



고려아연 (010130)

금속



이현수

02 3770 5718

hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	590,000원 (M)
현재주가 (6/2)	379,500원
상승여력	55%

시가총액	71,612억원
총발행주식수	18,870,000주
60일 평균 거래대금	203억원
60일 평균 거래량	54,864주
52주 고	481,500원
52주 저	293,500원
외인지분율	23.21%
주요주주	영풍 외 42 인 42.42%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(1.7)	(7.6)	(13.2)
상대	(8.3)	(11.3)	(15.0)
절대(달러환산)	(2.3)	(9.9)	(15.6)

모멘텀 약화, 그러나 실적 안정성은 유지 전망

4월 이후 아연 정광 수급 변화로 제련 수수료 하락

아연 수급 시장은 크게 1)정광수급, 2)금속수급으로 구분할 수 있다. 중국과 호주를 제외하면 아연 정광 공급은 북미와 중남미에서 이뤄지고 있으며 해당 지역 광산들이 3월 이후 감산에 들어간 모습이다. 감산의 가장 큰 이유는 COVID-19 확산 방지이나 3월 이후 톤당 2,000달러를 하회한 아연 가격 역시 한 이유로 꼽히고 있다. 반면 세계 최대 아연 정광 수입 국가인 중국의 정광 수입량은 1~3월 100만톤을 기록하며 yoy +26% 증가한 것으로 나타났다. 1~4월 중국 정련 아연 생산량 역시 yoy +11% 증가했다. 세계 아연 정광 수급이 수요 우위 국면을 나타내며 중국 수입 아연 정광 제련수수료가 2월말 305달러/톤에서 5월말 165달러/톤까지 하락했다.

중국 아연 제련업체들이 생산을 증가시키는 동안 금속 수요는 COVID-19 영향을 받아 감소하며 가격에 부담을 줬다. 물론 하반기 중국 아연 제련업체들의 생산량은 상반기 대비 감소할 것으로 예상된다. 정광 조달이 원활하지 않기 때문이다. 이는 금속 공급 축소를 의미하여 가격을 끌어올릴 수 있는 요인지만 수요 역시 회복 속도가 더딘 만큼 아연 가격의 빠른 반등을 기대하기는 어려울 것으로 판단된다.

2Q20, 원재료 조달 이슈와 수출 시장 부진에 따라 판매량 감소 전망

2019년 기준 동사의 아연 및 연 수출비중은 각각 67%와 72%에 달한다. 2Q 이후 COVID-19 상황이 진정 국면에 들어간 국내와 다르게 해외는 적어도 2Q까지 비철금속 수요가 부진할 것으로 예상된다. 중국의 경기 부양 정책에 따라 중국발 비철금속 수요 증대가 기대되는 부분이 있으나 아연 및 연 수요 비중이 높은 전방산업의 업황 개선은 시간이 소요될 것으로 판단된다. 또한 앞서 언급한 바와 같이 정광 조달에 어려움을 겪고 있을 것으로 예상되는 바 생산 차질에 따른 판매량 감소도 일부 있을 것으로 사료된다.

금속가격 부진, 판매량 감소가 실적에 부담이 되는 것은 사실이다. 그러나 원화약세라는 우호적 환경과 2Q부터 본격적으로 반영되는 BM TC 인상분이 실적 방어 요인이 될 것으로 예상된다. 철강/금속 업종 내 타 종목들과 마찬가지로 COVID-19 영향을 피할 수는 없으나 상대적으로 안정적인 영업이익 흐름이 예상된다는 점은 변함없다. 동사의 강점은 실적의 변동성이 낮다는 점이다. 불확실성이 높아진 국면에서는 좋은 대안책이 될 수 있을 것으로 판단된다.

Quarterly earning Forecasts

	2Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	14,891	-14.6	-14.1	16,036	-7.1
영업이익	1,912	-21.0	-6.4	2,152	-11.1
세전계속사업이익	2,274	-11.7	14.3	2,301	-1.2
지배순이익	1,638	-11.3	18.9	1,622	1.0
영업이익률 (%)	12.8	-1.1 %pt	+1.0 %pt	13.4	-0.6 %pt
지배순이익률 (%)	11.0	+0.4 %pt	+3.0 %pt	10.1	+0.9 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	(억원, %)		(원, %, 배)	
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	68,833	66,948	65,625	69,311
영업이익	7,647	8,053	8,009	8,756
지배순이익	5,274	6,329	6,338	7,097
PER	15.6	13.2	11.3	10.1
PBR	1.2	1.2	0.9	0.9
EV/EBITDA	5.9	5.4	4.0	3.7
ROE	8.6	9.8	9.1	9.6

자료: 유안타증권

[표-1] 고려아연 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

		2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	QoQ	YoY	3Q20E	4Q20E
원/달러	3개월전	1,154	1,204	1,220	1,128	1,126	1,167	1,195	1,176	1,194	1.6%	6.1%	1,225	1,220
	당월	1,166	1,215	1,220	1,126	1,167	1,195	1,176	1,194	1,225	2.6%	4.9%	1,220	1,220
금속가격(전월)	아연	2,579	2,072	2,191	2,631	2,842	2,440	2,403	2,247	1,927	-14.2%	-32.2%	2,019	2,093
	(달러/톤)	2,002	1,753	1,826	2,011	1,934	1,973	2,092	1,899	1,673	-11.9%	-13.5%	1,687	1,755
*은 - 달러/온스	은	16.0	16.7	17.0	15.4	15.0	16.0	17.6	17.7	15.5	-12.5%	3.1%	17.3	16.3
금속가격(당월)	아연	2,550	2,062	2,197	2,709	2,759	2,350	2,383	2,124	1,959	-7.7%	-29.0%	2,039	2,127
	(달러/톤)	1,997	1,745	1,830	2,035	1,885	2,031	2,035	1,844	1,650	-10.5%	-12.5%	1,709	1,778
*은 - 달러/온스	은	16.2	16.7	17.0	15.6	14.9	17.0	17.3	16.9	16.4	-2.7%	10.3%	16.7	16.5
금속가격(분기말)	아연	2,280	2,162	2,227	3,000	2,565	2,429	2,280	1,895	1,999	5.5%	-22.1%	2,059	2,162
	(달러/톤)	1,914	1,801	1,855	2,002	1,917	2,127	1,914	1,734	1,665	-4.0%	-13.1%	1,732	1,801
*은 - 달러/온스	은	17.9	16.8	17.3	15.1	15.3	17.0	17.9	14.0	17.9	28.2%	16.9%	16.1	16.8
매출액		5,219	5,026	5,368	1,194	1,372	1,306	1,347	1,338	1,114	-16.7%	-18.8%	1,275	1,300
(십억원)	아연	2,033	1,723	1,847	445	584	509	495	469	391	-16.5%	-33.0%	420	443
	연	1,033	927	1,013	261	263	251	258	252	200	-20.7%	-24.1%	231	244
	은	1,215	1,391	1,474	266	293	298	358	390	279	-28.5%	-4.8%	366	356
	기타	939	986	1,034	222	232	248	237	227	244	7.3%	5.0%	259	256
판매량	아연	634	641	647	138	168	163	164	165	154	-6.4%	-8.1%	159	163
	(천톤)	401	391	408	104	105	96	95	101	87	-13.6%	-17.2%	100	103
* 은 (톤)	은	2,028	2,138	2,211	480	516	492	541	585	458	-21.7%	-11.2%	539	556
판매단가	아연	3,208	2,688	2,856	3,221	3,480	3,112	3,013	2,842	2,535	-10.8%	-27.2%	2,636	2,727
	(천원/톤)	2,575	2,372	2,483	2,500	2,502	2,611	2,702	2,498	2,293	-8.2%	-8.3%	2,301	2,384
* 은 (천원/온스)	은	18.6	20.2	20.7	17.2	17.7	18.9	20.6	20.7	18.9	-8.7%	7.2%	21.1	19.9
영업이익		729	763	829	154	230	183	163	197	184	-6.6%	-20.0%	192	190
이익률		14.0%	15.2%	15.5%	12.9%	16.7%	14.0%	12.1%	14.7%	16.5%	1.8%p	-0.2%p	15.0%	14.6%

자료: 유안티증권

[표-2] 고려아연 연결기준

(단위: 십억원)

	2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	QoQ	YoY	3Q20E	4Q20E
매출액	6,695	6,563	6,931	1,497	1,743	1,731	1,724	1,733	1,489	-14.1%	-14.6%	1,658	1,683
영업이익	805	801	876	177	242	209	177	204	191	-6.4%	-21.0%	204	201
	이익률	12.0%	12.2%	12.6%	11.9%	13.9%	12.1%	10.3%	11.8%	12.8%	1.0%p	-1.1%p	12.3%
세전이익	872	890	990	212	258	226	176	199	227	14.3%	-11.7%	235	228
	이익률	13.0%	13.6%	14.3%	14.2%	14.8%	13.1%	10.2%	11.5%	15.3%	3.8%p	0.5%p	14.2%
지배순이익	633	634	710	151	185	158	139	138	164	18.9%	-11.3%	169	163
이익률	9.5%	9.7%	10.2%	10.1%	10.6%	9.1%	8.1%	8.0%	11.0%	3.0%p	0.4%p	10.2%	9.7%

자료: 유안티증권

[표-3] 고려이연 실적 추정치 변경내역

(단위: 십억원)

	변경 전			변경 후		변경 전 대비		
		2Q20E	2020E	2021E	2Q20E	2020E	2021E	2Q20E
별도	매출액	1,167	4,953	5,119	1,114	5,026	5,368	-4.6%
	영업이익	210	807	841	184	763	829	-12.5%
	OPM	18.0%	16.3%	16.4%	16.5%	15.2%	15.5%	-1.5%p
연결	매출액	1,530	6,466	6,649	1,489	6,563	6,931	-2.7%
	영업이익	222	856	905	191	801	876	-14.0%
	OPM	14.5%	13.2%	13.6%	12.8%	12.2%	12.6%	-1.7%p
	지배순이익	173	644	691	164	634	710	-5.3%

자료: 유안타증권

[그림-1] 달러 인덱스와 LME 인덱스



자료: 유안타증권, Bloomberg

[그림-2] 귀금속 가격



자료: 유안타증권, Bloomberg

[그림-3] 아연가격과 아연정광 제련수수료



자료: 유안타증권, Bloomberg, 주: Spot TC는 주간 평균값

[그림-4] 연가격과 연정광 제련수수료



자료: 유안타증권, Bloomberg, 주: Spot TC는 주간 평균값

고려아연 (010130) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

순익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	68,833	66,948	65,625	69,311	70,738	
매출원가	59,793	57,436	56,203	59,059	60,339	
매출총이익	9,040	9,512	9,422	10,252	10,398	
판관비	1,393	1,459	1,413	1,495	1,526	
영업이익	7,647	8,053	8,009	8,756	8,873	
EBITDA	10,232	10,847	10,917	11,872	12,417	
영업외손익	40	671	887	1,147	1,105	
외환관련손익	-53	-61	706	720	500	
이자손익	513	523	1,014	1,136	1,313	
관계기업관련손익	-23	16	-1	0	0	
기타	-397	193	-831	-709	-709	
법인세비용차감전순손익	7,687	8,724	8,897	9,903	9,977	
법인세비용	2,339	2,338	2,435	2,674	2,694	
계속사업순손익	5,348	6,386	6,462	7,229	7,283	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	5,348	6,386	6,462	7,229	7,283	
지배지분순이익	5,274	6,329	6,338	7,097	7,150	
포괄순이익	4,485	6,596	7,919	8,686	8,740	
지배지분포괄이익	4,665	6,593	7,836	8,607	8,660	

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	8,883	6,927	9,193	9,662	11,509	
당기순이익	5,348	6,386	6,462	7,229	7,283	
감가상각비	2,584	2,791	2,907	3,115	3,543	
외환손익	12	-65	-690	-720	-500	
증속, 관계기업관련손익	23	-16	1	0	0	
자산부채의 증감	-28	-2,578	-586	-1,087	58	
기타현금흐름	944	408	1,099	1,125	1,125	
투자활동 현금흐름	-6,497	-4,739	8,093	-4,759	-4,759	
투자자산	-4,546	-478	11,974	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-3,162	-3,581	-4,916	-4,800	-4,800	
유형자산 감소	15	6	2	0	0	
기타현금흐름	1,195	-685	1,033	41	41	
재무활동 현금흐름	-1,829	-1,909	-2,066	-2,414	-2,414	
단기차입금	18	119	332	0	0	
사채 및 장기차입금	-51	-48	-4	0	0	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-1,783	-1,960	-2,490	-2,490	-2,490	
기타현금흐름	-13	-20	96	76	76	
연결범위변동 등 기타	36	55	1,311	-2,335	-468	
현금의 증감	592	334	16,531	154	3,868	
기초 현금	5,969	6,561	6,895	23,426	23,581	
기말 현금	6,561	6,895	23,426	23,581	27,449	
NOPLAT	7,647	8,053	8,009	8,756	8,873	
FCF	4,715	2,530	3,223	3,621	5,279	

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

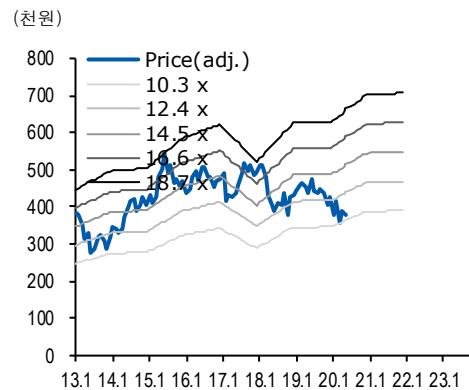
3. ROE,ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산		39,659	45,979	49,887	51,004	55,280
현금및현금성자산		6,561	6,895	23,426	23,581	27,449
매출채권 및 기타채권		3,191	3,845	4,558	4,736	4,812
재고자산		12,880	15,557	15,337	16,122	16,454
비유동자산		32,600	32,426	34,426	36,110	37,366
유형자산		27,851	29,007	31,397	33,082	34,339
관계기업등 지분관련자산		206	220	218	218	218
기타투자자산		3,126	1,665	1,332	1,332	1,332
자산총계		72,259	78,406	84,313	87,114	92,645
유동부채		5,384	7,043	7,638	7,904	8,760
매입채무 및 기타채무		3,867	4,885	5,072	5,338	6,193
단기차입금		186	306	652	652	652
유동성장기부채		48	12	12	12	12
비유동부채		3,129	2,979	2,872	2,872	2,872
장기차입금		71	60	58	58	58
사채		0	0	0	0	0
부채총계		8,514	10,022	10,510	10,776	11,632
지배지분		62,500	67,154	72,470	74,958	79,634
자본금		944	944	944	944	944
자본잉여금		560	566	566	566	566
이익잉여금		61,381	65,917	69,781	70,812	75,487
비지배지분		1,245	1,230	1,332	1,380	1,380
자본총계		63,745	68,384	73,803	76,338	81,014
순차입금		-22,831	-25,806	-28,775	-28,929	-32,797
총차입금		305	407	770	770	770

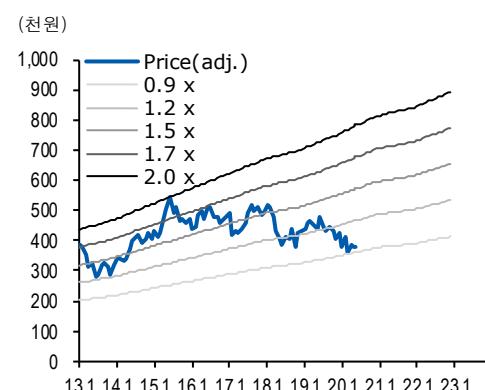
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS		27,950	33,541	33,588	37,611	37,891
BPS		353,622	379,956	410,035	424,110	450,565
EBITDAPS		54,225	57,481	57,856	62,915	65,803
SPS		364,776	354,786	347,774	367,308	374,868
DPS		11,000	14,000	14,000	14,000	14,000
PER		15.6	13.2	11.3	10.1	10.0
PBR		1.2	1.2	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA		5.9	5.4	4.0	3.7	3.2
PSR		1.2	1.2	1.1	1.0	1.0

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)		4.3	-2.7	-2.0	5.6	2.1
영업이익 증가율 (%)		-14.5	5.3	-0.5	9.3	1.3
지배순이익 증가율 (%)		-16.2	20.0	0.1	12.0	0.7
매출총이익률 (%)		13.1	14.2	14.4	14.8	14.7
영업이익률 (%)		11.1	12.0	12.2	12.6	12.5
지배순이익률 (%)		7.7	9.5	9.7	10.2	10.1
EBITDA 마진 (%)		14.9	16.2	16.6	17.1	17.6
ROIC		13.4	14.2	13.1	13.7	13.4
ROA		7.4	8.4	7.8	8.3	8.0
ROE		8.6	9.8	9.1	9.6	9.3
부채비율 (%)		13.4	14.7	14.2	14.1	14.4
순차입금/자기자본 (%)		-36.5	-38.4	-39.7	-38.6	-41.2
영업이익/금융비용 (배)		726.2	573.5	295.1	296.5	300.5

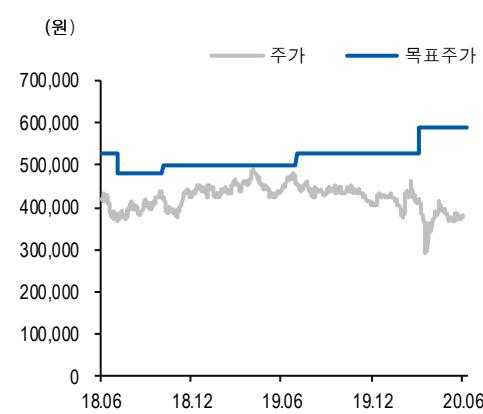
P/E band chart



P/B band chart



고려이연 (010130) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-06-03	BUY	590,000	1년		
2020-03-06	BUY	590,000	1년		
2019-07-02	BUY	530,000	1년	-18.67	-12.64
2018-10-04	BUY	500,000	1년	-11.99	-2.20
2018-07-04	BUY	480,000	1년	-16.82	-8.44
2018-04-25	BUY	530,000	1년	-21.27	-14.15

자료: 유안타증권

주: 괴리를 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	88.1
Hold(중립)	11.3
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-05-31

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정 시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간접 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이현수)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.