

# 고려아연 (010130)

금속



이현수

02 3770 5718

hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>590,000원 (M)</b>
현재주가 (7/1)	<b>353,000원</b>
상승여력	<b>67%</b>

시가총액	66,611억원
총발행주식수	18,870,000주
60일 평균 거래대금	192억원
60일 평균 거래량	51,074주
52주 고	463,000원
52주 저	293,500원
외인지분율	22.87%
주요주주	영풍 외 42 인 42.42%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(6.7)	2.2	(22.4)
상대	(8.6)	(18.3)	(21.6)
절대(달러환산)	(5.0)	4.5	(25.3)

## 2Q20 Preview: 어려운 환경 속 선방한 실적 전망

### 2Q20(E): BM TC 상승이 COVID-19 악영향을 일부 상쇄

별도 영업이익 1,759억원(yoy -24%), 연결 영업이익 1,834억원(yoy -24%) 전망

1) 별도: 아연 및 연은 전분기대비 판매단가 하락과 판매량 감소가 있었을 것으로 추정된다. 3~5월 LME 아연 평균가격은 1,927달러/톤으로 전분기(12~2월) 2,247달러/톤 대비 -14% 하락했으며 LME 연 평균가격은 1,899달러/톤(12~2월)에서 1,673달러/톤(3~5월)로 -12% 하락했다. 판매량은 COVID-19에 따른 전방 수요 감소로 인해 전분기대비 아연과 연이 각각 -6%, -15% 감소했을 것으로 추정된다. 안전자산 성격이 강한 금과 다르게 경기에 더 민감한 은 역시 전분기대비 판매량 감소가 불가피했던 것으로 추정된다. 원재료 구매단가에 영향을 미치는 환율이 상승하며 원가에 부담을 줬을 것으로 예상되나 판매단가에 적용된 환율 역시 상승하며 이번 분기는 원/달러 환율이 수익성에 미친 영향은 제한적이었을 것으로 판단된다. 악재가 많았던 시기이나 전년대비 상승한 BM TC가 수익성 개선 요인으로 작용하여 실적 하락 폭을 축소시켰을 것으로 추정된다.

2) 연결: 징크옥사이드코퍼레이션은 아연가격 하락으로 전분기에 이어 부진한 성적이 예상되며, 호주 SMC 역시 판매량 감소 및 아연가격 하락이 실적에 부정적이었을 것으로 추정된다.

### 악화되는 악재 요인, 서서히 개선될 수요

COVID-19로 인해 광산들의 생산 및 출하가 지연됨에 따라 4월 이후 중국 아연정광 Spot TC는 급락했다. 3월말 300달러/톤 수준이었던 중국 아연정광 Spot TC는 6월말 155달러/톤까지 하락했다. TC가 하락한 배경(정광공급 축소)은 아연 가격 상승의 요인이기도 하다. 그러나 아연 가격 반등은 크지 못했다. TC 하락 대비 상대적으로 아연 가격 상승이 약했던 것은 전방 수요가 부진했기 때문으로 판단된다.

그러나 6월 이후 악재 요인들이 약화되고 있는 것으로 관측된다. 중국 아연정광 Spot TC 하락이 둔화되고 있다. 아연 가격은 달러 약세와 중국 내수 경기 부양 등의 이유로 상승하고 있다. 2Q는 BM TC 인상이라는 긍정적 요인이 있었음에도 COVID-19로 인한 판매량 및 판매단가 하락이 더 부각된 시기였다. 하반기는 국내외 경기 회복에 따른 판매량 증가 및 상품가격 회복, 그리고 BM TC 상승분이 같이 반영되며 상반기 대비 실적 개선이 가능하다는 판단이다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	2Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	14,864	-14.7	-14.2	16,079	-7.6
영업이익	1,834	-24.2	-10.2	2,159	-15.0
세전계속사업이익	2,194	-14.8	10.3	2,269	-3.3
지배순이익	1,591	-13.8	15.5	1,636	-2.7
영업이익률 (%)	12.3	-1.6 %pt	+0.5 %pt	13.4	-1.1 %pt
지배순이익률 (%)	10.7	+0.1 %pt	+2.7 %pt	10.2	+0.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	68,833	66,948	65,179	69,848
영업이익	7,647	8,053	7,767	8,640
지배순이익	5,274	6,329	6,214	7,072
PER	15.6	13.2	10.7	9.4
PBR	1.2	1.2	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.9	5.4	3.7	3.3
ROE	8.6	9.8	8.9	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	1,198	1,200	1,128	1,126	1,167	1,195	1,176	1,194	1.6%	6.1%	1,221	1,200
	당월	1,166	1,204	1,200	1,126	1,167	1,195	1,176	1,194	1,221	2.2%	4.6%	1,200	1,200
금속가격(전월)	아연	2,579	2,095	2,220	2,631	2,842	2,440	2,403	2,247	1,927	-14.2%	-32.2%	2,059	2,148
(달러/톤)	연	2,002	1,799	1,912	2,011	1,934	1,973	2,092	1,899	1,673	-11.9%	-13.5%	1,773	1,849
*은 - 달러/온스	은	16.0	17.2	17.7	15.4	15.0	16.0	17.6	17.7	15.5	-12.5%	3.1%	17.8	18.0
금속가격(당월)	아연	2,550	2,088	2,226	2,709	2,759	2,350	2,383	2,124	1,968	-7.3%	-28.7%	2,093	2,169
(달러/톤)	연	1,997	1,797	1,917	2,035	1,885	2,031	2,035	1,844	1,676	-9.1%	-11.1%	1,802	1,868
*은 - 달러/온스	은	16.2	17.3	17.7	15.6	14.9	17.0	17.3	16.9	16.4	-3.1%	9.9%	18.0	17.8
금속가격(분기말)	아연	2,280	2,190	2,256	3,000	2,565	2,429	2,280	1,895	2,054	8.4%	-19.9%	2,126	2,190
(달러/톤)	연	1,914	1,886	1,943	2,002	1,917	2,127	1,914	1,734	1,792	3.3%	-6.5%	1,831	1,886
*은 - 달러/온스	은	17.9	17.7	17.7	15.1	15.3	17.0	17.9	14.0	18.2	30.3%	18.9%	18.1	17.7
매출액		5,219	4,969	5,414	1,194	1,372	1,306	1,347	1,338	1,110	-17.0%	-19.1%	1,234	1,287
(십억원)	아연	2,033	1,718	1,821	445	584	509	495	469	390	-16.7%	-33.2%	417	442
	연	1,033	899	1,033	261	263	251	258	252	197	-21.8%	-25.1%	218	232
	은	1,215	1,387	1,539	266	293	298	358	390	281	-27.9%	-4.0%	350	365
	기타	939	966	1,022	222	232	248	237	227	241	6.2%	4.0%	249	248
판매량	아연	634	638	640	138	168	163	164	165	154	-6.4%	-8.1%	158	161
(천톤)	연	401	373	406	104	105	96	95	101	86	-14.6%	-18.1%	92	94
*은 (톤)	은	2,028	2,082	2,251	480	516	492	541	585	462	-21.0%	-10.4%	507	528
판매단가	아연	3,208	2,693	2,844	3,221	3,480	3,112	3,013	2,842	2,529	-11.0%	-27.3%	2,643	2,748
(천원/톤)	연	2,575	2,407	2,545	2,500	2,502	2,611	2,702	2,498	2,287	-8.4%	-8.6%	2,368	2,458
*은 (천원/온스)	은	18.6	20.7	21.3	17.2	17.7	18.9	20.6	20.7	18.9	-8.7%	7.2%	21.5	21.5
영업이익		729	743	818	154	230	183	163	197	176	-10.7%	-23.5%	178	192
이익률		14.0%	14.9%	15.1%	12.9%	16.7%	14.0%	12.1%	14.7%	15.8%	1.1%p	-0.9%p	14.4%	14.9%

자료: 유안타증권

[표-2] 고려아연 연결기준

(단위: 십억원)

		2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	QoQ	YoY	3Q20E	4Q20E
매출액		6,695	6,518	6,985	1,497	1,743	1,731	1,724	1,733	1,486	-14.2%	-14.7%	1,624	1,675
영업이익		805	777	864	177	242	209	177	204	183	-10.2%	-24.2%	187	202
이익률		12.0%	11.9%	12.4%	11.9%	13.9%	12.1%	10.3%	11.8%	12.3%	0.6%p	-1.6%p	11.5%	12.0%
세전이익		872	868	980	212	258	226	176	199	219	10.3%	-14.8%	220	229
이익률		13.0%	13.3%	14.0%	14.2%	14.8%	13.1%	10.2%	11.5%	14.8%	3.3%p	0.0%p	13.5%	13.7%
지배순이익		633	621	707	151	185	158	139	138	159	15.5%	-13.8%	159	165
이익률		9.5%	9.5%	10.1%	10.1%	10.6%	9.1%	8.1%	8.0%	10.7%	2.8%p	0.1%p	9.8%	9.9%

자료: 유안타증권

[표-3] 고려이연 실적 추정치 변경내역

(단위: 십억원)

	변경 전			변경 후			변경 전 대비			
	2Q20E	2020E	2021E	2Q20E	2020E	2021E	2Q20E	2020E	2021E	
별도	매출액	1,114	5,026	5,368	1,110	4,969	5,414	-0.3%	-1.1%	0.9%
	영업이익	184	763	829	176	743	818	-4.4%	-2.6%	-1.4%
	OPM	16.5%	15.2%	15.5%	15.8%	14.9%	15.1%	-0.7%p	-0.2%p	-0.3%p
연결	매출액	1,489	6,563	6,931	1,486	6,518	6,985	-0.2%	-0.7%	0.8%
	영업이익	191	801	876	183	777	864	-4.1%	-3.0%	-1.3%
	OPM	12.8%	12.2%	12.6%	12.3%	11.9%	12.4%	-0.5%p	-0.3%p	-0.3%p
	지배순이익	164	634	710	159	621	707	-2.8%	-2.0%	-0.4%

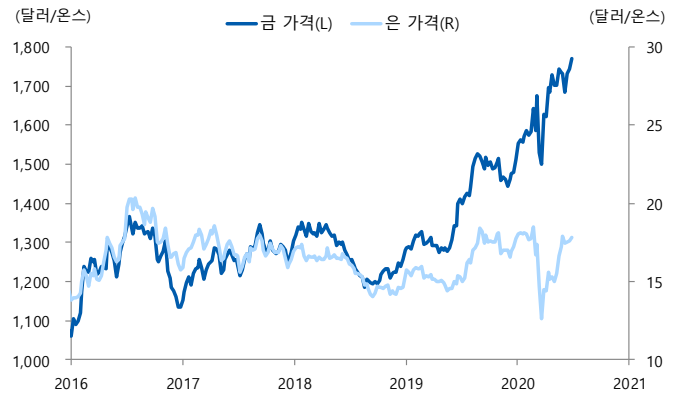
자료: 유안타증권

[그림-1] 달러 인덱스와 LME 인덱스



자료: 유안타증권, Bloomberg

[그림-2] 귀금속 가격



자료: 유안타증권, Bloomberg

[그림-3] 아연가격과 아연정광 제련수료



자료: 유안타증권, Bloomberg, 주: Spot TC 는 주간 평균값

[그림-4] 연가가격과 연정광 제련수료



자료: 유안타증권, Bloomberg, 주: Spot TC 는 주간 평균값

고려아연 (010130) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	68,833	66,948	65,179	69,848	70,983
매출원가	59,793	57,436	56,009	59,701	60,690
매출총이익	9,040	9,512	9,170	10,147	10,293
판매비	1,393	1,459	1,403	1,507	1,531
영업이익	7,647	8,053	7,767	8,640	8,761
EBITDA	10,232	10,847	10,675	11,756	12,306
영업외손익	40	671	911	1,160	1,346
외환관련손익	-53	-61	256	0	0
이자손익	513	523	1,015	1,126	1,312
관계기업관련손익	-23	16	-1	0	0
기타	-397	193	-359	34	34
법인세비용차감전순손익	7,687	8,724	8,678	9,801	10,108
법인세비용	2,339	2,338	2,342	2,597	2,679
계속사업순손익	5,348	6,386	6,336	7,204	7,429
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	5,348	6,386	6,336	7,204	7,429
지배지분순이익	5,274	6,329	6,214	7,072	7,293
포괄순이익	4,485	6,596	7,793	8,660	8,886
지배지분포괄이익	4,665	6,593	7,711	8,581	8,805

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	8,883	6,927	9,584	10,257	12,207
당기순이익	5,348	6,386	6,336	7,204	7,429
감가상각비	2,584	2,791	2,907	3,115	3,543
외환손익	12	-65	-240	0	0
중속, 관계기업관련손익	23	-16	1	0	0
자산부채의 증감	-28	-2,578	-519	-1,185	110
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	861	-3,017	-971
현금의 증감	592	334	16,472	67	4,063
기초 현금	5,969	6,561	6,895	23,367	23,435
기말 현금	6,561	6,895	23,367	23,435	27,498
NOPLAT	7,647	8,053	7,767	8,640	8,761
FCF	4,715	2,530	3,144	3,481	5,294

자료: 유안타증권

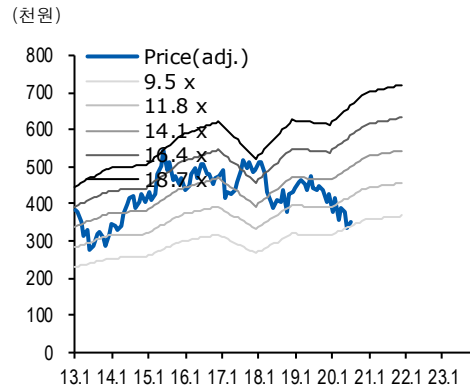
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	39,659	45,979	49,736	50,915	55,300
현금및현금성자산	6,561	6,895	23,367	23,435	27,498
매출채권 및 기타채권	3,191	3,845	4,541	4,746	4,806
재고자산	12,880	15,557	15,262	16,168	16,431
비유동자산	32,600	32,426	34,426	36,110	37,366
유형자산	27,851	29,007	31,397	33,082	34,339
관계기업 등 지분관련 자산	206	220	218	218	218
기타투자자산	3,126	1,665	1,332	1,332	1,332
자산총계	72,259	78,406	84,162	87,025	92,666
유동부채	5,384	7,043	7,614	7,929	8,752
매입채무 및 기타채무	3,867	4,885	5,047	5,363	6,185
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	10,486	10,801	11,624
지배지분	62,500	67,154	72,346	74,846	79,664
자본금	944	944	944	944	944
자본잉여금	560	566	566	566	566
이익잉여금	61,381	65,917	69,657	70,699	75,518
비지배지분	1,245	1,230	1,330	1,378	1,378
자본총계	63,745	68,384	73,676	76,223	81,042
순차입금	-22,831	-25,806	-28,716	-28,783	-32,846
총차입금	305	407	770	770	770

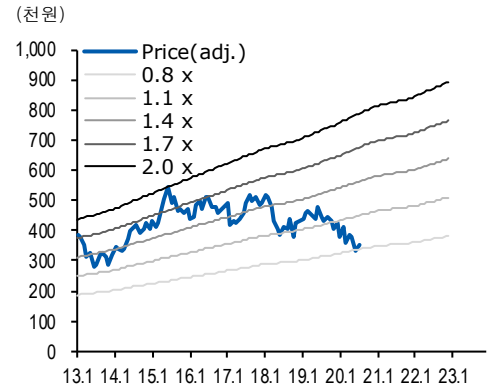
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	27,950	33,541	32,930	37,476	38,650
BPS	353,622	379,956	409,332	423,473	450,738
EBITDAPS	54,225	57,481	56,572	62,300	65,213
SPS	364,776	354,786	345,413	370,155	376,168
DPS	11,000	14,000	14,000	14,000	14,000
PER	15.6	13.2	10.7	9.4	9.1
PBR	1.2	1.2	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	5.9	5.4	3.7	3.3	2.9
PSR	1.2	1.2	1.0	1.0	0.9

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	4.3	-2.7	-2.6	7.2	1.6
영업이익 증가율 (%)	-14.5	5.3	-3.6	11.2	1.4
지배순이익 증가율 (%)	-16.2	20.0	-1.8	13.8	3.1
매출총이익률 (%)	13.1	14.2	14.1	14.5	14.5
영업이익률 (%)	11.1	12.0	11.9	12.4	12.3
지배순이익률 (%)	7.7	9.5	9.5	10.1	10.3
EBITDA 마진 (%)	14.9	16.2	16.4	16.8	17.3
ROIC	13.4	14.2	12.8	13.6	13.3
ROA	7.4	8.4	7.6	8.3	8.1
ROE	8.6	9.8	8.9	9.6	9.4
부채비율 (%)	13.4	14.7	14.2	14.2	14.3
순차입금/자기자본 (%)	-36.5	-38.4	-39.7	-38.5	-41.2
영업이익/금융비용 (배)	726.2	573.5	286.1	292.6	296.7

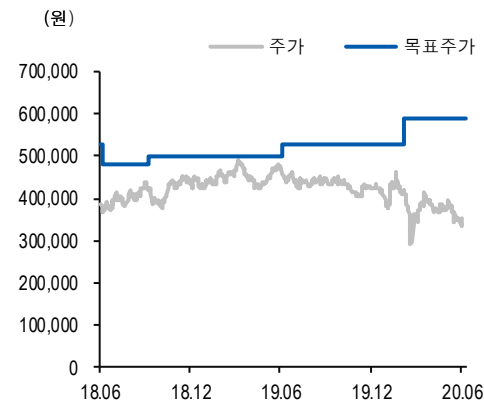
P/E band chart



P/B band chart



고려아연 (010130) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-07-02	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: 과리율 = (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)	89.3
Hold(중립)	10.1
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-06-29

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 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 투자의사결정은 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.