com

Stock Data

Table with 3 columns: Metric, Value, and Reference Value. Includes KOSPI (4/8), 52주 주가동향, and 수익률 (1M, 6M, 1Y).

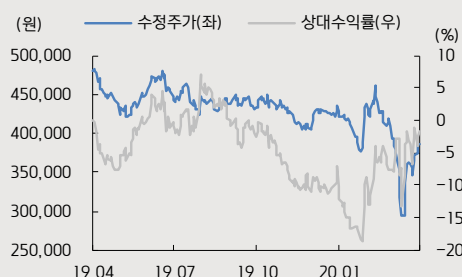
Company Data

Table with 2 columns: Metric and Value. Includes 발행주식수, 일평균 거래량(3M), and 주요 주주.

투자지표

Table with 5 columns: Metric, 2018, 2019, 2020E, 2021E. Includes 매출액, 영업이익, EBITDA, and ROE(%).

Price Trend



>>> 1Q19 영업이익은 당초 예상보다 양호할 전망

연결 영업이익은 1,979억원(+12%QoQ, +12%YoY)으로 키움증권 기준추정치 1,876억원과 컨센서스 1,786억원을 상회할 것으로 예상된다. 코로나19 바이러스 확산으로 2월부터 비철금속가격이 급락했지만 제품판매의 기준가격이 LME 전월평균이기 때문에 3월부터 하락해 실질적으로 1Q에는 영향이 크지 않았고, 원달러환율이 4Q대비 약 18원 상승해 환율에 따른 일시적 수익성개선효과가 기대되기 때문이다. 고려아연은 제품판매와 원재료구입의 대부분이 달러기준으로 이루어지는데 원달러환율이 상승할 경우 원가보다 판매가에 먼저 반영되어 일시적으로 수익성이 개선되는 특징이 있다. 철강금속업종내 대부분의 종목들의 1분기 실적이 부진할 것으로 예상되는 가운데 고려아연의 1Q 실적은 업종내에서도 가장 돋보일 전망이다.

>>> 비철가격 하락에도 TC 상승으로 2Q이후 실적개선 전망

최근 고려아연은 Major 광산회사들과 2020년 연간 계약 제련수수료(TC) 협상을 마무리했다. 아연은 전년대비 \$55 상승한 \$300, 연은 전년대비 \$85 상승한 \$183로 아연은 예상치에 부합, 연은 예상치를 상회했다. 계약 제련수수료 상승에 따른 연간 영업이익 개선폭은 아연 약 800억원(130만톤X\$55X전년환율 1,166원), 연 약 600억원(60만톤X\$85X전환율 1,166원) 등 약 1,400억원으로 추정한다. 2Q이후 실적은 비철금속가격 하락으로 매출액은 1Q보다 축소되겠지만 상승한 아연/연 계약 제련수수료가 본격적으로 반영되면서 1Q보다 10%내외 개선될 것으로 전망하며 올해 실적추정치를 유지한다.

>>> 안정성, 성장성, 배당 매력 3박자를 모두 겸비

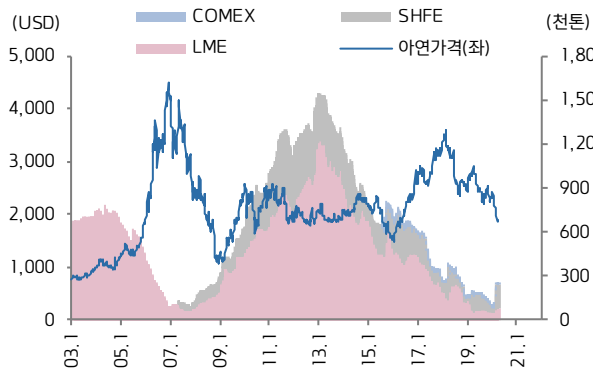
동사는 코로나19 확산으로 인한 비철금속가격 약세에도 제련수수료 및 귀금속가격 상승으로 실적의 안정성이 높고, 이차전지용 동박사업 진출로 증장기 성장성도 확보했다. 또한 실적개선으로 이번이 없다면 올해 주당배당금은 전년 14,000원보다 상승가능성이 높아 현재 시가배당률도 3%대 후반으로 추정되며 현 주가는 12mf PBR 1.0X로 역사적 밴드 저점에 위치해 Valuation 매력도 높아졌다. 투자 의견 BUY와 업종 Top pick을 유지하며 여전히 매수를 강조한다. 단, 2월이후 주식시장 하락을 반영해 목표주가는 58만원으로 -5% 하향한다. 목표주가 58만원은 12mf PBR 1.5X(최근 5년 평균)를 적용했다.

고려아연 1Q20 프리뷰

(단위: 십억원)	1Q20E	기존 추정	%차이	컨센서스	%차이	4Q19	%QoQ	1Q19	%YoY
매출액	1,671	1,628	2.7	1,643	1.7	1,724	-3.1	1,497	11.7
별도	1,294	1,233	5.0	1,276	1.4	1,347	-3.9	1,194	8.4
별도 외	378	395	-4.4	367	3.0	378	0.0	303	24.8
영업이익	198	188	5.5	179	10.8	177	11.9	177	11.5
별도	179	169	6.2	163	10.1	163	9.7	154	16.5
별도 외	19	19	-0.6	16	18.0	14	37.6	24	-20.5
영업이익률	11.8	11.5		10.9		10.3		11.9	
별도	13.8	13.7		12.7		12.1		12.9	
별도 외	5.0	4.8		4.4		3.6		7.9	
세전이익	219	205	6.8	198	10.6	176	24.2	212	3.2
순이익	160	150	6.8	142	12.8	141	13.3	153	4.4
지배순이익	159	149	6.5	139	14.1	139	14.1	151	5.0
아연가격(USD)	2,251	2,300	-2.1			2,399	-6.2	2,629	-14.4
연가격(USD)	1,899	1,900	-0.1			2,096	-9.4	2,007	-5.4
은가격(USD)	17.7	18.0	-1.7			17.7	0.2	15.4	15.2
원달러환율	1,194	1,170	2.0			1,176	1.5	1,125	6.1

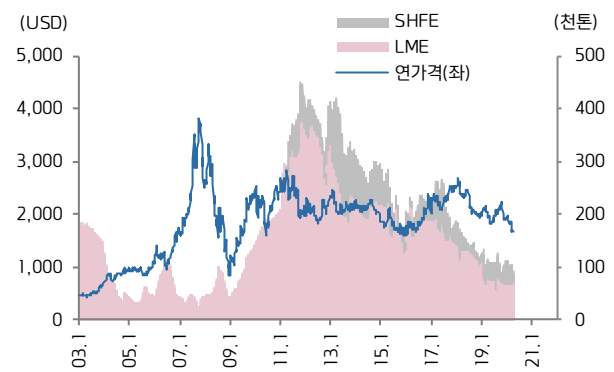
자료: 고려아연, 키움증권

아연가격과 거래소 재고



자료: Bloomberg, 키움증권

연가격과 거래소 재고



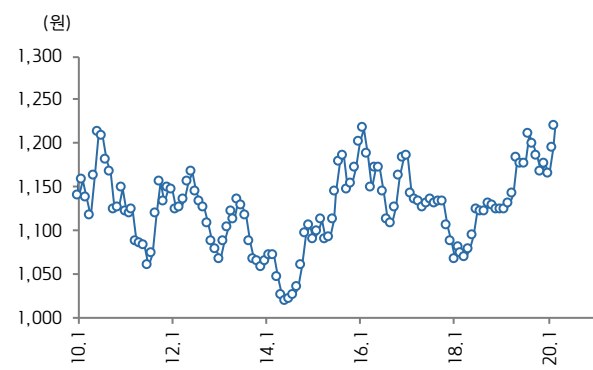
자료: Bloomberg, 키움증권

귀금속가격



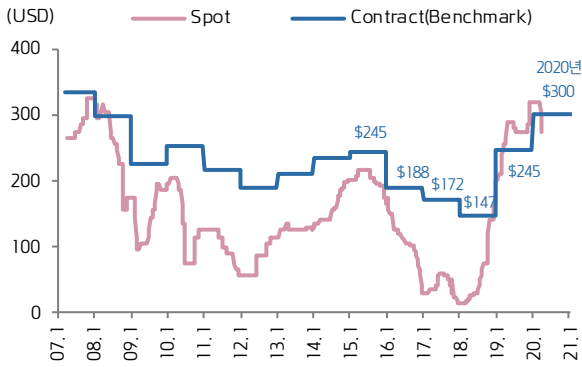
자료: Bloomberg, 키움증권

월평균 원달러환율



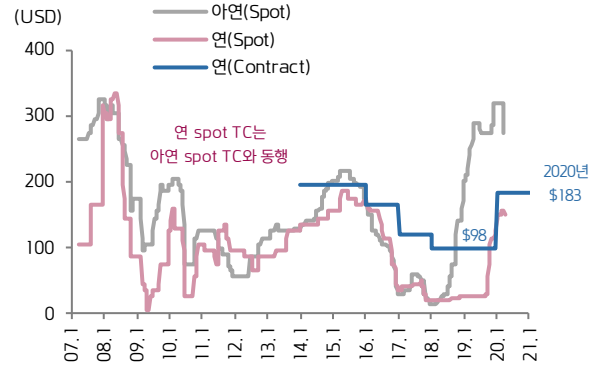
자료: Bloomberg, 키움증권

아연 제련수수료(TC)



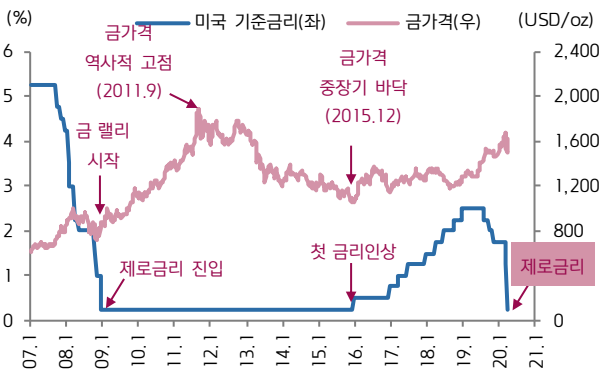
자료: Bloomberg, 키움증권

연 제련수수료



자료: Bloomberg, 키움증권

미국 기준금리와 금가격



자료: Bloomberg, 키움증권

미국 양적완화와 금가격



자료: Bloomberg, 키움증권

고려아연 분기실적 추이

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	1,497	1,743	1,731	1,724	1,671	1,566	1,559	1,600
별도	1,194	1,372	1,306	1,347	1,294	1,188	1,181	1,222
별도 외	303	370	425	378	378	378	378	378
영업이익	177	242	209	177	198	228	220	227
별도	154	230	183	163	179	209	202	208
별도 외	24	12	26	14	19	19	19	19
영업이익률	11.9	13.9	12.1	10.3	11.8	14.5	14.1	14.2
별도	12.9	16.7	14.0	12.1	13.8	17.6	17.1	17.0
별도 외	7.9	3.3	6.2	3.6	5.0	5.0	5.0	5.0
세전이익	212	258	226	176	219	246	238	245
순이익	153	184	159	141	160	180	174	180
지배순이익	151	185	158	139	159	178	173	178
아연가격(USD)	2,629	2,846	2,440	2,399	2,251	1,900	1,900	1,900
연가격(USD)	2,007	1,940	1,970	2,096	1,899	1,700	1,700	1,700
은가격(USD)	15.4	15.0	16.0	17.7	17.7	15.0	15.0	15.0
원달러환율	1,125	1,166	1,193	1,176	1,194	1,200	1,200	1,200

자료: 고려아연, 키움증권

고려아연 별도기준 가정치

(단위: 십억원)		2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
판매량(천톤)	아연	644	598	676	634	651	651	651
	연	420	422	413	401	410	414	418
	은(톤)	2,349	2,022	1,995	2,028	2,021	2,041	2,062
	금(톤)	12.4	10.9	9.5	7.5	7.8	7.9	8.0
	구리	23	21	24	26	26	27	27
적용 메탈가격 (USD) * 전월평균기준	아연	1,995	2,851	2,972	2,579	1,988	1,900	1,900
	연	1,827	2,294	2,289	2,003	1,750	1,700	1,700
	은(/oz)	16.9	17.1	15.8	16.0	15.7	15.0	15.0
	금(/oz)	1,241	1,248	1,271	1,373	1,624	1,650	1,650
	구리	4,777	6,068	6,587	6,008	5,233	5,000	5,000
원달러환율	1,161	1,130	1,100	1,165	1,198	1,200	1,200	
매출액	아연	1,644	2,062	2,341	2,033	1,676	1,612	1,612
	연	994	1,190	1,129	1,033	960	946	955
	구리	1,467	1,257	1,121	1,215	1,211	1,175	1,187
	은	580	497	404	391	484	497	502
	금	131	150	172	179	168	163	165
	기타	229	297	360	368	387	406	426
	합계	5,045	5,452	5,528	5,219	4,886	4,798	4,847
영업이익	688	761	648	729	798	811	845	
영업이익률(%)	13.6	14.0	11.7	14.0	16.3	16.9	17.4	

자료: 고려아연, 키움증권

고려아연 연간실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	5,848	6,597	6,883	6,695	6,397	6,309	6,358
별도	5,045	5,452	5,528	5,219	4,886	4,847	4,798
별도 외	803	1,144	1,356	1,476	1,511	1,463	1,559
영업이익	765	895	765	805	873	894	937
별도	688	761	648	729	798	811	845
별도 외	76	134	117	76	76	83	92
영업이익률	13.1	13.6	11.1	12.0	13.7	14.2	14.7
별도	13.6	14.0	11.7	14.0	16.3	16.7	17.6
별도 외	9.5	11.7	8.6	5.2	5.0	5.7	5.9
EBITDA	1,123	1,023	1,023	1,085	1,155	1,195	1,249
세전이익	802	926	769	872	948	969	1,010
순이익	595	634	535	639	694	709	739
지배순이익	592	629	527	633	688	703	733
지배주주 EPS(원)	31,395	33,336	27,950	33,541	36,461	37,260	38,830
지배주주 BPS(원)	292,340	315,862	331,214	355,878	379,400	402,784	426,801
지배주주 ROE(%)	11.2	11.0	8.6	9.8	9.9	9.5	9.4
아연가격(USD)	1,995	2,851	2,972	2,579	1,988	1,900	1,900
연가격(USD)	1,827	2,294	2,289	2,003	1,750	1,700	1,700
은가격(USD)	16.9	17.1	15.8	16.0	15.7	15.0	15.0
원달러환율	1,161	1,130	1,100	1,165	1,198	1,200	1,200

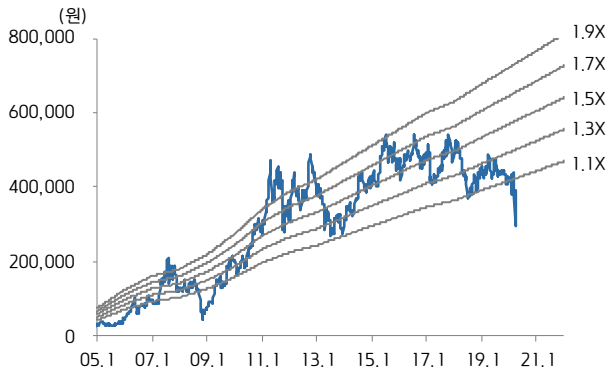
자료: 고려아연, 키움증권

고려아연 실적전망 변경

(단위: 십억원)	변경전		변경후		%차이	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	6,949	7,019	6,397	6,309	-7.9	-10.1
별도	5,368	5,489	4,886	4,847	-9.0	-11.7
별도 외	1,581	1,530	1,511	1,463	-4.4	-4.4
영업이익	891	909	873	894	-2.0	-1.6
별도	815	825	798	811	-2.1	-1.8
별도 외	76	84	76	83	-0.6	-0.5
영업이익률	12.8	13.0	13.7	14.2		
별도	15.2	15.0	16.3	16.7		
별도 외	4.8	5.5	5.0	5.7		
세전이익	959	978	948	969	-1.2	-1.0
순이익	702	716	694	709	-1.2	-1.0
지배순이익	698	711	688	703	-1.4	-1.2
지배주주 EPS(원)	36,969	37,702	36,461	37,260	-1.4	-1.2
지배주주 BPS(원)	381,096	407,042	379,400	402,784	-0.4	-1.0
지배주주 ROE(%)	10.0	9.6	9.9	9.5		
아연가격(USD)	2,375	2,400	1,988	1,900	-16.3	-20.8
연가격(USD)	1,975	2,000	1,750	1,700	-11.4	-15.0
은가격(USD)	18.0	18.0	15.7	15.0	-12.9	-16.7
원달러환율	1,163	1,160	1,198	1,200	3.1	3.4

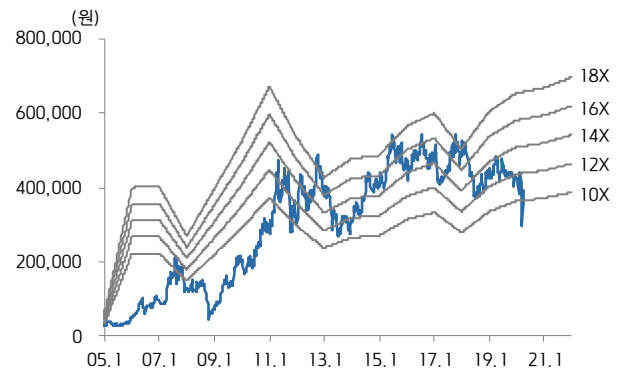
자료: 고려아연, 키움증권

고려아연 12mf PER 밴드



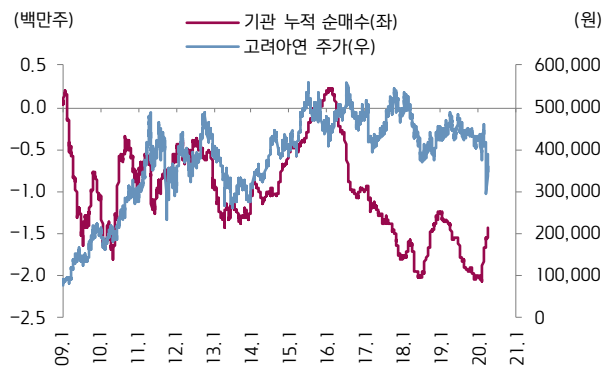
자료: Fn가이드, 키움증권

고려아연 12mf PBR 밴드



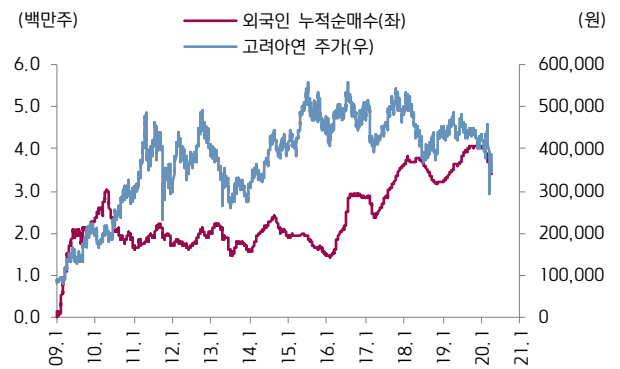
자료: Fn가이드, 키움증권

고려아연 기관 수급



자료: Fn가이드, 키움증권

고려아연 외국인 수급



자료: Fn가이드, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2021E
매출액	6,883	6,695	6,397	6,309	6,358
매출원가	5,979	5,744	5,380	5,273	5,278
매출총이익	904	951	1,017	1,036	1,080
판관비	139	146	144	142	143
영업이익	765	805	873	894	937
EBITDA	1,023	1,085	1,155	1,195	1,249
영업외손익	4	67	75	75	73
이자수익	52	54	52	52	51
이자비용	1	1	1	1	1
외환관련이익	41	52	0	0	0
외환관련손실	47	58	0	0	0
중속 및 관계기업손익	-2	2	2	2	2
기타	-39	18	22	22	21
법인세차감전이익	769	872	948	969	1,010
법인세비용	234	234	254	260	271
계속사업순손익	535	639	694	709	739
당기순이익	535	639	694	709	739
지배주주순이익	527	633	688	703	733
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	4.3	-2.7	-4.5	-1.4	0.8
영업이익 증감율	-14.5	5.2	8.4	2.4	4.8
EBITDA 증감율	-8.9	6.1	6.5	3.5	4.5
지배주주순이익 증감율	-16.2	20.1	8.7	2.2	4.3
EPS 증감율	-16.2	20.0	8.7	2.2	4.2
매출총이익율(%)	13.1	14.2	15.9	16.4	17.0
영업이익률(%)	11.1	12.0	13.6	14.2	14.7
EBITDA Margin(%)	14.9	16.2	18.1	18.9	19.6
지배주주순이익률(%)	7.7	9.5	10.8	11.1	11.5

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2021E
유동자산	3,966	4,598	4,881	5,243	5,637
현금 및 현금성자산	656	690	1,059	1,446	1,826
단기금융자산	1,657	1,932	1,932	1,932	1,932
매출채권 및 기타채권	319	384	367	362	365
재고자산	1,288	1,556	1,486	1,466	1,477
기타유동자산	46.0	36.0	37.0	37.0	37.0
비유동자산	3,260	3,243	3,393	3,473	3,542
투자자산	333	188	170	151	132
유형자산	2,785	2,901	3,070	3,169	3,257
무형자산	86	94	93	93	93
기타비유동자산	56	60	60	60	60
자산총계	7,226	7,841	8,274	8,716	9,179
유동부채	538	704	687	682	685
매입채무 및 기타채무	387	488	472	467	469
단기금융부채	23.4	31.8	31.8	31.8	31.8
기타유동부채	128	184	183	183	184
비유동부채	313	298	298	298	298
장기금융부채	7.1	8.9	8.9	8.9	8.9
기타비유동부채	306	289	289	289	289
부채총계	851	1,002	985	980	983
지배지분	6,250	6,715	7,159	7,601	8,054
자본금	94	94	94	94	94
자본잉여금	56	57	57	57	57
기타자본	-54	-54	-54	-54	-54
기타포괄손익누계액	15	26	47	68	89
이익잉여금	6,138	6,592	7,015	7,435	7,867
비지배지분	125	123	129	135	142
자본총계	6,375	6,838	7,288	7,736	8,196

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2021E
영업활동 현금흐름	888	693	938	924	934
당기순이익	535	639	694	709	739
비현금항목의 가감	521	470	393	418	442
유형자산감가상각비	258	279	281	301	312
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
지분법평가손익	-3	-2	-2	-2	-2
기타	266	193	114	119	132
영업활동자산부채증감	-3	-258	52	3	-29
매출채권및기타채권의감소	40	-67	17	5	-3
재고자산의감소	75	-261	69	20	-11
매입채무및기타채무의증가	-53	96	-17	-5	3
기타	-65	-26	-17	-17	-18
기타현금흐름	-165	-158	-201	-206	-218
투자활동 현금흐름	-650	-474	-414	-364	-364
유형자산의 취득	-316	-358	-450	-400	-400
유형자산의 처분	1	1	0	0	0
무형자산의 순취득	-8	-4	0	0	0
투자자산의감소(증가)	187	146	20	20	20
단기금융자산의감소(증가)	-325	-274	0	0	0
기타	-189	15	16	16	16
재무활동 현금흐름	-183	-191	-249	-267	-285
차입금의 증가(감소)	-3	7	0	0	0
자본금, 자본잉여금의 증감	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-178	-196	-247	-265	-283
기타	-2	-2	-2	-2	-2
기타현금흐름	4	6	95	95	95
현금 및 현금성자산의 순증가	59	33	370	387	380
기초현금 및 현금성자산	597	656	690	1,059	1,447
기말현금 및 현금성자산	656	690	1,059	1,447	1,826

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2021E
주당지표(원)					
EPS	27,950	33,541	36,461	37,260	38,830
BPS	331,214	355,878	379,400	402,784	426,801
CFPS	55,967	58,760	57,612	59,745	62,606
DPS	11,000	14,000	15,000	16,000	17,000
주가배수(배)					
PER	15.5	12.7	9.8	9.6	9.2
PER(최고)	19.3	14.7	12.7		
PER(최저)	13.1	11.9	7.6		
PBR	1.31	1.19	0.94	0.89	0.84
PBR(최고)	1.63	1.38	1.22		
PBR(최저)	1.10	1.13	0.73		
PSR	1.19	1.20	1.06	1.07	1.06
PCFR	7.7	7.2	6.2	6.0	5.7
EV/EBITDA	5.9	5.1	3.4	3.0	2.6
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주, 현금)	36.4	38.7	38.2	39.9	40.6
배당수익률(% ,보통주, 현금)	2.5	3.3	4.2	4.5	4.7
ROA	7.5	8.5	8.6	8.4	8.3
ROE	8.6	9.8	9.9	9.5	9.4
ROIC	12.7	13.4	14.6	14.7	15.1
매출채권회전율	20.2	19.0	17.0	17.3	17.5
재고자산회전율	5.2	4.7	4.2	4.3	4.3
부채비율	13.4	14.7	13.5	12.7	12.0
순차입금비율	-35.8	-37.7	-40.5	-43.1	-45.4
이자보상배율	726.2	573.5	621.9	636.7	666.9
총차입금	31	41	41	41	41
순차입금	-2,283	-2,581	-2,950	-3,338	-3,717
NOPLAT	1,023	1,085	1,155	1,195	1,249
FCF	442	222	522	558	569

Compliance Notice

- 당사는 4월 8일 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.

고지사항

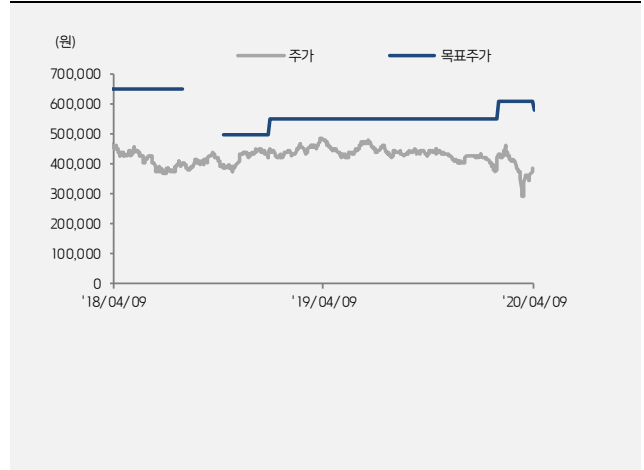
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
고려아연 (010130)	2018-10-17	BUY(Reinitiate)	500,000원	6개월	-21.88	-20.40
	2018-10-30	BUY(Maintain)	500,000원	6개월	-15.57	-9.30
	2019-01-03	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-20.65	-17.55
	2019-02-07	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-18.02	-11.09
	2019-04-26	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-18.69	-11.09
	2019-06-05	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-18.16	-11.09
	2019-07-08	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-17.84	-15.82
	2019-07-26	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-19.84	-15.82
	2019-10-11	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-19.81	-15.82
	2019-10-29	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-20.27	-15.82
	2018-11-26	BUY(Reinitiate)	500,000원	6개월	-21.04	-15.82
	2019-02-07	BUY(Maintain)	610,000원	6개월	-30.71	-24.43
	2019-03-13	BUY(Maintain)	610,000원	6개월	-35.86	-24.43
	2019-04-07	BUY(Maintain)	610,000원	6개월	-35.88	-24.43
	2019-04-09	BUY(Maintain)	580,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



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 (2019/04/01~2020/03/31)

매수	중립	매도
96.58%	2.74%	0.68%